



□ 公司法

董事会中心主义治理模式在我国公司法中的重塑·····	甘培忠 马丽艳	3
董事注意义务标准之厘定·····	翁小川	19
董事勤勉义务制度的利益衡量与内涵阐释·····	王真真	38
中国监事会真的可有可无吗？ ——以德国克服监事会履职障碍的制度经验为镜鉴·····	杨大可	56
我国《公司法》下董监高赔偿责任规则之检视与完善 ——基于 691 起司法案件的实证分析·····	冯 曦	69
《公司法》修改背景下股东表决权不统一行使规则·····	李建伟 林树荣	88
中国公司法产生源流考 ——以日本法的影响为视角·····	朱大明	103
英国公司法改革及其对我国的启示·····	葛伟军	121
论实际控制人的法律责任 ——公法的路径依赖与私法的理念再生·····	郑 彧	140
股东对公司所控股公司的知情权·····	董新义	156
公司归入权的体系定位与规范构造·····	周 淳	171
《公司法》修订中的资本制度路径思辨 ——以委托代理理论构建我国授权资本制·····	白牧蓉 张嘉鑫	186
论公司对赌义务履行的绝对性 ——以反思“九民纪要”第 5 条为线索·····	山茂峰	202
国有企业走出公司法的新路径 ——以《国有资本投资运营公司法》建构为核心·····	王鹤翔	217

□ 证券法

证券虚假陈述中因果关系认定与损害赔偿数额计算的日本模式

——以东芝案为例·····	朱大明	230
证券虚假陈述赔偿中审计人责任构成要件与责任限缩·····	缪因知	247
虚假陈述中介机构连带责任的检视与改革·····	任孝民	266
科创板上市公司双层股权结构中的日落条款·····	樊健 朱锐	283
美国“蓝天法”对科创板发行审核裁量权边界的启示		
——兼论新《证券法》下注册制进阶路径·····	任泽宇	297
行政过程理论视域内的“冷淡对待”证券市场中介机构措施·····	刘志伟	314
直接上市制度改革及其“看门人”机制分析·····	高振翔	331
论债券预期违约救济的法理基础及分类构造·····	季奎明 陈霖	353
债券契约变更的路径选择 ·····	李敏	366
内幕交易抗辩事由：实证分析与法律规制·····	齐萌 刘博	384
禁止操纵证券市场的理论基础：法律与金融的分析·····	樊健	400
“参照”规则视角下的证券虚假陈述侵权适用范围之辨·····	杨婷 王琦	418
论我国公募 REITs 的混合型治理及其完善		
——基于首批 9 个试点项目的实证研究·····	刘东辉	433
“双碳”背景下我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则构建论···	季立刚 张天行	448
论 ESG 投资与信义义务的冲突和协调·····	刘杰勇	466

董事会中心主义治理模式 在我国公司法中的重塑

甘培忠 马丽艳*

内容提要：公司治理是公司所有权与控制权分离衍生出的新问题，其核心在于如何配置公司权力及构建相应问责机制。随着公司股权分散化趋势在各国公司中的蔓延，域外公司法普遍确立了董事会中心主义的治理模式，即以董事会为公司治理中枢，赋予其广泛经营管理权并以完备的信义义务体系为董事合理履职背书。我国《公司法》忽视公司治理需求上的本质差异，将分权控制结构强制嵌套在所有公司权力配置中，造成公司治理规制失当与迟滞缺憾。未来我国公司治理的优化革新应当以公司治理发展多元化为主线，制定单行的“有限责任公司法”和“股份有限公司法”并分别确定公司治理模式，其中对股份有限公司而言，董事会中心主义模式的全面确立是与时代并行、与现实契合的不二选择。此外，以权责相称为旨归完善董事信义义务体系并补缺董事问责机制，是确立董事会中心主义模式的应有之义。

关键词：公司治理 股份有限公司 董事会中心主义 信义义务

• 3 •

一、问题的提出

1932年伯利和米恩斯在《现代公司与私有财产》一书中精确概括美国公司制度的特点为所有权与控制权相分离，此后“两权分离”理论在各国公司实践中产生广泛而深刻的影响。伴随着公司所有权与控制权分离趋势的增强，公司机关分化局面形成，进而推动公司权力配置格局发生转型：公司治理不再囿于股东本位思想主导下以股东会为中心、以其他公司机关为附庸的传统模式，而是将公司经营管理权^{〔1〕}由股东会过渡到董事会，发挥董事会在经营管理方面的优势作用。

* 甘培忠，兰州大学法学院教授；马丽艳，兰州大学法学院博士研究生。

〔1〕 伯利与米恩斯提出的“两权分离”理论，是指公司所有权与控制权相分离，但公司法理论研究通常将控制权解读为经营管理权，概源于公司控制权的主要内容即是对公司的经营管理，且经营者控制契合公司发展实际。参见周游：《公司法上的两权分离之反思》，载《中国法学》2017年第4期。

我国《公司法》作为公司制度的后起之秀，在公司治理上采取标准范式之外的分权控制结构，即以明确列举和设置兜底条款的方式将公司权力分配给公司各个机关，希冀通过分工协作实现相互制衡。然而，分权若不能做到界限分明，那么制衡效果便会大打折扣，我国《公司法》遵循“重大事务决策权归股东会”“一般事务决策权归董事会”的思路划分公司权力，所形成的权力配置格局看似清晰实则混乱，股东会和董事会的固有权力内容重合、边界模糊，为公司法治实践埋下隐患。况且分权控制结构虽介于标准化的股东会中心主义和董事会中心主义之间，但我国公司权力配置还是明显受到我国行政体制的影响，^{〔2〕}股东会作为公司权力机关不仅被授予广泛经营决策权，更是享有公司剩余索取权，再加上监事会专门负责公司内部监督，董事会权力已经被严重侵蚀，所剩无几。适逢新一轮《公司法》修订，笔者认为我国公司治理模式的优化革新应当从公司法治发展实际出发，秉持公司自治理念，构建多元化的公司治理架构以满足不同规模、不同类型的公司的权力配置需求，其中标准化的董事会中心主义模式不失为股份有限公司的妥适选择。

董事会中心主义的公司治理模式契合股权分散公司的实际需求：股份有限公司为寻求融资而不断扩充投资者数量，使得公司股权结构分散化、社会化趋势增强；大多数投资者并不热衷于参与公司经营管理，甚至其投机意图胜于投资想法，^{〔3〕}因此公司的日常经营管理只能委诸董事会负责；董事会由具备专业知识的董事组成，其通过集体决策掌控公司大小事务并积极推动股东利益最大化^{〔4〕}。因此，正如亨利·汉斯曼所言：“投资者所有权与自由市场和自由企业并不是必然相伴随的”^{〔5〕}，股东直接控制公司也许在小型封闭式公司中有其合理价值，但对于公众公司而言，股东只是追求投资利益的群体，他们随时可能离弃公司而成为局外人，股东主权成为一种抽象的商业教条。公司轮船的船东们远在千里万里之外，驾驶者只能是名为船长、大副等组成的董事们。董事会中心主义模式突破了投资者所有权在公司治理中的垄断地位，使董事会成为公司事务决策的主导力量。然而“两权分离”现象必然引发代理成本问题，即公司治理始终要面临董事会非为股东利益决策而是利用各种机会主义行为谋求个人私利的风险，如何约束和抑制董事恣意行为便成为董事会中心主义模式的核心问题。^{〔6〕}总之，本文以董事会中心主义模式下公众公司的权力分配、运行和制衡为主线，循着董事会中心主义模式的发展演进脉络，比较研究西方国家董事会制度的表现形式与东方国家（地区）引入董事会制度后的改良适用，最终立足我国公司制度发展实际，重塑我国公司法中的董事会中心主义模式，并为构建权责相称的董事会制度提出理论构想。

二、董事会中心主义模式的制度渊源与理论基础

（一）制度渊源：西方国家的成文法与判例

公司制度滥觞于西方经济社会土壤，所以我国公司法理论与实践探索在遭遇难题时难免

〔2〕 参见邓峰：《中国法上董事会的角色、职能及思想渊源：实证法的考察》，载《中国法学》2013年第3期。

〔3〕 参见赵万一主编：《公司治理的法律设计与制度创新》，法律出版社2015年版，第8页。

〔4〕 See Michael Dooley, Two Models of Corporate Governance, 47 *Bus. Law.*, 462 (1992).

〔5〕 〔美〕亨利·汉斯曼：《企业所有权论》，于静译，中国政法大学出版社2001年版，第1页。

〔6〕 See Mark A. Sargent, Lawyer in the Perfect Storm, 43 *Washburn L. J.*, 1, 43 (2003).

要追根溯源,沿着西方国家探索出的路线寻找适合我国国情的智慧和经验。股东会中心主义和董事会中心主义的更迭背景始现于19世纪50年代。彼时股东会中心主义的权力配置模式已经与现代公司的发展相脱节,尤其是公众公司股东会在交易频繁、竞争激烈的市场环境中逐渐力不从心,甚至投资者本人对参与公司经营管理保持理性冷漠(rationally apathetic),〔7〕“搭便车”心理和“用脚投票”行为盛行;与此相反,董事会则因吸纳了具备专业知识和能力的成员而在公司事务管理方面愈发游刃有余,公司经营管理权由股东会向董事会倾斜乃大势所趋。美国特拉华州《普通公司法》(1899年)作为典型代表之一,通过“除非本法或公司设立章程另有规定,公司业务和事务均应在董事会管理或在董事会指导下进行”正式宣告董事会中心主义的确立,此后《美国示范公司法》(1950年)第8.01条(b)规定:“所有公司权力应当由董事会行使或在它的许可下行使,公司业务和事务也应当在它的指导下经营管理,但上述一切均应受公司设立章程明示限制的约束。”英国上诉法院在20世纪初通过“自动过滤器公司案”〔8〕表达了以公司章程为公司权力划分依据的立场,即当公司章程将权力授予董事会时,股东会再无权干涉该权力的行使。该判例影响了后续多起案件的判决结果,〔9〕并使“股东会无权干涉董事会在其权力范围内的决策,除非董事会行为违反法律或公司章程”的观点流行开来。大陆法系也纷纷选择以董事会为中心配置公司权力,如德国《股份公司法》(1965年)规定董事会作为公司的领导机关享有广泛的公司管理权和代表权,其权力行使不受股东会特别决议的干涉。法国《商事公司法》(1966年)也规定董事会拥有在任何情况下以公司名义进行活动的广泛权力,其应在公司经营范围內行使除法律明文规定属于股东会权力外的其他所有公司权力。〔10〕

• 5 •

随同董事会中心主义模式一道被广泛接受的还有理论界对董事会权力性质解读的变迁。既往观念中常以董事会权力源于股东会授权作为研究基调,主张股东会可随时收回、限制董事会权力甚至直接介入其中。如今主流观点则认为董事会权力源自公司本身,公司作为独立法人机构为维持正常运行必须设立机关并分别移交权力,因此董事会享有经营管理公司的法定权;股东会和董事会作为相互独立的公司机关,应在各自权限范围内妥当行使权力且不得逾越,二者的交集也仅限于以下情形:股东会可通过修改公司章程或者选任董事介入董事会决策、间接影响董事会权力行使。域外公司立法大都遵循上述逻辑,在奉行董事会中心主义的同时也将制定和修改公司章程、任免董事的权力作为股东会的法定权力予以固定,可见董事会中心主义并不是隔绝或者边缘化股东对公司的控制权,而只是在公司利益最大和效率优先的驱动下对公司权力配置的一种合理调适。

〔7〕 参见〔美〕斯蒂芬·M. 贝恩布里奇:《理论与实践中的新公司治理模式》,法律出版社2012年版,第174页。

〔8〕 Automatic Self-Cleansing Filter Syndicate Co. v. Cuninghame, [1906] 2 Ch. 34, CA.

〔9〕 譬如在 Quin & Axtens v. Salmon 案 (1 Ch. 311, CA; [1909] A. C. 442, HL.) 中,法官认为股东会作出的普通决议不得干涉董事会的决定,除非董事行为违反了公司法或公司章程的有关规定。在 Shaw & Sons (Salford) Ltd v. Shaw 案 ([1935] 2 K. B. 113, CA.) 中,法官表示当管理权被授予董事会时,除董事会外其他机关均不可行使公司管理权;股东会控制董事会的唯一方式便是变更公司章程或者更选董事;股东会和董事会都不得篡夺公司章程授予对方的权力。在 Scott v. Scott 案 ([1943] 1 All E. R. 582.) 中,法官主张当权力被授予董事会时,除非通过修订章程剥夺这些权力,否则股东会不得干涉董事会的权力行使。

〔10〕 参见王勇华:《董事会权力法律制度研究:理论与规则》,法律出版社2015年版,第162-165页。

（二）理论基础：公司价值取向的博弈

如上文所述，公司所有权与控制权分离推动公司机关分化，而在林立的公司机关中选取最适合的公司利益“守护者”则是公司治理的起点。与公司的大股东或经理相比，董事会成员既无股份高位套现的动机也无奖金和股票期权兑现的诱惑，因此董事会能够相对保持对公司利益的忠心，^{〔11〕} 股东及其他利益攸关者也乐意由董事会来居中裁决各方龃龉。现代公司董事会采取集中管理方式治理公司，其目的在于：第一，为公司确定一个稳定的责任主体，由董事会统筹公司对外交往；第二，发挥董事会专业管理优势，集思广益达到决策最优；^{〔12〕} 第三，建立以董事会为中心的公司内部交流网络，^{〔13〕} 并由其专门负责调节公司各种要素的利益分配^{〔14〕}。自普通公司时代以来，各国公司立法无不以“股东利益至上”为圭臬，从公司权力配置到公司利益分配都以最大程度维护股东利益为基本价值取向，诸如“商业公司设立和运行的主要目的是为股东创造利润”^{〔15〕}、“董事义务便是在法律允许的范围内最大化股东的长期利益”^{〔16〕} 的观点盛行。然而进入知识经济时代以来，智识资本价值愈发凸显，^{〔17〕} 公司利益不再与股东利益完全等同，公司内部其他投入生产要素的相关者也成为公司利益索取的适格主体，是故公司制度的价值取向不能停留在片面追求股东利益最大化的层面，肩负起必要社会责任是现代公司制度的新目标。^{〔18〕} 当然价值取向的博弈并不意味着公司利益纷争恒久存在，一般情形下股东利益最大化与公司利益最大化协同一致，^{〔19〕} 公司法立法也应“为所有受到公司活动影响的人谋求整体福利”^{〔20〕} 为目标，维持股东利益与社会利益的平衡、和谐是公司法治长远的追求^{〔21〕}。

在董事会中心主义的权力架构之下，董事与公司间的关系趋于紧张，尤其是在董事会权力空前扩张、专业化经营创造巨额经济效益等因素的诱发下，董事权力滥用是每个公司成员都要承担

〔11〕 参见仲继银：《迷失的董事会中心主义》，载《董事会》2012年第4期。

〔12〕 实验心理学家和实验经济学家认为，特定环境下集体决策优于个人决策。20世纪30年代马乔里·肖（Marjorie Shaw）实施的经典对比实验（四人一组寻找解决“Eureka”问题的唯一自我确证的答案）发现团体组的正确率明显高于个人组。See Marjorie E. Shaw, Comparison of Individuals and Small Groups in the Relational Solution of Complex Problems, 44 *Am. J. Psych.*, 491 (1932). 然而，上述实验设置在人为创造的环境中，且参与实验的学生与现实生活中担任董事的商业人士差距较大，所以该实验结果因偏离市场运行规律而受到质疑。See Richard A. Poster, Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law, 50 *Stan. L. Rev.*, 1551, 1556 (1998).

〔13〕 See Henry Hansmann, Reinier Kraakman, The Essential Role of Organization Law, 110 *Yale L. J.*, 387, 406-423 (2000).

〔14〕 See Stephen M. Bainbridge, Why a Board? Group Decision-making in Corporate Governance, 55 *Vanderbilt Law Review*, 1-55 (2002).

〔15〕 Dodge v. Ford Motor Co., [1919] Michigan Supreme Court 170 N. W. 668.

〔16〕 Katz v. Oak Indus., Inc., [1989] Del. Ch. 508 A. 2d 873, 879.

〔17〕 根据“公司能力理论”的观点，物质资本所有者以所有权形式对公司的投入只是公司获取利润的一个因素，在公司设立初期作用巨大，但公司的长远发展和长期利润获得则更依赖公司内部的特型智识资本。参见乔子欣：《论公司法人治理结构中的董事会中心主义——兼论我国公司董事会的重构与完善》，载《江苏社会科学》2002年第3期。

〔18〕 在20世纪30年代伯利与多德（Berle-Dodds）开展的著名论战中，伯利认为公司首先应对股东负责，因此为股东利益最大化牺牲一些社会利益也在所不惜；多德则主张董事的受托义务应当扩展到保护社会整体利益层面上来，企业应当以提供社会服务为己任。See A. Berle, Corporate Powers as Powers in Trust, 44 *Harvard Law Review*, 1049, 1074 (1931); E. Merrick Dodd, For Whom Are Corporate Managers Trustees? 45 *Harvard Law Review*, 1145, 1163 (1932).

〔19〕 参见潘林：《优先股与普通股的利益分配——基于信义义务的制度方法》，载《法学研究》2019年第3期。

〔20〕 [美] 莱纳·克拉坎曼、亨利·汉斯曼等：《公司法剖析：比较与功能的视角》，罗培新译，法律出版社2012年版，第29页。

〔21〕 参见甘培忠：《论我国公司法语境中的社会责任价值导向》，载《清华法学》2009年第6期。

的必然风险,^[22] 控制代理成本便成为公司利益调节中的另一重难题。为保障董事个人合理利益诉求与公司利益最大化并行不悖, 公司法从事前监管和事后治理两个层面提出优化措施遏制代理成本攀升, 其中典型如: 创设独立的公司监督机关或设置独立董事强化对董事会的监督; 制定完备的董事信义义务规范体系防范董事会权力滥用; 以薪酬或荣誉等激励为对价换取董事忠实勤勉履职; 股东会行使董事任免权调控董事会成员优胜劣汰等。上述策略的实际效果并不相同, 甚至有些并不尽如人意: 如以高额薪酬或荣誉、名誉等激励措施刺激董事尽职尽责存在风险, 高薪酬或名誉可能会异化为反向驱动, 沦为董事攫取公司利益的工具。因此, 在董事会中心主义模式下解决代理成本问题需要多重策略共同发力, 单独的激励措施并不能完全取代密切的监督机制和信义义务下的问责体系, 股东会手握的董事任免权则成为控制代理成本的最后一道屏障。

三、域外公司立法中董事会中心主义的表现

(一) 独立探索与协同发展: 西方国家的董事会中心主义模式

西方国家的公司权力配置格局虽然在相当时期内实现了从股东会中心主义向董事会中心主义的转型, 但各国公司法实践却演化出不同的董事会角色定位, 其中典型便是美国单层制下的监督者^[23]和德国双层制下的监督—管理者。美国公司法虽然赋予董事会最大范围的公司管理权, 但董事会往往又通过权力下沉方式将公司日常事务的决策权转移给专门智囊团队或委员会而只保留对公司内部的普遍监督权,^[24] 公司决策遂依赖以 CEO 为首的经理层, CEO 与董事会并行的格局逐渐形成。然而, 董事会从冗杂的公司日常事务中解脱出来并不意味着其责任的相对减轻, 实际上董事不仅要以宽泛的信义义务规范约束自身行为, 独立董事还要负责监督和审查经理层的行为, 预防股东诉讼滋生, 阻遏一切可能造成董事问责的不当行为。德国公司制度中的董事会则分化为监督董事(另一说是监事)与管理董事, 前者由股东选举产生, 总揽公司经营战略的制定和实施; 后者则由前者选聘并受其监督, 负责公司日常事务管理。在人员构成方面, 由于德国公司仍以股东联盟和家族为主要资本来源, 公司治理还尚未完全摆脱股东联盟和家族势力的影响, 因此公司监督董事会中不得不为这些股东留有席位; 此外, 为表示对劳工群体利益的重视, 监督董事会中也会吸纳一定数量的劳工代表。总之, 虽然美国和德国分别探索出不同的董事会组织形式, 但是都坚守着董事会中心主义模式的底线规则——董事会掌控公司各项事务, 股东会仅在法律或章程授权范围内行使部分公司权力。

• 7 •

[22] See Margaret M. Blair, Lynn A. Stout, A Team Production Theory of Corporation Law, 85 Va. L. Rev., 247, 299 (1999).

[23] 美国法学会在起草《公司治理规则》(ALI) 时引出董事会监督职能理念, 草案要求大型上市公司的董事会成员半数以上应为独立董事, 以确保董事会能够客观评价管理层的表现。See Stephen M. Bainbridge, Independent Directors and the ALI Corporate Governance Project, 61 Geo. Wash. L. Rev., 1032 (1993). 2002 年“萨班斯·奥克斯利”法案出台后, 美国三个主要的证券交易所在上市公司治理要求中均提出“必须有一半以上的董事会成员为独立董事”, 董事的监督者定位被持续深化。

[24] See Lynn A. Stout, In Praise of Procedure: An Economic and Behavioral Defense of Smith v. Van Gorkom and Business Judgement Rule, 96 Northwestern University Law Review, 675-693 (2002).

1. 以重大事项为标准确定股东会法定权

各国公司法在董事会中心主义模式下，对股东会权力采取节制的立场，只有在董事会陷入利益冲突或公司治理结构发生根本变化时，股东会才能直接参与公司事务决策，主要包括公司章程修改、董事任免以及牵涉公司参与各方关系变化的公司合并、分立、解散等重大事项。当然各国立法对股东会权力的规定也有差异，据莱纳·克拉克曼等学者的横向比较，同为英美法系的英国公司法和美国公司法在授予股东会法定权力时各据一端，大陆法系国家则居于中间水平；若按照特拉华州公司法为股东会赋权的标准，欧洲国家的公司治理模式甚至要被归类为股东会中心主义，^{〔25〕}只因这些国家的股东会被授予太多法定权力。以下两点可以作为示例：其一，在公司章程修改程序中，德国等欧陆国家认为股东会有权提出议案并批准决议，^{〔26〕}董事会无权介入其中；而美国特拉华州公司法规定公司章程修改是股东会和董事会共同作用的领域，即由董事会提出议案，股东会行使消极批准权。^{〔27〕}其二，不同于欧洲国家公司法授予股东会强大的董事任免权，^{〔28〕}美国公司法对股东会的董事任免权设定限制：股东无权提名董事而只能在董事会提供的候选名单中进行投票，其对董事会选任并无否决权，^{〔29〕}而且公司法还允许通过创设交错董事会等方式禁止股东召集特别股东会，从而阻碍股东对董事的强制罢免。^{〔30〕}

2. 以公司章程为依据确定公司权力归属

在董事会中心主义的公司权力配置格局中，董事会在股东会法定权力之外享有广泛的公司事务经营和管理权，但同时各国公司法又允许公司章程对公司权力进行再分配，所以公司章程便成为确定公司权力归属的权威依据，同时也是董事会权力的“门禁”。一般来讲，公司章程对股东会权力范围和董事会权力范围的影响是相对的，即在公司权力总量保持不变的情况下，公司章程会把原先概括规定属于董事会的权力让渡给股东会，使得二者始终处于此消彼长的动态平衡中。然而，以章程确定公司权力归属只是一种理想化的构思而欠缺现实操作性，原因在于：首先，公司章程不能穷尽所有的公司权力且难以对各种权力配置进行细致论证；其次，公司章程对公司权力的再分配并非总是合理的，分配结果是否符合法律规定、是否契合公司实际还需进一步分析；最后，也是最难克服的是，公司法对股东会和董事会固有权力的界定本就存有模糊地带，尚有进一步解释的空间。此外，以公司章程配置公司权力的做法还遭到一些质疑：大部分国家的公司章程制定和修改权限完全掌握在股东会手中，股东便可借修改公司章程之便利大幅度侵蚀、剥夺董事会的固有权力，董事会中心主义的权力格局名存实亡。因此有学者呼吁禁止股东会干预公司具体事务，尊重法律对公司权力的分配结果，“只能有也只该有一双手来掌舵”^{〔31〕}。其实，各国公司法授权公司章程对公司权力进行再分配源自公司自治理念，且股东所认可的公司治理方案能最

〔25〕 参见前引〔20〕，莱纳·克拉克曼等书，第62页。

〔26〕 See Dirk Zetsche, Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations—A Six Country Comparison, 2 *European Company and Financial Law Review*, 107, 120 (2005).

〔27〕 参见美国特拉华州《普通公司法》(1992年)第242条。

〔28〕 英国《公司法》(2006年)第168条规定股东有权通过普通多数决罢免公司董事。

〔29〕 See Lucia A. Bedchuk, The Myth of the Shareholder Franchise, 93 *Virginia Law Review*, 675-688 (2007).

〔30〕 参见美国特拉华州《普通公司法》(1992年)第211(b)(d)条。

〔31〕 何美欢：《公众公司及其股权证券》(上册)，北京大学出版社1999年版，第336页。

大限度维护股东利益，只不过法律在授权时应一并明确章程配置公司权力的边界：公司章程不得侵害其他机关的法定权力。

3. 以信义义务为中心构建董事问责机制

从权责相称的角度来看，授予董事会广泛权力的同时再为其设定信义义务和问责机制当属必然。西方国家为遏制董事恣意行为展开多重尝试。曾一度用签订协议的方式将董事执行职务的行为转化为合同义务并以违约损害为救济措施，但签订协议对投资者而言成本过高、效率太低，远不如以信义原则为基础构建董事信义义务体系，借助股东诉讼实现公司法对董事失信行为的直接救济。西方国家普遍规定了董事信义义务，只是在名称和内容上稍有差异。美国公司法主流观点分别以忠实义务（duty of loyalty）和注意义务（duty of care）架构起董事信义义务体系（fiduciary duty），其中前者旨在约束董事以权谋私，后者则寄托了对董事认真履职的期许和鼓励。德国公司法上董事义务体系则是通过民法中的诚信原则和《股份公司法》中董事的一般注意义务建立起来的，其内涵与美国法上的董事信义义务体系相当。^{〔32〕}在董事责任追究方面，美国公司法为忠实义务和注意义务确立了不同的衡量标准。首先，忠实义务以相对客观的“整体公平”为标准，董事行为一旦逾矩就会被问责。^{〔33〕}其次，注意义务的标准则趋于主观化，董事履职应以“合理注意”为基准，其责任还会被逐级削弱直至消失：第一，涉诉董事主观上为重大过失时才会招致损害赔偿赔偿责任；第二，司法审查援引商业判断规则，排除对董事决策合理性的事后实质性判断，进一步将责任承担范围限缩为经营过失；^{〔34〕}第三，公司通过为董事购买责任保险或在协议中预先设置补偿条款的方式对承担了赔偿责任的董事予以补偿。与此相反，德国公司法对董事义务及责任的认定相对严苛，《股份公司法》一方面要求董事履职应符合“正直、勤勉的经理标准”，董事主观上仅为一般过失时就构成侵权责任；另一方面又将董事义务归入绝对义务范畴，严格禁止通过公司章程豁免董事责任。美、德两国公司法对董事问责的态度从“迪士尼公司案”^{〔35〕}和“曼内斯曼公司案”^{〔36〕}的判决结果对比中即可窥见一斑。前案中法院运用商业判断规则免除了具有明显过失且存在利益冲突的董事的失信责任，而后案中法院在公司股东会批准奖金支付方案的前提下仍裁定涉诉董事与监事制定的该方案浪费公司资产，应追究相关人员责任。

（二）混合移植与改良适用：东亚国家（地区）的董事会中心主义模式

1. 董事会结构的移植与改良

日本引入公司制度经历了完全照搬照抄和逐渐改良创新两个阶段。明治维新时期引入的公司

〔32〕 参见楼建波、姜雪莲：《信义义务的法理研究——兼论大陆法系国家信托法与其他法律中信义义务规则的互动》，载《社会科学》2017年第1期。

〔33〕 在Bayer v. Beran（[1944] 49 N. Y. S. 2d 2）一案中法官确立了商业判断规则需服从于“不可分割之忠诚”的规则，所以董事忠诚义务的判断采用最高标准，商业判断规则以董事不违反忠实义务为适用前提。

〔34〕 公司经营本就属于冒险活动，利润与风险并存，因此有必要区分董事的经营失误与经营过失。前者是商业活动自带的风险，不具有对董事行为的可谴责性；后者则源于董事判断过失，应在法律上给予否定性评价。参见罗培新：《公司法的法律经济学研究》，北京大学出版社2008年版，第178页。

〔35〕 In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, 906 A. 2d 27 (Del. 2006).

〔36〕 3 StR 470/04 (2005). 本案在德国联邦最高法院依据《德国刑法典》第266条浪费公司资产条款裁决追究公司董事兼CEO及另外两名监事的刑事责任后，被告与公共检察官达成和解。

制度以合股公司的形式在传统政治结构夹缝中艰难延续，^{〔37〕} 专门性公司立法的缺失导致公司治理五花八门，及至 1899 年才以德国法律为蓝本制定和通过了公司法文件。成熟的日本现代公司治理模式脱胎于 2000 年以后的法律修订，彼时为了推动公司治理结构改革，强化对公司经营者的监督并提升公司会计报告的准确性，日本《商法典》综合借镜欧盟国家的董事会模式，预设两套董事会方案供不同类型和规模的公司制企业自由选择：“传统型公司”中董事会和监事会保持平行且各自分担公司经营权与监督权；“委员会制公司”则是在董事会下设法定的、由外部董事担任的董事会委员，并由其分别负责公司审计、薪酬和董事提名等。

日本通过全盘西化与改良创新两个阶段所形成的成熟的公司治理模式进一步辐射至东亚其他国家（地区），我国台湾地区的“公司法”因与其渊源颇深而往往在法律修订中保持同频、产生共鸣。我国公司制度肇始于清末《钦定大清商律——公司律》，其通过对西方及日本公司制度的杂糅确立了超前于当时中国商业实践的法律体系。《公司律》所设计的董事会制度为一大亮点。首先，它确立了董事会中心主义的公司治理模式，“以董事局为纲领”集中管理公司；其次，它规定董事由股东选举产生且被选举的董事应持有一定数量的资格股；最后，它在授予董事局更大自主权的同时对董事局会议提出每星期至少一次的最低要求。后来民国时期北京政府和南京政府也颁布了各自的公司法，其内容大都沿袭了《公司律》；我国台湾地区现行“公司法”可溯源至 1929 年南京政府颁行的《公司法》，且已在多次修正中确立了多元化的公司权力配置方案，目前仅在股份有限公司中保留了董事会中心主义的公司治理模式，并设立单独的监事会分担公司监督权。

2. 董事权力义务体系建设

西方国家的董事会制度以集体管理观念为遵旨，严格限制董事个人行使公司权力。而东亚国家（地区）受传统儒家文化影响，处于封建统治末期的社会也并不存在西方多数投票决策、代表和共管的理念，^{〔38〕} 所以董事以个人名义管理公司事务未被严格禁止，其中最为典型的便是代表董事制度。日本公司法赋予董事代表权，即当公司未指定代表人时，董事得独立代表公司。^{〔39〕} 此举虽有助于增进公司制度的灵活性，但不加甄别地让所有董事均有权代表公司会增加代表权滥用之风险，^{〔40〕} 公司也不得不投入更高的监督成本。无独有偶，我国公司制度发展史上也曾照搬日本的代表董事制度：1914 年的《公司条例》允许“董事得各自代表公司”，但 1929 年的《公司法》又否决任意的董事代表权：“公司得依章程或股东会之决议，特定董事中一人或数人代表公司。”然而该法对我国公司制度的影响远不止如此。不同于欧美国家公司法普遍坚持的“未经董事会授权，董事不得以个人名义代表公司”的立场，^{〔41〕} 该法以公司章程或股东决议为董事获得合法授权之依据，造成董事会固有权力的被动让渡，开创我国公司制度中股东会侵蚀董事会权力的先河。

〔37〕 明治政府主推的合股公司在政府强干预、外贸经验不足等因素下发展状况欠佳，大部分合股公司在组建几年后便草草收场，仅银行部门的合股公司存活下来。参见仲继银：《公司治理机制的起源与演进》，中国发展出版社 2015 年版，第 66 页。

〔38〕 参见邓峰：《董事会制度的起源、演进与中国的学习》，载《中国社会科学》2011 年第 1 期。

〔39〕 参见日本《公司法》（2005 年）第 349 条。

〔40〕 参见李洪健：《论公司法定代表人的制度功能与定位修正》，载《中国矿业大学学报（社会科学版）》2019 年第 4 期。

〔41〕 我国《上市公司章程指引》第 102 条中以董事会为董事获得对外代表权的授权主体，“未经本章程规定或者董事会的合法授权，任何董事不得以个人名义代表公司或董事会行事”。

日本公司法将董事与公司间的关系解读为委任关系,因此董事与其他委任情形中的受托人一道都应以日本《民法典》规定的“善良管理人之注意”作为履职标准。所谓善良管理人之注意,与美国公司法上的注意义务相比,内涵更为丰富:董事不仅应在客观上具备符合职位要求的专业知识和技能,而且应在主观上保持对公司事务的谨慎态度,不得以权谋私。可见日本董事所负担的善良管理人之注意义务实际上已经涵摄了忠实义务的核心要素。当董事因为违反注意义务而被诉诸司法裁判时,日本法院也会援引商业判断规则进行审查,但适用商业判断规则并非为豁免董事责任,而是进一步明确注意义务的审查标准,并基于案件客观事实对董事决策过程和内容进行实体审查。^[42]我国台湾地区“公司法”对公司负责人课以“忠实执行业务并尽善良管理人之注意义务”,有限责任公司和股份有限公司的董事均应在公司经营管理中承担该义务,若有违反且给公司造成损害的应负赔偿责任;造成他人损害的则应与公司负担连带赔偿之债。

总之,董事会中心主义的公司治理模式已历经逾百年的发展演进历程而仍被世界大多数国家的公司法沿用并不断推陈出新,只因所有权与控制权分离已成为全球公司制度中的普遍现象,而董事会专业经营所带来的巨额经济效益已经被各国公司实践反复验证。同时,董事会中心主义模式的遍地开花也能够说明,法律移植并不是机械地照搬照抄,而应是从本国的政治环境、经济发展水平以及社会文化因素等出发进行改良与创新,内化出强大生命力和形成各国法律制度间的同频共振。

四、我国公司权力配置格局的考察与反思

• 11 •

(一) 我国《公司法》的权力分配理念

1. 恪守股东本位思想

股东本位思想是公司制度的立论基础:公司因投资者让渡的资本而获取独立资产与主体资格,并以股份份额和股东身份为对价、以持续的利益分配为回报将其与投资者紧密联结起来。股东本位思想是公司制度永恒的价值追求,尤其在人趋利本性的推动下,公司权力配置向股东会集中再合理不过。我国《公司法》深刻践行股东本位思想,将股东权力保护和利益优先贯彻落实到诸多条款中,不仅将关乎公司存续与安全的重大事项决策权收归股东会享有,而且允许股东会直接介入公司常规事务管理中,甚至不惜推翻董事会作出的决策以确保股东会意志的权威性。此外《公司法》参考域外立法经验,允许公司章程作为公司权力分配的弹性装置,所以股东会实际可支配的公司权力始终处于无限扩张之中。

2. 回应公司社会责任

与传统公司制度相比,公司社会责任是现代公司制度的重要标识,集中反映了商业社会共同体对于公司行为的一种理性期待。^[43]社会责任从道德责任演化而来并以国家强制力与道德约束为双重实施保障,它使公司的价值取向从单纯追求股东利益最大化转向关注受公司活动影响的所

^[42] 参见梁爽:《董事信义义务结构重组及对中国模式的反思——以美、日商业判断规则的运用为借镜》,载《中外法学》2016年第1期。

^[43] 参见甘培忠、雷驰:《公司社会责任的制度起源与人文精神解构》,载《北京大学学报(哲学社会科学版)》2010年第2期。

有社会成员的合理利益诉求，有效规制了绝对股东利益导向机制下经济增长的畸形后果和不良反应。我国《公司法》对公司社会责任的回应体现在以下两点：第一，通过第5条明确规定公司经营活动应承担社会责任，将社会整体的福利目标置于公司顶层设计中来，指引公司决策者在为股东创造利润的同时兼顾社会利益维护；第二，《公司法》考虑到公司内部其他利益相关者对公司治理的积极参与意向，要求公司监事会吸纳一定比例的职工代表，优化公司监督力量的人员构成。

3. 行政体制权力分配观念泛滥

我国行政体制中的权力配置格局是一套业已成熟的、适合我国国情的方案，因此立法者在公司权力分配中总是不自觉对标行政权力配置模式，公司立法的“行政化”倾向明显：以股东会为公司权力机构，董事会、监事会则是依附于股东会的下设执行机构、监督机构。^{〔44〕}《公司法》除为公司各个机关规定法定职权外，还在公司事务决策权分配方面坚持“重大事务决策权归股东会”“一般事务决策权归董事会”的思路，如在公司对外担保中董事会可能会被章程授予一般担保的决策权，而有利益牵连的关联担保则只能由股东（大）会决策。另外《公司法》第46条中“董事会对股东会负责”的表述就是沿袭了我国行政体制中常见的“下级对上级负责”的观念，循着董事会由股东会选举产生、股东会审议批准董事会报告的逻辑推导出董事会对股东会负责的结论，与现代公司法治所倡导的董事会独立性扞格。

（二）我国《公司法》权力配置格局的检视

1. “三会一层”权力配置格局的逻辑链条

我国公司立法选择统一的公司治理模式，由包括股东会、董事会、监事会和经理层在内的“三会一层”分权控制公司。《公司法》明确列举各机关的法定职权并授权公司章程再行调配：扩张股东会、董事会、监事会的权力范围，并对经理层的权力作出任意修改或例外规定。从各机关法定职权横向比较中可知，《公司法》实际是以细碎拆解权力的方式将公司各个机关联结起来，从而形成各机关的权力互动与权力位阶排列。公司“年度财务预算方案、决算方案”“利润分配和弥补亏损方案”均属于股东会和董事会的权力交集序列，董事会的制定权和股东会的审议批准权在逻辑上形成权力位阶的递增。分权控制结构的另一特点则是权力重复配置难以避免。如《公司法》规定公司股东会享有决定公司“经营方针和投资计划”的权力，而董事会有权决定公司的“经营计划和投资方案”，经理层主要负责组织实施公司的“年度经营计划和投资方案”。依从股东会在决策中享有最终决策权的逻辑，“经营方针和投资计划”应处于“经营计划和投资方案”的位阶之上，但仅从字面含义分析，二者并无实质区别。因而当公司实务中出现权力属性难以识别的问题时，最为稳妥的解决方案是一概交由股东会决定，董事会的权力范围在有意和无意中被蚕食、缩减。

2. “三会一层”权力配置格局的症结反思

第一，单一的权力分配方案与多元化权力配置需求不相符。“公司发展的历史，就是那些在治理结构上因不能适应周围环境的公司，在竞争中不断被打败的历史。同样公司法的发展历史，也就是那些试图将所有的公司统一为单一模式的法律不断被淘汰的历史。”^{〔45〕}我国《公司法》混

〔44〕 参见罗培新：《股东会与董事会权力构造论：以合同为进路的分析》，载《政治与法律》2016年第2期。

〔45〕 〔美〕弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔：《公司法经济结构》，罗培新、张建伟译，北京大学出版社2014年版，第13-14页。

同公司治理的现实需求,以分权控制结构为固定模板,僵化嵌套在所有公司的权力配置环节中,越来越背离公司治理多元化的历史潮流。实践中由股东直接管理的、所有权与控制权高度集中的公司比比皆是,分权控制结构下的治理规则对这些公司毫无用武之地而只能被束之高阁;然而对于股权高度分散的公众公司而言,分权控制结构中董事会的权力又会显得捉襟见肘,董事会在经营管理公司时举步维艰、窒碍难行,股东会对经营管理公司保持普遍冷漠,公司最终落入无人可管的境地。因此,公司治理模式的有效性首先应取决于治理规则的适应性,其次才是对治理规则的规范性考察。其实我国《公司法》对“三会一层”格局的修正已初见端倪,法律允许股东人数较少或规模较小的公司不设董事会、监事会而只设执行董事、监事,但这种修正尚未引起公司权力配置方案的根本性变革,未来多元化的公司治理理论与实践应是对分权控制结构的彻底扬弃。

第二,权力分配格局混乱,权力内容重合、边界模糊。为表现《公司法》在配置各机关法定职权中的“巧妙用心”,立法者试图通过对立法语言的刻意调换彰显各机关法定职权在内容和位阶上的差异,然而最终呈现效果并不理想。这些法定职权条款中除没有实质性区别的“经营方针和投资计划”“经营计划和投资方案”的粗糙语言表述外,还屡屡陷入逻辑怪圈:若按照“内部管理机构”的设置由经理层拟定、董事会制定的逻辑关系,那么“经营计划和投资方案”便缺失了相应的拟定主体;若遵循下级机构制定、上级机构审议批准的推论,那么经理层拟定的“具体规章”就缺少相应的审议批准主体。与此同时,我国公司制度博采众长确立的双重监督模式进一步加剧公司权力配置的矛盾。出于公司“强监督”需求,立法者先是参考德国模式确立监事会制度,后又引入美国独立董事制度加强上市公司的监督力量,如此叠床架屋的立法体例最终呈现为上市公司中监事会与独立董事并行的双重监督格局。然而从上市公司监督权的实际运行来看,“双管齐下”的监督作用微乎其微,监事会与独立董事在功能上的同质性甚至会催生权力的碰撞与滥用。如独立董事和监事会均有权在必要时聘请外部审计机构发表专业意见,^[46]当二者均积极行使权力时,若所形成的审计意见差距较大,独立董事和监事会间的矛盾对立在所难免;但当二者均怠于行使权力时,围绕监督范围与内容上的推诿和拉扯又会使公司监督流于表面。因此双重监督模式不能切实实现公司监督力度提升时,多元的机构设置于公司而言仅是增加了累赘性负担。

第三,我国董事会制度与董事会中心主义模式的要求差距较大。与董事会中心主义模式对董事会制度的要求相比,我国董事会制度属于畸形化的异变结果,主要表现在以下三个方面:(1)董事会角色定位混乱。《公司法》第46条载明董事会有“执行股东会决议”的职权,《民法典》第81条又以董事会为营利法人之执行机构,董事会“执行机构”的角色烙印愈发深入人心。^[47]然而在公司实践中,董事会的会议体制决定其不能亲自执行决议而只能委派给特定执行部门,或在对股东会决议进行具体加工部署后拆解、分配给不同执行部门,董事会担纲着股东会与经理层互动的媒介,与实际承担业务执行的机构有天壤之别。此外董事会享有公司监督权是公司法学界的共识。^[48]诚然,除独立董事专门负责对上市公司内部董事和高管的监督、制衡外,我国董事会

• 13 •

[46] 中国上市公司协会《上市公司独立董事履职指引》(2020年)第15条规定了独立董事履职的特别职权,其中第(六)款为“必要时,独立聘请中介机构发表专业意见的权利,相关费用由公司承担”。

[47] 参见前引[3],赵万一主编书,第151页。

[48] 参见柯芳枝:《公司法论》,中国政法大学出版社2004年版,第273-274页。

还会对经理层实行监督，只因董事会掌控经理职位任免，“经理对董事会负责”。但与其将董事会对经理的监督理解为独立的监督权，毋宁将其归为董事会的经营管理权范畴，毕竟经理权力本就源于董事会下放，董事会对经理的监督本质上是其在间接行使经营管理权。因此，我国公司制度中董事会的角色应被解读为广泛意义上的公司经营管理者。(2) 董事会的独立性与固有权力遭受严重侵蚀。我国《公司法》墨守成规，遵循股东会中心主义模式下以董事会为附庸的旧律，规定“董事会对股东会负责”，使二者关系俨然成为行政体制中的上下级，尤其《公司法》第 22 条更是为股东撤销董事会决策提供直接指引，不少司法裁判以董事会“召集程序、表决程序违反法律、行政法规或者公司章程，或者决议内容违反公司章程”为由支持了股东提起的撤销之诉，^{〔49〕} 董事会独立性完全湮灭在股东会的强势手段中。控股股东也可能僭越公司决策机制、操控董事选举而将董事会转变为其意志的执行者和利益的代言人，^{〔50〕} 董事会的中立地位岌岌可危。不仅如此，董事会的固有权力也遭到多重倾轧。除股东会或控股股东推翻董事会决议并直接主导公司经营管理决策外，《公司法》直接为经理层设置法定职权与董事会主动下沉权力有着本质区别，前者造成董事会固有权利的被动缩减，后者则是董事会主动性与能动性的结合，体现了董事会在经营管理公司中的权威性。当然，监事制度的法律设计本就是对董事会监督权的剥离，最终使董事会权力范围限于经营管理一隅。(3) 董事信义义务体系与问责机制不完善。与董事会权力被多方掣肘的境遇相反，公司实践中董事对公司行为负有最后责任则是明确的，《公司法》及《上市公司信息披露管理办法》的相关条文以董事应忠实、勤勉履行职责建构起我国董事信义义务体系，探索董事会自由裁量权的边界。然而比起西方国家公司法完备的信义义务体系及相配套的问责机制，我国《公司法》仅笼统列举了董事禁止性行为，且内容上大多属于忠实义务和勤勉义务的杂糅。^{〔51〕} 除此以外，勤勉义务的核心要素、董事问责标准、商业判断规则等董事信义义务体系与问责机制的其他内容统统缺席，规则疏漏是造成我国公司法实践中司法审查任务艰巨、董事责任严苛化的直接原因。^{〔52〕}

五、再塑：我国公司法的立法改革与董事会中心主义模式的落实

(一) 立法思路调整：从统一立法走向单行的公司立法

我国《公司法》向来秉持统一立法的思路，立法者基于理论逻辑和管理模型作出主观设

〔49〕 如在北京金冠汽车服务有限公司与东联科技有限公司董事会决议撤销纠纷案〔(2009)高民终字第1147号〕中，法院审理认为金冠公司召开的临时董事会违反了公司章程中关于董事会决议方式的规定，故判决撤销此次董事会决议；在河北太行机械工业有限公司等诉EXPERTCOST有限公司等的决议纠纷案〔(2015)冀民三终字第2号〕中，法院也以讼争公司董事会的部分决议违反公司章程为由撤销决议。由此可见，我国《公司法》允许股东以董事会召集、表决程序或决议内容违反公司章程为由撤销董事会所作决议的规定便是股东会侵蚀董事会权力的“铁证”。

〔50〕 参见赵旭东：《中国公司治理制度的困境与出路》，载《现代法学》2021年第2期。

〔51〕 参见叶林：《董事忠实义务及其扩张》，载《政治与法律》2021年第2期。

〔52〕 如在最高人民法院审理的(2018)最高法民再366号案中，法院以讼争公司的六名董事违反向股东催缴出资的勤勉义务而判决该六名董事与欠缴出资股东承担连带责任。本案历经三级法院审理，各级法院均认可向股东催缴出资属于董事勤勉义务范畴，但却未考虑催缴行为的合理边界；一审、二审法院认为股东欠缴出资与董事未履行勤勉义务间并无因果关系，最高人民法院则以存在法律上的因果关系为由判决董事承担连带责任。

计,^[53]将有限责任公司和股份有限公司的基本制度写入同一部法律中,甚至授予其各自“三会一层”相同的法定职权。然而,如此片面追求统一效果的立法体例存在以下显著弊端:其一,统一的分权控制结构忽视了有限责任公司和股份有限公司在公司治理需求上的重大差异,所形成的治理规则是相互妥协的产物,其在适用中难免会规制失当;其二,《公司法》为迁就有限责任公司对公司治理规则的任意性要求,而不得不削足适履将上市公司治理规则排除在外,造成上市公司的治理规则散乱分布于各种法规、规章且效力位阶参差的局面。因此,与其勉强维持有限责任公司与股份有限公司在公司治理形式上的趋同,^[54]倒不如改弦易辙调整立法思路,将《公司法》分化为“有限责任公司法”与“股份有限公司法”,形成既有牵连但又相互独立的两条公司立法逻辑,为未来我国公司法内容的扩充、完善留足广阔空间。在公司治理模式选择上,有限责任公司和股份有限公司有着各自考量,其中“两权分离”程度的客观事实导致公司治理重任不得不委诸不同机关。于有限责任公司而言,由于公司股东人数较少且都能实际参与公司治理,再加上缺乏自由交易股权的市场导致股东流动性不足,人合性成为公司的本质特征,股东间牢靠的信任关系奠定股东会直接治理公司的基础。是故,“有限责任公司法”应当通过公司章程的个性化设置促进公司治理模式的多元化发展,无论是采用股东会—经理层的精简架构抑或是维持“三会一层”的传统格局,都应取决于股东的自由意志。此外,“有限责任公司法”应当对公司控股股东设定信义义务并构建相应问责机制,毕竟股东会决策程序实为股东出资比例的较量,控股股东借机篡夺公司控制权并将其个人利益凌驾于公司整体利益之上的现象司空见惯。有限责任公司的控股股东应当对公司负有相当程度的信义义务:禁止利用地位优势图谋私利,且应对公司事务承担善良管理人程度的勤勉义务。^[55]

• 15 •

(二) 董事会中心主义在股份有限公司中的全面确立

于股份有限公司而言,确立董事会中心主义的治理模式既是满足我国公司实务现实需求的重大革新,也是我国公司法融入世界先进公司制度潮流的必然选择。长期以来,我国《公司法》坚守的分权控制结构不仅在创造良好公司绩效上收效甚微,而且在世界公司制度的比较研究中显得不伦不类,董事会中心主义历经百年徘徊后终能与我国公司实务相契合,因而应被纳入立法序列。笔者建议作如下调整:其一,“股份有限公司法”应授予董事会广泛的公司经营管理权力和公司剩余权力,严格禁止股东会随意干涉、撤销董事会在其权力范围内作出的决议,正式宣告董事会中心主义模式的全面确立。其二,“股份有限公司法”应当明确划定股东会的权力范围并授权公司章程为股东会保留其他必要权力,诸如公司章程修改、董事任免、公司出让等事关公司安全与存续的重大事项决策权。至于传统公司法上列举在股东会名下的发行新股、转让公司核心资产、经营方针和投资计划的制定、公司增资和减资、对外投资与担保等权属应一律划归董事会决策权属范围。公司章程对股东会权力的扩张须以“重大事项”和“必要”为限。其三,“股份有

[53] 参见前引[50],赵旭东文。

[54] 参见蒋大兴:《公司法改革的文化拘束》,载《中国法学》2021年第2期。

[55] 有限责任公司中控股股东与小股东间的信义关系略显牵强,尤其二者身份的同质性决定了其以各自利益为重具有正当性,因此不能强制要求控股股东对小股东保有“克己利人”之义务,只要其行为达到“不损人利己”即可。参见周淳、肖宇:《封闭公司控股股东对小股东信义义务的重新审视——以控股股东义务指向与边界为视角》,载《社会科学研究》2016年第1期。

限公司法”应规定国有公司董事会应为职工代表保留一定比例的席位。

此外，西方国家公司法在董事会中心主义模式下又有单层制与双层制的分野，其核心争议在于如何配置公司监督权。我国公司制度对以上两种方案都有路径依赖，是否有必要保留上市公司的双重监督格局不无疑问。长期以来独立董事与监事会在行使监督权过程中时有矛盾，造成资源浪费并制约公司监督权的有效运行。虽然对二者职责进行法律上的切分不失为一种修正思路，^{〔56〕}但时至今日更为颠覆性的举措应为在股份公司中全面抛弃监事会制度而由独立董事独揽公司监督权，毕竟相较于对独立董事之独立性的担忧，监事会制度遭受的质疑更为致命：“监事会最多只是法律拟制的傀儡而已，虽有其形，不得其神。”^{〔57〕}一方面，与德国强大的监事会相比，我国公司法中的监事会因不享有董事任免权而丧失监督制衡的有力保障，尤其是在股份有限公司全面确立董事会中心主义的态势下，监事会更是难以摆脱沦为附庸和累赘的命运；另一方面，独立董事属于公司利益链条的局外人，一般由具备专业技能和知识的外部人士担任，以单独的薪酬计划和声誉刺激为合理履职的报酬，并被寄予提出独立的专业性判断以对抗公司控股股东及管理层的内部控制、维护公司及小股东利益的厚望。然而，我国上市公司中独立董事制度的现状与股份公司高效规范的监督宗旨差距甚远，独立董事之独立性建设迫在眉睫。“股份有限公司法”应注重把握以下内容：其一，扭转独立董事的弱势处境，不仅为其保留董事会一半以上的席位，而且允许其对公司战略规划和业务发展等宏观政策调整发表专业意见；其二，规范独立董事的选任程序，审查候选人与公司内部机关有无社会牵连关系或利益勾兑行为，严禁公司控制人僭越选任程序而直接任命独立董事；其三，对独立董事进行专业化分工，尤其要落实董事会下设的薪酬、审计、董事提名等委员会中独立董事的职权。此外，为督促独立董事合理履职，建立独立董事的常态化沟通机制、实行与业绩挂钩的浮动薪酬制度以及建立独立董事行业协会^{〔58〕}等都应是未来我国“股份有限公司法”完善独立董事制度的必要尝试。

（三）以权责相称为旨归的董事会制度建设

既然董事会中心主义模式已经以股份有限公司为阵地铺陈开来，董事会制度的优化建设便不能滞后，毕竟权责相称的董事会制度与董事会中心主义模式下公司治理规则的贯彻落实密切相关。

1. 董事信义义务体系的完善

信义义务体系旨在为董事勾勒出“不降其志，不辱其身”的崇高职业愿景。然而，我国公司法仅规定了董事信义义务外壳但实质内容却紊乱、匮乏，信义义务规范体系名不副实。笔者认为，信义义务体系的完善思路应当如下：第一，确定忠实义务与勤勉义务的核心范畴并进行类型化梳理。所谓忠实义务，并非如《公司法》第148条列举的那般涵摄所有董事禁止性行为，而只是作为一种利益平衡机制要求董事时刻忠于公司事务和利益，不得利用职权为自己或他人图谋私利，损害公司利益。如果说忠实义务是对董事行为的反向遏制，那么勤勉义务便是对董事行为的

〔56〕 参见甘培忠：《论完善我国上市公司治理结构中的监事制度》，载《中国法学》2001年第5期。

〔57〕 施天涛：《让监事会的腰杆硬起来——关于强化我国监事会制度功能的随想》，载《中国法律评论》2020年第3期，第138页。

〔58〕 参见谭雪等：《独立董事投票制度的反思与改进——基于独立董事投票的分析》，载《经济体制改革》2021年第2期，第191-192页。

正向激励,其核心便是为董事履职划定动态红线,使董事注意程度与其身份、能力等相适应。第二,为忠实义务与勤勉义务设定不同的问责标准。董事所负担的忠实义务是最高程度的义务,任何董事都会因其以权谋私的行为招致责任追究,问责标准相对客观;而董事勤勉义务的考察则要以普通人的心态与智力水平去推算董事作出决策时的心理活动,因此宜采用主客观相结合的方式,“应当以普通谨慎的董事在同类公司、同类职务、同类相关条件与环境中所应具有的注意、知识和经验程度作为衡量标准。倘若有证据证明某董事的经验、知识和资格明显高于一般标准时,应当以该董事是否诚实地贡献了自己的实际能力作为衡量标准”〔59〕。可见,诚信原则在董事信义义务中发挥着填补空隙的作用,它将董事失信行为纳入董事信义义务规制范畴,实现了董事信义义务体系对董事不当履职行为的完整覆盖。

2. 董事问责机制的补缺

我国《公司法》第151条规定了股东派生诉讼,拓宽股东为公司利益向董事追究责任的通道,但维权之道还必须借其他规则的辅助才能实现畅通无阻。第一,司法或准司法审查中,董事责任问责应当以合理的归责原则为前提。董事会中心主义模式下,中小股东鲜有参与公司经营的机会,且其对公司复杂决策事项缺乏知识与了解,若对其施加过重的举证责任无疑是在挫伤股东提起诉讼的积极性,因此董事问责程序的举证责任分配宜采过错推定原则,由董事对其行为的合法性负举证责任。第二,援引商业判断规则确定董事责任范围。商业判断规则所遵循的逻辑为,不能以法官的事后判断衡量在盈利压力下董事“临床”处置行为的合理性,而应回溯到董事作出决策时的商业风险中去考察。商业判断规则无关董事忠实义务问责,而仅作为董事违反勤勉义务时的抗辩理由,即董事决议是在获取充分、准确的信息基础上作出的商业判断,且董事有足够理由认为该判断符合公司最大利益,主观上非为重大过失时才会被免除责任。我国公司法司法实践中已屡有参考商业判断规则进行裁判的情形。〔60〕

• 17 •

六、结 论

一言以蔽之,我国公司治理亟待一次颠覆性的优化革新,多元化公司治理方案的探索既是对公司治理现实需求的积极回应,也是践行公司自治理念、推动公司法转型升级的必然选择。董事会中心主义模式是在公司所有权与控制权分离现象日益普遍、股权分散化趋势渐次增强背景下对公司权力配置方案作出的一种合理调适,它受制于一国政治体制、经济发展水平和文化传统等而

〔59〕 甘培忠:《公司监督机制的利益相关者与核心结构——由中国公司法规定的监督机制观察》,载《当代法学》2006年第5期,第27-28页。

〔60〕 譬如在杨某国诉林某坤、常州亚玛顿股份有限公司股权转让纠纷案〔(2017)最高法民申2454号〕中,最高人民法院认为“双方利益的衡量应置于当时的环境之中,而不能基于事后已知亚玛顿公司确已上市及其上市后的股票价值进行判断”,故裁定“结合商业交易习惯的表述方式、商业判断规则等,原审判决相关考量亦有待核实”。再如在衡阳市南东有色金属有限公司与湖南安化渣滓溪矿业有限公司、溆浦县华能矿业有限公司侵害股东利益责任纠纷案〔(2014)湘高法民二终字第73号〕中,法院认为公司董事作为由股东选举产生的公司管理者,对公司事务具有独立的决定权,有权依照其对公司经营状况的判断独立做出相应的经营决策选择,只要该经营决策没有故意损害其他人的合法权益,即使该经营决策事后被证明对公司造成了损害,董事的该种基于公司经营状况作出商业决策的权利也应受到法律的保护,而无需承担责任,这也即所谓的公司管理者的商业判断规则。

演化出不同的形态，并随着法律移植和复制再度变异和改良。然而，无论是“纵向双层制”（德国）、“平行双层制”（我国台湾地区）抑或是“委员会制”（日本），都与“单层制”（美国）在公司经营管理权配置方面并无实质差异，而只是在确定公司监督力量时各有取舍。未来我国《公司法》的分化趋势不可逆转，单行的“有限责任公司法”与“股份有限公司法”的立法将彻底摧毁公司治理规则相互妥协的藩篱，实现立法逻辑的通畅与顺达，并为公司法内容的不断扩充、完善留足空间。“有限责任公司法”应当授予公司章程广泛自主权，允许通过个性化的章程设置实现公司治理规则的多元化发展。“股份有限公司法”则应全面确立董事会中心主义的公司治理模式，除法律及公司章程为股东会保留必要的重大事项决策权外，其余一切公司经营管理权及公司剩余权力统归董事会享有，且应由独立董事独揽上市公司的监督权，不上市的股份有限公司因其自身条件限制而不能聘任独立董事的，可允许其在一定时期内暂以监事会为公司监督机关。总之，董事会中心主义模式在股份有限公司中的全面确立与董事会制度的建设及独立董事之独立性保障机制完善应当协同推进。

Abstract: Corporate governance is a new problem derived from the separation of corporate ownership and control power, and its core lies in how to allocate corporate power and build corresponding accountability mechanism. With the spread of shareholding decentralization in various countries, foreign company laws have widely established corporate governance structure centered with board directors. That is to say, the board of directors is taken as the corporate governance center, endowed with extensive operation and management rights and endorsed the directors' reasonable performance of duties with a complete fiduciary duty system. Our country's Company Law has ignored the essential difference in the demand of corporate governance, and enforced a decentralized control structure to be nested in all corporate power configurations, which results in improper regulation and hysteresis of corporate governance. In the future, the optimization and innovation of China's corporate governance should focus on the diversification development, as well as formulate the separate "limited liability company law" and "joint stock limited company law", and set respective corporate governance models. For joint stock limited companies, the comprehensive establishment of the board of directors centralism model is the only choice which is in line with the reality. Moreover, to perfect the fiduciary duty system of directors and to make up for the accountability mechanism of directors is the necessary meaning of establishing the mode of director-centered doctrine.

Key Words: corporate governance, joint stock limited company, board of directors centralism, fiduciary duty

（责任编辑：周 游 赵建蕊）

董事注意义务标准之厘定

翁小川 *

内容提要：董事注意义务制度虽然在我国立法和实践层面都有所尝试，但尚不完善。我国需要明确注意义务在董事义务体系中的独立地位，以确保其发展不受其他因素的影响。我国应细分式地阐明注意义务中注意、勤勉及能力等方面的具体要求，以丰富其内涵。立法应采用“董事对公司负有注意、勤勉和能力的义务，必须以审慎普通人的标准在类似决策条件下充分地运用自身能力和经验来履行注意、勤勉和能力义务”的表述来明确董事注意义务的具体内容。董事注意义务标准的建立应采行为标准和司法判定标准一致的立法模式以适应我国国情。建立以被告举证为核心的法定商业判断规则，被告应举证证明没有违反法定商业判断规则的要件，比如信息充分和不存在恶意，而不是被告举证证明所做的商业决策没有违反注意义务。

关键词：公司法 注意义务 普通法 义务标准

• 19 •

一、引言

董事义务（directors' duties）是公司法研究中最重要命题之一。^{〔1〕}为了保证公司这一形式对商业社会产生足够的吸引力，公司法常常聚焦于如何既降低公司组织交易成本，同时又能够最大限度地保护投资者。^{〔2〕}公司管理者掌握较多的信息，在缺乏足够监督的情况下，往往会选择利己的方式来管理他人事务。^{〔3〕}因此，董事义务以事后惩治的方式促使公司董事在事前自觉地维护

* 翁小川，澳大利亚新南威尔士大学法学院副教授。

〔1〕 参见朱慈蕴：《公司法原理》，清华大学出版社2011年版，第283页。

〔2〕 参见〔美〕弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔：《公司法与经济结构》，罗培新、张建伟译，北京大学出版社2014年版，第22页。

〔3〕 See Michael C. Jensen, William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 (4) *Journal of Financial Economics*, 305-360 (1976); Michael C. Jensen, *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, Harvard University Press, 2000, p. 85. 对于代理理论的不同看法，参见王保树：《股份有限公司的董事和董事会》，载《外国法译评》1994年第1期；王保树：《股份有限公司机关构造中的董事和董事会》，载梁慧星主编：《民商法论丛》第1卷，法律出版社1994年版，第114页。

公司利益，进而解决因公司投资者无法完全掌控公司而产生的管理者出工不出力、监守自盗等问题。董事义务是一项法定义务，能节省投资者、公司和管理者之间反复磋商的制度成本，从而增加公司形式对商业活动的价值。^{〔4〕}

董事义务的意涵非常广泛。在董事义务制度较为成熟的普通法系，对董事行为的要求可以被细分出十多种具体义务。^{〔5〕}但是，从传统的二分法的角度看，最古老的董事义务问题包含管理者与公司无利益冲突时的懈怠问题（managerial shirking），和存在利益冲突时的自利问题（self-dealing）。^{〔6〕}管理者的懈怠行为通常会造成公司管理和决策质量下降，从而减损公司价值；而自利行为则直接减损公司财产。纵观各国实践，对管理者懈怠行为的规制更加困难。最主要的原因在于，如何判断懈怠，需要明晰的标准来确保对所有董事能一视同仁、反复适用。而商业社会瞬息万变，行业之间对管理者的要求往往也是大相径庭。因此，各国规制懈怠的过程相对坎坷和缓慢。目前，注意义务（duty of care）是最为常见的解决管理者懈怠问题的法律机制。普通法系的董事注意义务法制较为成熟，常常成为世界各国参照的对象。^{〔7〕}而普通法系所有权结构较为分散，股东们各扫门前雪，不愿意自掏腰包来监督管理层，致使对管理层的监督减弱。^{〔8〕}如何加强对管理层的约束自然成为普通公司法中的核心问题。特别是对如何解决管理层懈怠的问题，普通法国家的董事注意义务立法是相对完整和细致的。

我国公司的所有权结构较普通法系国家分散的所有权结构有着很大的不同。^{〔9〕}不论是上市公司还是非上市公司，往往都有大股东的身影。而大股东们也常常有较强的动机参与公司的决策和管理。^{〔10〕}我国法律并未明确董事会在行使公司治理权中的核心地位，导致了董事会权利的弱化，^{〔11〕}因此，法律对董事义务的规制逻辑和侧重较普通法国家有着显著的不同。然而，我国公司股权结构的多样性、公司法对董事会的赋权及履职期待却体现了对管理者注意义务追责的需求。^{〔12〕}考虑到注意义务的实质是对商业决策质量的监督，受到所有权结构和董事会权利的影响较小，其制度设计的焦点应当是注意义务标准的科学性，具有技术性立法的特征。^{〔13〕}从实践的角度看，董事注意义务在我国更多解决的是公司在决策失败时对某些股东的追责、解任不适格的管理人员、保护公众小股东免受不实信息的纷扰等问题。在控制股东通过董事会直接影响决策的情况下，追究注意义务责任也有利于日后完善影子董事责任制度后对控制股东的追责。因此，考

〔4〕 参见前引〔2〕，弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔书，第22页；周游：《从被动填空到主动选择：公司法功能的嬗变》，载《法学》2018年第2期。

〔5〕 See Ramsay, Ian, *Corporate Governance and the Duties of Company Directors*, LexisNexis, 2005, pp. 209-224.

〔6〕 参见甘培忠：《公司控制权的正当行使》，法律出版社2006年版，第189-197页；邓峰：《领导责任的法律分析——基于董事注意义务的视角》，载《中国社会科学》2003年第3期。

〔7〕 参见楼建波、姜雪莲：《信义务的法理研究——兼论大陆法系国家信托法与其他法律中信义务规则的互动》，载《社会科学》2017年第1期。

〔8〕 See Vivien Chen, Ian Ramsay, Michelle Welsh, *Corporate Law Reform in Australia: An Analysis of the Influence of Ownership Structures and Corporate Failure*, 44 (1) *Australian Business Law Review*, 18-34 (2016).

〔9〕 参见白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜：《中国上市公司治理结构的实证研究》，载《经济研究》2005年第2期。

〔10〕 参见李增泉、孙铮、王志伟：《“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据》，载《会计研究》2004年第12期。

〔11〕 参见邓峰：《中国法上董事会的角色、职能及其思想渊源：实证法的考察》，载《中国法学》2013年第3期。

〔12〕 参见王保树：《公司法律形态结构改革的走向》，载《中国法学》2012年第1期。

〔13〕 参见刘俊海：《推动公司法现代化，优化营商环境》，载《法学论坛》2020年第1期。

考虑到我国股东权利扩张的现实,董事注意义务事后追责的重要性似大于事前对管理者懈怠的吓阻作用。然而,我国注意义务的发展起步较晚,仅二十多年的历史。^[14]虽然在立法和实践中都取得了很大的成就,但仍有改进空间。^[15]本文将着眼于董事注意义务立法在我国的发展和实践,结合普通法国家的成败经验,评价我国现有的董事注意义务制度,厘清法定标准相关问题,力图找出制度发展方向。

二、我国注意义务的立法实践

我国于1993年颁布了《公司法》,并且以加入世界贸易组织为目标,做出了许多与世界先进公司法制接轨的努力。^[16]其中包括在1993年《公司法》的第59条规定了董事义务,埋下了注意义务的种子。然而,我国自创设公司法制开始,董事注意义务的表述就不甚明确。在法律的字里行间只能找到“勤勉”要求,却没有类似普通法中注意义务的表述。普通法注意义务要求公司管理层合理地行使决策权,以管理自己事务的注意程度来管理公司事务。^[17]该义务一般有三方面的要求,即决策合理、工作勤勉和尽力而为。这三方面要求分别指向三项互相联系、不可分割的子义务:注意子义务(duty of care)、勤勉子义务(duty of diligence)和能力子义务(duty of skills)。^[18]我国“勤勉”的表述不禁让人误解为我国的注意义务的内涵仅有勤勉子义务,而不包含其他两项子义务的要求,对商业决策的合理性在所不问。然而,无论是学理探讨还是实践反馈,都表明我国的“勤勉”要求实质上包含了注意义务的大部分含义。

普通法一般将股东权限缩在董事选任和非常有限的公司组织架构事项上,而我国的股东大会却保有较大的商业决策权。^[19]这是否意味着董事会在我国就是纯粹的股东大会下属执行机关而没有任何商业决策权力呢?从《公司法》第46条关于董事会职权的描述判断,显然不是。因此,我国的公司法制自当关心管理层决策质量的问题,而不仅要求董事们勤勤恳恳。事实上,在学界也有学者直接将我国《公司法》里的“勤勉”义务与注意义务划等号。^[20]此外,实践当中也存在着大量有关管理者决策质量的纠纷,对其并不能仅仅以勤勉问题一概而论。^[21]因此,本文将以注意义务为制度目标,来展开对我国董事决策质量相关法律制度的讨论。本部分将进行初步的梳理,为分析我国董事注意义务体系改进方案打下制度伏笔。

我国《公司法》先后经历了多次修订。其中2005年修订的《公司法》被认为与之前版本有着显著的变化。^[22]由于完善公司治理结构、明确董监高权利义务是2005年修法的主要目的之

• 21 •

[14] 参见赵旭东:《中国公司法的改革与发展》,载《证券法苑》2018年第1期。

[15] 参见朱慈蕴:《论中国公司法本土化与国际化的融合》,载《东方法学》2020年第2期。

[16] 参见前引[15],朱慈蕴文。

[17] 参见张民安:《现代英美董事法律地位研究》,法律出版社2000年版,第153页。

[18] See Paul Redmond, Corporations and Financial Markets Law, Thomson Reuters (Professional), 2017, p. 397-427.

[19] 参见朱慈蕴、林凯:《公司制度趋同理论检视下的中国公司治理评析》,载《法学研究》2013年第5期。

[20] 参见叶金强:《董事违反勤勉义务判断标准的具体化》,载《比较法研究》2018年第6期;梁爽:《董事信义义务结构重组及对“中国模式”的反思——以美、日商业判断规则的运用为借镜》,载《中外法学》2016年第1期。

[21] 后文将有展开论述。

[22] 参见前引[15],朱慈蕴文。

一，^[23] 2005 年《公司法》在董事注意义务方面做出了较大的改动。1993 年《公司法》第 59 条规定：“董事、监事、经理应当遵守公司章程，忠实履行职务，维护公司利益，不得利用在公司的地位和职权为自己谋取私利……”其中“维护公司利益”的措辞隐约可以感受出立法者希望管理者能够想投资人之所想，尽力为公司谋求利益的目的。2005 年《公司法》的第 148 条勾勒出注意义务的轮廓：“董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程，对公司负有忠实义务和勤勉义务。”现行《公司法》在第 147 条完整沿用了 2005 年《公司法》的表述，用“勤勉义务”的提法要求董事在没有利益冲突情况下保证决策的质量。然而，何谓注意义务？公司管理者在满足何种条件的情况下，能被认为是尽到了注意义务？目前的《公司法》并没有提供注意义务的评判标准。

此外，第 147 条的义务设定除上述标准缺失的问题外，还会引发许多实践问题。例如，我国的注意义务是一项独立的义务，还是“忠实勤勉义务”的组成部分？若是后者，是否意味着注意义务的行为标准可以借鉴忠实义务的行为标准？两个义务合一的实践联系又在何处？对管理者商业决策的事后审查应当遵循怎样的原则以保证对专业商业决断的必要尊重？

我国其他部门法和行政法规、规章之中，还有不少涉及董事注意义务的规定。这些规定散见于《证券法》《企业破产法》（下称《破产法》）《上市公司治理准则》《上市公司章程指引》《上海证券交易所股票上市规则》《深圳证券交易所股票上市规则》《上海证券交易所上市公司董事选任与行为指引》等。《证券法》涉及董事注意义务的部分并不多。《破产法》对勤勉义务从事后追责的角度加以规定，但是也并没有给出更多的概念性描述。而中国证监会和两大交易所的规章和指引却在一定程度上丰富了董事注意义务的内涵。2018 年的《上市公司治理准则》第三章第二节简要地要求了董事参会和独立表达意见的义务。但没有说明无法参会的免责事由和何种程度的缺席可达问责的标准，也没有明确董事独立表达怎样的意见才是合规履责。2019 年《上市公司章程指引》第 98 条为勤勉要求增加了五项内容。^[24] 三至五项明确了管理者了解公司业务、对披露信息保证真实性和配合内部治理的要求。然而，第一项将管理者行为合法的要求归入勤勉要求似乎存在问题。管理者做出违法的决策可能是有意为之，也可能是因为疏忽大意而导致。而注意义务是一种不存在利益冲突的过失责任。那么，在管理者存在利益冲突，或者有意违法的情况下，是否还能以违反注意义务的方式来定性追责，可能需要更多细致的研究。普通法国家一般是通过另外设立董事合规义务（duty to act lawfully）来解决此问题。^[25] 该条第二项还认为，管理者公平对待所有股东亦是勤勉要求之一，而这将导致两个理论问题：首先，对注意义务的审查实质是对商业决策质量的审查，而公平对待股东却是目的合法性的审查，审查的内容大不相同；其次，对注意义务的审查法院需要对商业决定保持谦抑姿态，而对是否公平对待所有股东的判定又

^[23] 参见前引〔15〕，朱慈蕴文。

^[24] 证监会 2019 年颁布的《上市公司章程指引》第 98 条规定：“……（一）应谨慎、认真、勤勉地行使公司赋予的权利，以保证公司的商业行为符合国家法律、行政法规以及国家各项经济政策的要求，商业活动不超过营业执照规定的业务范围；（二）应公平对待所有股东；（三）及时了解公司业务经营管理状况；（四）应当对公司定期报告签署书面确认意见。保证公司所披露的信息真实、准确、完整；（五）应当如实向监事会提供有关情况和资料，不得妨碍监事会或者监事行使职权；（六）法律、行政法规、部门规章及本章程规定的其他勤勉义务。”

^[25] 参见前引〔5〕，Ramsay, Ian 书，第 451 页。

要求司法必须对董事决定本身进行事后审查,后者可能无法保证司法谦抑。域外一般通过设立董事的善为义务(duty to act in good faith for a proper purpose)来解决对待股东公平性的审查问题,且不适用司法商业判断谦抑的规则。^[26]该义务要求管理者以善意并符合公司目的的方式来做出商业决策。

证券交易所的上市规则也尝试对注意义务进行解释。例如《上海证券交易所股票上市规则》的3.1.5条列举了部分的违反注意义务的情形。然而3.1.5条完全不区分所列举的情形是关乎忠实义务还是注意义务。但就丰富注意义务的内容而言,3.1.5条第2款不仅强调了管理者须对公司财务等报告仔细阅读义务,还要求管理者对公司活动负有经营监督(monitoring)的责任。后者在要求了解公司业务的基础上,还需要监控公司的经营活动,承担公司因运行问题而产生的责任。公司监控责任是普通法中董事注意义务的重要内容,规则点明此要求,意义重大。但是从实践方面,管理者应当尽到怎样程度的经营监督义务,还需要进一步说明,以增强要求的指导性和公平性。《上海证券交易所上市公司董事选任与行为指引》第四章的大部分条文力图说明注意义务的标准。例如第26条就试图提出平衡风险和收益为合理化管理者行为的标准,非常类似普通法国家早期的注意义务标准。其中还提出了较《上市公司治理准则》更加具体的参会规则。然而,这些细致而又以具体事项为导向的设定凸显出的是对注意义务抽象标准表述的孱弱,且容易挂一漏万,造成实务中的困扰。例如,第35条要求独立董事每年度需要用至少10天现场了解公司情况。满足了这10天的要求后,是否即表明董事对公司的业务已充分了解?手段、目的、标准有时混沌难以分辨。

• 23 •

我国注意义务在法律层面只有字面表述,而没有对其概念、标准予以说明。这给注意义务的适用带来了困难。中国证监会和两大证券交易所制定了一些相关规定,试图丰富注意义务的内涵,明确注意义务的标准。虽然这些规定大部分要求董事勤勤恳恳地为公司服务,但部分规则亦能佐证我国的勤勉义务实质上关心管理者的决策质量,并要求管理者平衡考量风险和收益来为公司做出最佳决策。我国勤勉义务实质上正在扮演注意义务的角色。证监会和交易所非常具体的规定缺乏抽象性,不具有应对变化的广泛适用性,是现象描述、法律要求还是标准设立都不甚明确。最重要的是前述所有的行政规章和交易所规则仅适用于上市公司,对非上市公司并没有约束力,只能作为参考。因此,从成文法的角度,我国需要更加明确的注意义务标准的界定。

三、域外注意义务法制的得与失

普通法国家较为分散的股权结构与其近两百年高速的工业化和高度的私有产权保护制度息息相关。^[27]根据传统的公司金融理论,分散的股权结构往往导致股东间的协作不利。^[28]个别股

[26] 参见前引[5], Ramsay、Ian书,第265页。

[27] See Brain Cheffins, Corporate Ownership and Control: British business transformed, Oxford University Press, 2010, pp. 78-102.

[28] 参见前引[3], Michael C. Jensen、William H. Meckling文,第305-360页。

东不愿意为了全体股东的利益付出高昂的代价，以监督管理层的方式去获得和持股份额相当的比例化利益。^{〔29〕}因此，英美公司法学界认为最主要的公司法议题就是如何对管理层有效监管。^{〔30〕}而对管理层工作质量进行监管的主要法律手段就是董事注意义务（director's duty of care）。而注意义务的研究中最关键的内容就是注意义务的标准设定。普通法系自 19 世纪就开始采用注意义务来确保管理决策的质量。^{〔31〕}各国注意义务的标准经历了无数诉讼的诘问和打磨，形成了许多行之有效的做法。本部分将着重介绍美国、英国及澳大利亚注意义务标准的成例和演变，力求找到注意义务标准发展的普遍逻辑。

普通法注意义务标准起源于寄托法（Bailment Law）和信托法（Trusts Law）的管理人行为标准。^{〔32〕}英国是普通法的源头，美国在最近两个世纪的世界地位也为研究其注意义务标准的必要性背书。过半数的世界 500 强企业在美国特拉华州注册，特拉华公司法的注意义务标准无法回避。^{〔33〕}澳大利亚是世界第一个将注意义务成文化的国家，较英国早了近百年。^{〔34〕}澳大利亚公司法有着普通法系最为丰富的注意义务公权力实践（public enforcement）经验，并且以成文化的方式将公权力执行和私人诉讼的注意义务标准加以区分，以增强制度的政策导向和强化私人救济的成功率。如何推动注意义务标准的成文化恰好是符合本文研究目标的最后一块拼图。

（一）董事注意义务标准的起源

制度的起源和发展通常蕴涵着制度的正当性和运行逻辑。在 19 世纪，业界陆续出现了对于审查公司管理层决定质量的需求。^{〔35〕}追究董事注意义务逐渐成为审查公司管理质量的重要制度渠道。但董事注意义务的评判标准不是凭空产生的，而是通过类比其他法律制度发展起来的。^{〔36〕}最主要的参照对象是寄托法和信托法的行为标准。^{〔37〕}

寄托法指英美法中规范寄托关系的法律。^{〔38〕}财产寄托人（bailor）将自有之财物转移占有至受托人（bailee）管理，当所托付之目的完成后，受托人将财物交还寄托人。^{〔39〕}较常见的寄托法律关系分为有偿寄托（bailment for reward）和无偿寄托（gratuitous bailment）。^{〔40〕}由于寄托法注重以报酬来确定注意义务的标准高低，所以其形成了不同层次的行为标准，为董事注意义务的

〔29〕 参见〔美〕莱纳·克拉克曼编：《公司法剖析：比较与功能的视角》，罗培新译，北京大学出版社 2014 年版，第 36 页。

〔30〕 参见前引〔29〕，莱纳·克拉克曼编书，第 36 页。

〔31〕 See David Kershaw, *The Foundations of Anglo-American Corporate Fiduciary Law*, Cambridge University Press, 2018, pp. 137 - 150.

〔32〕 参见前引〔31〕，David Kershaw 书，第 140 - 145 页。

〔33〕 美国的分析参见 David A. Skeel, *Icarus in the Boardroom: The Fundamental Flaws in Corporate America and Where They Came From*, Oxford University Press, 2006, Chapter 1 - 3; 英国的分析参见 P. L. Davis, *Gower's Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, 1997.

〔34〕 英国的注意义务成文化在 2006 年完成，而澳大利亚的维多利亚州在 19 世纪末就将注意义务成文化。参见前引〔8〕，Vivien Chen、Ian Ramsay、Michelle Welsh 文，第 18 - 34 页。

〔35〕 参见前引〔31〕，David Kershaw 书，第 138 页。

〔36〕 See David Ibbetson, *A Historical Introduction to the Law of Obligations*, Oxford University Press, 1999, p. 164 - 65.

〔37〕 参见前引〔31〕，David Kershaw 书，第 142 页。

〔38〕 See *American Jurisprudence*. 8A (2d ed.). Gordon, Noah J. Gordon and Eric C. Surette, *Bailments* § 5.

〔39〕 参见前引〔38〕。

〔40〕 See Joseph Story, *Commentaries on the Law of Bailments*, Hilliard and Brown, 1832, p. 7.

标准提供了更多选择。^{〔41〕} 寄托注意义务标准可以大致分为三类：最小过失（least negligence），一般过失（ordinary negligence）和重大过失（gross negligence）。最小过失规定受托人必须以最大程度的注意来保护占有之财产。该标准要求的注意程度最高。一般过失则采取纯粹客观标准，即受托人的注意程度是否达到一般人在相同情况下的注意程度。一般过失以普通人的视角判断受托人行为是否合理（reasonable）。重大过失标准主要关注受托人的行为是否是神志清楚（rational），即依行为人的能力，判定是否合乎当事人主观理性。该标准更多的是考虑受托人自身条件，例如受教育程度和经验等。最小过失的标准最为严格，而一般过失因为不考虑当事人的实际情况，所以其注意程度往往被认为高于考虑受托人能力的重大过失。当然，由于重大过失标准与当事人的能力相关，在当事人具有高于一般人能力的情况下，重大过失有时又会更为严格。寄托法律关系分类的另一个维度是观察是否对财物寄托存在承诺（undertaking）。如果受托人承诺接受委托，那么注意标准就应当包含承诺人的能力。如此，存在承诺的寄托法律关系往往就采取较为“主观的”重大过失标准，而无承诺的寄托则采取一般过失标准。

信托法下的注意义务标准则不如寄托法那样复杂，类似于一般过失（ordinary negligence）标准。^{〔42〕} 不同之处在于一般过失是基于普通人标准，而信托注意义务是基于普通商人标准。只有在受托人（trustee）表示有高于普通商人的能力时，注意义务标准才会融入受托人的能力和经验。^{〔43〕} 但是由于信托管理和公司管理的目标不同，信托注意义务对董事注意义务的影响是逐渐减小的。^{〔44〕}

（二）美国法董事注意义务的嬗变

美国绝大多数州注意义务标准的发展都是建立在寄托法和信托法的基础上的。但是也有些州的公司法注意义务出现完全的背离寄托法的情况。总体而言，美国各州标准的发展是一个与传统英国标准渐行渐远的过程。

前文提到了寄托法中最低程度的注意义务是重大过失，常适用于无报酬的寄托行为。因为早期大部分公司董事都是无偿的，所以重大过失经常被用于确定公司董事是否违反了注意义务。^{〔45〕} 而有些经济较为发达、职业经理人行业发展比较快的州，也曾类比适用一般过失作为主要标准。^{〔46〕} 目前美国主流学者赞成“二分法”，即注意义务标准同时包含司法判定标准和行为标准。^{〔47〕} 司法判定标准通过商业判断规则体现，是类似重大过失的注意义务标准，其对注意程度的要求较低。而行为标准则更多停留在应然层面，即管理者需要用普通人的注意程度来要求。司

• 25 •

〔41〕 See *In Coggs v. Barnard* (1703) LD Raym. 909.

〔42〕 See (1883) 9App. Cas. 1, 20.

〔43〕 参见英国《受托人法》(Section 1 Trustee Act 2000)。

〔44〕 信托关注的是保持信托财产的价值和维护受益人权益，而公司则要求管理者将企业价值最大化。

〔45〕 参见 1933 年宾夕法尼亚州《公司法》(Section 408, Article IV, Pennsylvania Business Corporation Act of 1933)。

〔46〕 例如纽约州，see Sarah Worthington, *Reforming Directors' Duties*, 64 (3) *The Modern Law Review*, 439 - 458 (2001)。

〔47〕 See Melvin Aron Eisenberg, *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*, 62 (3) *Fordham Law Review*, 437 - 439 (1993)。

法判定标准是出于鼓励公司管理者企业家精神的政策性考量。^{〔48〕}一般过失可能会致使管理者在正常的商业风险面前畏首畏尾。^{〔49〕}各个州几乎均以“二分法”的方式创设了注意义务标准以达到上述政策目的。其目的是尽可能减少对商业决策的实质评判，同时保护管理者决策的积极性。^{〔50〕}各州的不同之处在于司法判断标准低于行为判断标准的程度。

作为美国司法判断标准的法定商业判断规则假设董事履行了若干程序性前置义务，一般规定由原告负责推翻这一假设，这经常使得商业判断规则变成难以逾越的高墙。^{〔51〕}实质上过分地保护了管理层，只有当管理者存在信息不充分，或者恶意等情况下，才能进一步以一般过失（注意义务的行为标准）的方式来审视争议行为。但凡发生信息不充分等情况，必然违反司法判断标准，构成重大过失。同时，信息不充分等情况也能证明一般过失。而司法判断又发生于行为判断之前，因而导致行为判断形同虚设，司法判断标准喧宾夺主，取代行为判断标准，造成注意义务本身的虚化问题。所以在美国，如果原告成功地驳斥商业判断规则的假设，一般就可以说明被告没有尽到注意义务。

特拉华州公司法历来是美国公司立法的风向标。^{〔52〕}特拉华州从一元标准到“二分法”的嬗变充分展示了美国公司法注意义务判定标准的逻辑和问题。特拉华公司法在 *Aronson v. Lewis* 案中确定了重大过失的标准。^{〔53〕}即对管理者只要求其行为是情有可原的、神智清楚的（rational），而非要求商业决定在普通人的眼中是合理的（reasonable）。^{〔54〕}然而此后的 *Smith v. Van Gorkom* 案却否定了该标准。^{〔55〕}该案对高管直接适用了一般过失的原则，认为管理者没有充分讨论和征询专业人士的意见，不符合普通审慎人的注意要求，因此违反了董事的注意义务。此后，该判决引起了职业经理人市场的恐慌和董事职业保险金的飞涨。因此，特拉华州公司法特别设计了 102（b）（7）条，允许公司章程约定减轻甚至排除高管的注意义务，并导入前述商业判断规则，希望借此鼓励管理者的企业家精神。然而情势并没有向预设方向发展。在 *Cede II* 案之后，商业判断规则的保护作用被显著削弱，并且出现前述司法案例解读中提到的用整体公平原则来判断注意义务的问题。^{〔56〕}因为该原则是用来评判忠实义务的，错配的做法导致人们开始怀疑

〔48〕 参见前引〔47〕，Melvin Aron Eisenberg 文，第 437-439 页。另外特拉华公司法理论认为注意义务是受信义务（fiduciary duties）的一种，那么高管和董事就是受信人（fiduciary），而公司和股东常常是受益人（beneficiary）。

〔49〕 参见前引〔47〕，Melvin Aron Eisenberg 文，第 437-439 页。

〔50〕 也有不少美国著名学者〔如约翰·柯菲（John Coffee）〕认为，采取对管理层友善的措施就是法域竞争所导致，即讨好管理层来该州设立公司。See M. Todd Henderson, Two Visions of Corporate Law, 77 (3) *George Washington Law Review*, 708 (2009).

〔51〕 参见前引〔47〕，Melvin Aron Eisenberg 文，第 437-439 页。

〔52〕 David A. Skeel, *Icarus in the Boardroom: The Fundamental Flaws in Corporate America and Where They Came From*, Oxford University Press, 2006, Chapter 1-3.

〔53〕 See *Aronson v. Lewis*, 473 A. 2d 805, 812 (Del. 1984).

〔54〕 See William T. Jacobs Allen, Jack B. Strine, Leo E. Jr., Realigning the Standard of Review of Director Due Care with Delaware Public Policy: A Critique of Van Gorkom and Its Progeny as a Standard of Review Problem, 96 (2) *Northwestern University Law Review*, 449 (2001).

〔55〕 See *Smith v. Van Gorkom*, 488 A. 2d 805, 858 (Del. 1985). 美国学界主流观点认为虽然判决中采用了“重大过失”的表达方式，但是实际上判决中所采用的标准与“一般过失”无异。这也是后文提到的在注意义务研究中一味强调“重大过失”意义并不大的证据之一。参见前引〔54〕，William T. Jacobs Allen, Jack B. Strine, Leo E. Jr 文，第 458 页。

〔56〕 See *Cede II*, 634 A. 2d at 371.

注意义务的独立性。同时学界也认为此类标准不仅无法提高决策质量,还会影响企业家精神。此后,许多重要案例和学界观点也纷纷支持将注意义务和忠实义务脱钩(de-coupling)并且分别处理。^[57]在考虑注意义务时应采用重大过失和一般过失的“二分法”模式来保护管理者。

由于美国的董事注意义务发展的基础是信托注意义务,而信托义务一般都是受信义务。^[58]目前,美国公司法中忠实义务和注意义务同为受信义务(fiduciary duties)。因此,美国的注意义务与忠实义务有着受信义务的天然血统联系。较晚产生的注意义务难免受到忠实义务理论体系的影响。忠实义务侵入注意义务的情况也不难理解。此后美国司法界对标准“二分法”的不断修正也围绕着保护公司利益和鼓励管理者的企业家精神这两个政策目标展开。特拉华公司法通过商业判断规则来实现法律评价和行为评价的区分,进而达到该政策目的。行为评价是较为严格的一般注意义务,然而司法评价融入了鼓励商业决断的程序性因素。违反司法评价的行为必定存在重大过失甚至是恶意。因为,商业判断规则是以信息充分性为基础的,若信息不充分就必然违反商业判断规则即司法评判标准,那么一定构成重大过失,必然满足一般过失的行为标准。在实践中行为评价标准在多数情况下变成摆设也很好理解。^[59]由于极少数的案件会进入行为判断的阶段,那么司法判断的前置程序就变成了管理者们“唯马首是瞻”的标准,并依此来评估行为的合法性。此外,如果行为人被判定是商业判断规则构成的重大过失,那么部分严重的重大过失也可能被理解为极度懈怠,甚至存在欺诈等令人质疑管理者忠诚度的主观状态,有时又是成立违反忠实义务的主观要件。这样就为混淆注意义务和忠实义务提供了潜在的连接通道。

美国法注意义务的评判请参见图1。

(三) 英国注意义务的谬误与真理

英国的注意义务标准也极大地受到寄托法的影响。^[60]但英国没有非常关注是否有偿,而更多强调了义务人的承诺。有学者认为,美国在十八九世纪的商业化导致了美国标准制定普遍关注有无报酬,而英国更加注重是否存在承诺。^[61]因此,此后英国标准不可避免地聚焦到承诺人的诸如经验、能力等自身条件。

早期英国董事既不受薪,也不承担实际的决策。担任董事职务仅仅是社会地位的象征。^[62]因此,司法界并没有给出明确的义务标准,甚至并不要求董事对公司事务持续关注。^[63]实践中

• 27 •

[57] 参见前引[54], William T. Jacobs Allen, Jack B. Strine, Leo E. Jr. 文, 第449页。

[58] See E. Rock, Wachter M., Dangerous Liaisons: Corporate Law, Trust Law, and Interdoctrinal Legal Transplants, 96 (2) *Northwestern University Law Review*, 651 (2001); Henry R. Horsey, The Duty of Care Component of the Delaware Business Judgment Rule, 19 (3) *Delaware Journal of Corporate Law*, 971 (1994). 另外此处请注意, 注意义务发展的基础不等于注意义务标准发展的基础。

[59] 既然行为标准流于形式, 为何美国各州没有索性放弃行为标准? 具体原因可以简单概括为以下两点: (1) 美国联邦与州的立法权并非泾渭分明。对于州公司法立法权, 联邦曾多次以保护股东不利, 过分偏袒管理层为由威胁要收回。保持行为标准至少在法理和立法上仍然表明股东还是可以通过诉讼去审查管理层行为的。存在行为标准一定程度与美国的分权、法域竞争的现状相关。(2) 美国的司法判断标准在某些特殊情况下会被直接跳过的。例如, 在收购中, 司法判断的标准就会被利害关系判断前置程序所取代(如整体公平原则), 比较容易进入到行为标准的适用。

[60] 参见前引[31], David Kershaw 书, 第229页。

[61] 参见前引[31], David Kershaw 书, 第137-140页。

[62] 参见前引[33], P. L. Davis 书, 第640-644页。

[63] See *Re City Equitable Fire Insurance Co* 1925 Ch 407; Andrew Hicks, Director's Liability for Management Errors, 110 *Law Quarterly Review*, 390, 395 (1994).

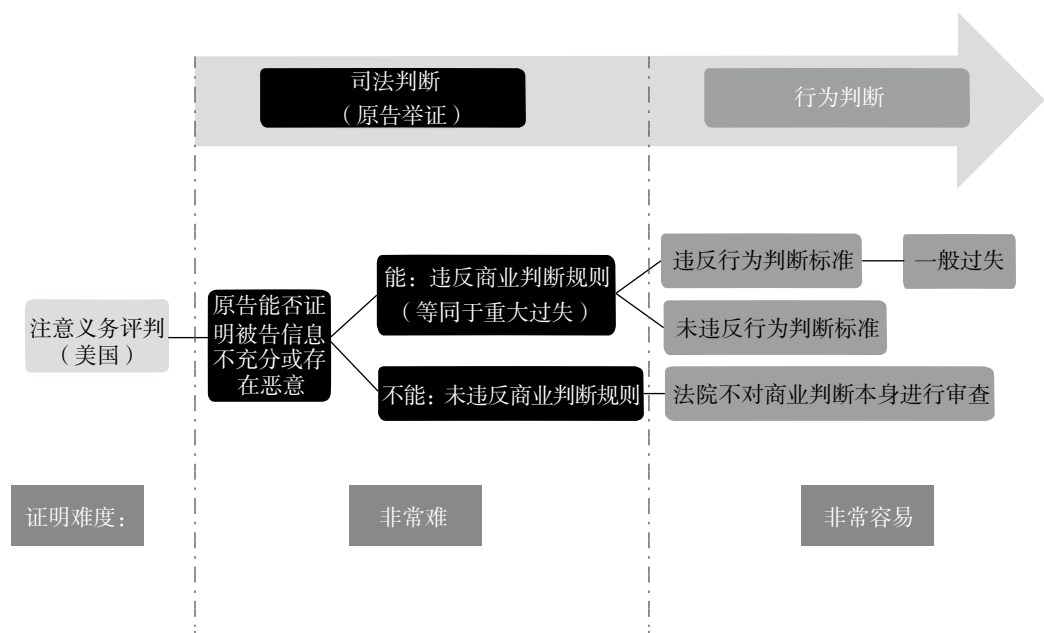


图 1 美国法注意义务的评判

更出现了许多荒唐的例子，如婴儿和听觉残障人士担任董事。^{〔64〕} 随着商业社会对董事定义的不断变化，英国法标准的发展迂回曲折，不断自我否定，经历了与美国完全不同的发展道路。

• 28 •

英国法先后采取过寄托法中的有偿和有承诺寄托的注意义务标准。^{〔65〕} 最早所谓“重大过失”的概念由于标准的变化被多次修改。有观点认为英国的董事注意义务理论中所述及的“重大过失”只是一个“用来责难的标签”（vituperative epithet）而已，其内涵和外延因为不断变化而无法定义。^{〔66〕} 在英国，美国的“二分法”学说并未引起共鸣。有偿寄托以受托人的注意程度是否达到普通人在相同的情况下的注意程度为标准。因为普通人的概念有助于树立行业标准，所以这一标准存在着较大合理性。^{〔67〕} 但是强调一般人存在两个缺陷：（1）一般人的标准极易被具体环境修正，甚至完全被环境考量所取代。但不考虑决策环境无法恰当地制定标准，而过分强调决策环境又会使得一般人的标准不复存在。（2）不利于追究能力高于行业一般人的董事的懈怠责任。公司高薪聘请往往正是因为董事的能力高于一般人，一味地采用一般人的标准必然会造成某些情况下的不公。

在 Overend 一案中，英国法院认为一般人的标准必须考虑决策者当时所处的决策条件，不能过分强调“普通人”而使得注意义务标准泛化。^{〔68〕} 其后的案例对决策者当下的公司特性和决策环境不断强化，有学者曾认为英国的注意义务是“情境考量的标准”（circumstance-adjusted

〔64〕 参见前引〔33〕，P. L. Davis 书，第 252-253 页。

〔65〕 参见前引〔31〕，David Kershaw 书，第 2 章。

〔66〕 参见前引〔31〕，David Kershaw 书，第 2 章。

〔67〕 See 2 ATK. 400 (1754).

〔68〕 See 1899 2 Ch. 392 422.

standard)。〔69〕但是也有学者认为该标准存在问题，〔70〕因为情境考量本身并不是标准而是修正标准的手段。情境考量很难被后案适用，更无法被抽象成法律。标准本身不应该因情况的变化而被修改，应当将情境类型化。对情境的强调也导致对个体能力考量的不足。因此，随后司法界转而采用董事个人的能力条件来强化个案正义。

学界和司法界对“情景考量的标准”的批判，导致标准的重心逐渐偏向关注董事的个人条件而非决策条件。有人称这种标准为“能力考量的标准”（skill-adjusted standard）。〔71〕虽然有偿寄托包含一般受托人的能力考量，但却很难适用于董事注意义务的评判。因为寄托事务能找到较为清晰的普遍能力标准，例如照管小狗者应当有照顾犬只的基本常识。然而，各公司对董事能力的要求却不同，很难找出抽象的公司董事的能力标准。因此专注受托人个人能力的标准，即以当事人是否尽力而为作为评判的标准，开始被广泛接受。英国对董事能力的思考导致了三项注意义务标准的变化：第一，导致能力子义务（duty of skills）的产生。能力要求考虑董事是否尽力，并且评估以董事的能力是否能够避免错误的产生。因为能力运用系判断是否履行注意义务的前提，因此，能力子义务是注意义务的一部分，而不是独立的义务。〔72〕第二，将善意（good faith）融入了能力的考量。履行能力义务并不代表不会犯错误。在充满风险的商业社会里，犯错应当一定程度地被原谅。因此需要判断董事是否善意地做出商业判断。如果是善意的，往往最后不会追究注意义务违反的责任。〔73〕第三，舍弃商业判断规则入法。英国司法和学术界长期以来认为法官不应该去事后判断商业决定。主流的观点进而认为与其用商业判断规则来强制法院保持谦抑，还不如将尽量不涉及商业判断作为司法政策来实施。〔74〕既然善意和对商业决定谦抑的要件都具备了，就无须商业判断规则了。〔75〕

• 29 •

客观的普通人标准还是主观的能力标准？关注决策环境还是统一要求？英国注意义务标准的争论在判例中被不断检视。然而，英国的立法机构最终认为董事注意义务的最佳模式应当是诸多历史标准的囊括，既要规定行业的一般性准入门槛，也要促使董事个体在管理公司事务时尽到最大的努力。因此，现行公司法规定，董事注意义务标准是兼顾两个平行维度的“二合一”标准：（1）董事所在岗位一般要求的注意程度；（2）董事自身能力范围内能够达到的注意程度。〔76〕

（四）澳大利亚董事注意义务标准：公权力介入保护公共利益的代表

澳大利亚公司法中的注意义务非常有特色。其注意义务的标准既没有奉行英国的“二合一”

〔69〕 See Sarah Worthington, The Duty to Monitor: A Modern View of the Director's Duty of Care, 181 (2) *Perspective on Company Law*, 191 (1997).

〔70〕 参见前引〔33〕, P. L. Davis 书, 第 499 页。

〔71〕 See Vanessa Finch, Company Directors: Who Cares about Skill and Care? 55 (2) *The Modern Law Review*, 179 - 214 (1992).

〔72〕 See Alan L. Mackenzie, A Company Director's Obligations of Care and Skill, 20 *Journal of Business Law*, 460 - 461 (1982).

〔73〕 传统英国法有着非常具体的善意义务（duty of good faith for proper purpose），判定善意本身就是非常复杂的过程。一般要求商业决定是出于非恶意，并且要符合公司的目的。

〔74〕 See C. A. Riley, The Company Director's Duty of Care and Skill: The Care for an Onerous but Subjective Standard, 62 (5) *The Modern Law Review*, 697 - 724 (1999); 前引〔33〕, P. L. Davis 书, 第 560 页。

〔75〕 现代法定商业判断规则一般都含有善意的要件。董事如果非善意则不能援引商业判断规则来保护自己。参见前引〔47〕, Melvin Aron Eisenberg 文, 第 437 - 439 页。

〔76〕 参见英国《公司法》（174 Companies Act 2006）。

标准，也没有选择美国的“二分法”模式，而是走出了一条公私力救济双标的“公私二元”之路。探讨澳大利亚的做法有助于明确注意义务公权力执法的目的，同时能够对比找出行为人能力考察在诉讼中的意义，并且帮助确定事后重构管理者决策条件的参考因素。澳大利亚公司法中关于注意义务的法源分别来自两组规则：成文法（statute）和一般法（general law）。成文法指的是2001年《公司法》（Corporations Act 2001）。而一般法则内容广泛，既包含传统的以侵权、合同关系为基础的普通法（common law），公平正义为原则的衡平法（law of equity），也包括通过双方合意的注意义务约定。成文法和一般法组成了世界上最为复杂的董事义务系统。^{〔77〕}

澳大利亚最早的注意义务立法可以追溯到19世纪末“维多利亚时期”。^{〔78〕}最初制定注意义务成文法的目的是为了追究董事因浪费有限资源引起的刑事责任。^{〔79〕}在20世纪末，考虑到刑事责任追究的证明难度和社会效果不成比例，立法机关删去了注意义务的刑责，^{〔80〕}但是仍然保留公司监管机构澳大利亚证券与投资委员会（Australian Securities and Investments Commission, ASIC）对违反注意义务的董事诉请法院惩治的权力。因此，澳大利亚成文法的注意义务有着非常浓重的公权力执法倾向。^{〔81〕}此项功能在英美董事义务法制中并不存在。^{〔82〕}公权力执法被认为在澳大利亚公司治理中扮演着非常重要的角色，主要体现在监管机构通过诉讼建立起来的公司治理标准。^{〔83〕}考虑到公权力执行与私人求偿诉讼的目的不同，成文法注意义务的标准和私人求偿的一般法标准自然也有所不同，且成文标准低于一般法标准。^{〔84〕}

澳大利亚学界长久以来就有争论：公权力介入监督管理层的注意义务标准是否应当和私人求偿诉讼的标准相区别。^{〔85〕}成文法称注意义务为“注意和勤勉义务”（duty of care and diligence），而学界习惯称一般法注意义务为“注意、能力及勤勉义务”（duty of care, skills and diligence）。^{〔86〕}显然，成文法关注的是设立行业标准，董事个体的能力是否被发挥从公共执行的角度看并不重要。换句话说，成文法并不非常关心管理者提供的服务是否物有所值，而是关心什么是所有的董事都应该做到的。因此，澳大利亚成文法采取二维的评价模式，综合考虑公司的具体情况和管理者的岗位及职责以决定注意义务标准。^{〔87〕}前者关涉公司特点对董事注意标准设定的不同要

〔77〕 See John Farrar, B. Hannigan, *Farrar's Company Law*, Butterworths, 1998, pp. 53–80.

〔78〕 See Rosemary Teele Langford, Ian Ramsay, Michelle Welsh, *The Origins of Company Directors' Statutory Duty of Care*, 37 *Sydney Law Review*, 489 (2015).

〔79〕 参见前引〔78〕，Rosemary Teele Langford, Ian Ramsay, Michelle Welsh文，第489页。

〔80〕 See Ian Ramsay, Benjamin Saunders, *An Analysis of the Enforcement of the Statutory Duty of Care by the Australian Securities and Investments Commission*, 36 (6) *The Company and Securities Law Journal*, 497–521 (2019).

〔81〕 参见前引〔80〕，Ian Ramsay, Benjamin Saunders文，第497–521页。

〔82〕 参见前引〔80〕，Ian Ramsay, Benjamin Saunders文，第497–521页。

〔83〕 参见前引〔80〕，Ian Ramsay, Benjamin Saunders文，第497–521页。

〔84〕 See *Vines v. ASIC*, (2007) 62 ACSR 1 at 142–143 per Spigelman CJ, 587 per Santow JA and 805 per Ipp JA; *ASIC v. Adler*, (2002) 168 FLR 253 372 (3).

〔85〕 参见前引〔74〕，C. A. Riley文，第697–724页。

〔86〕 理论上，成文法应该包括能力要件，但是至今没有权威的解释将其入法。参见前引〔5〕，Ramsay, Ian书，第229页。

〔87〕 参见澳大利亚《公司法》[Corporation Act 2001, 180 (1)]。

求,后者关注根据岗位、职责对董事的要求来设定标准。〔88〕例如执行董事和非执行董事的注意义务就不同,〔89〕类似在英国被束之高阁的“情境考量的标准”。

一般法的注意义务标准则非常接近英国的注意义务标准。不同之处在于,澳大利亚公司法将公司具体特征类型化后,融入一般董事能力的要求。同时,一般法中的能力要求(standard of skills)填补了成文法不关注董事个体能力的空白。一般法标准既要看董事在一定的决策条件下的岗位要求,也要“主观地”(从董事的角度)衡量其能力,评估是否为公司做出了应有的贡献。〔90〕这样非常具体的标准有利于个案求偿。原告只需要证明董事并未完全尽力,或者根据该类公司岗位的要求,董事所为并未达标,就可能获得赔偿。

澳大利亚注意义务的评判请参见图2。

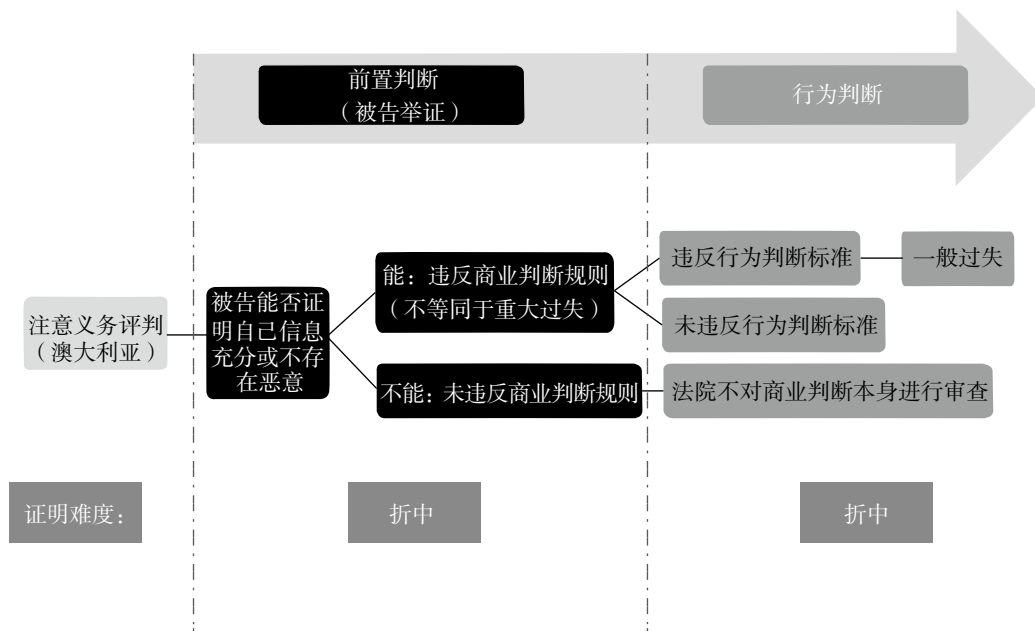


图2 澳大利亚注意义务的评判

虽然澳大利亚立法机关在标准上做出了很多实质性的改变,但是并没有止步于对英国注意义务体系的改造。如果仅将前述标准作为评判注意义务的标尺,就会产生一个问题:如何避免管理者的决定事后被法官二次评判。先前提到的英国司法界对商业决策的事后判断有谦抑传统,但是这对澳大利亚而言是外国传统,且本国也没有证据证明法院能够做到足够的谦抑。而在强调个人能力的要求下,确定管理者责任变得相对容易,如何保护管理者决策的积极性就成了难题。因此,澳大利亚也引入了法定商业判断规则。美澳商业判断规则的主要区别虽然在于法院审查管理者行为合理性阶段的难易程度,但是美国学者认为美国的商业判断规则过分保护管理者,实质上

〔88〕 有观点认为,管理者的岗位和职责也为进一步讨论能力标准打开了大门。参见前引〔18〕, Paul Redmond 书,第427页。

〔89〕 参见前引〔5〕, Ramsay, Ian 书,第229页。

〔90〕 See ASC v. Gallager (1993) 11 WAR 105; 10 ACSR 43; 11 ACLC 286.

已经取代了行为标准，而成为司法判断的标准。^{〔91〕}此外，如果说美国的法定商业判断规则是一项非常宽松的、以重大过失为注意义务标准的管理者保护机制，那么澳大利亚的商业判断规则就更坚守前置条件的制度设定，而不是司法判断标准。澳大利亚有将商业判断规则的举证责任归于被告的判例，相对容易地进入对商业决定本身评价的阶段。^{〔92〕}被告不能证明未违反商业判断要求并不代表商业决策存在重大过失。此后还需要法院依行为标准进行评判。因此，澳大利亚的注意义务标准并没有采取美国式的“二分法”，而是采用以被告举证的商业判断规则为前置条件，区分成文、判例法，并分层次追责的二元判断标准。被告无法证明决策信息的充分性和善意并不能当然引申出被告商业决定本身的质量问题，后续还将用注意义务的标准来审视行为的合理性。

四、我国注意义务标准明确之辩

详细讨论各国注意义务立法、实践的得失，是为了更科学地研讨我国立法所缺失的注意义务标准及其相关问题。各国立法、实践所体现的问题与我国立法实践中的一些做法互相呼应，具有借鉴意义。在讨论注意义务标准之前，我们不妨先讨论两个建立标准的前提：注意义务的独立性和法定商业判断规则的必要性。

注意义务和忠实义务无论是立法目的，还是适用标准都存在着巨大的差异。我国多版《公司法》均未对注意义务和忠实义务进行立法上的切割。在司法执法案例中，虽然注意义务和忠实义务会被区别对待，但是在判决中仍然被统称为“忠实勤勉义务”。在极个别的情况下，还存在用忠实义务的整体公平原则来判断注意义务的情况。^{〔93〕}这和美国特拉华州公司法实践中发生过的义务标准混同问题非常相似。但是美国混同的原因是注意义务标准过于宽松，几乎要存在恶意才能透过商业判断规则来对管理者追责。而我国的问题要比美国简单很多，即法律并未适当阐明。两大义务的不加区分的破坏是很大的。首先，如果采取忠实义务的整体公平原则来处理注意义务案件就会将注意义务标准降低，进而无须考量当事人的过错、尽职情况，甚至是否造成损失，只要交易是公平的即可，注意义务便可有可无。其次，采取混同会放纵一些过失管理行为。管理者虽然存在过失，没有恪尽职守，但是只要结果说得过去，就不是违法。那么注意义务的吓阻作用就会大大降低。公司无法追究那些暂时没有造成重大损害、但日后会对公司造成更大伤害的不负责任的行为。最后，有时利益冲突难以发现，举证也较为困难，那么注意义务也会成为诉讼的方便之门，会使一些原本并没有违反忠实义务的案件，因为无法证明交易的整体公平，而被认为违反了注意义务。

法院需要对商业决定保持一定程度的节制是共识性的注意义务立法目标之一。^{〔94〕}然而，我国法律并未要求对商业决策司法谦抑。司法谦抑对于注意义务体系建设是至关重要的，其政策考量主要包含以下三方面：首先，“人非圣贤”，不能苛责管理者做对一切的决定。在“管理者必须

〔91〕 参见前引〔47〕，Melvin Aron Eisenberg 文，第437-439页。

〔92〕 参见前引〔18〕，Paul Redmond 书，第457-463页。

〔93〕 参见上海福米文化传播有限公司诉左春举案，上海市第一中级人民法院（2017）沪01民终10301号民事判决书。

〔94〕 参见前引〔6〕，邓峰文。

“不犯错”的指导原则下的制度缺乏期待可能性。其次,审查、苛责管理者所有的决定会极大地影响企业家精神,导致管理者做决定时畏首畏尾,影响企业发展。最后,无节制的审查管理者的决定,对法院也有些勉为其难。裁判者并不完全具备管理者对行业、企业的了解,也无法设身处地地体察管理者做决定时所面对的诸多因素。事后审查更会受到决策既成结果的影响,形成所谓的“事后偏见”(hindsight bias)。因此,建立法定商业判断规则是对前述问题合乎逻辑的回答。注意义务制度成熟的国家都或以成文法的方式,或以司法政策的方式确认了商业判断规则。我国并没有形成对商业决定谦抑的传统,对系争的商业决定,法官常常会进行事后评判。^[95]然而这样往往会对法院的威信造成损害,也不利于保持司法公正。我国并不具备学习英国、将商业判断规则转化为司法政策的条件,所以只能通过立法的方式促进司法谦抑。而美国式的法定商业判断规则在我国也不能完全发挥效能。首先,我国并未采取美国式的绝对董事会中心主义,^[96]即使如美国体制这般的溺爱董事会也并不会产生相应的产出。其次,美国原告举证的商业判断规则实质上架空了注意义务制度。美国董事注意义务强调管理者做出的决定仅需形式合理,实质如何法院一般不予置评,给管理者商业决策近乎过分的自由度。最后,我国注意义务制度更加关注为公司、股东提供救济、填补损失。因此,将商业判断规则设置成求偿路上的拦路虎,显然不符大众期望。举证责任倒置的商业判断规则应当更加适合我国的国情。既对商业决策保持一定程度的尊重,也保证注意义务标准能切实地为公司和投资人提供保护。^[97]

注意义务标准的设计是非常精巧和繁复的。由于管理者在决策时会受到自身审慎程度、外部环境、能力等诸多因素的影响,所以一个大而化之的注意义务标准注定会挂一漏万。在董事注意义务发展较为成熟的国家,其标准一般都细化到数个义务,将注意义务设计成一个义务组,客观、全面地为管理者决策质量争议提供解决方案。前文提及了普通法一般将注意义务分解为三个不独立的子义务:注意子义务,勤勉子义务及能力子义务。之所以不能独立设立的原因是这三项子义务时常存在竞合,实践中很难完全分开,但是子义务的思路却能为设计注意义务标准提供完整的考量维度。

注意子义务是设计注意义务标准最核心的内容,主要解决决策者在做出商业决定时是否是合理、审慎的问题。之前提及,根据衡平法理论,受薪的公司管理者应当像管理自己事务一般处理公司事务,即负有普通人的注意义务。在此行为标准面前,美英等普通法系国家并没有本质的区别。前文也论及美国的注意义务“二分法”立法模式在我国并没有很大的实际意义。同时,如果一味强调通过学习美国重大过失的理论来建立“二分法”式注意义务标准会导致三个问题:其一,重大过失并不是行为标准,而是保护管理者积极性由商业判断规则体现出的司法判断标准。重大过失标准置于一般过失标准之前,使得一般过失标准形同虚设。行为标准因为保护管理者的决策积极性而被牺牲,而管理者只会以司法标准为行为准则,间接地降低了对管理者行为质量的要求。其二,是重大过失本身从根本上无法定义,英美法关于注意义务重大过失在不同的时间点

[95] 例证参见上海森港投资管理有限公司诉李建琼案,上海市第一中级人民法院(2019)沪01民终9095号民事判决书。

[96] 参见刘燕:《公司法资本制度改革的逻辑与路径》,载《法学研究》2014年第5期。

[97] 但是,商业判断规则需要非常精巧的要件设计,限于本文的篇幅和目的,仅对商业判断规则的设计原则提出建议,对于商业判断规则的具体设计将另文探讨。

的论述都非常不同，有的表述其实与一般过失无异。其三，对管理者承受商业风险的鼓励不一定要通过牺牲对行为评价的一致性来达成。科学的评价标准也能鼓励企业家精神。因此，我国基本的注意义务标准的描述没有必要脱离行为标准，在保持对商业决定一定程度尊重的前提下，可以要求管理者承担一般过失责任，尽审慎普通人的注意义务。

勤勉子义务关心的是管理者是否恪尽职守，努力工作。这更多关注管理者的行为模式是否规范及规定动作是否完成。我国的现行处理方式是最接近国际通行做法的。勤勉子义务的核心是说明管理者努力到怎样的程度是符合注意义务要求的。而勤勉程度的要求和管理者的决策条件相关。除了沿用国际通例，即任职的董事需要了解本公司的业务和基本的财务知识以外，更需要通过环境参数来确定管理者勤勉程度的要求。前文提到，澳大利亚成文法没有选择主要依靠个人能力来达到个案正义的英式标准，而是采取类型化的“情境考量的标准”来满足案件个性化的要求，同时帮助形成统一行业标准的经验。“情境考量的标准”对注意义务标准空白的我国公司法也有借鉴意义。该标准包括以下六个类型化的考量因素：公司的类型、章程规定、公司规模，业务性质、董事会的组成、董事在公司中所担任的职务和职责。^{〔98〕}此外，不区分是否执行董事，在标准上一视同仁的做法忽视决策条件，会导致一定程度的不公平。有些公司执行层面较为隐蔽的操作，作为非执行董事显然难以甄别。以了解业务的执行董事的注意义务标准来要求非执行董事，有时让人觉得有些牵强。执行董事和非执行董事在某些问题上确实需要适用不同的标准。考虑决策条件可以使勤勉要求更合理，不至于强人所难。应当注意的是公司法的规定应以原则为主，并不需要做到像证监会和两大交易所的规则那么巨细。而且目前绝大多数的公司管理者勤勉义务都只能针对上市公司，对非上市公司产生的注意义务的纠纷帮助不大。因此，在制定勤勉相关的注意义务标准时，建议融入“情境考量的标准”以方便勤勉子义务的考察。

能力子义务不能被割裂于整体的注意义务。正如前述介绍的，过于强调能力因素会使注意义务脱离一般原则陷入一事一议的困境。那么注意义务的执法就会既失去公平性，又很难发挥对行业公司治理活动的指导作用。正如前述英国经验所示，能力的要求只能建筑于审慎普通人的要求之上。换言之，能力要求保证的是个案公正，为标准锦上添花，而不能是注意义务的唯一标准。传统英国公司法合理地认为，管理者与公司之间存在承诺，因此注意义务的要求理应包含承诺人本身的能力。从个案正义的角度，澳大利亚公司法和英国公司法分别进行了不同的尝试。澳大利亚公司法以“情境考量的标准”来权衡个案的特质，防止对管理者施加不合理的期望。对审慎普通人的标准的调整是倾向于保护管理者的。而英国注重董事个人能力的目的却是保护公司权益。管理者仅达到行业一般水平常常是无法满足公司预期的。若公司法仅仅要求管理者在进行商业判断时达到普通理性人的标准，那么公司的利益就会受损。因此，融入管理者能力的考虑能保护公司的合理预期，促使管理者最大限度地发挥自己的能力和价值。英国采取这样的选择也是因为寄望于促使职业经理人尽力而为，借以优化营商环境，尽可能多地吸引欧洲的一流企业。另外，既然引入能力要求的目的是为进一步保护公司的利益，那么即使管理者能力低于一般人，也不能降低公司治理的标准来允许管理者较低的能力侵蚀审慎普通人的要求。所以在对能力要求与注意义

〔98〕 See Australian Securities and Investments Commission v Healey, 2011 FCA 717.

务审慎普通人的标准进行调和时,合理方法是就高不就低。这也是国际通行的做法。

注意义务下三项子义务的关系请参见图3。

综合上述三个子义务的要求,注意义务标准不妨考虑“二元”结合决策情境的标准。要求董事对公司负有注意、勤勉和能力三方面的义务。分列后的注意义务可以被具体称为“注意、勤勉和能力义务”;在一定的决策条件下,董事既需要以审慎普通人的方式做出商业判断,同时也必须运用自身能力和经验来保证决策的质量。建议对注意义务标准采取如下表述:“董事对公司负有注意、勤勉和能力的义务,必须以审慎普通人(1)在类似决策条件下,(2)充分地运用自身能力和经验来履行注意、勤勉和能力义务。”而“决策条件”可以采用前述类型化的六类因素做出如下

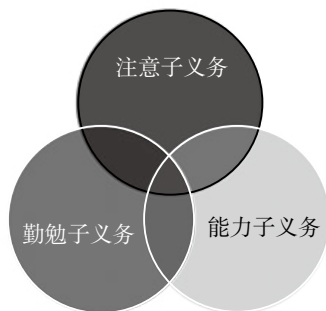


图3 注意义务示意图

表述:“决策条件是指公司的类型、公司章程的规定、公司规模,公司业务性质、董事会的组成、董事在公司中所担任的职务和承担的职责等实质影响决策的公司内部和外部因素。”

最后,注意义务标准的制定还存在三个后续问题。一是注意义务的立法需要细致到什么程度?特别是前述对勤勉要求的讨论中,注意义务的内涵包括了大量的对管理者知识和努力程度的具体要求。但是纵观普通法国家,即使是成文法程度非常高的澳大利亚,对注意义务的描述也仅仅是叙述概念和申明标准。大量的勤勉要求都是通过案例来确定的。这些要求大多可以总结为确定注意义务标准的方法,而非标准本身。比如要求董事了解公司业务和财务状况是在出现披露问题时确定董事是否违反注意义务的方法。如果某披露错误并不是通过了解公司业务和财务状况等情况所能避免的,那么我们就不能说董事没有尽到普通审慎之人的注意义务。普通法制定的是规则(rule),而衡平法建立的是标准(standard)。〔99〕注意义务在保有衡平法传统的法域,仍然属于衡平法的范畴。即注意义务的标准本身属于后案遵循的内容,而确定标准的方法却不是。后案可以根据案件的需要修正适用前案确定标准的方法。这样的做法正是普通法快速回应瞬息万变的商业社会的魅力所在。对于高度依赖法律条文的我国而言,应当着力构建科学的标准体系,而要避免将具体的确定标准的方法固定入法。例如,虽然域外对执行董事和非执行董事在判例中采取不同的注意义务要求,但是若后案法官认为某项商业决定执行和非执行董事在能力方面并不存在先天的差别,那么就没有必要加以区分。我国目前正在尝试的指导案例制度恰好能够提供类似衡平法中案例的一些功能。在法定注意义务标准明晰之后,用什么样的方法去确定个案的标准可以一定程度地留给法院来灵活释法。〔100〕这样既可以加强注意义务的灵活性和对现实的回应力,

• 35 •

〔99〕 衡平法(law of equity)与普通法(common law)之重大区别在于普通法常常专注于设置准则(rule),而衡平法则侧重于设置标准(standard)。例如,如果将高速公路上的80公里限速理解为是普通法的准则的话,那么安全的驾驶就是衡平法所谓的标准。衡平法较普通法更加专注于法律根据情势变化的灵活运用。

〔100〕 此处涉及法官的专业性和能力本文不做展开,相信随着我国司法改革的推进、法制向深水区的发展,许多问题都会得到解决。有不少学者赞成一些专业法院的构想。目前我国已经建立了一些专业法院。See Jeffery MacIntosh, Securities Law Enforcement and the Rule of Law, in R. Huang, N. Howson ed., *Enforcement of Corporate and Securities Law: China and the World*, Cambridge University Press, 2017, pp. 162-184.

更可以解决我国长期以来在董事义务方面对域外法律走一步看一步的被动局面，形成我国社会主义制度下的董事义务自足发展的路径。当然，需要注意的是将过多的判断交给法官去完成也并不适应我国实际，如何把握好标准的具体程度以提高确定性，需要进一步的理论、实践、立法之间的不断试错、磨合。

其次，公权力执行是否需要不同于私权救济的注意义务标准？我国证监会具有一定的注意义务执法功能，也可以通过执法的示范效应为上市公司树立公司治理的标杆。域外类似实践还有澳大利亚。但是澳大利亚的公权力执行的目标是和成文法确立的注意义务标准息息相关的。澳大利亚公司法并不鼓励公共执行机关为了填补个别企业的损失而发起注意义务的相关诉讼，公共执行机关发起注意义务诉讼的目的常常是为上市公司树立公司治理的标准。例如，在公司财务报告中，执行董事和非执行董事都没有发现账目错列的问题，两类董事是否应当负有同等的注意程度。类似细致的问题是否存在澄清的必要，常常由公共执行机关发起注意义务诉讼，请求法院予以说明。而在我国注意义务执法实践中，处罚决定往往并不说明一般的注意义务标准，而常强调管理者的能力没有被运用。与国外实践截然相反的情况恰恰说明了我国注意义务公共执行关注的是事后惩治和对受损公司、股东的抚慰。然而，域外公权力执法的独特目的是值得我们借鉴的。随着注意义务标准的明晰，我国未来的公权力执行也可以在抚慰受害股东的同时，增强对注意义务一般规则的解读，以充分起到对同业警示的作用。这样也能够强化证监会对上市公司在公司治理方面的影响力。鉴于我国公权力执行既包含个案正义的伸张，又应包含树立行业标准的目标，因此没有必要学习澳大利亚将标准以公私执行的界限进行分割。

最后，建立合理的管理者信赖保护机制。注意义务标准的建立并不能一味地保护公司的利益。明晰合理的标准体系也应当保护管理者的权益，并保护管理者为公司贡献的积极性。目前我国尚未建立管理者信赖保护机制。例如就披露问题而言，现有的处罚决定中，存在不允许董事以外部审计的结论作为免责事由的情况。然而，没有人是全能专家。应该在合理的情况下允许管理者在适当的时候借助他人之力来管理公司。信赖保护机制至少包含三个方面的内容。首先，对于通过正常程序聘请的第三方咨询机构提供的报告，不具有相关能力的管理者应当可以信赖咨询报告的专业性。以此作为决策的依据。当然，前提是第三方机构必须是中立的，而做出报告的依据也是自由获取的，并不是由公司单方面提供的。其次，对于管理者专业以外的问题，可以聘请专家代行职责。代理人的行为须由管理者本人负责。但是，代理人越权或者无权的行为若本人无选任方面的责任，管理者本人可免责。最后，在集体决定事项中，管理者可以依在该事项上有专业优势成员的意见，以独立的判断做出决定。完善的管理者信赖保护机制可以最大限度地发挥管理者的企业家精神，在保护善意管理者的前提下间接使公司获益。基于合理、完善的信赖保护机制的注意义务体系，对管理者做出的裁罚才能公平、公正，使人心服口服。

五、结 论

董事注意义务是公司法中重要且困难的议题。讨论注意义务必然涉及厘定注意义务的标准，以衡量董事决策和管理的质量。虽然我国在长期的公司立法中，以勤勉义务的提法引出了董事的决策

和管理质量问题,但是无论在理论上还是在实践中,我国目前的勤勉义务都涉及了传统注意义务的内容。中华人民共和国成立后,我国的注意义务立法和实践从无到有,突破意识形态的桎梏,取得了很大的成就。然而,目前作为注意义务制度核心的注意义务标准仍然缺失,给制度发展带来了很大的障碍。在立法实践中,司法和执法机关都形成了各自对注意义务的解释,其中包含着当今世界各国注意义务立法的成果。但同时也暴露出法定注意义务标准缺失造成的注意义务体系发展的诸多问题。

注意义务起源于普通法系。美国、英国、澳大利亚各自形成了非常有特色的法定注意义务标准。美国在董事会中心主义的影响下形成了行为标准和司法判定标准“二分法”的模式。英国则反对“二分法”,并且通过不断细化注意义务的要求来对管理者做出最公正的评价,以弥补标准一元化对管理者企业家精神保护的不足。澳大利亚作为世界上第一个将注意义务成文化的国家,强调重构决策时管理者所面对的各种因素,并形成了独特的注意义务标准“公私二元”的体系以帮助塑造公司治理的行业标准。这些国家的历史和教训恰好为我国目前的注意义务标准建立提供很好参照,并且为我国的立法实践提供解释。由于我国的注意义务更多关注事后对受害者的损失填补和管理者的究责,行为标准和司法判定标准合一的方式比较符合我国国情。同时,出于个案正义和追责的需要,也应更多关注决策条件和管理者的能力,以最大限度地保护管理者和公司双方的利益。由于我国既没有对商业决断谦抑的司法传统,也没有法定商业判断规则,在兼顾保护管理者企业家精神和维护公司、投资者权益的同时,可以考虑建立由被告举证的法定商业判断规则制度。辅以明晰的管理者信赖保护体系,科学地建立起我国的注意义务标准。

• 37 •

Abstract: China has established her director's duty of care mechanism, but it is not perfect. The Chinese practice and the lessons and experiences of common law jurisdictions could be excellent reference points for establishing the standard. A valid duty of care standard could be designed appropriately based on a principle that can protect management's entrepreneurship and corporation and investors' interest. To be more specific, first, the director's duty of care should be clarified as a singular duty to isolate negative impacts from other factors. Second, Chinese law needs to articulate the specifications of the duty and break the generic duty down to more detailed but inseparable sub-duties: the duty of care, the duty of diligence, and the duty of skills. While introducing the ordinary prudent person as the primary duty standard, the decision circumstances should also be factored in. Third, Chinese circumstances and judicial realities justify the unification of the standard of review and the standard of conduct. Following an American bifurcated standard should not help construct a better director's duty of care mechanism in China.

Key Words: corporate law, duty of care, standard of care, common law

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)

董事勤勉义务制度的利益衡量与内涵阐释

王真真*

内容提要：董事勤勉义务是信义义务的重要内容，通过追究董事基于信义义务引致的责任来降低代理成本成为公司法保护股东和公司利益的重要调整手段。但是我国公司法规定的勤勉义务过于原则和空洞，不具有可操作性，无法为司法裁判提供依据，这也导致法院审查董事勤勉义务标准的模糊性与不确定性，股东想要追究董事勤勉义务项下的责任非常困难。一方面，董事勤勉义务的制度利益需要继续维持；另一方面，公司法需要对勤勉义务的内容作出清晰的界定，勤勉义务的规则应当采用“3+X”的立法技术，以知情、监督及合规作为勤勉义务的明确示例，以兜底条款规定勤勉义务的一般要求。勤勉义务与商业判断规则的关系需要厘清，商业判断规则与勤勉义务是一枚硬币的两面，其既是法院的审查标准，也是当事人之间责任分配的程序规则。司法中还应当结合判例制度，对公司所处行业、控制股东影响力等因素进行审查。

关键词：勤勉义务 利益衡量 商业判断规则 证明责任 司法审查

董事信义义务是公司法的核心内容之一，其规定了董事作为股东的代理人所应当尽到的职责。我国《公司法》第147条第1款规定：“董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程，对公司负有忠实义务和勤勉义务。”除此以外，《公司法》对什么是勤勉义务、^{〔1〕}法院审查勤勉义务案件时应当采取什么标准均未予以明确；司法审判中应当考量哪些因素，实践并不一致。实际上，董事的勤勉义务是许多国家公司法普遍都有的一项制度，但是在实施中都会面临问题。既然如此，董事勤勉义务制度是否还有必要存续？实践中我国法院如何裁判？勤勉义务的内涵是什么？这些问题将成为本文的主要内容。我国已有学者通过实证研究对勤勉义务运行

* 王真真，华东政法大学公共法律服务学院师资博士后研究人员。

本文为国家社科基金青年项目“证券监管介入上市公司治理的体系性构造研究”（21CFX077）的阶段性成果。

〔1〕 勤勉义务，在大陆法系被称为善良管理人义务，在英美法系被称为注意义务（duty of care），前者基于委任关系产生，后者基于信托关系产生。参见范健、王建文：《公司法学》，法律出版社2018年版，第365页。由于只是名称上的差异，后文中将交替使用二者，但要表达的意思基本一致。

的问题进行了考察，^{〔2〕} 本文通过对司法实践中勤勉义务判决的问题分析，结合利益衡量理论反思勤勉义务制度的运行和可能的改进方向。

一、问题的揭示：勤勉义务司法裁判的特点与问题

（一）追究董事勤勉义务的案件以有限责任公司为主

我国《公司法》采取的是将股份有限公司与有限责任公司一体规范的立法模式，即通过提取公因式的方式将二者共同适用的规范加以规定，其他内容适用各自不同的规范。勤勉义务制度属于二者共用的规范，但是实践中，勤勉义务诉讼基本发生在相对封闭的有限责任公司，上市公司中勤勉义务纠纷较少。^{〔3〕}

（二）法院对勤勉义务的内涵解释不一致

在涉及勤勉义务的案件中，法院更需要对什么是勤勉义务进行解释。但是实践中，法院对勤勉义务的理解存在差异。例如在“启东市开来房地产公司、启东汇通五金塑胶有限公司等与王伟、赵鹏损害公司利益纠纷案”中，二审法院认为，勤勉义务是指董事、监事、高级管理人员应当诚信地履行对公司的职责，尽到普通人在类似情况下和地位下谨慎地合理注意义务，为实现公司最大利益努力工作……该义务的核心是董事、高级管理人员对公司负有积极的作为义务，必须以诚信的方式，以普通谨慎之人应有的注意从事公司决策和业务监管，不得怠于履行职责。^{〔4〕} 该法院将勤勉义务界定为积极的作为，不得懈怠，这说明勤勉义务要求董事在决策时积极主动地获取相关信息，否则可能会违反法定义务。^{〔5〕} 勤勉义务是否包括对决策结果负责？这个问题也同样涉及勤勉义务的范围，而在“甘肃成纪生物药业有限公司与陈溯损害公司利益纠纷案”中，法院将勤勉义务的着重点仅仅放在了决策的过程中是否尽职和到位。^{〔6〕}

（三）法院将违反勤勉义务的责任性质界定为侵权责任

有观点认为，董事违反信义义务的责任实际上是侵权责任在公司法上的特殊运用。^{〔7〕} 那么实践中法院如何认定？有的法院认为，违反勤勉义务的性质属于侵权责任，应当按照侵权责任的规则进行认定。例如江苏省启东市人民法院认为损害公司利益而承担赔偿责任，属于侵权赔偿的范畴，应当根据侵权责任构成要件，即侵权事实、因果关系、损失大小等因素，综合考虑赔偿金额。^{〔8〕} 同样的观点有内蒙古自治区兴安盟中级人民法院，该院也认为，公司董事、监事、高级

• 39 •

〔2〕 王军认为，在法律规定如此简单的情况下，法院进行实质性审查是利大于弊的。参见王军：《公司经营者忠实和勤勉义务诉讼研究——以 14 省、直辖市的 137 件判决书为样本》，载《北方法学》2011 年第 4 期。

〔3〕 当然，随着虚假陈述、信息披露不实等诉讼进入法院，这类纠纷的数量也开始增长，但是这类纠纷实际上并不涉及董事的商业判断决策，因此其作为董事的勤勉义务是相对容易判断的。例如，在“陶雷与中国证券监督管理委员会四川监管局、中国证券监督管理委员会”一案中，法院认为董事对公司的信息披露进行关注，是勤勉义务的基本内容。参见北京市第二中级人民法院（2017）京 02 行终 1462 号行政判决书。

〔4〕 参见江苏省南通市中级人民法院（2017）苏 06 民终 1813 号民事判决书。

〔5〕 例如美国著名的 Smith v. Van Gorkom 案，董事会会因为为在决策中没有合理地进行调查而被法院判决承担违反注意义务。

〔6〕 参见甘肃省天水市中级人民法院（2014）天民二终字第 48 号民事判决书。

〔7〕 参见施天涛：《公司法论》，法律出版社 2018 年版，第 412 页。

〔8〕 参见江苏省启东市人民法院（2016）苏 0681 民初 3645 号民事判决书。

管理人员执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定,给公司造成损失而发生的纠纷,本质上属于侵权责任纠纷,在给公司造成损失的情况下,依法适用过错责任原则,应承担民事赔偿责任,上述人员承担赔偿责任应具备侵权责任的构成要件。^{〔9〕}董事勤勉义务虽然与侵权责任具有一定相似性,在起源上被认为是借鉴了侵权法上的注意义务,^{〔10〕}但是在现代公司法中所确立的勤勉义务在构成要件上与传统侵权法已经有分离的趋势,比如举证责任、主观过错等方面都具有特殊构造。

侵权法上的过失分为重大过失和一般过失,二者对义务人的注意程度要求不同,究竟采取一般过失标准还是重大过失标准,法院未给出明确的答案。例如在“张忠基、山东龙口鑫龙食品有限公司损害公司利益纠纷案”中,法院认为董事因为过分信任总经理的履职能力,没有进一步审核,导致损失发生,存在一定的过失。^{〔11〕}这里“一定的过失”指的究竟是重大过失还是一般过失,似乎更偏向于后者。但在“王朝阳与中地不动产评估公司等损害公司利益纠纷案”中,法院的用词似乎又偏向于重大过失,例如“被告……严重损害公司利益,没有维护公司财产安全,导致公司重大财产损失……”^{〔12〕}。在“魏梦君与北京红海鸿易人力资源有限公司损害公司利益案”中,法院则直接将违反勤勉义务的主观过错认定为重大过失。^{〔13〕}

(四) 法院对勤勉义务的审查没有统一的标准

部分法院对勤勉义务的裁判较为随意,甚至在一些明显是董事违反勤勉义务的情形中,法院仍会得出与案件事实大相径庭的结果,因此导致同样的事实放在不同地域和级别的法院会得出完全相反的结论。例如在“叶惠敏与陈础威损害公司利益纠纷案”中,被告董事因为未及时去工商部门办理年检导致公司营业执照被吊销,按理说,这是董事的基本义务之一,应当比较容易判断,但是法院认为原告作为股东以及监事对此事有所了解,未及时采取措施,所以被告并不因此承担责任。^{〔14〕}相同的情况相同对待是法治原则的要求,但是勤勉义务的认定却没那么容易,其背后的原因就在于立法对于勤勉义务的审查并没有一个明确的标准。

又如在“李灏与广东省天马国际旅行社有限公司、郑有威等股东损害公司利益纠纷案”中,天马公司因为未按规定及时缴纳税款而产生滞纳金以及税务机关罚金,这属于董事经营管理事项的内容之一,而一审法院却认为该损失是由于公司本身的违规行为而非天马公司的对外经营所产生之债权债务,与董事无关。^{〔15〕}显然一审法院认为董事勤勉义务必须产生于公司对外经营过程中,这种观点就限缩了勤勉义务的范围。二审法院则将保证公司合法经营和依法纳税作为勤勉义务的核心内容与基本要素,认定被告董事违反勤勉义务。^{〔16〕}

〔9〕 参见内蒙古自治区兴安盟中级人民法院(2017)内22民终237号民事判决书。

〔10〕 See Paul Davies, Sara Worthington, *Gower's Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, 2016, p. 478.

〔11〕 参见山东省烟台市中级人民法院(2017)鲁06民终1677号民事判决书。

〔12〕 北京市高级人民法院(2016)京民终210号民事判决书。

〔13〕 参见北京市第三中级人民法院(2019)京03民终1111号民事判决书。

〔14〕 参见北京市西城区人民法院(2014)西民(商)初字第20342号民事判决书。

〔15〕 参见广州市越秀区人民法院(2016)粤0104民初705号民事判决书。

〔16〕 参见广州市中级人民法院(2016)粤01民终18843号民事判决书。

二、董事勤勉义务司法裁判问题的成因分析

（一）立法上勤勉义务的内涵缺位

相比于忠实义务，勤勉义务的规定仅仅是宣示性的，既没有一般性的抽象概括，也没有具体情形的列举。在法律规定如此简陋的情况下，法院就会有较大的自由裁量权，要么对当事人的诉讼请求消极地驳回，要么不知道如何具体进行判断，或者在进行利益衡量时没有选择妥当的制度，导致利益误判。^{〔17〕}《公司法》上标准的模糊也导致了法院不得不借助民法的一般规定来审查商事案件。法院之所以将违反勤勉义务的责任性质界定为侵权责任，除了民商合一的思维影响之外，也是因为《公司法》虽有“勤勉义务”四个字，但是并没有界定何为勤勉义务，而法官在审查董事是否违反勤勉义务时必须明确可依的标准，于是从民法一般规定中寻找答案成为通常做法。诚然，从法律规范的类型来看，对于勤勉义务这类问题，各国公司法的规制策略一般都是以抽象的标准（standard）来规定，而非具体的规则（rule），其目的之一在于方便法院在事后灵活性地根据具体情况进行审查。^{〔18〕}但这种模式在我国却成为弊端产生的原因所在。首先，在其他国家勤勉义务虽然也较为抽象，但仍然有概括性的标准为裁判提供指引，这种概括性的标准实际上类似于法律方法中通常所说的一般条款，在进行法律适用时，若无明确可依的具体规范，则可以借助一般条款这一“桥梁”沟通待决事实与法律规范，通过妥当的价值判断或者利益衡量进行法律解释作业。但遗憾的是，我国的勤勉义务制度尚不具备标准或者一般条款的特征与功能，其充其量是一种宣示性规范。其次，即使是通过相对抽象的规则对勤勉义务进行界定，这种模式对于英美法系可能是合适的，但是可能无法适用于我国。英美法系法官可以通过大量的判例来丰富勤勉义务内涵，形成先例的案件对之后的类似案件具有约束力。以董事勤勉义务制度较为完善的美国为例，法院在裁判相关案件时根本无需借助侵权法的标准，而是以公司法及其相关判例为依据，甚至修订的美国《示范商事公司法》（MBCA）专门将勤勉义务的标准定位为“位于类似处境的人”，从而与侵权法上“一般理性人”标准相区别，官方评注认为，前者采取的是一种更为客观的标准，而后者则可能包括了主观的标准。^{〔19〕}

• 41 •

（二）司法经验的缺失

大陆法系传统的影响使得成文法成为法院裁判的主要依据，虽然我国最高人民法院会以司法解释的形式对《公司法》的抽象规定进行细化，但是迄今为止最高人民法院颁布的司法解释均未对勤勉义务作出任何实质性的解释。正在推行的指导案例也并未遴选出勤勉义务案例。相比之下，董事勤勉义务起源于英美判例法，在英美法系有着较丰富的案例支撑。

（三）法律移植的制度基础不足

勤勉义务制度借鉴了国外的立法，但是却没有与本国实际相结合。董事勤勉义务同样也是这

〔17〕 参见梁上上：《利益衡量论》（第三版），法律出版社2021年版，第178页。

〔18〕 See John Armour, Luca Enriques et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2017, pp. 32-33.

〔19〕 See Model Business Corporate Act, § 8.30 (official comment).

样的典型,在引入勤勉义务这一概念时,并未对其具体含义进行界定,导致该规范所调整的生活关系无法在法律层面进行解释和适用。在法律传统上,我国的法律制度虽然更接近于大陆法系国家,但是公司法的教义学化仍然处于缓慢的发展阶段,因而在面对同一个案件事实时,在价值判断和技术方法的采用上都有极大的可能出现分歧和随意性。^{〔20〕}当法官面临的是一个没有具体内容、没有司法解释的制度时,在法官整体对法律进行解释的水平有限、法官造法功能受到限制的客观情况下,该制度的功能会受到一定的抑制。

(四) 勤勉义务与商业判断的关系并未界定清楚

在涉及董事消极不作为时,法院较为容易判断董事的行为过失,比如未按时缴纳税款、未按时办理工商年检、应当参加董事会而不参加、对公司基本状况漠不关心等基本管理义务,这些属于董事应当做好的事情而没有做好,判断起来也比较简单。然而如果董事做出积极决策,最后结果导致公司遭受了损失,但是其在决策时确实是为了公司的利益,该种情况下如何判断董事有无过失?在“湖北恩施铁连物资贸易有限公司与张杰、杜荣忠等损害公司利益纠纷案”中,法院明确表明了商业判断的审查标准是什么。该案主要案情是公司董事张杰在一次煤炭采购合同中未采购到合格的产品,导致客户拒收货物,造成公司损失,其中股东之一要求张杰对此承担责任。二审法院认为,公司董事在做出一项商事经营和判断时,基于董事们合理的商业决策须得到法院尊重的基本理念,本院重点审查董事张杰的行为是否出于善意,且尽到了一般普通人应有的审慎注意义务,基于此,即使张杰所作出的交易决策是错误的,亦可免于承担法律上的责任。^{〔21〕}显然,二审法院的说理更类似于美国的商业判断规则,其认为审查的标准有二:第一,主观上须善意地为了公司的利益;第二,有合理的注意,即进行了充分的信息搜集和分析。在另一起案件中,法院将勤勉义务与违反程序和规章联系在一起,如“被告……在履行职责时应当严格遵守规章制度和管理流程,但被告在实际履职过程中明显存在销售不入账目等无视规章且违反流程的不当行为,依法应当承担赔偿责任”^{〔22〕}。从法理上来说,商业判断与勤勉义务是什么关系,需要进一步厘清,二者关系不清楚,僵化地强调任何一方面均是不妥当的做法。

从司法判例的分析可以发现,涉及勤勉义务的案例集中在基本的义务面向,例如董事基本的管理义务,违法违规行为等,而涉及董事商业判断失误的案件则较为少见。中国证监会在上市公司监管中通过行政处罚对上市公司董事勤勉义务提出了另一套标准。^{〔23〕}但是证监会的处罚案例涉及最多的也是上市公司的违法违规行为,比如虚假陈述、内幕交易、信息披露违规等明显违法的情形,至于董事因为商业决策而被处罚的,也并不多见。这就会产生一个疑问,勤勉义务制度是否还有必要坚持,其存在的意义何在,如果继续维持该制度,应当如何完善。

〔20〕 许德风认为,法教义学和价值判断之间是互联互通的关系,但是法律规范应当是迄今为止人们所达成的最低限度共识,因而在进行法律作业时,首先要遵从法律规范,虽然可以借助事后的价值判断进行裁决,但是价值判断应当受制于法律。参见许德风:《论法教义学与价值判断:以民法方法为重点》,载《中外法学》2008年第2期。

〔21〕 参见湖北恩施土家族苗族自治州中级人民法院(2015)鄂恩施中民终字第00457号民事判决书。

〔22〕 湖北省宜昌市西陵区人民法院(2017)鄂0502民初1909号民事判决书。

〔23〕 实际上,从近几年公开的裁判文书来看,因信息披露不实而被要求承担勤勉义务下责任的案件有所增长。

三、董事勤勉义务制度的利益衡量

（一）董事勤勉义务：是一种修辞还是一项义务？

实际上从比较法来看，即使是股东诉讼较为常见的美国，董事勤勉义务的案件也是屈指可数的，因而毕绍普（Bishop）感叹道，想要找到董事因违反勤勉义务承担责任的案例就像在大海里捞针一样困难。^{〔24〕} 法律规范可以分为行为规范和裁判规范，一个行为规范同时也具有裁判规范的功能，行为规范如果不同时是裁判规范，其所要达到的目的也无从实现。^{〔25〕} 从这个角度观察，如果一项规范在实践中很少被适用甚至没有被适用，那么其就是一种休眠条款，会面临正当性的质疑，正是由此才引起人们对勤勉义务作为信义义务的质疑，董事勤勉义务似乎仅仅是一种法律上的修辞，并不是真的想要施加给董事义务从而对其进行约束。与此同时，詹姆士·考克斯（James Cox）将公司法规范分为裁决型规范和渴望型规范。董事勤勉义务和商业判断规则作为渴望型规范，其所规定的董事行为规则只是为了更好地服务于社会，对这类规范的违反并不必然导致赔偿，因而其并不构成裁决型规范。^{〔26〕} 与此相对的是裁决型规范，它为法院提供了可供操作的纠纷解决办法，典型的裁决型规范就是董事的忠实义务，因此它至今仍然能够调整董事和管理者行为。^{〔27〕} 而在实践中，也可以观察到，董事忠实义务虽然复杂，但是却以交易行为为中心发展出了众多类型和裁判规则。

然而，勤勉义务真的只是一种修辞或者渴望型规范吗？其实，对勤勉义务的理解应当放到整个公司制度当中去。受制于法律规范的抽象性，实践中的勤勉义务案件虽然数量不多，但在为数不多的案件中法院也在尽力去探寻勤勉义务的内容，勤勉义务制度的维持也有着经济理性和比较法上的支持。

（二）勤勉义务中蕴含的制度利益需要继续维持

1. 勤勉义务制度可以解决事后谈判的无效率

法人拟制说从外部角度对公司进行观察，解决了公司外部行为独立性的问题，但是从内部观察，公司在本质上不过是人的集合或者联合，而涉及人数众多的情形时需要解决集体行动的难题。纠纷的解决策略可以大致分为事前和事后两种方式，事前策略通过当事人之间的谈判，将各方当事人的权利和义务内容固定下来，发生纠纷时直接按照合同所约定的条款进行救济。但合同机制也是有缺陷的，不完全契约理论的研究成果已经证明了不完备合同的必然性：首先，有些事项是无法通过语言进行描述的，因而也就无法写进合同中；其次，当事人无法就所有事项进行预测，因而合同必然存在漏洞；最后，即使是合同约定明确，最终能否被法院准确识别和执行也存

• 43 •

〔24〕 See Joseph Bishop, *Sitting Ducks and Decoy Ducks: New Trends in the Indemnification of Corporate Directors and Officers*, 77 *Yale Law Journal*, 1078 (1968).

〔25〕 参见黄茂荣：《法学方法与现代民法》，作者自版 2020 年版，第 266 页。

〔26〕 See James D. Cox, *How Understanding the Nature of Corporate Norms Can Prevent their Destruction by Settlements*, 66 *Duke Law Journal*, 501 (2016).

〔27〕 参见前引〔26〕，Cox 文，第 501 页。

在不确定性。^[28]就勤勉义务的特质来说,其调整的主要是董事和公司之间的关系,董事是否勤勉尽责的判断,需要在公司的经营管理过程中进行观察,且商事领域的特点就在于其变动性,这些事项显然无法在事前进行准确判断和预测,因而也就无法通过合同进行调整。那么,事后的重新谈判可能吗?根据经济学的理论,事后的谈判能否达成与谈判的成本、谈判所需信息是否充分相关。在勤勉义务的场合,一方是公司,而公司背后则是人数众多的股东,另一方是作为公司管理者的董事,董事显然比股东更为了解公司经营状况和公司的决策,相比之下,董事具有信息优势。而在股东人数众多的情形下,各方均有不同的预期和利益,想要通过事后的谈判达成一致,存在着集体行动的困境。综上所述,董事勤勉义务制度作为调整董事和股东之间关系的规范,是无法由合同代替的,因而通过公司法规定董事勤勉义务,可以解决合同的不完备性和事后谈判无效率问题。

2. 勤勉义务是董事权威与问责之间的平衡点

科斯开创的法经济学流派将公司认定为一系列合同的集合体,公司可以节省交易费用。^[29]随着现代公司的发展以及两权分离的出现,后来的金融学者詹森(Jensen)和麦克林(Meckling)进一步提出了公司中存在的代理成本。^[30]所有权与经营权分离后,代理成本成为公司法要解决的核心问题,大量的公司法规围绕着如何限制与防范董事从事自我交易和利益冲突的行为以及在损害结果发生后股东可以通过哪些途径寻求救济。由于公司成为各种利益交汇的平台,不同主体之间的利益冲突频繁,^[31]董事与股东之间、董事与公司之间的利益需要一个合理的制度安排。而并非所有权利和利益均受法律保护,利益保护方法重在考虑是否会危及相关主体的合法权益。^[32]董事作为公司的经营管理者,应当本着为公司利益服务的精神,但董事作为一个理性人也有自己的利益需求,为了防止董事的利益冲突以及督促董事勤勉尽责,需要一种威慑机制来约束董事的行为符合该要求,勤勉义务制度就是这种机制之一,通过对董事不尽责行为的惩罚,既可以起到事前的警示作用,又可以起到事后追究责任的作用。但股东投资公司毕竟是为了获得一定的回报,如果对董事要求过于严苛,可能会导致董事为了规避风险而采取保守的甚至是消极的态度对待公司事务,这会导致勤勉义务制度目的落空。显然,勤勉义务的制度利益是需要继续坚持的,这也是世界上公司治理制度较完善国家的做法,一方面,董事的权威需要维护,另一方面,董事失信的行为需要惩罚。法院必须树立的理念是:在不同的案件中进行充分的利益衡量,从而在合法裁判的基础上,使裁判结果的可接受性达到最大,要考虑到裁判对董事和公司这一不同利益群体之间关系的影响,这就涉及具体当事人和类似当事人之间的利益衡量,同样涉及制度利益和社会公共利益的保护问题。

[28] 参见〔美〕奥利弗·哈特等:《不完全合同、产权和企业理论》,费方域、蒋士成译,上海三联书店2016年版,第158-160页。

[29] See Ronald Coase, *The Firm, the Market, and the Law*, The University of Chicago Press, 1990, pp. 33-55.

[30] See Jensen, Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics*, 305 (1976).

[31] 参见梁上上:《论公司正义》,载《现代法学》2017年第1期。

[32] 参见周游:《股权的利益结构及其分离实现机理》,载《北方法学》2018年第3期。

以“九州证券股份有限公司与贺年损害公司利益纠纷案”^{〔33〕}为例来说明，利益衡量方法可以在该类案件中运用。该案案情简要说明如下：被告贺年是九州证券公司董事长，其在公司经营年会上提出经营“第三方监管理财”的方案，后该公司抚顺营业部在进行业务操作时挪用客户国债资金进行投资，造成 1469 万损失，贺年随即以公司名义向外借款以填补亏损。随后公司受到证监会处罚，贺年作为直接责任人员被吊销证券从业资格，公司起诉贺年要求其承担赔偿责任。然而最高人民法院认为，该违规行为并非是贺年所直接实施或者指示抚顺营业部实施，证监会的处罚也不能作为其承担责任的证据，同时，在程序上，法院认为其经过客户同意，且符合公司章程，因此没有让其承担责任的理由。应当说，这里法院的判决没有进行很好的利益衡量。按照利益衡量理论，利益可以被分解为当事人利益、类似当事人的群体利益、制度利益和社会公共利益。^{〔34〕}该案中存在的利益双方是九州公司和董事贺年，法院选择保护董事贺年的利益并不妥当，因为董事长处于公司的领导地位，对公司的运营负有持续督导的责任。对于九州公司而言，无法追究董事责任就意味着公司损失无法填补；在类似当事人中，与九州公司处于类似地位的公司的利益将无法得到保护；而该案涉及的制度利益，即董事的勤勉义务制度目的也会因此而落空。法院认为贺年不是行为的直接实施者从而不应该承担责任，这是不妥当的。因为根据公司法理论以及证监会的规章要求，董事对公司负有监督的义务，贺年在提出新的经营方案后，却没有对其下属公司的行为进行很好的监督，存在着履职上的疏忽，证监会的处罚也说明了这一点。但是法院并没有认识到贺年对公司所负有的监督义务，这是很遗憾的。勤勉义务的制度利益因此而打了折扣。法院选择保护贺年的利益，公司受损，这样众多投资者的利益将会受到损害，从而会挫伤投资者投资公司的积极性，导致公共利益受损（参见表 1）。

• 45 •

表 1 九州证券股份有限公司与贺年损害公司利益纠纷案中的利益衡量

选择保护对象	结果					
	当事人利益		群体利益		制度利益	公共利益
	九州证券	董事贺年	公司群体利益	董事群体利益	董事勤勉、尽责	公众投资
九州证券	√	×	√	×	√	√
董事贺年	×	√	×	√	×	×

从上表可以看出，如果保护公司利益，则公共利益和制度利益得到保护；如果保护董事利益，则制度利益与社会公共利益都无法得到保护，这说明制度利益与社会公共利益一致，应当加以保护，董事勤勉义务制度应当继续坚持。实际上，当公司自治与契约自治失灵时，责任配置就显得尤为重要，勤勉义务是董事责任的来源之一，缺少勤勉义务的规定，将会导致董事的权利和义务不匹配，因而董事勤勉义务不仅调整董事和股东之间的具体关系，平衡董事权威和职责是该制度的利益之所在，其也是沟通当事人具体利益与社会公共利益之间的桥梁，勤勉义务的内涵需要予以明确。

〔33〕 参见最高人民法院（2016）最高法民终 265 号民事判决书。

〔34〕 参见梁上上：《利益的层次结构与利益衡量的展开——兼评加藤一郎的利益衡量论》，载《法学研究》2002 年第 1 期。

四、董事勤勉义务的内涵阐释

勤勉义务的内涵能够明确吗?也许有人认为,勤勉义务本身就是作为抽象的一般规范存在,侵权法中的注意义务也不过是以“一般理性人”进行了抽象概括,因而试图对勤勉义务进行具体化是徒劳的。但是,从我国司法实践以及国外经验来看,勤勉义务的内涵是可以明确的。从裁判文书上来看,我国部分法院在说理时对什么是勤勉义务做了一定的探索,既吸收了大陆法系的善良管理人义务的做法,又结合了英美法系的普通之人合理注意义务的规定,这些实践可以为将来《公司法》勤勉义务的修订提供一定的支撑。比如在“内蒙古中绒绒业有限公司与张某某损害公司利益纠纷案”中,法院认为勤勉义务是指董事履行职责时,应当为公司的最佳利益,具有一个善良管理人的细心,尽一个普通之人的合理注意。^[35]又比如在“上海福米文化传播有限公司与左春举、黄峰损害股东利益纠纷案”中,法院将勤勉义务界定为董事在履行职责时应当为公司最佳利益,具有一个善良管理人的细心,仅尽一个普通之人的合理注意。^[36]值得注意的是,国内学者认为,合理人不同于经济学上的理性人,理性人的用法拔高了勤勉义务的标准,因而过于主观。^[37]从国外立法来看,合理人采取的是客观标准,从而排除了侵权法上的主观标准。具体而言,勤勉义务的判断,并不太关注董事的主观因素,而是以处于类似地位的理性人为标准,具有一定的客观性,因此,美国 MBCA 所确立的董事勤勉义务包含三个要素:(1)善意;(2)应当尽到处于类似地位的理性人应有的注意;(3)合理地相信为公司最大利益。^[38]善意实际上是对董事主观上的要求,知情决策是对该义务的具体要求,一般认为应当采取理性人的标准,为公司最大利益行事也需要通过具体行为来判断。因此,结合域外法经验以及我国司法实践,我国董事勤勉义务的内涵可以从其职位本身的要求出发。董事的职责本质上是为他人管理财产而进行决策,以处于类似地位的理性人之标准来看,董事应当在充分了解相关信息的基础上作出决策,这是一般要求,由于现代公司经营的复杂性和公司规模庞大,董事会对经理层的监督职能也逐渐演化出来。^[39]由此来看,董事的勤勉义务是一个义务群,该项下的义务是与董事会的职能定位和权力配置相对应的,对勤勉义务的展开应当由此出发,也即部分学者所主张的注意义务子义务。^[40]

(一) 知情和参与义务

积极参与公司事务是对董事最基本的要求,意味着“在其位要谋其政”,董事要认真对待其职责。董事需要经常参加董事会会议,对会议事项进行表决,中国证监会通过指引的形式明确上市公司董事要经常了解公司的经营管理事务,对于约束董事具有重要意义。^[41]实践中,有的董

[35] 参见内蒙古自治区兴安盟中级人民法院(2017)内22民终237号民事判决书。

[36] 参见上海市金山区人民法院(2017)沪0116民初5352号民事判决书。

[37] 参见邢会强:《证券市场虚假陈述中的勤勉尽责标准与抗辩》,载《清华法学》2021年第5期。

[38] See Model Business Corporate Act § 8.30 (a) and (b).

[39] 参见梁上上:《公司权力的归属》,载《政法论坛》2021年第5期。

[40] 参见翁小川:《董事注意义务标准之厘定》,载《财经法学》2021年第6期。

[41] 参见《上市公司章程指引》第98条。

事只是贪图名誉或者金钱上的利益而担任董事，但是并不过问公司的事务，这就是典型的没有尽到基本的职责。例如在 *Francis v. United Jersey Bank* ^[42] 案件中，法院判决支持了原告的诉求，原因是被告在作为公司董事期间，从未积极参与公司事务，没有努力确保公司政策和做法符合法律规定，放任他人侵吞和盗窃公司财产。法院认为，董事至少应该对公司业务有一个基本的了解，熟悉公司所从事的经营活动，如果其不具备相应的技能和知识来经营公司，其要么获得相应的技能，要么不担任董事职位。

公司事务是一个较为模糊的表述，究竟什么是公司事务呢？这应当从董事的地位和职责方面进行分析。根据我国现行《公司法》第 46 条的规定，董事会的职权范围包括财务、利润分配、资本以及公司管理等事项，而出席董事会则是董事的义务，因此这些事项可以认为是公司事务的具体体现，董事对此负有义务。比如在“斯曼特微显示科技与胡秋生等人损害公司利益责任纠纷案”中，公司股东未足额缴纳出资，导致公司在作为被执行人的案件中无法清偿债务。法院最终认定董事对公司的资产状况和运营情况应当知情，在股东出资期限届满后既没有催缴，也从未召开董事会就此事进行讨论，属于以不作为的方式违反勤勉义务 ^[43]。对此，特拉华州公司法专门明确了未足额支付的股份，根据董事会的判断，由董事向当事人催缴。^[44] 由此可见，催收资本属于董事对公司应负之义务，而其他公司事务则同理可由第 46 条推出。

需要注意的是，董事积极参与公司事务的义务是法定的，这一义务不得通过合同或者章程进行豁免，因此，即使公司与董事签订合同约定免除董事的这一基本义务也是无效的，不符合公司法关于董事职责的规定。美国法学会颁布的《公司治理原则：分析与建议》专门对这一点进行了说明，A 作为一名银行家在 X 公司已经担任 5 年的董事，因身体不佳而与公司董事会达成协议约定 A 继续担任董事，且 A 将很少参加董事会会议，其唯一职能是就公司的银行业务向董事会提出建议，虽然经过董事会同意，但是该董事的勤勉义务并不因此而免除。^[45] 这里也体现了公司自治和国家强制之间的关系。董事的职位并不仅仅是一个头衔，其意味着对公司和股东负责，挂名董事的做法是对公司和股东的不负责任，不符合为公司利益而行事的要求，因而受到了法律的否定。

（二）监督义务

一般认为董事会是经营决策机关，监督职责由监事会负责，但是对董事会的这一认识并不全面，董事监督义务的内涵业已为我国证监会所明确。^[46] 从比较法上来看，董事监督义务已有一定的发展历史，是董事勤勉义务的重要内容，监督义务包括董事负责建立公司内部监督制度、履行持续监督职责。^[47] 例如在 2006 年的 *Stone v. Ritter* 案 ^[48] 中，该公司董事的疏忽导致公司被处罚 4000 万美金及承担民事赔偿责任。该公司股东随即提起代表诉讼，起诉 8 位现任董事以及 7

[42] 432 A.2d 814 (1981).

[43] 参见最高人民法院 (2018) 最高法民再 366 号民事判决书。

[44] See Delaware General Corporation Law § 163.

[45] 参见美国法律研究院：《公司治理原则：分析与建议》（上卷），楼建波、陈伟恒、朱征夫等译，法律出版社 2006 年版，第 169 页。

[46] 例如，《上市公司治理准则》第 39 条对董事会审计委员会监督内部审计和内部控制的职责之要求。

[47] 参见王真真：《我国董事监督义务的制度构建——中国问题与美国经验》，载《证券法苑》第 25 卷，法律出版社 2018 年版，第 293 页。

[48] 911 A.2d 362 (Del. 2006).

位前任董事要求其对公司的损失承担赔偿责任。法院重申了 Caremark 案确立的标准,即董事完全没有建立任何报告或者信息控制系统,或者虽然建立这种系统,但是故意不去监督其实施,从而导致其不能有效知悉公司面临的风险与问题。因此,董事的监督义务主要包括两个方面:建立完备的制度并确保其运行;对存疑事项的调查义务。

1. 建立监督制度并确保其运行

所有权和经营权分离是现代公司运行的基本规律。但是董事会对公司的管理负责并不等于要亲自经营公司的日常事务,实际上公司的日常经营管理通常由经理层完成,董事会通过对公司战略决策进行监督和对经理层进行考核评估来把握公司的经营方向。经理层在公司的日常运行中发挥着重要作用,被称为经理式资本主义,这是美国经济和商业史研究的基本结论。经理式资本主义的策源地是美国,随后蔓延至欧洲和日本。而这之所以发生在美国,其原因在于美国国内市场的规模和性质,其拥有一个迅速发展、同质和开放的市场,配合政府的反垄断执法,这些使得小型家族企业的控制难以为继。^[49] 美国公司内部管理机制的演变史值得深思,我国正处于经济快速发展的阶段,受到世界变局的影响,国家提出了国内市场和国际市场双循环的理念,可以预见的是,随着国内市场的发展,经理式的职业管理将会成为未来公司制度演进的方向。^[50] 现代公司作为科层制的组织,其内部管理运行需要有一定的制度来确保信息流动,董事作为公司的经营管理者,有义务建立起这样的制度。建立监督制度也是实现公司法所规定的规范公司的组织和行为目的之要求。在普通法的判例中,美国特拉华州最高法院在 Caremark 案中明确董事负有建立信息报告和传递制度并确保该制度运行的义务。^[51] MBCA 在设定董事责任标准时也将董事是否持续地了解和监督公司的经营和事务作为一项重要考量因素。董事应当持续地关注公司的运营状况,这也是由其知情义务所衍生出来的。^[52]

2. 董事的调查义务

如果说建立监督制度是一种静态的监督义务,那么董事的调查义务则是一种动态的监督义务。公司经营所面临的情况随时都处于变化之中,当公司经营出现异常情况且公司的信息传递和报告制度运行良好时,比如对于公司的关联交易、对外担保等行为,董事会对该异常情况应当负有调查义务。^[53] 此时,考察董事是否尽到理性人的注意义务就应当考虑:该异常情况的异常性大小,如果异常情况过于明显以至于任何人都不能熟视无睹,董事会显然难辞其咎,这也被称为红色警报 (red flag); 当异常情况比较隐蔽,董事会虽然采取了调查措施但是仍然没有发现该异常情况时,也不能因为该结果造成了损失而认定董事会没有履行调查义务。MBCA 为此设定的标准是,董事对于公司经营的异常情况需要尽到合理的注意义务,这种合理性应当采用客观的标准。^[54]

[49] 参见〔美〕小艾尔弗雷德·D·钱德勒:《看得见的手——美国企业的管理革命》,商务印书馆1987年版,第588-590页。

[50] 实际上,在国有企业中也已经开始探索职业经理人的经营模式。参见国务院国有资产监督管理委员会:《关于印发〈“双百企业”推行经理层成员任期制和契约化管理操作指引〉和〈“双百企业”推行职业经理人制度操作指引〉的通知》。

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

[52] See Model Business Corporate Act § 8.31 (a) (2) (iv).

[53] 参见吕成龙:《上市公司董事监督义务的制度构建》,载《环球法律评论》2021年第2期。

[54] See Model Business Corporate Act § 8.31 (a) (2) (iv).

（三）合规义务

就像公民都有守法的义务一样，合规也是法律对公司经营的要求。毫无疑问，在单位犯罪已被刑法所确立的情况下，公司作为法人自然也应当为自己的行为承担责任。那么公司合规义务等于董事的合规义务吗？对这一问题的回答要放在公司治理结构的框架中进行。在董事负有监督义务的情况下，董事的职责之一就是监督其下属的行为，从而确保公司正常经营。合规义务并非仅仅强调公司或者董事要遵守法律，这本是现代社会中良好公民的要求。公司合规要强调的其实是，公司要怎样做才算是满足了法律所规定的要求，由于公司是一个法人，其行为与雇员行为经常难以区分，公司合规就是要通过内部的制度建设和程序规则制定，确保雇员遵守法律，及时发现公司内部的不法行为。市场经济发达国家均将董事会作为公司权力的中心，对外由董事会代表公司，对内则由董事会负责经营管理，在强调董事会职权的同时，也明确了董事会负有服从的义务，因而合规义务的落实最终需要由董事会进行。比如，美国法学会的《公司治理原则：分析与建议》第3.02（a）（5）条以及《加拿大商事公司法》第122（2）条都有类似的规定。

董事是否负有合规义务在我国《公司法》中并未明确，但已有公司法学者就此展开探讨。^{〔55〕}首先，董事负有合规义务是可能的修法方向。尽管目前我国公司治理中董事的权力仍然比较弱小，^{〔56〕}但2021年《公司法（修订草案）》第62条明确的是，除法律和章程另有规定外，董事会是公司的权力中心，而权力也就意味着责任，因而董事对公司的义务范围将会扩大。同时，草案第154条还规定了国家出资公司的合规管理义务，但从理论上讲，合规管理义务不应当根据公司的“身份”确定，而应当根据公司经营需求。实践中大型公司的合规管理也是其他部门法对公司提出的要求，公司法对此应当予以回应。其次，确保公司合规属于董事勤勉义务的内容。中国证监会颁布的《上市公司章程指引》第98条第1项勤勉义务的规定，明确要求董事应当保证公司的商业行为符合国家法律、行政法规以及国家各项经济政策的要求。最后，在一些特定行业和特殊企业，已有相关的合规指引。比如国务院国资委颁布的《中央企业合规管理指引（试行）》《商业银行合规风险管理指引》，分别就央企和商业银行这两类特殊的公司中如何确保合规进行了规范。同时，也有一些地方的规范性文件对企业在特定领域合规行为的要求做了相应指引，比如《浙江省企业竞争合规指引》。这些指引中都规定了董事会作为公司经营管理机构应当对企业的合规承担起总的领导责任。

（四）构建董事勤勉义务规则的技术：“3+X”的体系思维

立法活动应当尊重科学规律，这需要对生活中的利益关系进行抽象，从中找出法律应当加以评价的部分进行规范，但是由于利益关系的复杂性，在进行法律规则设计时要进行一定的“技术处理”，尽最大可能对利益关系进行抽象，同时避免体系上的漏洞和矛盾。最为常见的立法方式就是通过列举的方式对事物最典型的形态进行具体化，并采用兜底条款的方式对其他可能的情形进行概括性规范。这方面的典型例子是《证券法》第55条第1款关于操纵证券市场的认定，其中第1至7项分别列举了连续交易操纵、对倒交易操纵、洗售操纵、虚假申报操纵、蛊惑交易操

〔55〕 参见赵万一：《合规制度的公司法设计及其实现路径》，载《中国法学》2020年第2期；汪青松、宋朗：《合规义务进入董事义务体系的公司法路径》，载《北方法学》2021年第4期。

〔56〕 参见邓峰：《公司合规的源流及中国的制度局限》，载《比较法研究》2020年第1期。

纵、跨市场操纵和抢帽子交易操纵这些最为常见和典型的操纵行为,然后又通过第8项兜底条款规定操纵证券市场的其他手段。之所以采取这种方法,是因为实践中操纵市场的具体情形是变化万千的,完全列举的方式既不可能也不经济,而列举加兜底的方式使得法律可以适应不断变化发展的证券市场,避免法律漏洞。

董事勤勉义务规则的设计一方面应当对典型的情形进行列举,另一方面应当对勤勉义务的事物本质进行一般性规定,从而适应勤勉义务事实认定本身的复杂性。全国人大常委会法工委发布的《立法技术规范(试行)(一)》8.1节规定,用于列举的情形应当是事物表现出来的外在形态和状况。实际上,采取列举方式将董事勤勉义务具体化的方法已经在英国2006年《公司法》和澳大利亚《公司法》中有所体现。英国《公司法》在董事义务体系中规定了善意行使权力、独立判断、促进公司成功和勤勉谨慎等义务,促进公司成功实际上可以认为是对勤勉义务的具体化列举,因为其本质都在于激励董事积极行事,避免懈怠和渎职的情况发生。澳大利亚甚至在《公司法》中规定了董事的破产交易义务,防止董事在公司破产时继续交易,从而维护公司利益,这可以视为董事勤勉义务的具体化。当然无论如何列举,都需要符合商事实践的基本规律。前已述及,董事作为公司的经营管理者,在决策时应当知情;而由于公司具有科层制结构,授权经理层负责日常经营后,董事对下属的行为负有监督义务;各部门法对公司合规提出要求,董事作为公司权力中心的成员,也负有使公司遵守法律和相关规范的合规义务。因而在设计勤勉义务的规则时,可以知情、监督及合规三项义务作为列举示例,然后以兜底条款进行概括。而在一般性规定上,可以采取目前公认的标准,即处于类似地位的人应当尽到的合理判断,而如何具体化则可以根据实际的情况和需要由立法者修改法律进行补充或者由法官在具体案件中进行司法性造法。

总之,在确定董事勤勉义务具体内容时,应当采用列举加兜底的立法技术,“3+X”这种模式一方面对既有的勤勉义务实践进行总结,另一方面还使勤勉义务的条款能够及时适应实践的发展变化。

五、厘清董事的独立商业判断与勤勉义务之关系

(一) 董事原则上受商业判断规则保护

1. 商业判断规则及其经济理性

商业判断规则是在普通法中发展的一项规则,当董事的决策面临来自股东的挑战时,该规则推定董事在决策时已经尽到了理性人的注意义务,从而保护董事免受不合理诉讼的骚扰。目前我国部分法院在审查勤勉义务案件时以侵权法的标准为依据,主要包括:(1)违法行为;(2)主观过错;(3)损害存在;(4)因果关系。正因为如此,有观点认为勤勉义务的认定,不过是侵权法上的标准在公司法上之运用。^[57]但是公司法上的标准仍然与侵权法的标准具有差异性,比如在因果关系认定上,侵权法一般要求原告证明损害与行为之间的因果关系,但是在美国特拉华州并

[57] 参见前引〔7〕,施天涛书,第412页。

不采用这种方式，法院通常会以商业判断规则为指引来审查董事是否尽到了勤勉义务。^{〔58〕} 又比如，侵权法上一般理性人标准要求义务人在行为时像处理自己的事务那样尽责，这对于董事来说可能会有些过高，因为一般认为人们处理自己的事情可能会愿意花更多的时间跟精力，而在处理他人的事情时就不一定。^{〔59〕} 相对于侵权法上相对主观的标准，商业判断规则是一种客观、动态的标准，因而具有灵活性。商业判断规则是法律推定董事是为了公司的最大利益而做出商业决策的，在这个意义上其是实体规则，对董事而言是一种保护。在内容上，商业判断规则要求董事在决策时：（1）善意行事；（2）合理的知情与信息收集；（3）合理地相信是为了公司的最佳利益。^{〔60〕} 简言之，商业判断规则与勤勉义务实际上是一枚硬币的两面，受商业判断规则的保护也就意味着董事尽到了勤勉义务的要求，只要符合上述要求，即使该决策最后失败了，对董事也不能苛责，否则会产生事后偏见的效应。也就是说，不能从最终公司某项投资失败的结果来倒推原因，公司的决策是个复杂过程，一项商业决策在作出时可能是正确的，而当公司去实施该决策时并不一定会收到理想效果，此时若认定董事对决策负责，实质上是认定二者之间存在因果关系。虽然因果关系在法律责任构成中的制度功能是实现矫正正义，但是因果关系的要素并无清晰界限。^{〔61〕} 从价值判断上来说，因果关系的范围界定本身也是利益衡量的结果，因而价值取向仍然应当是确定董事是否受商业判断规则保护的首要考虑因素。公司是以营利为目的的，投资公司本身意味着一种风险行为，而商业决策是一个复杂的问题，如果对董事要求过于严格，不利于其独立决策，最终也损害公司和股东利益，法律选择推定董事受商业判断原则保护背后的经济理性在于激励董事决策时充分发挥聪明才智，以免错失好的投资机会。

2. 董事会权力的专属性要求保护董事的独立判断

相比之下，大陆法系的德国在这一方面有所不同。根据德国《股份法》第 93 条第（2）款之规定，关于董事是否尽到一个通常的、认真的经营负责人的注意有争议的，由其承担证明责任。^{〔62〕} 从文义上看，当股东对董事的决策发出挑战时，通常应当由董事证明其已经尽到了相当的注意义务，据此，董事原则上并没有类似于美国的商业判断规则之保护。至于为什么这样规定，该条立法理由书指出，在有争议的情况下，公司原本应当就董事违反义务承担举证责任。但公司通常都会存在举证困难的问题，由于公司通常缺乏必要的资料，因而往往无法证明董事违反义务。为了解决这种举证不能，早期的司法实践中有法院要求董事来承担举证责任，证明自身尽到注意义务。该做法在 1937 年的《股份法》中得到确认，现行法也采纳了这一规定。^{〔63〕} 实际上，不同的做法背后是立法者在董事的独立判断与股东权利保护之间进行利益衡量的结果，究竟采取何种做法，除了受制于历史传统之外，商事活动和商业组织运行的客观规律应当作为考量的主要依据。现代商事公司的复杂性和规模影响了公司内部经营管理的方式。首先是所有权和经营

〔58〕 See Richard Freer, *The Law of Corporations in a Nutshell*, West Academic, 2016, p. 201.

〔59〕 See Arthur Pinto, Douglas Branson, *Understanding Corporate Law*, Carolina Academic Press, 2018, footnote 41, p. 221.

〔60〕 See *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

〔61〕 参见缪因知：《证券虚假陈述赔偿中审计人责任构成要件与责任限缩》，载《财经法学》2021 年第 2 期。

〔62〕 参见《德国商事公司法》，胡晓静、杨代雄译，法律出版社 2014 年版，第 107 页。

〔63〕 Vgl. Spindler, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 5. Aufl. 2019, AktG § 93, Rn. 203.

权逐渐分离,法律认可了董事会权力的专属性,股东大会不得对董事会的权力随意进行干涉。我国《公司法》第37条和第46条分别规定了股东会和董事会的权力,在法律所明确列举的董事会职权中,公司章程不得加以调整,在一定程度上体现了董事会权力的专属性,从而确保董事的独立商业判断。董事会独立判断的典型表现是董事会拥有公司的一切权力,《特拉华州普通公司法》第141(a)条即规定公司的一切权力应当由董事会行使或者在董事会的监督下行使。其次,即使是董事会的决策也日渐依赖于专业的委员会和经理层,因而董事会有权信赖其下属和专业机构所提供的信息。由此观之,董事会的独立判断是现代公司发展的趋势,这几乎成为公司治理机制运行的规律,因而从权责相一致的角度来看,也应当承认董事的独立商业判断。^[64]

3. 商业判断已在我国司法实践中被运用

在我国,有些法院在实践中也尝试引入了商业判断规则进行裁判。例如,在“姜堰宾馆有限公司与殷文损害公司利益责任纠纷一案”中,法院认为:“基于司法谦抑的理念,司法应当对属于公司内部经营决策领域的专业判断表示尊重。在董事损害公司权益纠纷中,首先应推定董事已经尽到勤勉义务,董事违反勤勉义务的举证责任由公司承担。”^[65]因此,商业判断规则对董事免于承担个人责任是个强有力的保护,但是过度的保护则不仅会使得公司和股东利益受损,而且不利于约束庸才。^[66]商业判断规则的假设类似于经济学中的理性人以及统计学中的均值人假设,将人的追求视为具有同质性,但这一假设只是一般性的,实践中董事以及经理人的性格、能力以及冒险精神是多样性的,比如有的经理人本身就喜欢保守,而非因为对其施加的义务条款限制而至此,就像股东的需求是多元化的一样。这个时候商业判断规则能够在多大程度上鼓励冒险,如何平衡董事、股东与公司三者利益需要法院在具体案件中进行判断,但原则上董事仍然受到商业判断规则的保护,因为公司本身就是一个风险共担的利益共同体,失去独立判断的董事可能会畏手畏脚,为了避免承担责任而成为风险厌恶者。

(二) 商业判断规则与证明责任的动态转移

对法院来说,商业判断规则也是一个程序规则,与证明责任的分配密切关联。原则上法院应当尊重董事的决策,因为在该领域,董事具有专业性与权威性,法官只是法律专家而非商业专家,不能以事后诸葛亮的方式来审查董事的决策行为,心理学实验已经证明,事后偏见很容易从坏的结果出发夸大一件事情错误结果发生的可能性,这种偏见是错误的。^[67]

对于当事人来说,“谁主张,谁举证”是民事诉讼的原则,但是对这一原则的准确理解应当是,在举证的过程中,这种举证责任是可以随时转移的,一旦某一方的举证相比另一方具有可信度时,举证责任就可以向另一方转移。商业判断规则的保护就是这样,董事应当秉持为公司最佳利益而行事的态度,这是原则性的推定。股东如果要对此提出挑战,就需要举出证据证明,一旦举证完成,能够证明董事存在一定的过错,董事就需要举证对此进行回应,如此将举证责任在当事人之间进行动态分配,而非静态地对待该原则。

[64] 参见黄辉:《现代公司法比较研究——国际经验及对中国的启示》(第2版),清华大学出版社2020年版,第176页。

[65] 江苏省泰州市中级人民法院(2019)苏12民终1011号民事判决书。

[66] 参见朱慈蕴:《公司法原论》,清华大学出版社2011年版,第330页。

[67] See Christine Jolls et al., A Behavioral Approach to Law and Economics, 50 *Stanford Law Review*, 1471 (1998).

申言之，股东的举证责任仍然要围绕着商业判断规则的要件，从而推翻该原则的假定。首先，股东可以证明董事在某个领域的投资决策是明显的乱作为，从而将公司置于非常不利的地位，或者证明董事在决策时并没有合理地相信是为了公司的最大利益。例如在 *Joy v. North* 案^{〔68〕}中，股东提交的证据显示，公司投资的是在当时看来实际上没有任何起色的房地产业，投资该领域根本不会给公司带来利润，但是董事仍然持续地批准公司在该领域的投资。其次，股东同样也可以证明董事的决策没有进行合理的信息收集工作。比如在 *Smith v. Van Gorkom* 案^{〔69〕}中，原告的举证显示：董事会会在决策时仅仅听取了总裁的一个 20 分钟的口头报告，在并没有进行进一步的尽职调查的情况下就批准了公司的重大合并交易。法院认为董事需要为其两个方面的行为承担责任：第一，在面对合并交易时没有充分获取所有能够获取到的与决策相关的合理信息；第二，没有披露所有会影响股东决定是否批准并购交易的重大信息。最后，股东可以证明董事并非善意。例如在 *Francis v. United Jersey Bank* 案^{〔70〕}中，原告证明，被告从来没有阅读过公司的财务报表，甚至在收到可能损害公司利益的警告时，也没有采取行动。对于股东而言，只要能够完成一个方面的举证即可推翻商业判断的假定。

就董事而言，一旦股东完成了举证责任，就意味着商业判断规则的保护被推翻，此时证明责任就会转移到董事一方，董事需要证明其商业决策总体上对于公司是完全公平的。具体来说，董事会可以证明其决策是符合程序的，并且掌握了充分的决策所需信息，没有利益冲突。对于董事而言，上述条件要达到的效果就是使法院相信其决策行为对公司总体而言公平。^{〔71〕}因此总的来说，董事可以通过几个方面来证明决策符合商业判断：

• 53 •

第一，在董事会结构上，例如，董事可以证明公司的决策经过了所有独立董事的批准，决策中没有掺杂个人利益，从而证明决策时的善意。目前我国业已建立起独立董事制度，一般认为独立董事参与的交易在决策的独立性上较强，相对而言只有内部人参与的交易决策更容易让人产生合理怀疑。董事会的独立性是对交易是否公允的重要判断标准，在美国，董事会在进行重大决策时成立独立委员会来对交易进行审查成为流行做法，在我国则可以由董事会专门委员会对交易进行审查，董事会可以信赖专门委员会的报告。^{〔72〕}比如，鉴于审计委员会的重要性，在实践中如果公司未设置审计委员会，甚至会成为衡量董事是否尽到注意义务的实质性理由。^{〔73〕}

第二，决策程序上，董事可以证明在批准决策时，聘请了专业的中介机构进行尽职调查，是在掌握了信息的基础上进行的决策，决策步骤遵循了公司法和公司章程以及监管规定的要求。^{〔74〕}当然，这种对中介机构的信赖必须是合理的，比如聘请的会计师事务所在该领域内具有专业性与权威性。

〔68〕 692 F.2d 880 (2d Cir. 1982).

〔69〕 488 A.2d 858 (Del. 1985).

〔70〕 432 A.2d 814 (1981).

〔71〕 参见前引〔58〕，Richard Freer 书，第 201 页。

〔72〕 参见前引〔7〕，施天涛书，第 423 页。

〔73〕 See ABA Committees on Corporate Laws, The Overview Committees of the Board of Directors, 35 *The Business Lawyer*, 1335 (1980).

〔74〕 参见前引〔58〕，Richard Freer 书，第 207 页。

第三,交易的公平性。当出现可能的利益冲突,举证责任转移至董事时,法院通常会采用完全公平标准对交易进行审查。董事要证明决策时对所有股东来说,交易是公允的,“采取的价格是公平的”^[75]。比如在收购公司股份时,董事能够证明公司平等对待了所有股东,并且收购的价格经过了中介机构的合理评估等。

值得注意的是,公司法是实体法,主要界定了相关利益主体在公司这一平台中的权利和义务关系,但是实体权利的实现有赖于程序法的配合。公司诉讼中,程序法进行的权利义务配置实际上是在当事人之间又一次进行了分配,这其中证据制度是核心内容。德国之所以并不采纳美国的商业判断规则,其理由就在于公司一方获取证据和资料的难度较大,而美国的股东诉讼则可以通过证据开示制度保证当事人获得诉讼所需要的证据。^[76]我国《民事诉讼法》第67条第2款规定,当事人及其诉讼代理人因客观原因不能自行收集的证据,或者人民法院认为审理案件需要的证据,人民法院应当调查收集。这一规定原本可以用来解决股东难以从公司收集证据的难题,但是最高人民法院《关于民事诉讼证据的若干规定》第20条第2款又对此进行了限制,申请法院调取证据除了满足形式上的条件外,还应当明确证据名称或者内容以及提供明确的线索。对于逾期提交的证据也仅仅以对当事人处以罚款了事,从人的本性来说,当轻微的罚款与诉讼突袭所带来的收益相比不匹配时,人们当然愿意以较小的成本换取较高的收益。从实践来看,法院对于调取证据的申请表现出了较为保守的做法,这无疑限制了当事人实体权利的实现,是不合理的。应当说,证据开示制度不仅便利当事人的证据获取,双方当事人通过证据能够对诉讼的结果走向有大致的预判,从而决定是继续进行诉讼还是进行和解等其他行为,也便于法院的案件审判工作顺利进行。

• 54 •

六、结 语

公司中所涉及的利益关系错综复杂,而公司法无法事无巨细地规定所有可能的裁判规则,因而在司法审查中,法院应当对可能影响勤勉义务认定的因素进行审查。从实践来看,主要考虑控制股东对公司治理的影响、公司所处行业等因素。

美国的注意义务诉讼中,法院适用商业判断规则的频率非常高,而且涉诉公司多为上市的公众持股公司。因为美国公众公司中独立董事占据绝大多数,所以法院推定经过独立董事批准的决策是值得信任的,而且在美国,活跃的公司控制权市场、经理人市场以及激励补偿机制等因素会督促董事竭尽所能努力工作,所以法官不愿意去审查董事的商业决策。^[77]而在封闭性的公司中,董事会多由股东担任或者由股东控制,在这种情况下应当考虑控制股东对董事会决策的影响。

公司所处的行业也是审查中应当考量的因素,因为不同的行业所涉及的风险大小、经营能力要求可能是不一样的。^[78]不同行业的公司在经营实践中形态各异,因而法院在进行司法审查时

[75] 前引[59], Arthur Pinto、Douglas Branson书,第224页。

[76] 参见前引[63], Spindler书,慕尼黑评注关于《股份法》第93条,第203段。

[77] 参见〔美〕伯纳德·布莱克:《外部董事的核心信义义务》,黄辉译,载《商事法论集》第11卷,法律出版社2006年版,第230页。

[78] 参见前引[66],朱慈蕴书,第330页。

应当结合具体的情景，对勤勉义务作充分的铺陈和阐释。

从法律方法的角度看，勤勉义务并非确定性法律概念，而是一种类型，对于这类案件的处理，需要通过类型思维，而类型思维的逻辑结构就是类推适用。因而在进行法律解释作业时要以案例或者先例进行比对，避免体系矛盾，从而形成有秩序的法。^{〔79〕}

我国勤勉义务的制度设计不利于司法裁判，董事勤勉义务的真正落地生根，需要结合域外经验与我国司法实践，在立法上明确勤勉义务的具体内涵以及审查标准；在司法上应当注意商业判断规则在证明责任中的作用，同时审查控制股东、公司所处行业等因素，通过判例制度统一勤勉义务案件的裁判尺度，积累裁判经验，勤勉义务制度也可以在法院的审判活动中得到不断发展和充实。

Abstract: Director's duty of care is an important content of fiduciary duty. It is one of the significant methods of corporate law to protect the interests of shareholders by letting shareholders bring a suit to the court for director's breaching of duty of care to reduce agency costs. However, the duty of care stipulated in Chinese corporate law are too general to operable. Thereby, it provide no clear standards for courts' review, which also leads to problems in decisions involving directors' diligence obligations, and it is very difficult for shareholders to win a lawsuit of directors' duty of care. On the one hand, the institutional benefits of directors' duty of care shall be maintained; on the other hand, the company law needs to clearly define the content of the duty of care, and the relationship between the duty of care and the business judgment rule needs to be clarified. The method shall be "3 + X" to clarify the meaning of duty of care. Use informed knowledge, supervision and compliance as clear examples of the duty of care, and set out the general requirements of the duty of care in a general clause. The business judgment rule is both a procedural guide for the parties and a substantive rule of law for the court. The court should also examine the type of the company, controlling shareholder based on the cases system.

Key Words: duty of care, weighing of interest, business judgment rule, burden of proof, judicial review

(责任编辑：周 游 赵建蕊)

〔79〕 参见刘颖：《中国民法中的“层累现象”初论》，载《东方法学》2015年第2期。

中国监事会真的可有可无吗？

——以德国克服监事会履职障碍的制度经验为镜鉴

杨大可*

内容提要：在我国，监事会自设置以来始终无法发挥应有作用，立法虽经不断努力完善，但效果不佳。学界逐渐产生将之取消或转为选设机构的声音。此观点的产生，实际上是基于对监事会履职障碍原因的误解。监事会必须继续并长期存在。因此应主要从监事会有效履职的全面制度保障方面予以完善，具体完善路径的探寻须以确定监事会履职障碍的根本原因为前提。德国克服监事会履职障碍的制度经验，例如监事选任机制、信息权制度、监事独立性保障以及公司机构在合规审查中的职权与分工等，可资借鉴。

关键词：监事会 履职障碍 德国经验 公司法修改

一、问题的提出

严重的大股东滥权和内部人控制现象导致我国公司管理与运行不畅、证券市场上违规违法行为泛滥以及中小股东利益受损。究其原因，公司法律规范中监事会法律制度的设计缺陷当属其一。在此背景下，一系列规范〔例如《公司法》（2005年版）、^{〔1〕}《上市公司治理准则》（2002年版、2018年版）以及《上市公司章程指引》（2006年版）〕尝试对监事会制度进行完善，但收效甚微。赵旭东教授甚至认为：

“中国公司治理中最为失败的莫过于监事会。2005年公司法修订时对监事会的职能和运

* 杨大可，同济大学法学院副教授、同济大学中德（国际）经济法研究所研究员。

本文为2021年上海市社科规划年度课题一般项目“全面加强党的领导背景下国企内部监督机制重构研究”（2021BFX013）的阶段成果。

〔1〕 特别说明：由于2013年、2018年两次《公司法》修正并未涉及监事会制度，而本轮《公司法》修改尚在进行中，因此本文仍以2005年版《公司法》为主要研究对象和法律依据，下文中的《公司法》若未特别说明，均指2005年版《公司法》。

行规则作了许多补充和修改,……但依然难以改变监事会形同虚设的局面。……效仿德日公司法的监事会制度在中国的经济、社会、文化条件下水土不服,无法发挥监督的功能,监事会的设置不但徒增公司治理成本,而且形成了公司监督万事大吉的麻痹意识,挤占了公司监督机制的制度空间。为此,学界已形成取消监事会的广泛呼声。公司法修改即便不宜作出彻底取消监事会的决策,至少也应允许公司自主选择监事会的设置,这也许是中国公司监督机制革新的重要突破口。”〔2〕

由于现行公司法规范中有关监事会运行的制度设计仍然过于原则,特别是上市公司对监事会组成、监事长(监事会主席)人选、监事任免、监事会日常工作机构设置、会议召开以及监事职责、履职要求和保障以及法律责任等问题,在实际操作中一直存在较大困惑,因而迫切需要得到进一步强化或明确。2015年末,中国上市公司协会经证监会批准发布《上市公司监事会工作指引》(以下简称《工作指引》),对上述问题做出积极回应。然而,鉴于其指导性自律规范的属性,《工作指引》仅将上述事项作为“倡导推荐事项”提出,未予以硬性要求,因此很难从根本上提振现行监事会孱弱的监督能力。由此看来,将《工作指引》中的相关规定有选择地融入法律规范就显得十分必要和紧迫。

2021年末,第十三届全国人大常委会第三十二次会议对《中华人民共和国公司法(修订草案)》(以下简称“草案”)进行了审议,并向社会公开征求意见。这是期待已久的新公司法草案的首次亮相。其中最引人注目的问题之一是传统“三会一层”公司治理架构是否会发生变化。通过仔细观察笔者发现,虽然草案新增第64条和第125条将监事会设置为可被董事会内设的审计委员会替代的可选择机构,但有关监事会的总体规定不仅与现行《公司法》基本保持不变,还在第77条中明确规定“监事会是公司的监督机构”,第81条有限地引入了监事会对董事、高管的信息权(监事会可以要求董事、高级管理人员提交执行职务的报告),可见立法者并不愿贸然彻底“放弃”监事会制度。〔3〕

对于目前监事会制度的存废,〔4〕或者说监事会变成任意性的选设机构的可能立法安排,笔者的观点非常明确:监事会必须继续并长期存在,特别是在像公司这样的营利法人之中应为必设机构。因为我国《民法典》总则编关于营利性法人的有关规定明确要求营利性法人必须拥有独立的监督机构,也就是说这个监督机构必须独立于经营管理机构,这意味着我国是明确采取二元制的公司治理结构的。所以监事会在现行法制环境下对营利性法人是必设机构,除非对《民法典》上述规则做出重大修改,否则可能出现立法矛盾。

此外,建议取消监事会或者将其变为选设机构的学者还提出另一个看似非常有力甚至无可辩

• 57 •

〔2〕 赵旭东:《公司法修订中的公司治理制度改革新》,载《中国法律评论》2020年第3期。

〔3〕 需要注意的是,基于国资改革的安排,在国有独资公司的特别规定中监事会制度被明确排除,草案第153条规定:“国有独资公司按照规定不设监事会或者监事,在董事会中设置由董事组成的审计委员会等专门委员会,审计委员会的成员应当过半数为外部董事。……”

〔4〕 除上文提及的赵旭东教授外,还有多位学者主张废除监事会制度,例如甘培忠:《论完善我国上市公司治理结构中的监事制度》,载《中国法学》2001年第5期;谢德仁:《审计委员会制度与中国上市公司治理创新》,载《会计研究》2006年第7期;石少侠:《我国新〈公司法〉中的公司治理结构》,载《当代法学》2007年第6期;蔡伟:《公司内部监督责任体系的困境——基于对监事的再考察》,载《中外法学》2018年第6期。

驳的论据——经过 2005 年的《公司法》全面修订，监事会已经被赋予了诸多监督职权以及各种各样的所谓保障机制，但仍无法发挥应有作用，所以对于这样一个“花瓶”机构干脆弃之不用。对此，笔者认为虽然现行公司法规范关于监事会的规定看似美丽，已对其各项职权做出比较到位的规定，但却有若干非常重要的点没有真正落实。例如保障监事会有效和高效行使这些法定职权的配套机制长期缺位。比如监事会的信息权，监事会对董事会的人事任免权、薪酬决定权、工作安排权以及特定业务的同意保留权等，这些都是监事会对董事会（及高管）的经营管理行为实施合格监督的前提条件。只有在被赋予法定职权之外的履职保障性权力之后，监事会才能获得相对于董事会和公司高管的超然的独立性，或者说具备实施有力监督的权威性，才能使其真正成为董事会的上位机构。再如监事会的人员组成，包括每位监事的具体任职资格，我国现行公司法规范其实并非对此做出明确规定。同时关于监事会的具体运行机制，包括议事规程在内的自我组织，现行公司法规范也是极其粗疏的。对此下文将予详述。

二、中国立法者为完善监事会制度所做的努力

立法者已经认识到先天不足的制度、资质平庸的人员和内部监督责任体系的困境已经成为监事会合格履职的主要障碍。上文提及的 2018 年版《上市公司治理准则》（以下简称《准则》）、2005 年版《公司法》以及 2006 年版《上市公司章程指引》（以下简称《指引》）对现行监事会制度进行了全方位革新，主要体现在权限的扩展和监督手段的丰富以及职工监事制度的完善。^{〔5〕}这是值得肯定的。

（一）监督权限的扩展

1. 监督权

在我国，监事会监督权的范围一度模糊不清。大多数情况下，人们认为监事会的监督权实质上仅限于对公司财务状况实施审查，至于对董事会的经营决策和董事、经理以及高管的履职行为，监事会只有在确定其明显违法违规时才能过问。

随着《公司法》于 2005 年的修订颁布和《工作指引》的出台，监事会的监督权限得以明确：除了对公司的业务情况以及董事会和经理的履职行为进行“回顾型”监督之外，董事会的商业决策（企业计划）也被纳入监事会的监督范围（可被视为一定程度上的展望型监督）。根据《公司法》第 119 条结合第 54 条第 2 项、《指引》第 144 条第 3 项以及《准则》第 47 条，监事会有权对董事、经理和其他高级管理人员履职行为的合法及合规性实施监督。此外，监事会还可以对违反法律、法规、公司章程和股东大会决议的董事、经理和高管提出解职建议（即所谓的弹劾权）。

特别是《工作指引》不仅明确了监事会的监督对象和基本目标，而且对“董事会、董事”和“高级管理层和高级管理人员”分别列明监督重点，以便监事会据此建立科学全面且具可操作性的监督标准。此外，《工作指引》进一步建议监事会确立董事会及高管的履职评价机制并将相关

〔5〕 参见甘功仁、史树林：《公司治理法律制度研究》，北京大学出版社 2007 年版，第 262 页及以下；刘俊海：《新公司法的制度创新：立法争点与解释难点》，法律出版社 2006 年版，第 387 页及以下。

内容列入年度报告。^{〔6〕}再者,《工作指引》还就监事会对“公司财务的检查监督”(第29至32条)、“公司内部控制、风险控制的监督”(第33至38条)、“公司信息披露的监督”(第39至44条)以及“公司重大事项审议监督”(第45至49条)做出若干具有极高可操作性的建议性规定,监事会的监督内容由此得到极大扩充和细化,应在本轮《公司法》修订过程中予以有选择的借鉴和吸收。

2. 查阅及审核权(又称检查、调查权)

《公司法》第119条结合第54条第1项以及《指引》第144条第2项均规定了监事会的审阅权。《公司法》未规定监事会在财务会计报告方面的参与权。依该法第165条第1款,财务会计报告应由公司制作并经会计师事务所审计。第166条规定,股份有限公司的财务会计报告应在股东大会年会召开前的20日前置备于本公司,供股东查阅。此外,《指引》第144条第1项要求监事会审核董事会制作的定期报告并向股东大会提交书面审核意见。

《工作指引》第16条规定:“监事会发现公司经营情况异常,可以进行调查。监事会可采用非现场检查、现场检查、审阅报告、调研、问卷调查、离任审计等方式开展工作,必要时,可以聘请第三方专业机构提供协助。”监事会由此获得了定期聘请外部专业机构协助其调查公司相关事项的制度依据。

3. 知情权和质询权

通过细致观察《工作指引》第14、15条可知,为保障监事合格履职所需的信息,公司应提供制度支持,鼓励监事依具体情况选择列席董事会专门委员会会议和高级管理层会议,并可对相关决议事项提出质疑或建议。此外,经理工作细则中应对向监事会报告的制度做出规定。为保证监事建议、质询权的有效实施,公司章程或其他相关制度可考虑做出如下规定,即“监事会向董事会和高级管理层及其成员或其他人员提出约谈、质询要求时,后者应积极配合,并在一定期限内进行安排”。

此外,笔者认为信息权制度在监事会合格履职过程中扮演着举足轻重的角色。简言之,监事会可要求公司建立完备的信息供给制度(如经营状况、财务状况等)和工作程序,若涉及重大决策事项(如重要合同、重大事件及案件、审计事项、重大人事变动事项等)须事前告知监事会。这意味着,若公司对监事履职所需相关材料提供不及时、不准确、不完整,则监事会可提出质询。尤其因信息提供不规范致使监事无法正常履职时,监事有权拒绝审议或签署相关议案和决议。如前所述,本次《公司法》修订草案第81条有限地引入了监事会对董事高管的信息权,在一定程度上弥补了监事会履职保障机制的明显短板,令人欣喜。

(二) 监督手段多元化^{〔7〕}

《准则》首先进行了若干有益尝试。依第47条第2句,监事会可独立聘请中介机构提供专业

〔6〕 更为可贵的是,《工作指引》提出的建议极具操作性:建议监事会对董事会、高管的履职评价结果进行“认可”“不认可”“弃权”或其他类似的等次划分;建议监事会对于被评为“认可”以外等次的董事、高管提出限期改进要求,对连续两年被评为“认可”以外等次的董事、高管,依公司相关规定的程序,提出罢免建议;建议公司监事会建立相关制度,将对董事会和高管的履职评价结果和评价依据等形成评价报告,作为监事会年度报告的一部分在年度股东大会上向股东报告,并报公司所在辖区监管机构。

〔7〕 参见前引〔5〕,刘俊海书,第388页;前引〔5〕,甘功仁、史树林书,第261页及以下。

意见。这无疑将对弥补目前监事会专业性不足的缺陷起到立竿见影的效果，但治本之策仍是通过成文法明确规定监事会在专业知识及经验方面的具体要求。此外第46条规定，上市公司必须“采取措施保障监事的知情权，为监事正常履行职责提供必要的协助，任何人不得干预、阻挠。监事履行职责所需的合理费用应由公司承担”。该条款对增强监事会在经济方面的独立性大有裨益，经济的独立将使监事会在对董事会实施监督时更有底气。同时，“监事的知情权”这六个字也让人眼前一亮，笔者认为这是构建我国监事会信息权制度的极佳切入点，只可惜立法者未进一步明确此项知情权的具体内容和行使方式，使其流于形式，操作性明显不足。

《公司法》肯定了《准则》的有益尝试。第55条2款规定：“监事会、不设监事会的公司的监事发现公司经营情况异常，可以进行调查；必要时，可以聘请会计师事务所等协助其工作，费用由公司承担。”监事会的专业性和独立性由此得到进一步增强，长期制约监事会职能发挥的枷锁一定程度上被打破。再者，根据该条第1款，监事会有权参加董事会会议并就董事会决议提出质询和建议。这一规定看似平淡无奇，实则大有深意。监事会的信息权很重要的一项权能由此得到成文法的确认——在参加会议的过程中，监事会势必能够获得一定数量的经营管理信息，并通过行使质询权和建议权进一步提升这些信息的可信性和针对性。同时就董事会而言，它必须认真权衡监事会的合理建议，〔8〕这样一来，过于冒险或不合理（甚至董事会为一己私利）的经营计划可能被董事会自行否定，公司可能面临的风险和损失随之被消灭于无形。这绝对是非常高明且高效的公司治理手段。此外，该法第52条第4款和第118条第4款在保障监事独立性方面同样做出了贡献，其明确规定董事和高管不得兼任监事。

《指引》第144条第8项强调了上市公司监事会的查阅及审核权，监事会“发现公司经营情况异常，可以进行调查；必要时，可以聘请会计师事务所、律师事务所等专业机构协助其工作，费用由公司承担。”

三、我国围绕监事会制度展开的学理研究

除上述立法层面的努力之外，我国学界也始终关注着监事会制度的发展完善。对监事会制度的较系统研究，始于21世纪初期甘培忠、〔9〕李建伟〔10〕等学者的专文探讨，从该制度的体制性环境、制度安排以及与独立董事的关系等角度，以上市公司监事会制度的发展与完善为核心议题，涉及提升监事会地位、明确其与公司间的基本法律关系及其法定工作程序、引入独立监事、将财会知识作为监事必要任职条件、改革监事薪酬制度和构建监事责任制度等。随后，彭真明、〔11〕周梅〔12〕等学者专门对德国公司治理立法，尤其是监事会制度的最新发展做了较全面评介，针对包括监事会制度在内的公司治理体系提出了一系列中肯的完善建议，例如建立公司治理

〔8〕 参见前引〔5〕，刘俊海书，第388页。

〔9〕 参见甘培忠：《论完善我国上市公司治理结构中的监事制度》，载《中国法学》2001年第5期。

〔10〕 参见李建伟：《论我国上市公司监事会制度的完善——兼及独立董事与监事会的关系》，载《法学》2004年第2期。

〔11〕 参见彭真明、陆剑：《德国公司治理立法的最新进展及其借鉴》，载《法商研究》2007年第3期。

〔12〕 参见周梅：《德国监事会制度的最新发展及对中国监事会发展的启示》，载《中德法学论坛》第七辑，南京大学出版社2009年版；周梅：《论监事会的信息获取请求权》，载《南京大学学报（哲学·人文科学·社会科学）》2013年第4期。

运行评价机制、引入“遵循或解释 (comply or explain) 原则”模式、立足我国现有模式有效吸收具有普适性的优秀制度,以及从组织设置、职能划分、具体权利义务及职责方面进一步规范和充实监事会制度立法。其间,王保树^{〔13〕}通过对非上市公司治理实践的抽样调查,指出应通过多元保障措施(如信息获得、履职辅助及物质保障)保证监事会合格履职。

2010年后,赵万一、^{〔14〕}刘俊海、郭雳、^{〔15〕}蔡伟^{〔16〕}等学者的论著将监事会制度研究推进到一个新的阶段。其中,赵万一以法学研究为切入点,从不同视角对国内公司治理相关研究成果予以冷静审视和详尽评述,其内容涉及公司治理的范畴、理念、路径,其中在讨论监事会与独立董事关系后提出,应尽可能在现有机制框架内通过机构整合解决监督失灵问题,对新机构的设置应持审慎态度。刘俊海则明确指出脆弱的制度设计、虚化的机构和疲软的人员是导致监事会监督不力的根本原因,走出困境的方向是通过完善立法妥善处理独立董事与监事会二者关系,进一步提高监事会地位、强化其监督权限及手段并保障监事任职前的独立性。郭雳更是一针见血地指出,我国现行公司治理体系下的监事会形同虚设,看似周到的制度安排实属纸上谈兵。通过与该项机制的主要形成国和继受国,即德国与日本的细致比对,中国监事会失灵的主要原因在于移植时对制度背景因素的遗失或忽视、立法中过多诉求造成的迷失以及公司普遍存在的控制权特征的制约。确立更单纯的功能定位并允许公司进行模式选择的做法可考虑作为监事会改革的出路。蔡伟强调,公司内部监督责任体系的困境是导致我国监事无法发挥作用的主要原因之一,而这种体系困境已成为世界性难题并逐渐形成减轻公司内部监督者法律责任的趋势。在剖析证监会对上市公司监事所做行政处罚的基础上,我国监事制度的实际运行问题和内部监督责任体系的困境得以呈现。在现代公司治理监督体系日益多元并逐步外部化的大势之下,发展多元化的监督体系成为我国强化公司监督的必然之选。至此,我国监事会制度的研究已达到一个以解释论为主、兼顾实践发展的状态,制度完善问题属于其中最重要的理论板块之一。

综上,国内学者比较关注监事会制度的完善,已提出相当数量的改进建议且大多围绕加强相关立法的制度保障,强调应在现有制度框架下,立足我国国情,在审慎吸收国外先进制度经验基础上,对现行监事会制度进行整合和优化。主要涉及:监事会地位的突出、工作程序的规范、与独立董事关系的协调;监事任职资格和薪酬制度的改革、监事责任制度的建立;监事会履职的保障措施;等等。总体上讲,研究开展得较为稳健扎实,已确立优化监事会法律制度的基本方向。但是,结合现有公司实务需求,参照境外研究发展,似尚有进一步补充完善的空间。例如,在方法上,在先研究手段略显单一,对实证分析法和个案分析法使用较少;未突破成文立法规则比较的局限,较少以域外制度的可借鉴性和移植对象的可操作性为导向开展研究,少见深入到国内外立法、司法和理论各个层面的比较研究。在内容上,对监事会制度功能与定位的研究比较薄弱,

〔13〕 参见王保树:《非上市公司的公司治理实践:现状与期待——公司治理问卷调查分析》,载《当代法学》2008年第4期。

〔14〕 参加赵万一、华德波:《公司治理问题的法学思考——对中国公司治理法律问题研究的回顾与展望》,载《河北法学》2010年第9期。

〔15〕 参见郭雳:《中国式监事会:安于何处,去向何方?——国际比较视野下的再审视》,载《比较法研究》2016年第2期。

〔16〕 参见前引〔4〕,蔡伟文。

过度强调监事会的事后纠察功能，忽视其事前“咨询者”角色的塑造及相应职权的配套。

四、监事会制度的德国经验

必须承认，我国的监事会制度属于学习德国制度的舶来品，因此密切关注并深入研究德国监事会制度的立法及运行实践是不可回避的作业，当然在学习的过程中须特别注意两国之间在社会、经济、历史等方面的差异，从域外制度所根植的经济背景、规则体系、价值判断和政策考量等层面进行深入比较研究。

监事会制度为德国首创并成为其二元制公司治理结构的显著特点之一。自问世以来，该制度已成为欧洲各界关注的焦点和多国效仿的对象。^{〔17〕} 欧盟委员会更是不遗余力地同步推进各国公司法的协调与监事会制度的推广。^{〔18〕}

初创初期运行良好的监事会制度在 20 世纪 90 年代逐渐暴露出各种问题，社会各界对其有效性产生怀疑。显然，监事会过去那种消极被动的态度和行为方式已无法满足现代公司治理的高要求。

（一）立法及司法层面积积极应对

立法先行。1998 年的《企业控制及透明度法》大幅降低了涉及监事会的强制性规定，同时补充了大量指引监事会行为的建议性规范。具言之，该法要求监事对董事会建立的风险管理体系实施监督并邀请决算审计人员列席年度决算会议并认真听取其意见。此外监事更被赋予与决算审计人员的缔约权。

2002 年的《企业透明度及披露法》同样采取若干重大举措，具有代表性的有：董事会向监事会提交的年度报告须详细说明企业计划的落实情况并分析其原因，而所有监事均可单独要求董事会提交附加报告。各专门委员会须定期向监事会报告其工作情况；监事会须制定并颁布一份关于附同意义务的业务的目录等等。

之后 2005 年《企业诚实经营及撤销权现代化法》的突出贡献是将商业判断规则引入《股份法》（第 93 条第 1 款），并通过第 116 条对第 93 条的援引而适用于监事会。在此规则保护下，监事会将对董事会实施监督和提供咨询时变得更加积极和大胆。

2008 年《有限责任公司法现代化及防止滥用法》^{〔19〕} 针对有限责任公司进行大幅改革，首先将针对上市公司的董事和监事的损害赔偿请求权的消灭时效从五年延长到十年（《股份法》第 93 条第 6 款）。若监事会例外获得公司代理权（《股份法》第 11 条）并做出相关意思表示（如解散董事会），则每位监事均享有受领权。

〔17〕 Vgl. H. Hoffmann, Mitbestimmung für Arbeitnehmer in Gesellschaftsorganen und grenzüberschreitenden Unternehmenszusammenschlüssen der Europäischen Gemeinschaft, Diss. Bonn 1976.

〔18〕 Vgl. Kolvenbach, Mitbestimmungsprobleme im gemeinsamen Markt, 1991, S. 22 ff.; Schwarz, Europäisches Gesellschaftsrecht, S. 25 ff. und S. 643 ff. sowie die Arbeiten an der 5. Richtlinie, abgedruckt bei Lutter, Europäisches Unternehmensrecht, 3. Aufl. 1991, S. 233 ff.

〔19〕 参见〔德〕马库斯·路德、盖尔德·克里格尔、德克·菲尔泽：《监事会的权利与义务》，杨大可译，张艳校，上海人民出版社 2019 年版，边码 50。

2009年《企业会计现代化法》^[20]针对不必或不得依《国际财务报告准则》进行决算的企业做出若干修订,同时完成了三项欧盟指令的转化工作。另外,该法还在《股份法》中引入以下新规:首先,在转化2006年的(新)决算审计人员指令第41条^[21]时,《股份法》第100条第5款和第107条第4款要求有独立的决算专家在监事会和审计委员会任职。其次,同样是在转化2006年的(新)决算审计人员指令第41条时,《股份法》第171条第1款第2、3句要求决算审计人员就公司内控及风险管理体系可能存在的缺陷和可能危及其自身独立性的情况做出说明。最后,《股份法》第161条改变并扩大了董事会和监事会的年度说明义务:原来,董事会和监事会只是基于《国际财务报告准则》建议而需说明其拒绝遵循《德国公司治理准则》某项建议的理由(第3.10条),但此项说明义务如今已被规定在《股份法》第161条第1款第1句之中。^[22]此前法律已要求公司确保公众可随时查询上述说明的内容。德国学界一致认为公司在其主页上公布其说明即可。而《股份法》第161条第2款现对此做出明确要求。而且此项说明义务的主体也从上市公司扩展到所谓的准上市公司,例如已在受监管市场上发行可交易债券的公司(《股份法》第161条第1款)。

2009年《董事薪酬适度法》除引入若干有关董事薪酬的新规外,还就监事会制度做出如下革新:首先,《股份法》第100条第2款第1句第4项中规定了针对前董事的所谓两年“冷却期”,在冷却期经过后相关人员可被选任为本公司监事。其次,《股份法》第107条第3款第3句规定,董事合同不得仅由某一委员会处理,而应由全体监事会表决通过。最后,《股份法》第116条第3款规定,若监事为董事确定了不适当的薪酬,则其可能向公司承担个人责任。^[23]

自2010年开始,德国立法者即着手《股份法修正案》的编纂工作并将最终版本确定为《董事薪酬控制权改进及股份法规则修订法》^[24]提交联邦议会审议^[25]。应主管法律委员会的建议,^[26]联邦参议院在其2013年9月20日的会议上召集了调解委员会。但遗憾的是该法暂时未能获得通过,而在新的立法程序中该法是否会以及如何得到处理仍需拭目以待。^[27]该法给监事会制度带来两项重大变革:

第一,该法对《股份法》第120条第4款做出如下修正:上市公司股东大会必须每年就监事会制定的董事会薪酬体系做出决议,该决议对监事会具有积极或消极的拘束力。这样一来,股东大会中的相关讨论就不会过于抽象,监事会在其向股东大会提交的提案中应说明董事会主席、其代理人以及普通董事在其制定的薪酬体系中所能达到的最高薪酬数额。上市公司监事会由此丧失董事会薪酬的自治权,它需要依股东大会的指示行事。^[28]监事会丧失此项权限的主要原因就在

[20] 参见前引[19],马库斯·路德等书,边码51。

[21] Vgl. Abgedruckt und erläutert bei Lutter/Bayer/J. Schmidt, EuropUR, S. 859 ff.

[22] Vgl. dazu Lutter, Kölner Komm. AktG, § 161 Rn. 87 f.

[23] 参见前引[19],马库斯·路德等书,边码52。

[24] 参见前引[19],马库斯·路德等书,边码54。

[25] Vgl. Gesetzesbeschluss des Deutschen Bundestages vom 27. 6. 2013, BR-Drucks. 637/13.

[26] Vgl. Empfehlungen des Rechtsausschusses und des Wirtschaftsausschusses vom 9. 9. 2013, BR-Drucks. 637/1/13.

[27] Vgl. Der Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD vom 27. 11. 2013 formuliert die Absicht, dass künftig die Hauptversammlung auf Vorschlag des Aufsichtsrats über die Vorstandsvergütung entscheiden soll (S. 17).

[28] Vgl. Ähnlich schon immer die Rechtslage in der paritätisch mitbestimmten GmbH, wo die Gesellschafter verbindliche Vergütungsrichtlinien erlassen können, näher dazu unten Rn. 1136.

于联邦参议院对调解委员会的召集。^[29]

第二，依《股份法》第394条第1句由政府提名而选入或派入监事会的代表，“对于其应向该政府做出的报告，不受保密义务的限制”。根据《股份法》第395条，上述报告的受领人负有保密义务。此项规定通过《董事薪酬控制权改进及股份法规则修订法》而增加了第三句的全新表述：“第一句中报告义务可以以法律、公司章程或者监事会以书面形式公布的法律行为为依据。”这一表述明确地扩大了上述报告义务的范围，特别是此类义务今后可由相关公司的章程予以规定。

随着德国司法实践的日益丰富^[30]和上述法律规范的持续发力，监事会制度面貌一新，从监事会职责的扩大和监事的权利与义务的相应扩大即可窥见一斑。具言之，虽然监事会的首要职责（即监督董事会的经营管理）未发生改变，但监事会的角色却已由单纯的监督机构逐渐演变为同时共享经营管理权的咨询与共同决策机构。可见，监事会的职责不再只是回顾性的，更具有浓重的展望性意味。

（二）学界提供智力支持

德国学者对监事会法律制度的研究呈现逐步深入且角度愈发多元的态势。霍普特（Hopt）全面梳理德国及欧洲公司治理制度框架，特别是监事会制度法律规范。^[31]霍梅尔霍夫（Hommelhoff）明确了规范监事会制度运行的各类规则（包括法律、公司章程、准则和企业内部规则等）的效力层级。^[32]伯克利（Böckli）指明一元与二元经营管理及监督机制正在呈现逐步融合的发展趋势。^[33]宇特克（Oetker）强调董事会与监事会开展广泛合作具有重大法律意义。^[34]维特（Witt）则从企业管理学视角分析二者开展合作的必要性。^[35]维尔德和艾弗斯（v. Werder/Evers）阐述监事任职资格和薪酬确定方式对公司治理效果的巨大影响。^[36]赛博特（Seibt）强调监事会与董事会间的信息交流对提高监督效率具有积极作用。^[37]巴尔维泽（Ballwieser）指出在法律层面引入风险管理体系概念是对监事会信息权制度的重要补充，并明确了审

[29] Vgl. Empfehlungen der Ausschüsse vom 9. 9. 2013, BR-Drucks. 637/1/13.

[30] Vgl. BGH v. 25. 3. 1991-II ZR 188/89, BGHZ 114, 127, 130=AG 1991, 312; „Die Aufgabe des Aufsichtsrats, die Geschäftsführung zu überwachen, enthält die Pflicht, den Vorstand in übergeordneten Fragen der Unternehmensführung zu beraten.“ BGH v. 21. 4. 1997-II ZR 175/95, BGHZ 135, 244, 255=AG 1997, 377 (ARAG).

[31] Vgl. Klaus Hopt, „Die internationalen und europarechtlichen Rahmenbedingungen der Corporate Governance“, in Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2010.

[32] Vgl. Peter Hommelhoff/Martin Schwab, „Regelungsquellen und Regelungsebenen der Corporate Governance: Gesetz, Satzung, Codices, unternehmensinterne Grundsätze“, in Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2010.

[33] Vgl. Peter Böckli, „Konvergenz: Annäherung des monistischen und des dualistischen Führungs- und Aufsichtssystems“, in Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2010.

[34] Vgl. Hartmut Oetker, „Vorstand, Aufsichtsrat und ihr Zusammenwirken aus rechtlicher Sicht“, in Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2010.

[35] Vgl. Peter Witt, „Vorstand, Aufsichtsrat und ihr Zusammenwirken aus betriebswirtschaftlicher Sicht“, in Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2010.

[36] Vgl. Axel v. Werder, „Qualifikation und Auswahl von Aufsichtsratsmitgliedern aus betriebswirtschaftlicher Sicht“ und Heinz Evers, „Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung“, in Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2010.

[37] Vgl. Christoph H. Seibt, „Informationsfluss zwischen Vorstand und Aufsichtsrat (dualistisches Leitungssystem) bzw. innerhalb des Verwaltungsrats (monistisches Leitungssystem)“, in Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2010.

计人员在公司治理中所应扮演的角色。^{〔38〕}路德（Lutter）详细阐述监事会制度在德国的产生、发展和基本运行方式，明确界定各公司类型中监事会及监事的权利与义务。^{〔39〕}林雷、克雷默、路德和维尔德（Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder）系统梳理《德国公司治理准则》发展历程及其针对监事会制度的完善建议。^{〔40〕}缪勒斯（Möllers）通过详述监事忠实义务的内涵，阐明监事履职过程中因利益冲突导致义务违反所引起的法律后果及应对办法。^{〔41〕}德国学界已形成共识，监事会的上述职责有助于使德国二元制公司治理结构兼具一元制公司治理结构的优势。

可见德国公司法学者对监事会法律制度完善方案的持续细致研究主要呈现三大特点：一是研究维度多、延续性好，且方法兼重规范研究与实证分析；二是内容紧扣监督意识的转变（由“被动回顾型”转向“积极展望型”）、权限内涵的扩充及保障等；三是成果对相关立法具有重大指导意义，有效推动监事会法律制度的革新。在学者与立法者共同努力下，前述一系列法律规范从监事任职条件及法律地位、监事会议事规则及专门委员会设置、大监督权概念的引入、多元履职保障措施以及实现监事独立等角度，为现行制度的良好运行提供了有力保障。在此过程中，立法者不断从学界获得技术支持，而学界亦从立法和司法实践中获得研究灵感和方向，两者之间已形成良性互动关系。

五、寻找困境破解之道的前提：履职障碍根本原因探析

为什么我国现行监事会制度会成为学者眼中“扶不起的阿斗”，甚至面临被取消之虞？笔者认为，造成这种困局的原因是多方面的：

首先，从我国的社会传统来看，很多国人长久以来一直认为社会秩序的维护必须依靠行政力量来实现，反映在公司实践中就是人们不信任作为公司内部监督机构的监事会有能力、有胆量、有决心对董事会（管理层）的经营管理行为实施铁腕监督，而更习惯于依赖公司内部最高权力机构——股东大会或公司外部的专门行政机构来完成这一任务。而从我国目前的公司实践来看：一方面，股东大会是名副其实的“大股东会”，^{〔42〕}对其负责的董事会和监事会也就相应地沦为大股东利益的代表和保护伞，内部监督举步维艰；另一方面，我国目前尚不存在对公司经营机构实施监督的专门行政机构，外部监督无从谈起。

其次，从我国的经济体制来看，国有企业转制而来的大型股份公司可能长时间无法根本消除计划经济给公司治理模式打下的深刻烙印，“新三会”短时间内仍未能接管“老三会”的权力，

〔38〕 Vgl. Wolfgang Ballwieser, „Controlling und Risikomanagement“, in Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2010.

〔39〕 Vgl. Lutter, Marcus/Krieger, Gerd/Verse, Dirk A., Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Verlag Otto Schmidt, Köln, 6. Aufl. 2014.

〔40〕 Vgl. Ringleb, Henrik-Michael/Kremer, Thomas/Lutter, Marcus/v. Werder, Axel, Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex, Verlag C. H. Beck, München, 2014.

〔41〕 Vgl. Thomas M. J. Möllers, „Treuepflichten und Interessenkonflikte bei Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern“, in Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2010.

〔42〕 参见前引〔5〕，甘功仁、史树林书，第256页。

公司实际运营仍由后者掌控。其中最突出的问题是国有股所有人（即可以在公司法层面上被问责的国有股东^{〔43〕}）仍然缺位。这意味着没有国有资产所有人的代表在公司内部履行监督职权。因此，打造合格股东就成为国有企业公司治理的核心问题，各级政府国资委（局）应运而生。但非常遗憾的是，国有资产管理体制迟迟未能依公司法规范完成蜕变，名为股东的国家（政府）仍受困于旧体制下的政企关系行为模式，“新三会”的建立未能实现公司内部制衡的美好愿望，公司法规范在保护国家股东的权益方面仍无用武之地。

最后，法律规范未能为监事会有效履职提供全面的制度保障。笔者认为，这是导致我国监事会始终无法发挥应有作用的最根本原因。主要体现在以下五个方面：

第一，监事的选任机制包括提名、选举和解聘程序均存在明显缺陷。无法期待这样漏洞百出的机制能够选出合格的监督人员。^{〔44〕}同时，我国公司法规范未要求公司依监督职责和专业领域确定监事所应具备的专业知识及经验，监事会内部因而无法据此分工，各司其职，各显其能。在这样的情况下，很难保证监事有能力和精力从其专业角度对相关业务可能给公司带来的机遇和风险做出正确评估。

第二，制定法层面的信息权制度长期缺位。若监事会不享有针对经营管理层的全面信息权，即便其作为董事会的上位机关并享有人事任命权，且监事均具备较高专业素养，也无法在不了解相关经营管理措施的确切内容的情况下对公司可能面临的机遇和风险做出准确评断。此时要求其合格履职实属奢望，更妄谈与董事会进行探讨并提出合理建议了。

正如格伦德曼（Grundmann）教授所说：“监事会的信息权毫无疑问是其监督权的基础。没有充分信息的监督是无法想象的。”这一关键问题长期被我国立法者忽视，却很早就得到德国立法者的关注，德国企业监事会的良好履职效果正是得益于信息权制度的立法保障。^{〔45〕}虽然我国本次公司法修订草案第81条有限地引入了监事会对董事、高管的信息权，从而在一定程度上弥补了监事会履职保障机制的明显短板，但从德国近年来的公司治理实践来看，只靠信息权这一味药是无法根治监事会的监督无力症的。在这方面，风险管理体系概念的引入以一种温和的方式修补并维护着德国现行的公司治理制度。笔者相信，得到风险管理体系进一步完善的信息权制度将最大程度地缓解我国监事会的监督无力症，这也因此成为我国立法进一步完善的方向。^{〔46〕}

第三，监事的独立性概念未得到法律明确界定，导致监事任职前和履职中的独立性无法得到保障。以股份有限公司为例，监事会在履职过程中的独立性被利益冲突和大股东或作为大股东代表的经营管理层所严重侵蚀，根本无法对大股东或经营管理层实施严格监督，维护中小股东利益和公司整体利益更是力不从心。尤其令人担忧的是，现行公司法规范对监事独立性未置一词，其法律内涵扑朔迷离。反观同样采取二元制治理结构的德国公司，2012年^{〔47〕}和2019年版《德国公司

〔43〕 参见徐晓松：《公司治理：“结构”抑或“问题”》，载《政法论坛》2013年第6期。

〔44〕 参见前引〔5〕，刘俊海书，第387页；前引〔5〕，甘功仁、史树林书，第256页及以下。

〔45〕 关于德国监事会信息权制度的基本构架，具体参见杨大可：《德国股份有限公司监事会信息权制度评析及启示》，载《德国研究》2015年第1期。

〔46〕 详见杨大可：《论风险管理体系概念在法律层面的引入——以监事会的完善为目标》，载《当代法学》2015年第1期。

〔47〕 详见杨大可：《论监事独立性概念之界定——以德国公司法规范为镜鉴》，载《比较法研究》2016年第2期。

治理准则》^{〔48〕}的出台有力助推监事独立这一浩大工程的顺利完工。为了更好地保障监事在整个履职过程中的独立性,准则委员会^{〔49〕}对监事独立性概念进行全面修正并大幅拓宽独立性丧失原因的范围。笔者未来将据此对目前开放性的监事独立性概念进行合理界定,以期为我国实现监事独立之路指出可能的前进方向。

第四,违背合规要求的行为将使企业遭受重大不利后果以及声誉的严重受损。设置合规管理体系在一定程度上有助于企业或企业集团避免或减少可能危及其存续的风险的发生。监事会的特定合规职责亦由此产生。《德国公司治理准则》第4.1.3条明确要求董事会采取针对公司风险状况的适当措施(合规管理体系)并披露其基本特征。笔者将深入研究《德国公司治理准则》与合规有关的修订以及监事会合规职责的具体内容,从而为我国立法清晰规定监事会的合规职责提供可资借鉴的域外经验。此外,鉴于监事会和董事会在公司运行过程中所享有(肩负)的不同职权(责),笔者将尝试厘清这两大公司机关在实施合规审查过程中各自的权责分配,以及二者开展合作的可能与具体方式,以期为我国未来公司法规范中合规管理制度的完善提供有益借鉴。^{〔50〕}

第五,就国企内部监督机制而言,《民法典》总则编对营利法人治理结构的规定使监事会成为所有蕴含营利性因素国企的必设机构。相较于股东(大)会和董事会,监事会因其监督职责(主要针对经营管理行为的合规性、合目的性和经济性)与党组织以“把方向、管大局、保落实”为核心的领导作用高度契合,可作为更为妥适的融合对象。然而目前公司法规范尚未对具体耦合模式提出设计方案。笔者认为,将党组织整体融入监事会的集中参与方式似乎更为可行。国企党组织本身(基于党管干部原则)享有针对董事高管的人事任免权、薪酬决定权以及针对“三重一大”事项的决策权(已具有同意保留制度的雏形),将成为监事会与之耦合后对公司经营管理实施高效监督的有力保障。^{〔51〕}与此相关联,在公司法规范未就上市公司专门委员会的设置做出明确规定的情况下,《上市公司治理准则》承担起设计其设置主体、设置权限、组成和主要职责的重担。但考虑到将董事会作为专门委员会设置主体存在自我监督之虞,进而加剧国有上市公司的内部人控制现象,因此应将专门委员会置于已与党组织有机耦合的监事会之下,特别是专门委员会设置权限的界定、各委员会权与责的厘清以及内部秩序与履职保障的搭建将成为学界和实务界的工作重心。^{〔52〕}

• 67 •

六、结语

我国立法者为完善现行监事会制度所采取的诸多措施固然出于良好的初衷且付出了艰辛的努

〔48〕 关于《德国公司治理准则》2012年之前各版本的介绍,可参见前引〔19〕,马库斯·路德等书,边码6、55、56以及其他相关论述;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。关于2019年版《德国公司治理准则》的相关进展,请参见杨大可:《2019年版〈德国公司治理准则〉的两大革新》,载《燕大法学教室》2021年第3期。

〔49〕 该委员会由德国联邦司法部设立。

〔50〕 详见杨大可、张艳:《论德国监事会合规职责的制度内涵》,载《同济大学学报(社会科学版)》2019年第3期;杨大可:《德国公司合规审查实践中董/监事会的分级合作及其对我国的启示》,载《证券市场导报》2016年第11期。

〔51〕 详见杨大可:《论党组织与国企监督机制的融合》,载《当代法学》2020年第2期。

〔52〕 详见杨大可:《反思国有上市公司专门委员会的设置——以2018年〈上市公司治理准则〉为起点》,载《北方法学》2019年第5期。

力，但实行以来收效甚微，仍难免给人以隔靴搔痒之感。

笔者认为，在现行法制条件下，监事会将在营利法人中继续并长期存在，因此各界不应继续纠结于监事会制度应否取消的问题，而是应致力于尽快找到切实提高监事会监督能力的办法（例如明确监事任职资格及其监督对象、标准和手段，鼓励监事会实行内部分工并建立相应的专门委员会，细化监事会组织程序，完善职工监事制度，等等），保障其监督独立性（其中最重要的是明确界定监事独立性的概念），在风险管理体系的辅助下确保其及时获得履职所需的全面信息（进一步细化和完善监事会信息权制度），并通过赋予其对董事的人事任免权、薪酬决定权以及工作组织权等一系列权限，建立监事会在董事会和管理层面前的权威和威慑力，使其有能力也有胆量对董事会和管理层实施铁腕监督，这才是我国立法者当前的首要任务。在这几个方面，德国监事会实践中的相关制度具有极高的可借鉴性和可操作性。

Abstract: In our country, the board of supervisors has been unable to play its due role since its establishment. Although the legislation has been continuously improved, the effect is not good. The academic circle has gradually produced a voice of abolishing it or turning it into an optional institution. This view is actually based on a misunderstanding of the reasons for the obstacles to the performance of the board of supervisors. The board of supervisors must continue to exist for a long time. Therefore, the improvement should be focused on the comprehensive institutional safeguards for the effective performance of duties of the board of supervisors, and the exploration of the specific improvement approach should be premised on the identification of the root cause of the barriers to the performance of duties of the board of supervisors. The institutional experience in Germany to overcome the barriers to the performance of duties of supervisory boards, such as the mechanism for the election of supervisors, the information rights regime, the guarantee of the independence of supervisors, and the authority and division of labor of corporate bodies in compliance reviews, is worth examining and learning from.

Key Words: board of supervisors, obstacles to performance, German experience, amendment to the corporate law

（责任编辑：周 游 赵建蕊）

我国《公司法》下董监高赔偿责任 规则之检视与完善 ——基于 691 起司法案件的实证分析

冯 曦*

内容提要：对于董监高赔偿责任的构成要件、赔偿范围、责任免除和承担等方面司法实践的分析表明，我国法院对于董监高赔偿责任规则有不同理解，类案不同判的现象较为突出。公司法相关规则应该从以下方面予以完善：一是把董监高违反忠实义务和勤勉义务作为承担赔偿责任的行为要件；二是区分违反忠实义务和勤勉义务，前者适用严格责任原则，后者适用重大过失的归责标准；三是违反忠实义务的损失范围应该包括被告及其关联人所得收益；四是董监高的赔偿责任限制与免除仅适用于董监高在经营决策中违反注意义务的情形，法律应该对于免责程序做出原则性规定，授权法院限制赔偿金额；五是董事和监事应当承担连带赔偿责任，高级管理人员则应承担比例赔偿责任或者主要负责人责任；六是将“商业判断”作为免责事由来对待；七是建构考量“实质公平”的法律因果关系认定规则。

关键词：董监高赔偿责任 商业判断规则 免责

• 69 •

一、引言

我国《公司法》中关于董事、监事、高级管理人员（以下合称“董监高”）损害公司利益赔偿责任的规定主要包括第 21 条（关于董监高利用关联交易损害公司利益承担赔偿责任的规定）、第 112 条（关于董事免责的规定）、第 149 条（关于董监高损害赔偿责任的概括性规定）。国内学者关于董监高承担赔偿责任的讨论集中在四个核心问题：第一，董监高赔偿责任的构成要件，即

* 冯曦，南方医科大学卫生管理学院副教授。

四要件说还是三要件说；^{〔1〕} 第二，董监高违反注意义务的判定标准；^{〔2〕} 第三，董监高赔偿责任的限制与免除；^{〔3〕} 第四，商业判断规则立法与适用^{〔4〕}。

虽然对以上四个核心问题不乏理论和实证上的研究，但是已有研究一方面一般仅针对其中某一个话题单独展开，而忽视了以上问题之间的相互关联性（比如，违反注意义务的判定、赔偿责任免除与限制和商业判断规则之间的关联性），另一方面，已有实证研究所选择样本较小（40 件案件至 111 件案件之间^{〔5〕}），可能忽视了司法实践的一般规律和司法实践积累的有益经验。2021 年 12 月 20 日，提请十三届全国人大常委会第三十二次会议审议的《中华人民共和国公司法（修订草案）》增加了董监高损害公司利益的赔偿责任的规定，但是对于上述问题亦未予以充分回应。^{〔6〕}

据此，我们试图对公司法董监高损害公司利益赔偿责任规则予以“一体化”讨论，并扩大经验研究样本，同时结合国内外理论研究对我国司法实践进行检视，以期提出完善建议。本文首先实证考察我国司法实践对于董监高损害公司利益赔偿责任四个核心问题的回应，检视我国《公司法》董监高损害公司利益赔偿责任规则的实施效果；继而与美国法比较，提出完善《公司法》董监高损害公司利益赔偿责任规则的建议。

二、董监高损害公司利益赔偿责任规则实施之检视： 对司法判决的实证分析

（一）董监高赔偿责任规则司法实践的现状与规律

我们利用“威科先行”法律信息库，以“损害公司利益”的案由进行检索，收集了从 2014 年至 2016 年法院作出实体判决的案件，其中涉及董监高损害公司利益责任纠纷的共 691 件。根据我国《公司法》第 21 条、第 147 条、第 148 条和第 149 条规定，我们把董监高损害公司利益行为划分为侵占财产、违反勤勉义务、同业竞争、自我交易、挪用资金、擅自借款、侵占账册证

〔1〕 参见楼建波、闰辉、赵杨：《公司法中董事、监事、高管人员信义义务的法律适用研究——以北京市法院 2005—2007 年间的相关案例为样本的实证研究》，载《商事法论集》第 21 卷，法律出版社 2012 年版，第 530—564 页；周林彬、文雅静：《公司高管违反信义义务责任的司法适用现状与完善》，载《求是学刊》2014 年第 4 期。

〔2〕 参见陈本寒、艾围利：《董事注意义务与董事过失研究——从英美法与大陆法比较的角度进行考察》，载《清华法学》2011 年第 2 期；周林彬、官欣荣：《〈公司法〉第 148 条第 1 款“勤勉义务”规定的司法裁判标准探析》，载《商事法论集》第 21 卷，法律出版社 2012 年版，第 474—485 页。

〔3〕 参见王艳梅、祝雅柠：《论董事违反信义义务赔偿责任范围的界定——以世界银行〈营商环境报告〉“董事责任程度”为切入点》，载《北方法学》2019 年第 2 期；梁爽：《董事信义义务结构重组及对中国模式的反思：以美、日商业判断规则的运用为借镜》，载《中外法学》2016 年第 1 期。

〔4〕 参见前引〔3〕，梁爽文；邓峰：《代议制的公司：中国公司治理中的权力和责任》，北京大学出版社 2015 版，第 137—165 页。

〔5〕 周林彬等人的研究样本为 2014 年的 75 件案件（参见前引〔1〕，周林彬、文雅静文），楼建波等人的研究样本为 40 件（参见前引〔1〕，楼建波、闰辉、赵杨文），王艳梅等人的研究样本为 111 件案件（参见前引〔3〕，王艳梅、祝雅柠文）。

〔6〕 《中华人民共和国公司法（修订草案）》（以下简称《公司法修订草案》）对董监高的赔偿责任规则修改主要体现在以下方面：一是与公司资本催缴有关的赔偿责任（《公司法修订草案》第 47 条）；二是与抽逃公司资本有关的赔偿责任（《公司法修订草案》第 52 条）；三是董监高的勤勉和忠实义务的完善（《公司法修订草案》第 180 条）；四是与执行职务有关的连带赔偿责任（《公司法修订草案》第 190 条、第 191 条）；五是与违规分红有关的赔偿责任（《公司法修订草案》第 207 条）；六是董事作为清算义务人的赔偿责任（《公司法修订草案》第 228 条）。

照、违规担保、利用公司商业机会、关联交易、违反忠实义务其他情形 11 种类型,并进一步分析董监高赔偿责任规则实施情况,包括各类案件的占比和董监高承担财产责任分布情况。

1. 各类董监高损害公司利益案件的占比

按照以上对董监高损害公司利益行为的类型划分,我们对案件数进行统一分类,得到各年度各类董监高损害公司利益行为的案件数量和占比情况见表 1。其中,比例最高的是侵占财产类案件,占比为 35%;其次是违反勤勉义务类案件,占比为 19%;再次是同业竞争类案件,占比为 14%;〔7〕违反忠实义务其他情形案件占比为 13%。

我们从以上结果发现:第一,与其他学者发现不同的是,违反勤勉义务类案件大幅度增加,并成为主要案件类型;〔8〕第二,违反忠实义务的其他类型案件占比较大,换言之,适用《公司法》违反忠实义务兜底条款的案件增加较大;〔9〕第三,公司董监高同业竞争行为较为常见。

2. 董监高承担财产责任分布情况

根据《公司法》第 21 条、第 148 条和第 149 条规定,董监高违反法律、行政法规和公司章程规定应当承担赔偿责任(《公司法》第 21 条、第 149 条)、归入责任(《公司法》第 148 条第 2 款)。我们根据判决的责任形式和损害公司利益行为类型对案件进行分类和统计,统计结果见表 2。结果显示:(1)以证据不足理由驳回的案件占比为 51%,违反勤勉义务类案件被驳回案件数占比 67%,同业竞争类案件被驳回案件数占比 65%,利用公司商业机会类案件被驳回案件数占比 61%,违反忠实义务其他情形类案件被驳回案件数占比 57%。〔10〕(2)判决赔偿责任的案件数占比为 22%,判决返还责任(或者支付责任等)案件数占比为 26%,判决归入责任案件数占比为 2%。(3)各类行为被判赔偿责任的比率是:违规担保类案件占比为 100%,关联交易类案件占比为 43%,违反忠实义务其他情形案件占比为 37%,违反勤勉义务案件占比 29%,同业竞争类案件占比为 19%。(4)各类行为被判承担返还责任的比率是:挪用资金类案件占比 58%,侵占账册证照类案件占比 50%,侵占财产类案件占比 48%,自我交易类案件占比 37%。(5)各类行为被判承担归入责任的比率是:利用公司商业机会类案件占比 17%,同业竞争类案件占比 10%,关联交易类案件占比 4%,自我交易类案件占比 3%。

以上结果表明:第一,董监高承担返还财产责任是主要的责任形式,其次是赔偿责任,法院判决董事、高级管理人员承担归入责任的情形较少。第二,董监高违反勤勉义务承担责任形式为赔偿责任;违反忠实义务的责任形式主要是返还财产,其次是赔偿责任。第三,在涉及董监高损害公司利益的案件中,有 51% 的概率被驳回,驳回主要理由是证据不足。这也说明在董监高等损

• 71 •

〔7〕我国《公司法》第 148 条将同业竞争和利用商业机会规定在同一项中。如果把同业竞争和利用商业机会视为同类案件,则该类案件的占比为 17%。

〔8〕参见罗培新、李剑、赵颖洁:《我国公司高管勤勉义务之司法裁量的实证分析》,载《证券法苑》第 3 卷,法律出版社 2010 年版,第 372-470 页。

〔9〕类似的研究结论可参见王军:《公司经营者忠实和勤勉义务诉讼研究——以 14 省、直辖市的 137 件判决书为样本》,载《北方法学》2011 年第 4 期。

〔10〕法院判决驳回诉讼请求或者起诉其他理由包括:被告不适格、属于商业判断、不构成竞业禁止、经营合理性问题属于公司内部事务、原告承诺放弃、属于正常投资行为、尊重董监高依照职权作出决策之权利、已移交公安机关、原告不具有权益、被告无过错、不符合派生诉讼程序要求、未造成损失、正常决策、未违规等。法院作出其他判决包括:履行合同、履行义务、停止行为、确认违法、确认违反义务、代为偿还等。

害公司利益案件中，证据收集具有关键性影响，并且证据收集有较大难度，其中违反勤勉义务类案件尤其明显。

我们进一步按照年度对责任分布情况进行统计（见图 1），结果显示：以上结果变化不明显，说明以上结果不受年度（时间）影响。换言之，整体上，在 2014 至 2016 年间，法院对于董监高财产责任的裁判思维相对稳定，未见明显变化。

表 1 董监高损害公司利益案件裁判统计

损害公司利益行为类型		2014 年	2015 年	2016 年	总计	占比
违反忠实义务	侵占财产	67	91	85	243	35%
	同业竞争	27	37	30	94	14%
	自我交易	11	7	13	31	4%
	挪用资金	10	5	9	24	3%
	擅自借款	6	3	0	9	1%
	侵占账册证照	5	7	10	22	3%
	违规担保	5	0	2	7	1%
	关联交易	2	12	12	26	4%
	利用公司商业机会	4	6	9	19	3%
	违反忠实义务其他情形	33	33	22	88	13%
违反勤勉义务		37	55	36	128	19%
合计		207	256	228	691	100%

表 2 董监高责任承担形式占比情况统计

损害公司利益行为		赔偿	返还财产	所得归入	驳回（证据不足）
违反忠实义务	侵占财产	11%	48%	0	41%
	同业竞争	19%	6%	10%	65%
	自我交易	21%	37%	3%	39%
	挪用资金	13%	58%	0	29%
	擅自借款	36%	9%	0	55%
	侵占账册证照	9%	50%	0	41%
	违规担保	100%	0	0	0
	关联交易	43%	7%	4%	46%
	利用公司商业机会	17%	6%	17%	61%
	违反忠实义务其他情形	37%	6%	0	57%
违反勤勉义务		29%	4%	0	67%
各类责任形式占比		22%	26%	2%	51%

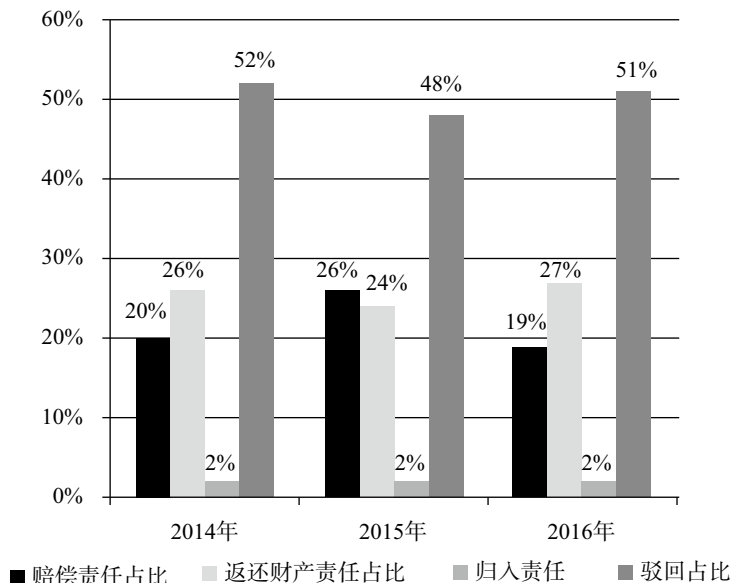


图1 2014—2016年度董监高损害公司利益责任形式占比情况

(二) 法院对董监高赔偿责任构成要件的分析

1. 法院对董监高赔偿责任构成要件的分析：现状与规律

董监高的赔偿责任属于违约责任、侵权责任，还是作为独立类别的违信责任，学者有不同观点。^{〔11〕} 根据最高人民法院《民事案件案由规定（试行）》，董监高违反法律、行政法规和公司章程规定的案件被归入侵权损害赔偿类案件；在司法实践中，法院也将此类案件作为侵权案件来处理。然而，司法实践中，法院判决对于赔偿责任构成要件的分析也不统一。其原因在于，第一，我国《公司法》并没有对赔偿责任构成要件做出明确规定。第二，我国侵权责任构成要件在立法和理论上也不统一，^{〔12〕} 法官对构成要件的分析享有较大裁量权。我们针对691件案件中法院判决董监高承担赔偿责任的151起案件的判决书，搜索“过失”“故意”“过错”“因果关系”等词语，共找到相关判决书32份（32起案件），占比为21.2%。其中在部分案件中，法院对构成要件做了较为完整的表述，在部分案件中，法院仅表述了部分构成要件。可见，法院对于董监高赔偿责任构成要件未予以重视。

〔11〕 对此，理论上有违约责任说、侵权责任说和独立责任说三种不同观点。违约责任说认为，公司章程可以对董事的信义义务进行约定，因此信义义务本质上是合同义务。侵权责任说认为，违反信义义务往往不以公司实际损失为限（比如，被告往往被要求承担归入责任），并常常课以惩罚性赔偿，这与侵权救济极为一致。独立责任说认为：不同于合同义务，信义义务不以当事人约定义务为限（比如，董事对公司的告知义务并不以董事与公司合同约定为限）；也不同于侵权责任，信义义务通常以当事人之间事先合意为基础，而在侵权责任中，不存在侵害人与被害人事先同意侵害发生的情形。See Tamar T Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2010, pp. 232–242. 对违反信义义务责任归型不同导致对责任构成要件的不同观点。如果把信义义务视为合同义务，违反合同义务承担违约责任的构成要件可简化为行为人的行为违反信义义务、损害事实和因果关系。如果把违反信义义务责任视为侵权责任，则其构成要件包括行为违法性、损害事实、行为与损害结果之间的因果关系以及行为人的过错。此外，在侵权责任说的内部也有不同观点，有观点认为应该适用三要件说，即责任构成要件包括“过错、损害以及其与行为之间的因果关系”，也有观点认为应该适用四要件说，即责任构成要件包括“过错、违法性、损害以及其与行为之间的因果关系”。参见前引〔1〕，楼建波、闰辉、赵杨文。

〔12〕 参见程啸：《侵权责任法》，法律出版社2015年版，第208页。

研究法院对构成要件分析的表达，我们发现，在 32 起案件中，关于构成要件最为充分的表达是“五要件”，即：主体要件、主观要件、行为要件、损害结果和因果关系，其中以“五要件”判决的案件有 3 起，占比为 9.4%。^{〔13〕}另外，法院对于构成要件分析最多的是行为要件、损害结果要件和因果关系要件，判决的数量为 10 份，占比为 31.3%。^{〔14〕}部分判决仅对其中某一要件进行分析，占比 6.2%。^{〔15〕}

就法院对构成要件的具体分析和表达进行分类发现，35%的判决会对主体构成要件进行分析，37%的判决会对主观要件进行分析，84%的判决会对行为要件进行分析，88%的判决会对损害结果要件进行分析，75%的判决会对因果关系进行分析。可见，我国法院在适用《公司法》第 149 条时，对于构成要件的分析没有统一看法和模式，相关规则适用隐含较大的不确定性。

2. 法院对于主观要件的分析

我国理论界和实务界对董监高赔偿责任主观要件有不同见解。^{〔16〕}在 32 起案件中，法院明确以存在过错为要件而判决董监高承担赔偿责任的占比为 37%。在其他案件，法院并没有对主观要件予以阐明。但是，有部分判决把行为、损失以及两者之间的因果关系作为构成要件，由此可推定部分法院遵循严格责任的归责原则。个别法院则明确表明《公司法》第 149 条规定对于董监高赔偿责任适用严格责任。比如，在汤某等与彭某损害公司利益责任纠纷上诉案中，法院明确指出，根据《公司法》第 149 条的规定，董监高承担责任的前提是违反法律、行政法规和章程的规定，而并不考虑董监高是否存在过错，因此是严格责任。^{〔17〕}

此外，在违反注意义务方面，我国法院通常首先判定主体的资格，然后以董监高岗位职责来判断其行为是否存在过错。可见，我国司法实践对于注意义务的判断标准是一种客观标准（以职责作为判断过失的依据）。有法院在说理时，也作出与美国法类似的客观标准的论证。比如，在重庆某农业有限公司与刘某损害公司利益责任纠纷案中，法院认为：“勤勉义务要求公司高级管理人员应谨慎、认真地行使公司赋予的权利。作为公司的高级管理人员，对公司的运营管理、经营模式较之他人有着更为突出的能力和才华，同时面对公司经营过程中出现违反法律、法规及公司章程的行为时，亦有着更为清醒明确的认知。”^{〔18〕}

3. 法院对损害要件的分析与损失的认定

如前所述，我国法院根据《公司法》第 149 条判决董监高承担赔偿责任，其理论依据是损害公司利益案件被归类为侵权类案件，因而损失被视为侵权赔偿责任的构成要件之一。然而，由于《公司法》和原《侵权责任法》均没有对损失认定标准作出规定，法院对于董监高的行为所造成的公司损失的认定属于法官自由裁量的范围。

〔13〕 参见上海市嘉定区人民法院（2015）嘉民二（商）初字第 2708 号民事判决书等。

〔14〕 参见浙江省杭州市余杭区人民法院（2016）浙 0110 民初字第 8388 号民事判决书等。

〔15〕 参见浙江省杭州市滨江区人民法院（2016）浙 0108 民初 3111 号民事判决书、上海市徐汇区人民法院（2013）徐民二（商）初字第 S1882 号民事判决书。

〔16〕 有学者认为我国《公司法》第 149 条关于董事等管理人员的赔偿责任并不以过错为要件，而仅以行为的违法性为要件。参见任自力：《公司董事的勤勉义务标准研究》，载《中国法学》2008 年第 6 期。然而，学者对于我国高管赔偿责任的实证研究发现，法院往往以“过错”作为高管承担赔偿责任的主观要件。参见前引〔8〕，罗培新、李剑、赵颖洁文，第 372-470 页。

〔17〕 参见重庆市第五中级人民法院（2015）渝五中法民终字第 02809 号民事判决书。

〔18〕 重庆市第五中级人民法院（2014）渝五中法民终字第 02635 号民事判决书。

司法实践中,法院认定的实际损失范围通常包括:一是直接损失(包括由于董监高等违反义务导致直接灭失的财产、罚款、违约赔偿、诉讼费用、审计费用等);二是被告所得利益(包括被告董监高等在被告企业中领取的工资、可得分红、被告公司的利润等)。

另外,在2014年的判决中,法院通常区分归入责任(即返还所得利益)和赔偿责任,即没有把所得利益归入原告损失,并限定责任主体为董事和高级管理人员,其基本依据是《公司法》第148条第2款关于归入权的规定。但是,2015年、2016年的判决书显示,法院判决被告承担归入责任的案件相对减少,而更多案件判决被告承担赔偿责任,此时被告董监高和被告企业所得利益通常被纳入损失范畴。换言之,在涉及违反信义义务类案件中,法院扩大了传统侵权法的损失的界定,受害人的损失不仅包括直接损失还包括被告及其关联人所得利益,从而扩大了传统侵权法上的损失范围。^[19]

4. 法院对行为要件的分析:“违反义务”与“违反法律规定”的关系

判决书显示,关于违反信义义务(《公司法》第147条)与违反法律规定(《公司法》第149条)的关系,法院有不同理解。在司法实践和理论中,一种观点认为,违反法律规定包括了违反信义义务;另一种观点则认为,违反信义义务包括了违反法律规定。^[20] 在我们收集的案例中,有3件案件明确把违反忠实义务勤勉义务作为行为要件,有7件案件明确把违反法律、行政法规或者公司章程的规定作为行为要件。

5. 法院对因果关系的分析

在前述的32件司法判决中,有75%的案件明确把因果关系作为责任的构成要件。不过,对于因果关系有不同表述。其中,共有20件案件使用了“因果关系”的表述,共有3件案件使用了“法律上的因果关系”“必然因果关系”的表述,共有2件案件采用了“直接因果关系”的表述,有1件案件采用了“关联性”的表述。

这些表述反映法院对于因果关系的不同理解。必然因果关系是过去我国侵权法上借助于哲学上因果关系的概念建构的因果关系概念;法律上的因果关系则是英美侵权法上的概念;关联性则与相关性相当,对其证明程度的要求低于对因果关系证明程度的要求。法院对因果关系的不同理解源于,我国侵权法理论和实务长期遵循的是哲学意义上的因果关系理论,自20世纪90年代中期以后,法律相当因果关系为理论和实务界所接受,但亦尚未形成体系化的因果关系理论。^[21]

[19] 虽然我国《公司法》第21条、第149条并没有对损失的范围做出规定,《公司法》第148条关于归入所得的规定仅适用于董事、高级管理人员,但是,如前所述,在司法实践中,当原告以损害赔偿请求董监高以及关联公司等被告支付所得利益时,法院往往会予以支持。

[20] 参见前引[2],周林彬、官欣荣文,第474-485页。

[21] 理论上,侵权法的因果关系可以分为两个层次的因果关系,第一层次在德国法上称为责任成立的因果关系,在普通法上称为事实因果关系。该层次因果关系主要考察的是加害行为与损害结果之间客观上是否有联系,采取的判断标准通常是条件说(but for规则、等价说、等同原因说等),即判断加害行为是否属于损害的条件。第二层次的因果关系,在德国法上称为责任范围因果关系,在普通法上称为法律上的因果关系,该层次因果关系解决的是损害赔偿范围的问题。其判断标准有相当因果关系说、可预见说等。司法实践中,如果第一层次的因果关系不存在,则无须考察第二层次的因果关系。长期以来,我国侵权责任因果关系理论受到哲学因果关系概念的影响,形成了必然因果关系理论。20世纪90年代中期以后,我国侵权法理论的必然因果关系理论备受抨击,相当因果关系理论成为判断因果关系的主流观点。相当因果关系理论不要求法官对每一个案件均脱离一般人的智识经验和认识水平,去追求所谓客观的、本质的必然联系,只要求法院依照一般社会知识和经验,判明原因事实与损害结果之间存在关系的可能性。参见前引[12],程啸书,第225-228页。

（三）法院对“商业判断”的适用

商业判断（business judgment）是美国法上的一项判例规则，对于它的性质，有两种不同观点，即“善良管理人标准说”^{〔22〕}和“免责说”^{〔23〕}，其中以“善良管理人标准说”为主流。“善良管理人标准说”认为：董事受到商业判断规则保护表明董事没有违反应承担的注意义务，尽管这种行为的结果被证明是一种失误判断并给公司带来损失，但董事的行为不构成过失，董事不负赔偿责任。免责说则认为董事受到商业判断规则保护并非意味着董事一定没有违反注意义务，而仅是表明董事本身存在轻过失而被免除责任。我国学者关于公司法是否应该引入商业判断规则有支持和反对两种截然不同的观点。^{〔24〕}

具体分析我国法院判决，我们发现，虽然我国《公司法》并没有规定商业判断规则，但是商业判断的表述和理念见诸我国司法裁判当中。法院对于商业判断的理解通常包括如下三种情形：

（1）如果管理者的行为是为了公司利益最大化，则该行为属于商业（经营）判断（此时法院采用的是“免责说”）。

在上海某材料技术有限公司与沈某等损害公司利益责任纠纷案^{〔25〕}中，原告公司认为，沈某等被告身为原告董事、总经理，未经股东会的同意，将大量检测业务形式上交给案外检测公司处理，实际仍然利用原告的人力、设备和技术实施检测、出具检测报告，并将检测费用付给案外检测公司，造成原告营业收入锐减，严重违反了《公司法》第149条第1款第5项关于董事、高级管理人员不得利用职务便利为他人谋取属于公司的商业机会的规定，对公司造成损失。法院认为，依据原告的陈述，二被告的行为符合“利用职务便利为他人谋取属于公司的商业机会”的情形。但法院注意到，原告系自被检测人处收取检测费之后再行支付给案外检测公司。二被告陈述的原告接受其客户检测业务后，将部分检测业务转交案外检测公司，并支付案外检测公司相应检测费用，由原告向其客户出具检测报告的事由，或者是检测时间紧迫，抑或由于公司自身检测范围、检测能力，抑或为了公司利益最大化。总之，系企业经营者的商业判断行为。

（2）如果管理者的行为有利于企业正常健康发展，则即使履职失误，也不能简单认定应当承

〔22〕 参见美国法律研究院：《公司治理原则：分析与建议》，楼建波等译，法律出版社2006年版，第159-160页。

〔23〕 参见前引〔4〕，邓峰书，第165页。

〔24〕 我国大部分学者支持在我国公司法中引入美国式商业判断规则。但是，也有学者认为我国公司法不应引入商业判断规则。支持者的理由是：第一，司法不应过分介入公司内部治理，过多的干涉董事等管理人员的经营判断会阻碍其经营的积极性，不利于公司治理的长远发展；第二，在缺乏商业判断规则约束下，法官对董事等管理人员注意义务的判定更容易滥用自由裁量权以致判决结果不公平；第三，商业判断规则作为判断董事等管理人员注意义务的重要补充规则，其最大作用在于避免加重董事等管理人员违反注意义务时所承担的民事责任。相关论述可参见前引〔4〕，邓峰书，第165页；前引〔8〕，罗培新、李剑、赵颖洁文，第372-470页；前引〔2〕，周林彬、官欣荣文，第474-485页；翁小川：《董事注意义务标准之厘定》，载《财经法学》2021年第6期。反对者的理由是：第一，商业判断规则是较之于注意义务更低要求的司法审查标准，盲目引入商业判断规则会导致董监高注意义务的行为标准和司法审查标准不一致；第二，我国是成文法国家，法院采用的司法审查标准必须与法定的行为标准一致，因此无法在司法上确立商业判断规则，只能在立法上通过设定董事等管理人员一般过失免责来实现对董事等管理人员的保护；第三，董事等管理人员与一般民事主体过失的判断标准是一致的，因此没有必要再次创设商业判断规则来对董事等管理人员进行保护；第四，较之于美国发达的市场约束等治理机制，我国公司的治理结构仍不成熟，因而对于商业判断规则应当谨慎引入。相关论述可参见前引〔2〕，陈本寒、艾围利文；张红、石一峰：《上市公司董事勤勉义务的司法裁判标准》，载《东方法学》2013年第1期。

〔25〕 上海市闵行区人民法院（2015）闵民二（商）初字第2542号民事判决书；上海市第一中级人民法院（2016）沪01民终5164号民事判决书。

担责任（此时法院采用的是“免责说”）。

在内蒙古某绒业有限公司（以下简称“中绒公司”）与张某损害公司利益责任纠纷案中，原告中绒公司因导致工期延误，需承担赔偿责任，其组织股东会议，认为法定代表人张某对公司利益受损负有责任。法院判决认为：“即使被告履职期间存在决策判断失误或其他履职过失，也不能简单认定为负有损害公司利益的责任，否则将导致所有公司损失均由失职企业高管承担，既不利于企业正常健康发展，亦有悖于相关立法精神。”〔26〕

（3）除非管理者存在主观恶意或者重大过失，否则对其行为不予审查（此时法院采用的是“善良管理人标准说”）。

在四川某有色金属股份有限公司与李某等损害公司利益责任纠纷案中，原告认为董事李某等六人超越《公司章程》授权处置公司设备，且采用破坏性方式拆除，将案涉浮选设备当作废品处置属于滥用职权，损害公司利益。法院认为：“本案既无证据显示作出案涉浮选设备系公司闲置设备这一商业判断的时任董事与拆除案涉浮选设备之间存在利害关系，也无证据显示时任董事做出上述判断存在主观恶意或重大过失。综合本案现有证据，时任董事根据所掌握的公司的实际运营情况、公司未来运营计划及负债情况等信息，做出案涉浮选设备系公司闲置设备这一判断并未背离一般经营者的通常决策水平，不存在明显的不合理，未违反董事的忠实义务和勤勉义务。”〔27〕

（四）赔偿数额的确定与赔偿责任的限制

如前所述，在我国公司法司法实践中，法院确定公司损失范围通常包括实际直接损失和被告所得利益，因此，被告赔偿范围通常包括认定的实际损失和被告所得利益。关于最终的赔偿金额，法院通常会考虑如下因素而确定：一是考虑被告的过错程度等来确定责任比例从而确定赔偿金额；二是考虑被告收入等实际承担能力；三是尊重当事人的约定，对于约定赔偿，法院一般会予以支持；四是考虑其他因素，以保障被告承担责任是公平的（比如，以所得利益作为赔偿金额时，通常会考虑到被告支付的成本，并在计算所得利益时予以扣除）。此外，过高的赔偿金额法院通常会酌情调整。〔28〕可见，虽然我国没有关于董监高限制赔偿责任的规定，但是，法院往往会基于公平原则予以调整。

便于我们分析董监高赔偿责任负担情况，判决赔偿责任的代表性案件重新分类为违反竞业禁止义务、关联交易、违法致损、违规致损、过失致损五种类型。我们对于单个个体承担的赔偿金额的最大值、最小值和均值进行了统计分析，结果显示，2014年至2016年间，董监高因过失致损承担的赔偿金额有下降趋势，而违反竞业禁止义务、关联交易、违法致损和违规致损的赔偿金额呈上升趋势（见表3、图2、图3）。以上结果从某种程度上反映法院对违反注意义务的宽容以及对于违反忠实义务的严苛。

〔26〕 内蒙古自治区乌兰浩特市中级人民法院（2016）内2201民初3737号民事判决书。

〔27〕 四川省高级人民法院（2014）川民终字第667号民事判决书。

〔28〕 参见浙江省杭州市中级人民法院（2014）浙杭商终字第2590号民事判决书；广东省广州市中级人民法院（2014）穗中法民二终字第430号民事判决书。

表 3 违反信义义务单个主体承担赔偿责任最大值、最小值和均值情况 (单位：万元/人)

违反义务类型	数值	2014 年	2015 年	2016 年
过失致损	最大值	33.33	360.6	120.61
	最小值	1	5	2.34
	均值	11.33	203.52	36.45
违法致损	最大值	113	2.98	111.7
	最小值	10	2.98	3.34
	均值	52.31	2.98	35.63
违反竞业禁止义务	最大值	713.9	190.87	869.78
	最小值	1.9	0.05	5
	均值	52.31	56.23	167.29
违规致损	最大值	791.98	211.09	1556.62
	最小值	0.845	0.25	0.83
	均值	52.31	61.98	175.6
关联交易	最大值	119.7	285.95	700
	最小值	24.78	2.7	3.6
	均值	72.24	75.68	117.99

• 78 •

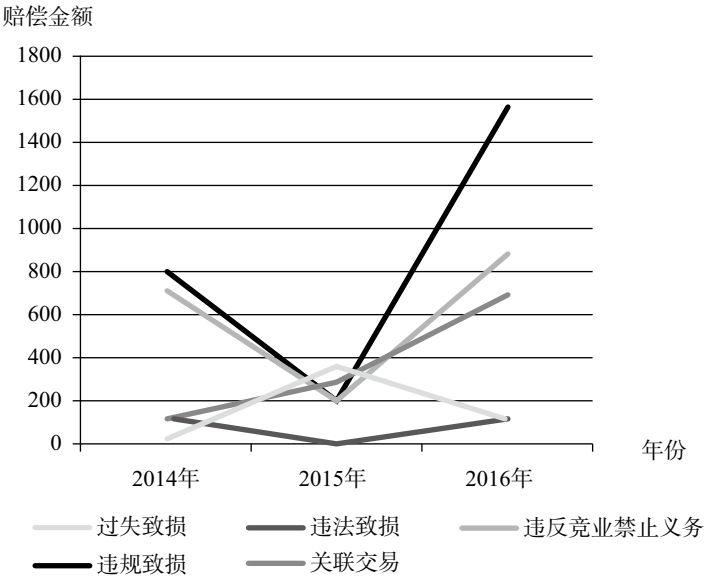


图 2 违反信义义务单个主体承担赔偿责任最大值变化趋势

(五) 董监高之间的责任承担

从收集的案件来看，我国司法实践对于董监高之间以及董监高与被告公司之间的连带责任问题尚无定论，主要有三种不同观点：一是连带责任须由法律规定或者约定，由于公司法对于董监高间以及董监高与被告公司之间的连带责任没有规定，因此不支持连带责任；〔29〕二是虽然公司

〔29〕 参见山东省高级人民法院（2016）鲁民终 1454 号民事判决书。

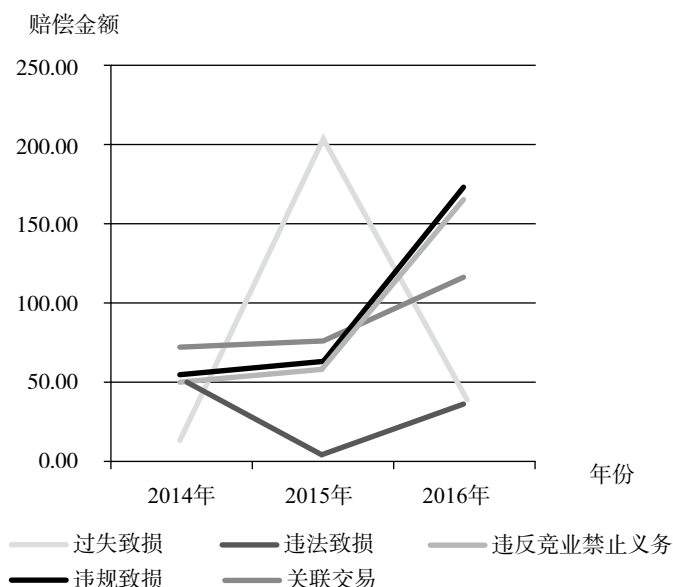


图3 违反信义义务单个主体承担赔偿责任均值变化趋势

法未对董监高间以及董监高与被告公司之间的连带责任做出规定，但是根据侵权法共同实施侵权人承担连带责任的规定，当董监高间或者董监高与被告公司之间实施共同侵权行为时，应该承担连带责任；^{〔30〕}三是关于归入责任，由于《公司法》仅规定董监高的违反忠实义务的归入责任，因此，被告公司不承担归入的连带责任^{〔31〕}。

• 79 •

（六）小结

前文从董监高赔偿责任构成要件、“商业判断”的适用、赔偿金额的计算、董监高等公司管理者之间的责任承担四个方面，对我国司法判决书进行了实证分析。我们发现，第一，大部分法院对于董监高赔偿责任构成要件论证并不重视，法院对于构成要件的分析也并没有统一的模式。在董监高承担赔偿责任的主观要件方面，不同法院看法差异较大，是否适用过错责任还是严格责任有不同看法；在行为要件方面，是以违反法律、行政法规和章程规定为要件还是以违反信义义务为要件也有不同看法；在因果关系的分析方面，法院的观点也不一致。第二，虽然我国立法并没有规定商业判断规则，但是司法实践已经接受了商业判断规则，反映出法院对公司董监高决策的尊重。第三，关于损失和赔偿范围，对于违反忠实义务类型案件，法院倾向于把被告所得收益列入赔偿范围。第四，虽然我国公司法没有对于限制责任的规定，但是法院会基于公平原则进行责任限制。第五，对于被告之间是否承担连带责任的问题，不同法院判决有不同观点，大部分法院判决倾向于以侵权责任法的规定为理由，判决被告之间承担连带责任。据此，我们拟进一步围绕上述五个方面，结合理论界的观点，提出完善我国《公司法》关于董监高赔偿责任的建议。

〔30〕 参见贵州省贵阳市中级人民法院（2016）黔01民再166号民事判决书。

〔31〕 参见辽宁省沈阳市中级人民法院（2015）沈中民三终字第387号民事判决书。但是在违反竞业禁止义务的案件中，也有法院认为，被告与被告所经营的公司是共同受益人，因此，被告所经营的公司应该与被告承担连带的归入责任。参见河北省高级人民法院（2014）冀民一终字第376号民事判决书。

三、我国公司法董监高损害公司利益赔偿责任规则之完善

（一）关于董监高赔偿责任的构成要件

1. 归责原则：过错责任抑或严格责任

一般认为，董监高赔偿责任的归责依据是我国《公司法》第149条的规定。由于法律条文以违反法律、行政法规规定和公司章程作为行为要件，而对于主观要件规定不明确，加之对于违反法律、行政法规规定和公司章程以及违反信义义务之间的关系有不同理解，我国法院对于赔偿责任归责原则是过错责任还是严格责任，观点不一。

美国法对于董事等管理者违反注意义务采用重大过失的归责标准；而对于董事等管理者违反忠实义务的适用“公平”（fairness）标准而不问董事等行为人的主观状态。^{〔32〕}由此可见，美国法对于董事等管理者违反忠实义务实际上采用的是严格责任归责原则。

一般认为，我国《公司法》第147条关于董监高勤勉义务借鉴于美国法的注意义务。因此，依照注意义务的一般法律原理，对于董监高违反注意义务承担赔偿责任应当采用过错责任原则。^{〔33〕}相对而言，违反忠实义务的行为以“以权谋私”为特点，违反竞业禁止义务、自我交易等行为如果对于公司而言不公平或者损害公司利益，均已经对公司造成损失，此时董监高应当承担返还或者赔偿责任，而与当事人的主观状态无关。因此，对于董监高违反忠实义务的行为课责应该适用严格责任。

2. 违反注意义务：过失认定规则

在注意义务方面，美国司法实践以董事等管理者职位职能^{〔34〕}为基础，建立了违反注意义务判定的主观标准和客观标准。其中，客观标准要求董事等管理者以他合理相信为公司最佳利益的方式履行职责，并且要如同“普通谨慎人”那样尽到合理注意。主观标准要求董事等管理者履行职责时应该怀有善意，发挥其专业技能的作用。美国司法实践同时还对“普通谨慎人”“合理注意”等进行界定。其中，普通谨慎人是指有能力完成特定任务的通才，但是如果职位有特殊专门技能要求，则应该以专门技能作为注意义务判断依据。对于合理注意义务的司法审查标准则采用了“商业判断规则”。^{〔35〕}

我国学者对于董事等管理者合理注意义务判断标准也主要围绕主观标准和客观标准展开，主要有四种观点：第一种观点主张，应该采用主观标准和客观标准相结合的方式，也就是美国公司

〔32〕 See Julian Velasco, How Many Fiduciary Duties Are There in Corporate Law? 83 (6) *Southern California Law Review*, 1213-1318 (2010).

〔33〕 参见前引〔12〕，程啸书，第208页。

〔34〕 美国法通常也把职能作为判断当事人行为是否存在过错的要件，但同时指出，公司管理者职能是千差万别并且随着时间发生变化的，因此，对于注意义务的适用也应该根据具体情况予以解释。参见前引〔22〕，美国法律研究院书，第167页。

〔35〕 美国司法实践通常认为“合理注意”标准应该从公司董事和高管的角度出发，在特定情况下应考虑公平以及合理预期等因素。对于董事的监督义务，也只能以一般条款方式予以规定，因为对于特定案件中监督到什么程度才算合适的问题是没法用明确的语句加以阐述的；判断特定的董事履行监督义务是否尽到必要的注意，应当对特定情况予以考虑。参见前引〔22〕，美国法律研究院书，第176页。

法所采用的标准；^{〔36〕} 第二种观点主张采用日本折中式行为标准，即采用善良管理人标准但适用免责规则；^{〔37〕} 第三种观点认为应该引入美国法上的客观标准（同时也是英、德、法等国家采用的标准），并以董事等管理者“善意”“充分知悉”和“合理相信”作为判断董事等管理者追求公司最佳利益的辅助标准，但是不宜引入美国法上的主观标准；^{〔38〕} 第四种观点认为公司法应该建立以客观标准为主、特别约定为辅的方式明确董监高合理注意的判断标准^{〔39〕}。

对此，我们认为，从前文对我国司法实践的分析来看，客观标准为大部分法院所接受，并且更能激励董监高努力工作，因而应采用客观标准。然而，由于董监高的职能是随着时间以及环境发生变化的，因而对注意义务行为的判断标准也应该是灵活的，在采用客观标准的同时，也应该考虑主观标准、董监高与公司之间约定以及公平原则，“融入情景考量”等因素。^{〔40〕}

3. 关于违反信义义务与违反法律的关系

从《公司法》第149条的表述和司法实践来看，董监高承担赔偿责任的情形包括：第一，由于董监高违反公法上规定，其作为（比如行贿或者受贿、从事内幕交易）或者不作为（比如未履行安全管理义务）导致公司承担责任；第二，由于董监高违反私法上的规定，其作为（比如自我交易、侵犯商业秘密等）或者不作为（比如怠于履行协助履行合同义务）导致公司承担责任；第三，董监高违反遵守公司章程的义务，导致公司承担责任。

但是，如果董监高的行为不违反法律也不违反公司章程但导致公司损失或者不合理开支，董监高是否应当承担赔偿责任？该问题涉及公司董事信义义务与董事等管理者行为符合法律、行政法规和公司章程规定的关系。在德国法上，董事等管理者的信义义务被视为一般条款，^{〔41〕} 在美国法上，董事等管理者的信义义务被认为具有衡平法特性^{〔42〕}。作为一般条款或者衡平功能的信义义务，其首要功能是防止董事等管理者的机会主义行为（即以法律、公司章程、合同等没有明确规定为由而逃避义务）。从立法技术上，信义义务条款的功能在于授权法院对董事等的机会主义行为予以识别和惩罚。因此，其含义包括董事不仅要遵守法律、行政法规、公司章程，还应该遵守部门规章、行业规范、惯例等。在美国法上，对于信义义务遵守的审查包括了董事等管理者的决策是否合理、是否存在浪费公司资产等，而不以董事等管理者是否遵守法律和公司章程为限。

我国《公司法》第149条的规定常常容易引起误解，以为审查董监高行为仅在于审查是否遵守法律、行政法规和公司章程的规定。比如，在赞培拉游乐设备（苏州）有限公司与费某损害公司利益责任纠纷案中，争议焦点之一是原告公司是否应该加入中国意大利国际商会并缴纳会费，

〔36〕 参见李强：《董事注意义务研究》，武汉大学2009年博士学位论文，第165页；前引〔2〕，周林彬、官欣荣文，第474-485页；前引〔24〕，张红、石一峰文。

〔37〕 参见前引〔16〕，任自力文。

〔38〕 参见前引〔2〕，陈本寒、艾围利文。

〔39〕 参见前引〔8〕，罗培新、李剑、赵颖洁文。

〔40〕 参见前引〔24〕，翁小川文。

〔41〕 参见〔德〕托马斯·莱塞尔：《德国资合公司法》，高旭军译，法律出版社2005年版，第161页。

〔42〕 See Henry E. Smith, Why Fiduciary Law Is Equitable, in Andrew S. Gold, Paul B. Miller ed., *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2014, pp. 261-284.

法院审查的要点是被告董事长兼总经理、法定代表人费某行为是否违反法律、行政法规和公司章程的规定。^{〔43〕}然而，从董监高信义义务条款功能出发，法院审查的要点不仅是加入中国意大利商会是否违反法律、行政法规和公司章程规定，还应该审查加入中国意大利商会是否具有合理性、是否存在公司资产的浪费等。

因此，《公司法》把违反法律、行政法规和公司章程规定，作为董监高承担赔偿责任的构成要件之一窄化了董监高义务范围，应该把董监高违反信义义务行为作为赔偿责任的行为要件。

4. 损失的认定规则

关于董事等管理者违反义务所导致的损失的认定，我国公司法与美国公司法司法实践相同之处主要表现在：把董事等管理者因违反义务所获得收益以及董事等管理者关联公司所获得的收益（通常发生在关联交易、竞业禁止等情形）纳入损失范围。我国法与美国法不同之处主要表现在：第一，我国法和司法实践一般不把无形损失纳入损失范围，而美国法则把无形损失纳入损失范围；第二，美国法把净损失作为原告提起诉讼的要件，我国法对此未作规定。

对此，我们认为，公司法应该对如下事项予以明确规定：一是，应该把关联公司的收益作为衡量公司损失的标准之一。^{〔44〕}二是，随着商事人格权以及商誉的价值越来越被重视，应该把无形损失作为公司损失考虑。三是，不宜把净损失作为起诉要件，但是，被告可举证不存在净损失予以抗辩。其原因在于，如果把净损失作为起诉要件，加大了原告的证明责任，同时也抑制了股东派生诉讼的治理作用。四是把净损失纳入赔偿范围予以考虑。^{〔45〕}

5. 因果关系的认定规则

在美国司法实践中，不法行为与损失之间的因果关系也是被告承担责任的前提条件。法院通常会进行事实上因果关系分析和法律上因果关系分析。在分析损失与不法行为是否存在事实上的因果关系时，法院通常的判断依据是：被告尽到合理注意义务就能够避免公司损失。如果董事等管理者没有尽到合理注意义务，并且有损失的发生，那么董事等管理者的行为与损失就存在事实上的因果关系，否则不存在事实上的因果关系。^{〔46〕}在分析损失与不法行为是否存在法律上的因果关系时，法院通常还需要判断不法行为是否对损失造成实质性影响（即近因）。对于实质性影响的分析，法院通常会考虑董事等管理者的作为或者不作为是否能够阻止损失的发生。比如，倘若被告董事坚决反对但仍不能阻止其他董事对公司采取不利行动，法院会认为被告董事的不作为与公司损失之间的因果关系过于微弱，不足以构成造成公司损失的实质性因素，因此，董事等管

〔43〕 参见江苏省苏州市虎丘区人民法院（2015）虎商外初字第00003号民事判决书。

〔44〕 在知识产权法中有类似规定。比如，我国《专利法》第71条规定，权利人实际损失难以确定的，可以按照侵权人因侵权所获得的利益确定赔偿数额。

〔45〕 需要指出的是，我国《公司法》仅对于赔偿责任做出规定，据此，公司无损失则无救济。但是在实际经营活动中，董监高作为或者不作为不一定会造成公司损失或者潜在损失尚未显现，但对公司利益造成消极影响，如果不予以救济则可能造成长期的不良影响。因此，对于董监高违反信义义务的情形，《公司法》不应该仅规定赔偿这种单一的责任形式，而应该建构包括董监高停止侵害、确认其行为违法等民事责任形式，如前所述，在司法实践中，法院也应经常做出此类判决。

〔46〕 例如，欺诈人用了很巧妙的方法进行欺诈，如果公司的董事即使尽了适当的注意义务也不能察觉这种欺诈，则不认定存在事实上的因果关系，根据传统的侵权法原则，当事人也因此不承担责任。参见前引〔22〕，美国法律研究院书，第800、811页。

理者的不法行为与损失之间不存在法律上的因果关系。^{〔47〕}可见,从美国司法实践来看,一方面,因果关系存在是董事等管理者对损失负担责任的条件,另一方面,因果关系认定往往会考虑公平性和合理性,属于衡平的范畴。

分析判决文书,我们发现我国司法实践对于因果关系的认定标准较为混乱,法院对于违反义务与损失结果之间关系的认定和分析比较粗糙。比如,在林某与姚某损害公司利益责任纠纷上诉案中,二审法院认为,被告公司负责人对公司资产缺乏清点和管理,应当承担损失的赔偿责任。^{〔48〕}但是,资产价值的减少可能有多方面的原因,被告疏于清点仅是一个方面,法院未能充分说明公司负责人对于公司资产缺乏清点和管理是导致资产减少的直接原因或者实质性原因。

也有法院在认定因果关系上的做法与美国司法实践类似,即以实质性影响作为因果关系的主要考虑因素。比如,重庆某农业有限公司(以下简称“瑞恩公司”)与刘某损害公司利益责任纠纷案中,法院认为:瑞恩公司已于2011年因其自身原因陷入经营困境,即使在此期间内存在刘某占用该公司营业执照、公章等证照的行为,但这一行为与瑞恩公司因此不能正常经营承租土地的项目并据此获取收益或补贴并不具备直接、必然的因果联系。此外,公司经营困难甚至不能经营是由多种原因的作用力所致,仅凭刘某的前述行为并不足以毁损瑞恩公司的经营秩序,故对瑞恩公司诉请的因承租土地产生的收益损失,法院不予支持。^{〔49〕}

基于以上分析,我们认为,一方面,在董监高损害公司利益案件中,因果关系的认定较为困难,厘清公司利润减少是董监高违反注意义务而非其他因素所导致,尤为困难。因此,我们可以借鉴美国法上的“实质性影响”因素作为因果关系认定依据,以案件事实为基础,结合公平原则予以认定。另一方面,未来的立法(包括制定司法解释)应对认定因果关系实质性影响的因素进行类型化,为司法裁判提供指引。

(二) 关于商业判断规则的引入与适用

“商业判断”的思想基础是司法应该对于商业经营世界保持尊重。^{〔50〕}商业判断规则被视为董事等管理者因违反注意义务而被课予责任的“安全港规则”。一般认为,在美国,商业判断规则的适用是对董事等管理者的行为是否违反注意义务进行司法审查的前置程序:原告有责任证明公司董事等管理者在经营决策时,存在主观恶意损害公司利益、欺诈或者利益冲突的情形,否则法院对经营决策合理性不予审查。如果法院认为原告证明的事实成立,则原告需要进一步证明,被告的行为存在重大过失(比如不合理的浪费等)。^{〔51〕}

可见,在司法实践中,商业判断规则的核心在于举证责任分配。在我国现行法律框架下,商业判断规则引入有两种理论方案:一是把商业判断作为对董监高行为司法审查的前置程序;二是把商业判断作为董监高的免责事由。^{〔52〕}就第一种方案而言,公司法应该规定对于董监高等经营

〔47〕 参见前引〔22〕,美国法律研究院书,第801页。

〔48〕 参见上海市第二中级人民法院(2013)沪二中民四(商)终字第1302号民事判决书。

〔49〕 参见重庆市第五中级人民法院(2014)渝五中法民终字第02635号民事判决书。

〔50〕 参见〔美〕斯蒂芬·M·贝恩布里奇:《理论与实践中的新公司治理模式》,赵渊译,法律出版社2012版,第91-94页。

〔51〕 参见前引〔22〕,美国法律研究院书,第220页。

〔52〕 参见前引〔4〕,邓峰书,第137页。

决策司法审查的前提是原告能够证明被告存在欺诈或者利益冲突等行为，继而证明被告在决策时存在重大过失（显而易见地违反了合理注意义务）。就第二种方案而言，当原告以董监高违反注意义务为由要求其承担赔偿责任时，被告可以以商业判断为由主张免责，即被告举证证明他的决策行为是商业判断（比如，交易不存在明显不合理等）。可见，两种方案涉及举证责任的分配，因此，均应该以制定法规则为前提。

我们认为，相对而言，后一种方案，即以商业判断为免责事由，更有利于调和“支持论”和“反对论”的对立关系。其理由在于：司法机关固然应该尊重公司董监高的经营决策，但是并不意味着董监高可以肆意妄为。对董监高课以决策过程不存在欺诈、利益冲突、为公司最大利益的证明责任是对董监高权力的约束，况且从证明成本来看，董监高对其行为是否存在欺诈等情形更有举证上的便利。

（三）关于赔偿范围规则

对于董监高损害公司利益的赔偿范围，美国法一般适用全面恢复原状原则和“净损失”规则。全面恢复原状原则要求被告董事等管理者对于公司损失予以全额赔偿，以实现全面恢复原状为目的。净损失则是指公司因为被告董事等管理者违反义务而获益可以抵销由此而导致的公司损失。^[53]

全面恢复原状原则的要义在于：一是董事等管理者只对依据常识可预见的损失承担责任；二是被告应对自己或者其关联方因违反义务行为所获收益做出说明，并在恢复原状的范围内返还全部或者部分收益；^[54] 三是不允许双重受偿，被告须将未纳入公司损失或者超出公司损失部分的收益返还公司^[55]。净损失规则的要义在于：一是原告必须证明公司受到了实际损失，包括无形损失；二是主张抵销权的被告必须证明可以抵销公司损失的公司获利（包括非法收益^[56]）；三是被告应证明公司实际上没有净损失^[57]。

如前所述，我国司法实践通常在把被告董监高个人或者被告公司收益纳入损失考虑时，会扣除被告取得收益的成本。此外，对于公司因为违法所获得的利益，在我国一般会通过行政责任或者刑事责任予以没收，甚至以之为基数施加罚款罚金，从而构成无法被抵销的公司损失，因此，我国缺乏美国法上的“非法利益”存在空间。进一步借鉴美国法的全面恢复原则和净损失规则，我们认为，可以从以下三方面完善我国董监高赔偿范围规则：第一，区分违反忠实义务和注意义务的赔偿责任，对于前者把被告所得收益列入损失和赔偿范围，但是不能违反“不能双重受偿原则”；第二，公司的无形损失也应列入赔偿范围；第三，当被告董监高或者被告公司能够证明董

[53] 参见前引〔22〕，美国法律研究院书，第804页。

[54] 参见前引〔22〕，美国法律研究院书，第798页。

[55] 该规则来源于美国代理法的一般原则，即代理人必须就其通过（被代理人）财产的不当使用所获得收益对被代理人承担（返还）责任。参见前引〔22〕，美国法律研究院书，第798页。但在涉及故意欺诈或者滥用公司资产的案例中，被告往往被判决支付惩罚性赔偿金。参见前引〔22〕，美国法律研究院书，第809页。

[56] 在美国法上，非法收益是指行为人违法而获得的收益。比如，某公司是保险公司，贷款业务受到法律的限制。该公司故意违法放贷，并按照高于银行利率收取利息。最后，借款人无法偿还全部本息。该公司股东起诉董事要求其承担赔偿责任。在确定赔偿范围时，法院允许以超额利息部分抵销公司所受到的损失。参见前引〔22〕，美国法律研究院书，第805页。

[57] 通常认为，这样的分配举证责任主要是考虑到被告比原告更了解相关的事实，法院享有是否允许抵销的自由裁量权。如果法院认为这种抵销违背了成文法的精神或者其他明确的公共政策，法院可以拒绝这种抵销。参见前引〔22〕，美国法律研究院书，第805页。

监高违反义务但是公司因此也取得收益时,该部分收益应该从损失中扣除。

(四) 关于董监高赔偿责任限制与免除规则

对董事等管理者违反注意义务的赔偿责任限制或免除已经成为美国各州公司法通例,其立法模式通常有两种,一是“章程选择”;二是“自动生效”。前者系指法律授权股东会可以章程等方式限制或免除董事等管理者的责任,后者则是法律直接明文规定限制或免除董事等管理者的责任。^{〔58〕}日本《公司法》也规定,董事执行职务善意且无重大过失的,可经股东大会决议或者公司章程规定免除部分或全部赔偿责任。较之于以上模式而言,我国《公司法》仅规定董事“异议签字免责”的“签名认定标准”已经不合时宜。^{〔59〕}

从法律规则的实施效果视角看,违反注意义务的责任限制有多种方式。比如,在归责标准方面采用较高的责任标准(重大过失或者故意)、在认定因果关系时适用“比例原因关系”(按照原因力的大小确定赔偿责任)^{〔60〕}或“实质性影响因果关系”、适用商业判断规则等。因此,对于违反注意义务赔偿责任限制或者免除的专门条款事实上是对董监高赔偿责任的“二次减免”。从国外立法和实践来看,法律授权通过章程、股东同意或者法院限制和免除董监高赔偿责任已经是一种潮流。如前所述,我国法院通常会根据董监高过失程度考虑赔偿责任,同时根据当事人的收入水平和赔偿能力等来确定赔偿金额,但是,这种依赖于法院自由裁量权来决定赔偿金额的做法,具有较大不确定性。随着我国法院判赔金额的上升,董监高面临的风险越来越高,需要立法对于责任限制和免除予以专门规定。

据此,对于违反信义义务赔偿责任的限制和免除问题,《公司法》可以在以下三方面予以规定:第一,关于限制和免除责任的条件,《公司法》可以规定董监高只有在违反注意义务需要承担赔偿责任时方可限制或者免除该责任,违反忠实义务的赔偿责任不能免除。第二,关于免除责任的程序,《公司法》可以规定对有限责任公司而言,公司章程可规定经过股东一致同意可以免除董事、监事违反注意义务的赔偿责任;董事会有权免除高级管理人员的赔偿责任,但是必须向股东披露;股东可以在任何一次股东会上修改公司章程的上述规定。对于股份有限公司而言,《公司法》可规定公司董监高赔偿责任可以经过股东大会决议事后免除,同时规定参与表决的股东应为与被课责的董监高无利害关系的股东,且须经过参与表决的三分之二以上的股东同意方可免除。第三,关于限制比例的确定,根据司法实践的经验,《公司法》可以授权法院对于违反注意义务的赔偿责任进行限制并根据董监高收入水平、支付能力等予以裁量。

(五) 关于董监高之间的责任承担规则

对于董监高违反忠实义务和注意义务的赔偿责任承担方式,有三种方案:一是连带责任,二是比例责任,三是主要负责人责任。连带责任是责任人对于损失均负有赔偿责任,比例责任是根据董监高之间过错程度来决定每个董监高责任的承担,主要负责人责任是指仅对做出决定的负责人课以责任。

课以责任的目的在于把行为人行为造成的负外部性内部化。因此,我们认为,第一,由于公

〔58〕 See James J. Hanks, Jr., Larry P. Scruggins, Protecting Directors and Officers from Liability—The Influence of the Model Business Corporation Act, 56 Bus. Law., 3, 24 (2000).

〔59〕 参见前引〔4〕,邓峰书,第170页。

〔60〕 参见前引〔3〕,梁爽文。

司董事会和监事会决议方式是合议制，在董事和监事责任层面上，不存在主要负责人责任；又由于董事会决议或监事会决议经董事或者监事表决形成，因此不存在比例责任。为了避免董事或者监事之间在决策时“搭便车”，公司法可规定由同意决议的董事或者监事对决议行为所导致的损失承担连带责任。^{〔61〕}第二，在执行层面上，如果决策由某一特定高级管理人员做出，该高级管理人员应当承担主要负责人责任。第三，在执行层面上，如果有多个高级管理人员参与决策，则在多个责任人之间应该适用比例责任。^{〔62〕}其原因在于一方面不同责任人之间的执行地位不同，其作用不同，适用连带责任，会不当加大作用较小的责任人的责任；另一方面，执行人之间以团队方式运作，比例原则有利于强化团队成员之间的合作。

另外，如前所述，法院对于违反忠实义务的被告董事、高级管理人员所经营的企业是否应当承担归入责任，有不同判决。从《公司法》第148条表述和文义解释来看，归入责任是个人责任。因此，归入责任不适用董事和高管身份以外的个人或者组织。但是，如果按照我国司法实践的方案，把董事和高管个人收益和有利害关系的公司的收益纳入损失计算范围时，赔偿责任实质上吸收了归入责任，此时被告董事和高管以及具有利害关系的公司之间承担连带责任。在这种情况下，发生归入责任和赔偿责任的竞合，原告公司可以根据举证成本等选择要求被告承担归入责任还是赔偿责任，从法律实施效果上看，并不影响被告所经营企业的责任承担。

四、结 论

• 86 •

通过对《公司法》董监高赔偿责任规则的司法状况进行体系性的检讨和理论梳理，我们发现，在司法实践中，我国法院一般把违反法律、行政法规和公司章程规定的法律责任视为侵权责任。但是，法院对于董监高承担赔偿责任的主观要件（过失还是故意）、行为要件、损害结果要件和因果关系等方面，有不同理解，尚未形成统一的规则。

具体而言，法院适用《公司法》董监高赔偿责任规则存在如下特点：第一，我国法院并没有严格根据忠实义务与勤勉义务的区分，考量行为人主观状态（故意还是过失）；第二，关于赔偿责任构成要件中的因果关系，法院适用和表述较为混乱，既有“必然因果关系”等传统的因果关

〔61〕 美国不同州对于董事是否承担连带责任的做法不一。美国法律研究院的《公司治理原则》也没有明确各责任人应该承担连带责任还是根据各自的过错部分承担责任，认为该事项应该由州法律解释，但理论上，美国法律研究院的《公司治理原则》支持适用连带责任。参见前引〔22〕，美国法律研究院书，第801、802、813页。

〔62〕 对于各个责任人的责任承担，我国法院有不同观点，有适用连带责任的，比如，在安丘某机械有限公司与王某等损害公司利益责任纠纷案中，法院认为，三被告不仅严重有违其作为原告董事、高级管理人员的忠实义务，且违反国家税收法律规定，给原告造成了严重损害，理应对造成的全部损失共同承担连带赔偿责任。参见山东省安丘市人民法院（2014）安商初字第132号民事判决书。又比如，汤某等人损害永发公司利益责任纠纷案中，二审法院认为，汤某等存在主观上的疏忽、懈怠，违背了公司高级管理人员的忠实勤勉义务。《公司法》第149条所规定的董事、监事、高级管理人员的赔偿责任为严格责任，即公司董事、监事、高级管理人员只要有违反法律、行政法规或者公司章程规定的行为，且给公司造成了损失，即应对该损失承担赔偿责任。因此，汤某等上诉人应对公司的经济损失承担连带赔偿责任。参见重庆市第五中级人民法院（2015）渝五中法民终字第02809号民事判决书。也有法院认为不应采用连带责任的方式。比如，在广西某建设集团有限公司与杨某、黎某、江某、陈某等人损害公司利益责任纠纷案中，一审法院认为：杨某、黎某作为公司的高级管理人员，江某、陈某作为财务人员，均违反了公司的财务制度和《公司法》规定，对造成公司的资金损失有过错，应承担相应的赔偿责任。根据过错程度和各自在造成资金损失中所起的作用，由杨某承担60%的赔偿责任，黎某承担20%的赔偿责任，江某、陈某各承担10%的赔偿责任。参见广西壮族自治区玉林市中级人民法院（2016）桂09民终1714号民事判决书。

系表述,也有“现代”的“法律上因果关系”的表述;第三,在赔偿范围方面,一般会把被告董监高等以及利害关系人所得利益纳入损失范围;第四,在赔偿责任承担方面,有法院根据董监高与公司约定、当事人的过错程度和公平原则等确定赔偿,既有法院认为被告之间应该承担连带责任,也有法院认为被告之间应当承担比例责任;第五,“商业判断”理念已经为法院所接受。

我国公司法应该在以下方面对董监高赔偿责任规则予以完善:第一,把董监高违反信义义务(忠实义务和勤勉义务)作为承担赔偿责任的行为要件;第二,关于赔偿责任归责原则,应该区分违反忠实义务和注意义务,前者适用严格责任原则,后者适用重大过失的归责标准;第三,关于赔偿范围,对违反忠实义务的情形,应把被告所得收益列入损失范围,被告对此应予以赔偿;第四,关于赔偿责任的免除,立法应该规定董监高只有在违反注意义务时方可限制或者免除赔偿责任,违反忠实义务的赔偿责任不能免除,立法对于免责程序应做出原则性规定,同时授权法院限制赔偿金额;第五,关于责任承担的形式,董事和监事应当承担连带赔偿责任,高级管理人员则应承担主要责任人赔偿责任或者比例赔偿责任;第六,“商业判断”作为免责事由来对待,并规定适用该规则时的证明责任;第七,关于董监高违反义务与损害结果因果关系的认定,应该建构以实质公平原则为基础的因果关系认定规则。

Abstract: Company Law of China stipulates that directors, supervisors and senior executives (“DSE”) should be liable for compensation for breach of fiduciary duty. The empirical analysis of the constitutive requirements, scope of compensation, exemption and assumption of liability of DSE shows that in China’s judicial practice, the courts have different interpretations of relevant rules, and the phenomenon of different judgments in similar cases is more prominent. The relevant rules of the company law should be improved from the following aspects. First, take the violation of the duty of loyalty and diligence by the DSE as the behavioral elements of assuming the liability for compensation. Second, distinguish the violation of the duty of loyalty from the duty of care. In the principle of liability fixation, the former applies the principle of strict liability, while the latter applies the principle of gross negligence. Three, the loss scope of breach of duty of loyalty should include the income of the defendant and related persons. Fourth, the limitation and exemption of compensation liability only applies to the situation that DSE violates the duty of care in business decision-making. At the same time, the law should make rules in principle for the liability exemption procedure and authorize the court to limit the amount of compensation. Fifth, directors and supervisors should bear joint and several liability, while senior managers should bear proportional liability. The sixth is to treat “business judgment” as the origin of exemption. The seventh to establish the rules of legal causality based on substantive fairness.

Key Words: compensation liability, business judgment rules, liability exemption

《公司法》修改背景下股东表决权不统一行使规则

李建伟 林树荣*

内容提要：股东表决权的不统一行使是实现股东利益、平衡公司各方主体利益与彰显公司正义的可行进路。我国《公司法》未明文规定该制度，学界争议不断与商事实践的混乱无章已凸显负面影响。以表决权为中心的股权权能或利益分离框架，以及以意思表示为中心的组织法思维为此提供了绝佳的理论分析框架。表决权内外价值二分视角、股东异质化与利益多元化、公司正义的维护以及中国公司治理的文化拘束等验证了确立该制度的必要性。股东表决权不统一行使的公司法规范设计应当考虑资格条件、适用范围、行使程序与效果等具体事项，区分公司类型以选定合适的入法进路；电子通信制度的引入能够消减不统一行使表决权制度所嵌套的负面影响。总之，股东表决权不统一行使的入法进路，应当于增强规则可操作性与消减规则负面影响之间取得平衡，以实现股东表决权行使方式变革的理念更新与制度调适。

关键词：股东表决权 不统一行使 分离原则 公司正义

股东表决权的不统一行使^{〔1〕}是股东表决权行使的重要方式之一，其已被域外部分立法例与学说理论所承认。反观之，《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）并未明文规定股东表决权的不统一行使方式，现有文献资料对表决权不统一行使制度的态度暂未有定论，肯定支持抑或否定质疑的论断都能见诸纸面讨论，甚而现今学界对“表决权不统一行使”之概念内涵与外延仍未予以明确。梳理已有的观点可知，广义上的股东表决权不统一行使，指的是持有复数表决权的股东部分行使或不行使表决权，或者对同一议案出现两种以上的投票意见，或者将部分表决

* 李建伟，中国政法大学民商经济法学院教授；林树荣，中国政法大学民商经济法学院硕士研究生。

本文为阐释党的十九届四中全会精神国家社科基金重大项目“营商环境法治化的制度架构与实现研究”（20ZDA044）的阶段性成果。

〔1〕 学界对表决权不统一行使的相关称谓较为杂乱，包括股东表决权的分割行使、分别行使表决权、表决权拆分行使、表决权分开行使、表决权的非统一行使等，但该种差异无关文章宏旨，本文统称为“表决权的不统一行使”。

权委托给他人行使,以及将表决权委托给复数代理人行使的情形。^{〔2〕}可见广义上的概念内涵包括表决权行使主体、行使方式或者行使结果的不一致三种情形。^{〔3〕}狭义上的股东表决权不统一行使则仅指表决权行使结果的不一致,即持有复数表决权的股东对同一议案作出数个方向不同的意思表示,例如同一股东就某表决事项产生赞成、反对和弃权中至少两种以上的投票结果,本文即采此义。文章将对我国杂乱无章的规则立法与窒碍难行的商事实践之落差进行剖析,以股权二分论与组织法思维为理论框架,对股东表决权不统一行使的理论与实务必要性予以证成,进而结合我国公司法的立法前沿,提出具体的公司法规范设计以供参考。

一、问题的提出:股东表决权不统一行使之乱象

在立法的层面上,我国部分部门规范性文件、行业规定已对表决权的不统一行使进行初步规定或反映该种立法倾向,包括1994年《到境外上市公司章程必备条款》第68条(不必把所有表决权全部投赞成票或者反对票)、2020年《深圳证券交易所上市公司股东大会网络投票实施细则》(深证上〔2020〕517号)第19条第2款(集合类账户持有人或者名义持有人应当遵循委托人或实际持有人的表决意见)、2022年《上海证券交易所上市公司自律监管指引第1号——规范运作》(上证发〔2022〕2号)第2.1.13条(特定股票名义持有人需要事先征求实际持有人的投票意见以行使表决权)等。值得思虑的是,上述规定较为凌乱杂散,既未对表决权不统一行使的程序流程、表决效果等予以细致化列明,又将该种行使方式之运用严格限定在特定范围之内,无法涵盖新型的交易关系,以致部分规定已在无形中被有限突破。^{〔4〕}更为严重的问题在于,我国《公司法》条文并未汲取上述规定的立法精神、明文引入表决权的不统一行使,以致学界对我国《公司法》是否承认股东表决权之不统一行使的争论仍未偃旗息鼓。肯定的观点认为民法的意思自治原则强调法不禁止即自由,故而只要该种表决权行使未损害他人利益即可。^{〔5〕}否认的观点指出,鉴于该制度所蕴含的缺陷因素,解释上应认为我国立法对此采否定态度。^{〔6〕}折中观点则认为无论是放开表决权的不统一行使,抑或是将其视为表决方式的瑕疵都未必合适,“唯一较为合理的规范路径即由公司章程加以规定”^{〔7〕}。

〔2〕 参见张凝:《日本股东大会制度的立法、理论与实践》,法律出版社2009年版,第250-251页。

〔3〕 我国《公司法》所规定的“累积投票制”即属于此处广义的股东表决权不统一行使之情形,但不属于严格意义上的表决权不统一行使情形。对此,有研究者指出,对于董事或监事选举的累计投票制可被理解为“针对同一事项中的不同内容进行分拆投票”,属于表决权可分开行使的具体体现。参见吴昊:《公司章程防御性条款研究》,中南财经政法大学2020年博士学位论文,第118页;殷洁、李静:《论证券投资基金所持股份之表决权的行使》,载《北方法学》2013年第2期。

〔4〕 上述规定对股东表决权的不统一行使之适用范围予以严格限制,不符合我国的实践需求,我国已有部分规定对此予以适当性突破。例如在融资融券业务方面,2015年中国证监会发布的《证券公司融资融券业务管理办法》第32条第1款指出“……证券公司行使对证券发行人的权利,应当事先征求客户的意见,并按照其意见办理……”;在转融通业务方面,2020年中国证监会修正的《转融通业务监督管理试行办法》第33条第1款规定“……证券金融公司行使对证券发行人的权利,应当事先征求委托其持有该证券的证券公司意见,并按照其意见办理”,且该条第2款明确了此处的“权利”包括表决权。这些规定可谓是以实践为导向的有限创新。

〔5〕 参见周友苏主编:《上市公司法律规制论》,商务印书馆2006年版,第346页;黄谦:《当论公司章程限制股东表决权制度的架构》,载《重庆工商大学学报(西部论坛)》2006年第5期。

〔6〕 参见刘俊海:《论股东的表决权》,载《法律科学(西北政法学院学报)》1995年第6期。

〔7〕 毛快:《对股东大会决议可撤销之诉效力规则的检讨》,载《中国政法大学学报》2019年第2期,第66页。

以上对我国立法的理解分歧更是引致商事实践的杂乱无章。一方面，我国早已出现表决权不统一行使的商事案例，例如有实务研究者指出，在三一重工相关股东会议投票过程中曾出现过某持有 8000 股流通股的股东，因现场和网络重复投票等原因，其投票结果按照规定被计票为 7999 股赞成、1 股反对；〔8〕又见，深圳市特发保税实业有限公司的原章程曾规定“特发公司工会所持有的股权行使表决权时按《特发公司员工持股会章程》的有关规定办理”，而持股会章程规定“……会员同意不由员工持股会会员大会统一行使表决权，而由持股会会员以其所持股权比例在股东大会上直接以股东身份行使表决权”。〔9〕该种由持股会会员直接行使表决权的規定势必会造成股权形式上被工会所登记持有、实质上却出现表决结果不一致的情况。鉴于公司治理实践的混乱与司法裁量的不确定性，上述公司都在其后修改了相关规定，以避免出现表决权不统一行使的法外情势。其所反映的难题为，如何准确认定上述商事约定的效力以回应实践需求。

另一方面，商事实践的乱象亦折映到对新型商事交易之治理结构的理解层面。譬如对于基金公司能否将某基金所持有的公司股份表决权予以不统一行使，有学者对此持否定态度，认为如从基金份额持有人的最大利益出发作出选择，理应仅有一个最佳选项，故而不应当分割投票；〔10〕但也有相反观点认为基金持股之表决权行使具有特殊性，即基金持股之表决权的行使具有可分性，〔11〕应优先考虑基金份额持有人的指示〔12〕。应当说，一是证券投资基金所持股份可以被理解为“为他人持有之股份”或者“名义持有人之股份”，而作为实质持有人的各投资者的意见是可能存在多种矛盾情形的，从尊重投资者真实意愿、保障投资者合法权益的角度思虑，应当肯定基金公司不统一行使表决权的实践需求及其合理性；二是该种规定应当以基金章程或者基金合同的方式予以确认，以充分保障投资者的知情权；三是从基金投票治理实践来看亦有相似的案例，例如在表决第二批股改试点公司长江电力的股改方案时，某合资基金公司总共持有长江电力 3087.22 万股，但其仅投了 2600.99 万股赞成票，另外 486.23 万股投了反对票，从而遵从了全体基金持有人的真实投票意向。〔13〕此外，在存托凭证制度中也会出现相似情形，例如存托凭证持有人通过存托人在股东大会上不统一行使表决权，此时立法理应充分尊重与保护存托凭证持有人的合法利益，允许存托人不统一行使其表决权。〔14〕

总之，对于表决权不统一行使制度，犹如牢笼的低层级立法早已无法反映商事实践的智慧变革，更易引致商事交易关系的动荡不堪。除了现有立法的不足以及理论的混乱之外，表决权不统一行使的乱象无疑不利于股东结合自身需求对表决权作出妥善安排，在钳制股东真意表达的同

〔8〕参见邱永红：《股权分置改革中的若干疑难法律问题研究》，载《证券市场导报》2006 年第 3 期。但中国证监会发布的《上市公司股东大会规则（2022 年修订）》（中国证券监督管理委员会公告〔2022〕13 号）第 35 条规定“同一表决权出现重复表决的以第一次投票结果为准”，可见对此已进行了修改完善。

〔9〕但该公司于 2014 年对章程进行了修改，将原章程第 23 条修订为“特发公司工会股东应由员工持股会确定的股东代表出席股东会，并按照员工持股会决议意见行使表决权”。参见“林某与深圳市特发保税实业有限公司公司决议撤销纠纷上诉案”，广东省深圳市中级人民法院（2017）粤 03 民终 7276 号民事判决书。

〔10〕参见前引〔8〕，邱永红文。

〔11〕参见前引〔3〕，殷洁、李静文。

〔12〕参见陈美颖：《上市公司机构投资者表决权机制探析：日本经验与中国借鉴》，载《现代日本经济》2015 年第 5 期。

〔13〕参见熊锦秋：《基金持股投票权能一概归管理人吗》，载《上海证券报》2010 年 4 月 15 日，第 7 版。

〔14〕参见杨治朋：《CDR 模式下存托凭证持有人利益保护探究》，载《南海法学》2019 年第 4 期。

时,容易削弱股东参与议决的积极性,进而影响公司治理的有效性;其也与新型商事交易的治理结构相背离,扼杀了蕴含于股权内部的创新动力,严重不符合我国商事实践的治理需求。故而该制度亟待斟酌完善。

二、股东表决权不统一行使的理论框架

对股东表决权不统一行使制度的域外借鉴与本土移植,应以适合的理论学说为嵌入框架。股权二分论及其所推导出的股权权能/利益分离机制,与团体组织法中的意思形成论共同为此提供理论供给。

(一) 以表决权为中心的股权权能/利益分离框架

公司法上的分离理论强调,股权权能分离与利益分离是股权机制的必要实现方式,前者是指将股权之既有权能以及未来可能衍生的权能予以分离,后者是指当事人就股权的权益进行特殊的安排,其所彰显的是股东差异化需求所导致的股权利益之可分离性。^[15]而以表决权之行使为中心的特殊安排便是股权权能或利益分离的重要样态,无论是股权信托中受益权与表决权的分离,抑或是表决权征集制度之表决权的集中,以及双重股权结构中对表决权的再配置都为典型例证。

以表决权之行使为中心的分​​离安排可以被归纳为以下几个层面。一是表决权与股东资格的分离,诸如表决权征集之行使表决权的人并非必定享有股东资格、基金份额持有人持有实际的表决权但其股东资格被基金公司所整体享有等情形。对此有学者呼吁:“表决权从股份中分离出来成为独立的权利是发展的一种必然趋势。”^[16]二是表决权与受益权的分离,金融创新诱致的“空洞表决权”与“隐性所有权”之常态化样态即为例证,此时表决权具有摆脱受益权而沦为对冲基金等机构投资者的投机工具的倾向。^[17]三是对表决权本身的扩大或者限缩。以表决权扩张为例,该种表决权的再配置可以类型化为股东表决权完整权能的扩张与部分权能的扩张,前者以一股享有多个表决权为典型,后者诸如赋予公司创始人以董事的任免权,但该创始人与其他股东所享有的表决权其他内容则是相同的。^[18]当然,上述的利益再配置必然伴随着财产利益的重新安排,即当事人通过减少自身或者增加他人所应享有的财产利益之方式,对股权的表决权利益予以再配置,亦有学者将该种利益再配置称为“表决权的二次配置”。^[19]

具体到表决权的不统一行使制度上,该种以表决权为中心的股权内部分离框架甚有益于对该制度的结构剖析。需要先予以厘清的是,“表决权的不统一行使”与上述“表决权分离安排的三个层面”属于不同维度的问题,无论是表决权与股东资格的分离、表决权与受益权的分离,抑或

• 91 •

[15] 参见周游:《股权的利益结构及其分离实现机理》,载《北方法学》2018年第3期。

[16] 梁上上:《股东表决权:公司所有与公司控制的连接点》,载《中国法学》2005年第3期,第116页。

[17] 参见李安安:《股份投票权与收益权的分离及其法律规制》,载《比较法研究》2016年第4期。

[18] 参见王晓菡:《论股东表决权的扩张——对阿里巴巴“合伙人”制度的解析及展开》,载《贵州大学学报(社会科学版)》2018年第3期。

[19] 表决权的二次配置,即“差异性”表决权并非来自公司本身对于股份的设计与发行,而是在同股同权的基础上将表决权与股权分离流转的表决权的二次安排。其包括表决权转让、表决权信托、表决权委托、表决权寄托、代理权征集等样态。参见前引[3],吴昊文,第95页。

是对表决权本身的扩大或者限缩，都可能出现表决权的不统一行使；分割行使表决权仅是一种行权方式，而非对权利（权能）本身的内容配置，故而会出现该种概念交叉的情形。但尽管如此，表决权分离结构的剖析仍是分析不统一行使表决权的最佳理论框架。其一，股东角色的分化以及差异化需求的出现凸显股权（表决权）利益分离与多元化的重要性，而实际出资人角色的分化以及差异化的投票需求，也要求名义股东进行表决权的不统一行使，可见二者实为同根共源。其二，股权（表决权）利益分离与多元化是表决权不统一行使的前置命题，对前者的承认是后者得以落地的前提。对此有学者指出，传统公司法理论之股东权利禁止分离规则的基本内涵之一即为“股东权的具体权利不得与成员资格相分离”，而其所包含的一个隐含性规则为股份表决权的一致性行使。^{〔20〕}其三，股权（表决权）利益分离与表决权不统一行使所规制的范畴不同，前者关注的是表决权外部价值的再安排，后者关注的是表决权内部价值的实现，但二者却共享同一的价值目标，即在私人自治的维度内确保股权利益的完整实现，以维护（实质）股东的合法利益。故而有学者强调只要不违反强行性法律规范和公序良俗，不侵害公司、股东及债权人的利益，不构成权利滥用，表决权如何行使均可由股东依循私法自治原则自由决定。^{〔21〕}后文对表决权不统一行使的论证，即是以公司法上的分离原则为理论基础展开的。

（二）以意思表示为中心的组织法思维

批驳股东表决权不能不统一行使的观点之一认为，股东个体意思应当是统一、确定的，同一股东对自身表决权分割行使的安排会导致个体意思的矛盾，此与法理不符。该种观点纯属对公司内部意思表示的僵化理解，未能意识到公司内部意思形成的应有逻辑及其独特过程。

作为法律行为的公司决议，是由出席表决的诸表决权人的意思表示合致而成立，其中股东出席会议和行使表决权属于意思表示行为。具而言之，公司意思的形成包括两个阶段，一是从个人意思到公司机关集体意思的转化，个人意思的联合得以形成组织的向心力，并进而演化出公司机关集体意思的形态，例如股东通过行使表决权得以形成股东会决议内容；二是从公司机关集体意思到公司意思的形成，该阶段多为推定成立的状态，即除非违反法律、章程的规定，公司机关集体意思即为公司意思。该种意思形成的过程遵循着“个体意思→机关集体意思→公司意思”的化合路径，公司意思是由复数的个别意思复合而成之结果。该种复合的过程实则体现了组织体内部个体意思的多元/复数性并不妨碍公司内部意思表示的形成，商事组织体内部的个体成员意思具有可分性，故而理论上可对单个个体意思予以再细分。例如，单个名义股东不统一行使表决权的原因在于，其背后的复数实际出资人作出了不同的投票意向，此即对名义股东之个体意思的再细分，名义股东作出结果多元化的投票表示并不影响公司意思的形成，公司意思依旧可以从复数的个别意思中复合而成。有观点进而认为每一股应各自产生一个表决权，故而表决权可以分开计算、行使，^{〔22〕}该种论证路径也值得借鉴。

更进一步而言，公司内部意思表示的逻辑结构本就殊异于自然人的意思表示结构。组织体之

〔20〕 参见汪青松：《论股份公司股东权利的分离——以“一股一票”原则的历史兴衰为背景》，载《清华法学》2014年第2期。

〔21〕 参见前引〔16〕，梁上上文。

〔22〕 参见前引〔3〕，殷洁、李静文。

意思形成机关与其意思表示机关往往存在某种程度的分离,以致组织体意思表示中的法律行为呈现为复杂的双重结构(内部意思表示+外部意思表示)。^[23]该种内外部意思表示的双重结构契合商事组织体的治理需求,可以用以判断不同组织体内部的意思形成过程。以基金管理公司的运营模式为分析对象,基金公司作为单个名义股东在股东会决议中作出某一投票的意思表示,该种意思表示对于决议的公司而言属于“内部意思表示”;但对于基金公司而言,则属于“外部意思表示”,因为该种意思表示的结果是先由基金份额持有人(受益人)的个体意思所复合而成的,故而在基金公司内部依旧存在一轮意思表示的化合过程。该种层层嵌套的意思形成过程,意味着组织体内部的单个意思表示可能源于复数意思的形成结果,至少从理论上无法排除表决权不统一行使的可能性。可能的质疑在于,从基金份额持有人的个体意思复合到基金管理人的意思,是否仍应遵循多数决的方式进而仅得出唯一的结果,而非将基金份额持有人的多元意思直接传递到基金管理人对外的投票意愿之中。实际上法律承认公司内部意思成立可采纳多数决之宽松方式,是以团体决策的效率为价值导向的,故而当该种多元意思的传递成本较低且实践验证必要可行时,考虑到团体决策效率以及团体正义的要求,理应承认名义股东在公司中得以作出复数的意思表示。此时其既不会妨碍公司意思的形成,亦能彰显实际出资人的真实意思,符合商事治理实践的需求。

三、股东表决权不统一行使的必要性证成

以表决权为中心的股权权能/利益分离框架以及组织法思维的引入,描绘了理解表决权内涵的独特图景,为股东表决权的不统一行使提供了理论分析框架。以此为理论前提,本部分内容将力求证成表决权不统一行使的理论与实践必要性,为后续公司法规范的具体设计作必要铺垫。从商事实践层面来看,尽管可查的、起争议的司法案例较少,但商事实践对股东表决权不统一行使的热切需求却是有目共睹的,无论是基金公司对基金份额持有人意见的服从、存托凭证中存托人对受益人意见的遵循,抑或是公司法相关司法解释中对隐名持股之下隐名出资人与名义股东间的权责配置等,都可谓股东表决权不统一行使的实践必要性例证。除此之外,还可从以下几个方面证成表决权不统一行使的必要性。

(一) 股东表决权内外部价值的实现路径

尽管对股权性质纯学理的讨论可能成为一个公司法上的“伪命题”,^[24]但关于股东债权论、物权论、社员权论抑或是独立民事权利说等的理论争锋,亦影响到表决权不统一行使必要性基础。对股东表决权不统一行使持否定态度的观点可以归纳为:一是表决权属于股东作为股东会成员而享有的权限,表决权与股东的社员资格严格捆绑,其并非依附股份而存在,而属于股东专属的人格权,故而基于“人格权不可分裂”的原理,不应承认表决权的不统一行使;^[25]二是股东

• 93 •

[23] 参见蒋大兴:《公司组织意思表示之特殊构造——不完全代表/代理与公司内部决议之外部效力》,载《比较法研究》2020年第3期。

[24] 参见周友苏:《新公司法论》,法律出版社2006年版,第232页。

[25] 参见王忠诚:《股东权利之实质保障:股东表决权之分割行使——兼评“公司法”第一八一条修正草案》,载《月旦法学杂志》2010年总第181期。

在缺乏正当理由的场合下就同一议决事项同时作出两个方向相反的意思表示，有违民事法律行为中个体的意思表示之“确定性”要求；^{〔26〕} 三是表决权作为附着在股份上的一项权利，必须与股份的受益权捆绑在一起，否则将产生非常高昂的代理成本；^{〔27〕} 四是认为每一股东所享有的表决权是一个整体，持股数额的多少只决定表决权的影响力（此亦为社员权否认说或股份债权说的观点）；^{〔28〕} 五是认为实际出资人对名义股东的委托，理应使得二者的意见相同；^{〔29〕} 六是表决权的不统一行使会增加行使表决权后的计票难度，进而降低公司的决策效率，影响股东会的正常运转。^{〔30〕}

与此相反，对股东表决权不统一行使持肯定态度的观点可以被归纳为：一是认为一个股份享有一个表决权，表决权是附着在股份之上而非股东资格之上，持有数个股份则享有数个表决权，没有理由要求数个表决权必须统一行使，此亦为民事主体意思自治一般原则的体现；^{〔31〕} 二是当名义股东与复数的实际出资人分离时，承认名义股东得以实际出资人之利益而作出不统一的行权，有助于维护后者的合法利益，此亦为商事实践的需求；^{〔32〕} 三是认为公司资合性的发展导致股权出现物权化的倾向，故而表决权无须再依赖于股东身份而得以分离行使。与此同时，还出现了折中观点（又称“有条件的肯定说”），其基本观点为，原则上股东表决权应当统一行使，仅在特定的情形下允许表决权的分割行使，抑或表决权的分割行使需要受到严格限制。^{〔33〕}

笔者承认，肯定论和折中论的观点有助于理解不统一行使表决权的理论意义与实践需求，但该种论述仍浮于表面，尚未能切中肯綮。对股权（表决权）的本质争议实为伪命题，真正的争论在于如何看待股权（表决权）的内部结构与外部价值。从股权（表决权）的内部结构维度来看，股权二分论强调股权兼具人身与财产两个层面的权利维度，人身权不能与财产权始终捆绑，否则其必然变成财产权的附庸。^{〔34〕} 故而股权的双重属性结构必然推导出人身权（特别是表决权）得以脱离财产权单独行使的结果，体现的是表决权从身份到契约的本质历程。该种二分论的真正意义在于突出对股权背后利益的切实考量，通过剖析股权的利益结构，进而探索不同利益的实现方式，而这正是股权性质之争理应论及的主题。^{〔35〕} 从股权（表决权）的外部价值维度来看，表决权是维系和控制公司所有者与经营者关系的媒介，亦是不同股东之间争夺公司控制权的工具，体现出表决权本身的“客体化倾向”^{〔36〕}。具体而言，在股东与管理层的外部关系层面上，表决权是

〔26〕 参见前引〔6〕，刘俊海文。

〔27〕 参见蒋学跃：《上市公司表决权委托问题研究》，载《证券市场导报》2018年第5期。

〔28〕 参见前引〔5〕，周友苏主编书，第345页；〔日〕末永敏和：《现代日本公司法》，金洪玉译，人民法院出版社2000年版，第116页。

〔29〕 参见张民安：《公司法上的利益平衡》，北京大学出版社2003年版，第187页。

〔30〕 参见童本立主编：《财经改革探索》，浙江大学出版社2004年版，第113页。

〔31〕 参见前引〔5〕，周友苏主编书，第345页；前引〔3〕，殷洁、李静文。

〔32〕 参见前引〔25〕，王志诚文；前引〔28〕，末永敏和书，第116页；黄清溪：《公司法理论基础（股东会篇）》（增订第二版），台湾五南图书出版股份有限公司2020年版，第92-93页；〔德〕托马斯·莱赛尔、吕迪格·法伊尔：《德国资合公司法》（第3版），高旭军等译，法律出版社2005年版，第247页。

〔33〕 参见梁上上：《论股东表决权——以公司控制权争夺为中心展开》，法律出版社2005年版，第79页；前引〔5〕，周友苏主编书，第345-346页；前引〔3〕，吴昊文，第119页。

〔34〕 参见蔡元庆：《股权二分论下的有限责任公司股权转让》，载《北方法学》2014年第1期。

〔35〕 参见周游：《股权性质之争：误区释疑与价值重述》，载《经贸法律评论》2019年第2期。

〔36〕 前引〔16〕，梁上上文，第117页。

股东用以控制公司的工具；在股东间的内部关系层面上，表决权是控股股东争夺公司控制权的工具。

上述内外部的分析视角之启示在于，现代公司法中股东表决权已呈现为内部的多元利益安排样态，以及具有外部的工具主义发展倾向。特别是在公司资合属性增强的背景下，股东表决权更是历经了从身份到契约的演化进程。而表决权行使方式的多元化既是多元利益安排的方式之一，亦是工具主义的典型例证，属于表决权内外部价值的重要实现方式；对股东表决权不统一行使的否定，势必会引致内部利益安排的不自由以及外部工具价值的不协调。

（二）股东异质化、利益多元化与公司正义的捍卫

现代公司股东异质化的理论基础在于，一是关联性契约模式与利益相关者理论的兴起，其关注利益相关者间的复杂互动及其所带来的利益多元化考虑，强调协商基础上的股权利益多元化发展。^{〔37〕}参与模式下的特定群体选出代表组成决策机关，该利益团体作为构成因子融入公司利益，故而公司利益的构成因子应当是多元的。^{〔38〕}二是投入资本形态、投资目的、认知差异、信息掌握程度等的差异背后所蕴含的股东利益多元化倾向，以及由此衍生出的少数股东弱势地位理论与控制股东诚信义务理论等，都无不验证着股东异质化与利益多元化的发展趋势。克拉克教授更是指出，股东身份的变迁历程可以被归纳为企业家、所有者、资本提供者、受益人四个阶段。^{〔39〕}该种股东角色的演变不是非此即彼的演进关系，即不同角色之间具有共存性，进而其利益需求必然呈现出多元化样态。在公司股东同质化假定的条件下，公司法关注的是股权（所有权）与经营管理权的分离及其代理问题，但股东异质化的假定则强调应当关注股权的享有与股权的行使、股权的具体权能与股权的不断分离，^{〔40〕}亦即异质化的股东势必应结合自身利益需求对表决权等作出再配置安排，该种安排契合股东角色的分化趋势。从这一维度上看，股东表决权的不统一行使正是股东利益多元化背景下的利益再配置手段。

前文已提及，对表决权不统一行使方式的承认有助于实现实际出资人的合理利益与期待，进一步而言，股东利益多元化的呈现及其所需求的表决权行使方式之革新，亦是公司正义的本质要求。公司在本质上属于法律拟制的产物，内含着多种不同利益关系，故而对公司利益构造的解析不应忽视股东利益的多元化。在对股东利益进行多元化分析的过程中，应当紧扣不同利益主体间的利益冲突，结合分配正义与矫正正义的基本原则，进而确定不同行为人之间的权利、义务与责任配置。^{〔41〕}表决权不统一行使制度通过对名义股东投票权的结果限制、对实际出资人投票权的真正保障，得以实现行动参与各方的实体权利之平衡（实体正义），以及有效维护对权利的程序性控制机制（程序正义），从而降低代理成本与增强投资者交易信心。具体而言，一则，强制要

• 95 •

〔37〕 See G. Mitu Gulati, William A. Klein & Eric M. Zolt, Connected Contracts, 47 *UCLA Law Review* 887, 893-895 (2000).

〔38〕 参见沈晖：《公司利益的构成因子——以主体的视角观察》，载《财经法学》2016年第5期。

〔39〕 See Robert C. Clark, The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treatises, 94 *Harvard Law Review* 561 (1981).

〔40〕 参见汪青松、赵万一：《股份公司内部权力配置的结构变革——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。

〔41〕 参见梁上上：《公司正义——以公司股东的权责配置为视角展开》，法律出版社2022年版，第17页。

求统一行使表决权会导致复数实际出资人在难以达成一致意见的情况下无法作出决定，以至于该部分实际出资人（多为外资股东或隐名股东）不参与对公司股东会议案的表决，影响公司治理的成效，^{〔42〕}造成实际出资人的利益失衡、股东冷漠现象加剧；二则，允许不统一行使表决权是给予委托人、被代表主体增添表达自身意志的渠道，是对控制股东的间接限制，能够防止大股东滥用控制权，同时亦是对资本多数决的一种修正，有助于实现股东权的实质平等，^{〔43〕}扭转大股东与中小股东间的利益失衡局势。总之，成员利益的复杂引致表决权不统一行使制度的形成，而该行权制度的形成反过来辅助公司正义原则的落地，进而缓解不同利益主体间的利益冲突。

（三）中国公司治理的文化拘束及其疏解

股东表决权的不统一行使制度，在中华民族的文化氛围中还存在着独特的意蕴解读。我国文化传统在整体上存在着“看重熟人关系”的特点，诸如对人情面子和“圈子—关系”的重视，^{〔44〕}该种文化因素亦影响到我国公司法规范的设计和治理实践。虑及“面子文化”的影响，股东对自身表决权的拆分行使将既能表达“中立”的议案立场而又不失情面。例如设想在股东会选举董事的过程中，甲当选董事应当获得 51 票以上，而此时赞成方有 45 票、反对方有 35 票，而股东乙握有剩余的 20 票，这 20 票的走向将决定甲当选与否，如承认表决权的不统一行使，则乙能够将 10 票投为赞成、另 10 票投为反对，故而最终投票结果为赞成 55 票、反对 45 票，此时乙既顺应了大趋势（接受甲的当选），又不至于得罪反对方（原有的 35 个反对票）。^{〔45〕}又设想公司股东甲乙丙的投票数各为 30、38、32，在对股东会议案进行匿名投票的情况下，虽是“匿名投票”，但由于各股东持有票数数值的独特性，匿名制早已流于形式，譬如假设议案的投票结果为 70 票赞同，则必定可以推导出股东乙和丙投了赞成票。由此可以发现，倘若不允许股东表决权的不统一行使，在我国浓厚的“面子观念”“关系文化”“和为贵”的好人文化传统影响下，股东将很难表达自身的真实意见，更遑论表决权的行使与利益的保障，进而最终只会导致股东沦为“沉默的绵羊”、股东会的议决趋于形骸化。其背后反映了股东表决权的再安排，是合作型公司股东关系的必备手段，对于缓和股东利益冲突关系、醇化公司治理机制将能起到独特的本土效应。因此，对股东表决权不统一行使规则的承认与明文化，将回归公司治理的本质，切实保障股东真意的表达与意思自治的发挥，解决议事程序规则沦为具文的难题，缓解公司内部的竞争关系，以引导竞争型关系演化为合作型关系。

四、股东表决权不统一行使的公司法规范设计

股东表决权不统一行使制度的规范设计，涉及对分别行使表决权的资格条件、适用范围、行使程序等事项之详细规定，本部分内容将横向对比不同立法例的规定，结合我国的公司法实践情

〔42〕 参见刘连煜：《股东分割投票制度》，载《月旦法学教室》2009 年总第 75 期。

〔43〕 参见前引〔3〕，吴昊文，第 119 页。

〔44〕 参见蒋大兴：《公司法改革的文化拘束》，载《中国法学》2021 年第 2 期。

〔45〕 有学者进而指出，股东对议案表达中立意思的场合，即为表决权不统一行使制度之必要的适用场合。参见前引〔2〕，张凝书，第 253—254 页。

况予以展开讨论。纵观各国家或地区的立法例,一种立法模式是“公司法原则性规定+规则/细则具体化规定”,例如我国台湾地区“公司法”第181条是对股东表决权分割行使的明文规定,但其第4款规定上述具体事项由证券主管机关另行规定;^[46]另一种立法模式则是“公司法细致化规定”,例如日本《公司法》第313条规定了股东不统一行使表决权的 notification 时间、内容、适用要件以及公司的拒绝权等。应当指出的是,考虑到该制度的技术性和程序性要求较高,如未能对其予以利益平衡基础上的规范设计,极易引致制度的负面效果,产生诸如股东投票混乱、公司计票成本增加、立法成本过高、名义股东代理成本增加、公司股东关系紧张等情形。故而,即使采纳公司法细致规定的模式,其具体的制度落实依旧应当借助相关的规定予以细化,故上述两种立法模式的实质差异较小。更为重要的是,股东表决权不统一行使的入法进路,应当于增强规则可操作性与消减规则负面影响之间取得平衡。

(一) 股东表决权不统一行使的实质要件

域外立法例大多将股东表决权不统一行使的实质要件限定在“为他人持股”的情形之下,例如日本《公司法》第313条、英国《公司法》第152条、韩国《商法》第368条之2、我国台湾地区“公司法”第181条等。但问题在于何为此处的“为他人持股”的情形,理论与实务中争议较大。狭义的观点将其严格限定在“实际出资人和名义股东相分离”的情形中,^[47]我国台湾地区也将其严格限定为投资国内的各类基金、国外金融机构之名义受托投资、海外存托凭证之存托机构等情形。^[48]但有学者认为该种规定过于狭隘,解释上宜包括“非信托业者持有之信托股份”“共有”,甚至“借名登记股份”均包含在内。^[49]宽泛的观点主张表决权不统一行使必要的场合包括法人持股、股份共有、股份转让未进行名义过户、股东签订约束表决权合同、股东对议案表达中立意思、证券投资信托、证券托管等场合。^[50]

应当说,“为他人持股”的范围过于狭隘,仅属于表决权不统一行使的情形之一。缘由在于,一方面,表决权不统一行使属于股权(表决权)利益分离的形态,其利益目标为在私人自治的维度内确保股权利益的完整实现,故而只要该种利益实现机制不对他人产生负面影响即可;另一方面,股东表决权从身份到契约的演化历程,表决权行使方式的多元化亦是工具主义的典型例证,工具价值的中立性与实用性本身就要求或能推导出该种表决权行使方式的广泛可适用性。故而,股东表决权的不统一行使应是动态的体系范畴,其典型样态可以被归纳为以下三类:一是名义股东与实际出资人分离的情形,包括为他人持股、股份信托、证券托管等;二是记载股东单数、但表意股东复数的情形,包括员工持股、股份共有、法人持股、股份部分转让但未进行名义过户登记等;三是当事人自行约定的情形,包括股东签订约束表决权合同、股东对议案表达中立意思

[46] 2012年4月13日,我国台湾地区“行政院”等部门发布了“公开发行公司股东分别行使表决权作业及遵行事项办法”,该办法一共有8个条文,详细规定了不统一行使表决权的适用主体范围、通知程序、通知记载内容、通知效力、公司审查以及限期补正措施等,部分内容值得借鉴。

[47] 刘慎辉、孙浩认为,除了实际出资人和名义股东相分离外,并没有允许不统一行使的实际意义,而且该种安排会给股东大会带来混乱,此时公司可以拒绝不统一行使。参见刘慎辉、孙浩:《股东表决权效力的认定》,载 <https://www.chinacourt.org/article/detail/2003/09/id/84019.shtml>,最后访问时间:2022年8月4日。

[48] 参见我国台湾地区“公开发行公司股东分别行使表决权作业及遵行事项办法”第3条。

[49] 参见刘连煜:《现代公司法》(增订十五版),新学林出版股份有限公司2020年版,第428页。

[50] 参见前引[2],张凝书,第252-255页。

等。当然，该种分类的边界并非泾渭分明，可能出现交叉的情形，并且也受到公司类型的影响。放宽股东不统一行使表决权的实质要件范畴，未必会造成该制度的负面影响泛滥，立法上可以采取公司法原则性规定，各部门规章、行业规范对具体领域的适用进行细化规定的方式，同时辅之以以后文提及的限制措施来规制其消极面。

从学术争议来看，大部分学者都支持适用于名义股东与实际出资人分离的情形，现有的争议点在于“记载股东单数、但表意股东复数”的情形。该种情形的确认应当以股权利益分离和表决权的行使目标为价值衡量的标尺，辅之以以后文提及的措施来降低可能的负面影响。以股份共有为例，从股权二分论的视角来看，股权共有的标的物为股权的财产利益，而股权人身利益无共有之可能，^{〔51〕} 故而完善的股权共有制度之构建应当关注权利的行使方式，股权共有之人身利益的分离为其表决权的不统一行使提供了正当性基础。

（二）股东表决权不统一行使的适用对象

鉴于股东表决权的不统一行使以“实际出资人和名义股东相分离”为典型，而该种情形似乎大多发生在股份公司或公开公司之中，故而域外立法例多对该制度的适用对象予以限定，例如我国台湾地区便将其适用对象限定为“公开发行公司之股东”。但该种适用范围的限制不具有合理性。其一，从原理上看，以表决权为中心的股权内部分离框架强调对表决权再配置的利益平衡，而表决权再配置的失衡状态存在于各种类型的公司之中，况且表决权的不统一行使是各种类型公司中股权利益实现的重要保障途径之一。例如在有限责任公司中亦存在隐名投资者与显名股东的界分，该种投资方式及其所要求的表决权行使方式是以营利性为导向所作出的安排，营利性的本质属性不因公司类型不同而呈现较大的差异，该种表决权安排亦处于当事人意思自治的合理范畴之内。其二，从技术层面上看，表决权不统一行使制度所内嵌的负面影响对有限公司而言负担更轻。有限公司的规模一般较小、股东人数较少，容易达成表决权不统一行使的合意安排，且即使采取法定的路径亦不会导致公司计票困难等窘态的发生。关于是否应当考虑有限公司强烈的人合性所导致的表决权之“身份权”特征，进而限制有限公司股东不统一行使表决权的条件这一问题，如若暂且不论人合性的属性判断是否准确，正如前文所述，有限公司中的表决权特征亦呈现从身份到契约的工具化倾向，且我国有限公司中表决权不统一行使有助于化解面子文化之下的投票僵局，似乎更是可以维护股东间的合作关系，进而维护公司人合性特征。

但仍需意识到的是，区分公司类型对于我国现行的立法改革仍有一定的借鉴意义。公司类型对表决权行使方式的影响不在于是否需要经过其他股东同意，而在于制度的入法模式存在细微差异。借鉴我国现有的交易所规定和证券市场实践，在公司法原则性规定股东可以不统一行使表决权的基础上，上市公司的表决权行使方式由证监会以及交易所另行确定，上市公司必须遵守该些规定；其他类型的公司（封闭性公司）则可以采取章程或者全体股东另有约定的方式适用该种表决权行使方式，以赋予当事人较大的意思自治空间，充分发挥制度价值。对于封闭性公司的章程约定，可以将股东不统一行使表决权确立为章程的相对必要记载事项，章程可以就哪些事项可以适用或者不可以适用该种表决权行使方式，列出正面或负面清单，以对不统一行使的

〔51〕 参见周游：《股权利益分离视角下夫妻股权共有与继承问题省思》，载《法学》2021年第1期。

情形予以细化。

（三）股东通知程序与公司审查流程

为了避免股东会运作的混乱、计票程序的低效率以及股东突袭的出现，对于股东不统一行使表决权的程序流程应当予以严格限定与具体规定。股东通知的程序涉及通知的时间、对象、形式与内容等。（1）在通知的时间方面，欲作出不统一行使表决权行为的股东应当提前通知公司，该时间限制可以是3天（日本、韩国）、5天（我国台湾地区）或者9天，^{〔52〕}但封闭性公司中公司章程另有规定或者全体股东另有约定（例如现场临时决定采取不统一表决）的除外。（2）在通知的对象方面，股东仅需向公司发出通知即可，无须向其他股东发出通知。股份公司的股东人数众多，向其他股东发出通知是不现实的；至于有限公司的股东是否应当经过公司其他股东的同意方可不统一行使表决权，笔者认为有限公司的股东亦可能人数众多，对股东通知对象的扩大化处理会消减制度本身的正义价值，进而造成制度沦为具文。（3）在通知的形式方面，传统观点认为应当采取书面形式，以促使当事人慎重作出决定、避免股东间争议、保障股东会议的正常召开；^{〔53〕}但考虑到电子投票技术的发展，可以将电子技术甚至内部办公系统的通知形式也纳入考虑范围之内。后文还会提及，电子技术的引入有助于降低表决权不统一行使的成本。（4）在通知的内容方面，一般应当包括（名义）股东信息及其所持股份、不统一行使表决权的比例以及理由、实际投资人的信息及其代持股证明等协议文件以及其他必要的证明材料。（5）通知效力的持续期限（时效）。对此存在两种截然不同的观点，观点一认为，凭一次通知即可概括地在若干次股东大会上不统一行使表决权，^{〔54〕}观点二认为，应明确每次通知的效力仅及于当次股东大会^{〔55〕}。为避免股东会议无故争端的出现以及保障会议流程的顺利进行，原则上应将通知的效力限定在当次股东大会上，以便于公司的有效审查；但股东在通知中明确同意其后续若干次股东大会皆可不统一行使表决权的除外，此时公司应当将该种情况予以公示，例如在股东名册中备注、修改公司登记的股东信息等。（6）股东违反通知义务的后果。如果股东未提前通知、通知不合法或者虽被公司拒绝，但在实际投票中仍不统一行使表决权的，该投票行为无效，可以弃权计票；如果公司在该种情形下仍将其投票计入表决权数形成决议的，则该决议属于可撤销的情形。

公司应当对股东的申请材料予以形式审查，在股东大会决议之前作出明确的表态。如果股东的申请材料存在可补正的遗漏事项，公司应当提前通知股东在合理期限之内予以补正，股东逾期未补正则视为未提出过申请。如果公司认为股东的申请不符合章程或者全体股东约定，或者不符合证监会、交易所的相关规定，公司应当在股东会议召开之前提前充分说明理由，公司未明确表态或逾期表态的则视为同意。但无论是在公开公司抑或封闭性公司中，公司的该种拒绝权应当受到严格的限制，即公司在特定情况下不可以行使拒绝权（例如股份信托、为他人持有股份情

• 99 •

〔52〕 吴昊博士认为，这一期间可以我国《公司法》第102条的规定作为参考，公司章程所设置的期间以五日至九日为宜。参见前引〔3〕，吴昊文，第122-123页。

〔53〕 参见前引〔33〕，梁上上书，第81页。

〔54〕 参见前引〔28〕，朱永敏和书，第116页。

〔55〕 参见前引〔33〕，梁上上书，第82页。

形)。^[56] 如果公司同意并审核完成股东的申请,应当采取一定的公示方式,例如在网络会议系统上提前公示、在提前发布的会议资料中公示、在公司内部备置的文件中予以公示等,条件允许时可以写入其他通知材料中以一并通知全体股东,这些通知公示方式将能尽力降低制度的负面影响和不适应性。另外,在公司同意股东不统一行使表决权的情况下,应当提前对投票程序予以优化,例如制作适量的纸质选票、在网络会议系统中设置相应的选项等,以提高会议的表决效率。

(四) 股东表决权不统一行使的效果

股东不统一行使表决权的,应当按照股东投票的意思分别记为赞成票、反对票或弃权票,此亦为该制度的当然之理。倘若公司事前已经同意股东不统一行使表决权,但股东在实际的投票中却统一行使表决权,该种行权机制并未对公司造成额外的负担或者违背实际出资人的真实意思,故而应为有效。存在争议的问题是,单个名义股东背后有着数个投票意愿不同的实际出资人,部分实际出资人明确授权名义股东分别投赞成票或反对票,但另外那部分的实际出资人则明确表示不参与投票或者未给名义股东投票的授权,此时名义股东可能只行使了已授权的那一部分实际出资人的表决权,但对于其未得到授权、故而也未参与投票的那部分实际出资人的表决权,应否计入名义股东参加投票的表决权中。有观点认为应该计入,按弃权票计算;也有观点认为该部分实际出资人所持有股份代表的表决权应视为没有参加股东大会,不计入参加表决的票数中。^[57] 应当说,此处将该部分表示不参与投票或者未授权给名义股东投票权的实际出资人,视为没有参加股东大会、不计入定足数中较为合适;如若强行将其按弃权票计算,无疑是对不计划参加股东大会的股东的强制行权,无法切实尊重该部分股东的真实意思。

(五) 电子通信制度对表决权行使方式改革的助推

股东表决权不统一行使制度备受诟病的负面影响为:极容易导致股东投票混乱、公司计票成本增加、立法成本过高、名义股东代理成本增加等情形。应承认的是,上述对表决权不统一行使制度的规范设计,所涉及的技术性规定较多、信息沟通成本较高、交易情形复杂,所致的立法成本无疑也会水涨船高。纵然上述窘态无法湮没表决权不统一行使方式的制度价值,但如何解决立法成本过高的问题无疑具有现实紧迫性和需求性。对不统一行使表决权制度的批驳观点之一即认为该种行权方式仅具有理论可能性、而不具有现实行使的有益性。^[58] 而解决这一问题的的重要途径,即为股东会议的电子通信方式。

随着国际资本市场自由化的增强、现代网络通信技术的创新与发展、追求公司公平与民主理念的崛起,以网络投票和虚拟平台为基础的股东会制度的电子化改革显然已成为各国公司法新近修法的热点议题。我国证监会虽已对上市公司股东大会的网络投票予以规定,但其存在立法层级较低、适用范围较窄等问题,早已备受诟病。2021年12月公布的《公司法(修订草案)》第76条也新增了采用电子通信方式召开股东会或董事会的规定。股东会议的电子化改革有助于充分发

[56] 参见前引[33],梁上上,第82-83页。

[57] 参见前引[8],邱永红文。

[58] 参见张民安:《公司法上的利益平衡》,北京大学出版社2003年版,第187页。

挥股东会的制度功能,克服委托代理制的弊端,充分发扬股东民主,以及优化公司治理。^[59]已有的实证结果亦表明,我国公司的小股东有意愿行使其所拥有的决策权以维护自身利益,这为网络投票制度提供了经验证据支持。^[60]从股东的行权方式来看,网络通信技术的发展以及电子化股东会改革将对不统一行使表决权制度产生重大的影响。一是名义股东与实际出资人间的指令信息交流更为便捷,例如机构投资者可以通过电讯方式,或使用网站和电子邮件等方式与股东取得联系、统计股东的投票意向。二是电子通信方式有助于降低股东通知公司的成本,提高股东不统一行使表决权的积极性,同时也提高公司审查、回复或者拒绝的效率,便于公司对审查结果进行公示。三是电子化表决方式的引入,将使得不统一行使表决权之投票变得更为便捷,计票工作也更为简单高效,有助于公司股东会议的高效决策,降低不统一行使表决权制度的负面影响。四是公司在确认股东将进行不统一行使表决权之后,可以在网页上设定专栏,进行必要的技术设计,以避免出现操作、识别上的混乱。^[61]五是股东不统一行使表决权与电子化表决程序的结合,有助于鼓励外资背后的实际出资人行使股东权,^[62]该种制度价值对我国当下营商环境的持续优化与资本市场的国际化具有不容小觑的意义。总之,网络技术的发展与电子通信制度的引入,将股东不统一行使表决权的制度价值展现得淋漓尽致,其既能促进股东表决权行使方式变革的制度调适与理念更新,亦能将股东民主与公司正义的现代人文精神融合到公司法规范的设计之中,真正实现多方利益主体的利益平衡。

五、结 语

• 101 •

要而言之,以股权二分论以及组织法思维为理论框架,以表决权内外部价值区分、公司正义维护与文化拘束等必要性论据为前置命题,公司法规范对股东表决权不统一行使的制度设计,将在规范理念的妥当更新与法律技术的新近改造中得以持续优化。股东表决权不统一行使的公司法规范设计应当考虑资格条件、适用范围、行使程序与效果等具体事项,结合电子通信方式的引入,区分公司类型以选定合适的人法进路。需要再次强调的是,公司法组织说强调尊重法律行为的自治本性,增加公司法规则的选择性,而该种选择性既包括“选择”,也包括“选择的限制”。^[63]股东表决权不统一行使的人法进路,应当于增强规则可操作性与消减规则负面影响之间取得平衡。其中对于具体的立法模式,在公司法原则性规定股东可以不统一行使表决权的基础

[59] 参见王彦明、张彤:《论股东大会制度的改革:以现代信息技术为视角》,载《社会科学战线》2011年第6期。

[60] 参见黎文靖、孔东民、刘莎莎、邢精平:《中小股东仅能“搭便车”么?——来自深交所社会公众股东网络投票的经验证据》,载《金融研究》2012年第3期。

[61] 参见房绍坤、姜一春:《公司IT化的若干法律问题》,载中国法学会商法学研究会编:《中国商法年刊创刊号》,上海人民出版社2002年版,第426页。

[62] 关于上市公司采用电子投票以解决外资背后实际出资人无法行使股东权问题的讨论,详见胡韶雯:《由公司治理导向论法人股东表决权之分割行使——评“公司法”第一八一条修正草案》,载《法学新论》2009年总第15期。另外,我国部分交易规定也关注到该问题,例如上海证券交易所于2022年发布的《上海证券交易所上市公司自律监管指引第1号——规范运作》(上证发〔2022〕2号)第2.1.13条规定:“……合格境外机构投资者、香港结算公司,作为股票名义持有人通过本所网络投票系统行使表决权的,其具体投票操作事项,由本所另行规定。”

[63] 参见陈醇:《从公司合同说到组织说:法律行为视角下的公司与公司法》,载《财经法学》2020年第6期。

上，上市公司的表决权行使方式由证监会以及交易所另行确定，上市公司必须遵守这些规定，其他类型的公司（封闭性公司）则可以采取章程（相对必要记载事项）或者全体股东另有约定的方式适用该种表决权行使方式。

Abstract: The non-uniform exercise of shareholders' voting rights is a feasible way to realize shareholders' interests, balance the interests of all parties in the company and highlight corporate justice. China's Company Law does not expressly stipulate this system, and the continuous academic disputes and the chaos of commercial practice have highlighted the negative impact. The separation framework of equity rights or interests centered on voting rights and the group-thinking centered on expression of will provide an excellent theoretical analysis framework for this. The internal and external dichotomy of voting rights, shareholder-heterogeneity and interest diversification, the maintenance of corporate justice and the cultural constraints of Chinese corporate governance have verified the legitimacy of the system. The standard design of the company law in which the voting rights of shareholders are not uniformly exercised should consider the specific matters such as qualification conditions, scope of application, exercise procedures and effects, and distinguish the types of companies in order to select the appropriate way to enter the law. The introduction of electronic communication system can reduce the negative impact of non-uniform exercise of voting rights. In a word, the entry into the law of non-uniform exercise of shareholders' voting rights should be balanced between enhancing the operability of the rules and reducing the negative effects of the rules, so as to realize the conceptual renewal and institutional adaptation of the reform of shareholders' voting rights.

Key Words: shareholders' voting rights, non-uniform exercise, separation of interests, corporate justice

（责任编辑：周 游 赵建蕊）

中国公司法产生源流考 ——以日本法的影响为视角

朱大明*

内容提要：在我国公司法的历史上，作为第一部完整规定公司制度法律的 1904 年《钦定大清商律》、作为第一部单行法的 1929 年《公司法》以及 1914 年《公司条例》具有重要的意义。这三部法律文件不仅在内容上存在差异，同时各自所面对的立法背景与立法环境都存在很多的不同。这三部法律文件之间具有内在关系，其中包含对于今天公司法完善仍然有益的信息，这有助于更深刻地了解我国公司法自身，而且对于未来公司法的发展具有重要意义。

关键词：大清商律 商事立法 法律移植 公司法的历史

• 103 •

一、序 言

我国最早的公司法一般认为是 1904 年 1 月由清政府颁布的《钦定大清商律》。《钦定大清商律》共有两编，第一编为《商人通例》，第二编为《公司律》。虽然《公司律》只是作为《钦定大清商律》的一编，并不是一部独立的法典，但是毫无疑问，《钦定大清商律》是我国第一次以法典的形式确立了公司这种经营组织，也是我国第一次建立了一套较为完整的公司制度，具有划时代的意义。

我国第一部作为单行法的《公司法》是 1929 年由中华民国政府正式颁行的。该《公司法》在大陆地区一直适用到 1949 年中华人民共和国建立为止，在我国台湾地区沿用至今。1929 年《公司法》不仅在我国实施的时间较长，更重要的是它真正确立了我国公司法相关的诸多基本理论与基本制度。1929 年《公司法》作为我国第一部较为完备的公司法在我国公司法的历史上具有重要意义。

* 朱大明，北京大学国际法学院副教授。

在1904年《钦定大清商律》与1929年《公司法》之间,我国还有一部经常会被遗忘的重要法律文件,那就是中华民国政府于1914年颁布的《公司条例》。1914年的《公司条例》由于未经立法程序,而是以大总统令的方式颁布的,因此从严格意义上来说,其并非一部法律。但是,从中国公司法法统的传承上来说,1914年颁布的《公司条例》不仅是1929年《公司法》的源头,而且也是1904年《钦定大清商律》与1929年《公司法》之间的连接点。从1914年到1929年近15的时间里,《公司条例》不仅发挥着一部公司法的作用与功能,而且也为日后1929年《公司法》的正式出台积累了大量的经验与教训。因此,《公司条例》在我国公司法最初的形成与发展中具有不可忽视的作用。

在历史的长河里,这三部法律之间究竟是一种什么样的关系?它们对中国公司法日后的发展究竟发挥了什么样的作用?这对于今天我国公司法的发展而言,仍然是值得思考的重要问题。大量的公司法制史的文献中都指出中国公司法产生的初期受到了日本法的较多影响。本文希望全面梳理对我国公司法的建立与发展具有重要意义的三部法律的制定过程以及三者之间的内在关系,并在此之上,试探寻日本法对我国公司法的产生以及发展初期究竟具体产生了哪些影响。此外,伴随着我国经济的迅猛发展,我国公司法的实践与理论积累已经远不是百余年之前公司法建立之初的场景。采纳万国之精华,构建中国公司法的完整理论、实现公司法的现代化已经成为当前公司法学界的重要使命。而面对未来,我们更有必要回顾我国公司法成立的艰难历程,从历史的角度更深刻地去认识自己,这对于完善我国公司法具有重要意义。

• 104 •

二、中国公司法演进的明线

首先有必要对1904年《钦定大清商律》、1914年《公司条例》以及1929年《公司法》这三部法律的基本情况做一个整理与说明。

(一) 1904年《钦定大清商律》

1904年1月清政府颁布了《钦定大清商律》。这是我国历史上第一部也是到目前为止唯一的一部商法典。《钦定大清商律》共计两编,其中第一编为《商人通例》,共有九个条文,第二编为《公司律》,共有131个条文。^{〔1〕}

大清商律的起草时间非常短,从1903年4月开始起草到1904年1月草案被批准一共只有九个月的时间。^{〔2〕}因此,可以说大清商律的出台非常仓促,作为我国第一部公司法典,显然其内容并没有经过慎重的研究与设计。

不仅如此,在制定大清商律的时候,我国尚没有制定民律(民法),^{〔3〕}未有民法、先有商

〔1〕《钦定大清商律》第二编《公司律》作为一部公司法来看的话,内容非常完整,全文共由十一节构成。其中,第一节是公司分类及创办呈报法,第二节是股份,第三节是股东权利各事宜,第四节是董事,第五节是查账人,第六节是董事会议,第七节是众股东大会,第八节是账目,第九节是修改公司章程,第十节是停闭,第十一节是罚则。因此,从内容上来看《公司律》可以说是一部完整的公司法。

〔2〕1903年4月22日清政府任命载振、袁世凯、伍廷芳三人作为修律大臣,共同主持《钦定大清商律》的编纂,由此正式启动了《钦定大清商律》的立法工作。到《钦定大清商律》草案于1904年1月21日被批准正式成为法律,共耗时大约九个月。

〔3〕我国历史上第一部民法典草案《钦定大清民律草案》完成于1911年,由于清王朝的覆灭该草案并没有成为法律。

法，这是一种并不正常的现象。即使是在清末，当时我国的学术界也已经较为广泛地接受了商法是民法的特别法之一的基本理念，因此，从逻辑上来说，当然应当首先制定作为私法一般法的民法。^{〔4〕}那么，清政府为什么要如此仓促地制定大清商律？事实上最重要的理由并非是出于对立法本身相关问题的考虑，而是由于当时列强经常以中国缺乏完善的商事制定法为拒绝清政府收回领事裁判权的理由。^{〔5〕}因此清政府急切地希望通过颁布商法典彰显商事制度立法的完备，尽快收回领事裁判权。^{〔6〕}

《钦定大清商律》的内容参考了英国、德国以及日本等许多国家的法律制度，并没有刻意地依照某一个国家的制度来构建，因此也谈不上受某一个国家的影响极深。但是，仍然值得注意的是，大清商律的主要起草人伍廷芳^{〔7〕}曾在英国留学，并取得了英国的大律师执照，由此可以合理推测，大清商律在设计上会较多地参考英国的法律制度。^{〔8〕}

大清商律颁布以后，很多人批评大清商律只是照搬了外国的法律制度，并没有兼顾我国固有的商事习惯，因此，清政府于1906年决定启动修改大清商律的工作。关于大清商律的修改本文会在后面进行详细说明。

（二）1914年《公司条例》

1914年由中华民国北京政府颁布的《公司条例》是我国历史上第一部作为单行法规的公司法，但是，《公司条例》并未经过严格的立法程序，它是将清末的《修订大清商律草案》进行简单修改之后，以大总统令的方式颁布的，因此并非法律意义上的法律。^{〔9〕}大总统令的立法方式相比通过立法程序制定一部法律，程序较少因此也更加便捷迅速。

为什么要简单地修改《修订大清商律草案》，匆忙推出《公司条例》？其中的原因主要来自两个方面：一方面是在清朝法统断绝、不能继续沿用《钦定大清商律》的背景下，为了解决社会经济发展对制定公司法的迫切需求；另一方面，在民商分立的立法理念之下，中华民国政府另有制定包括公司法在内的商法典的计划，所以《公司条例》的颁布最终没有选择通过严格的立法程序而采用了大总统令的方式。

《公司条例》实施后民国政府严格执行，有力地促进了公司制度在我国的普及。当时发生了

〔4〕事实上，当时也有学者批判大清商律，认为中国未有民法，先有商法，不免有倒置之谓矣。参见苗延波：《中国商法体系研究》，法律出版社2007年版，第143页。

〔5〕领事裁判权在当时已经不仅仅是一个治外法权的问题，更使当时国人感觉居于世界劣等地位，在与外国的交涉中国家不享有平等地位，所以当时的清政府迫切希望解决领事裁判权的问题。西方各国不归还领事裁判权的主要理由在于认为中国法律制度落后。英国政府更是明确表示，如果清政府可以完善法律制度，英国可以放弃领事裁判权。参见王铁崖主编：《中外旧约章汇编》（第二册），三联书店1957年版，第188页。

〔6〕参见何勤华、李秀清：《外国法与中国法——20世纪中国移植外国法反思》，中国政法大学出版社2003年版，第241页。

〔7〕清政府任命了载振、袁世凯、伍廷芳三人作为修律大臣，共同主持《钦定大清商律》的编纂。载振和袁世凯都是当时清政府的重臣，也没有文献表明载振和袁世凯熟悉商法制度，因此可以合理推测载振和袁世凯只是名义上的编写负责人，而实质上承担编纂工作的应该是伍廷芳。伍廷芳是我国近代著名的法学家，对我国近代的立法发挥了重要的作用。

〔8〕有学者指出，大清商律的内容主要参考了英国法，参见季立刚：《民国商事立法研究》，复旦大学出版社2006版，第31页；也有学者认为1904年《钦定大清商律》的内容中有五分之三参考了日本法，五分之一参考了英国法，参见魏淑君：《近代中国公司法史论》，上海社会科学院出版社2009版，第65页。但是，笔者仔细研究了大清商律的内容后认为，大清商律与其说主要参考了英国公司法或是日本法，不如说在编纂的过程中，更多地从英国法的理论或者理念出发制定了大清商律，从制度的直接比较来看，德国法与日本法的制度也并不少。

〔9〕大总统令的方式由于没有经过国会审议批准的过程，其性质类似于我国目前立法体系中的行政法规。

一个著名事件,即1918年南阳烟草无限公司要将公司的组织形式变更为股份有限公司,在修改公司章程时,在章程中规定“简照南”为公司永远的总理(根据《公司条例》的规定,当时公司的经理被称为“总理”)。农商部作为公司的政府登记机关在进行登记时,认为《公司条例》中不允许一个自然人可以作为公司永远的经理,因此做出了不予登记的决定。^[10]该事件发生后,公司,特别是相对比较大的公司都开始认真遵守《公司条例》。^[11]在“重刑轻民”的长久历史传统观念之下,《公司条例》开始逐渐获得国民的重视与尊重。这对于我国一般大众在思想上真正接受公司这一新型的商业组织、接受公司的相关制度、接受公司法制具有重要的意义。

《公司条例》不仅在法律理论、立法技术等方面可以说非常先进,^[12]也给公司提供了更好的法律环境,奠定了公司这一种商业组织形式在我国迅速发展起来的基础,^[13]促进了民国初期的经济发展。^[14]从1912年到1921年,新设立的公司达794家。新设公司平均每年有约80家。^[15]《公司条例》实施前,从1903年到1908年间,新设公司的总数为265家,平均每年有约44家。^[16]

(三) 1929年中华民国《公司法》

1914年《公司条例》施行后,在经过两次修改之后,^[17]中华民国南京政府决定制定新的公司法。^[18]

当时的中华民国政府计划制定民法典和商法典,分别设置了民法起草委员会和商法起草委员会。^[19]同时,根据商法起草委员会的决定,任命时任立法委员的卫挺生^[20]具体负责公司法的制定工作。^[21]

根据当时中华民国的立法要求,在制订新法律的草案之前,必须先制定法律草案的“立法原则”和“立法政策”。^[22]因此,按照这样的原则,新公司法在起草过程中,也首先制定了一部《公司法原则》作为公司法立法的基本原则与基本的立法政策。^[23]《公司法原则》是在1929年8月的第191次中央政治局会议上通过的。^[24]

[10] 参见中国社会科学院上海经济研究所编:《南洋兄弟公司史料》,上海人民出版社1985版,第13页。

[11] 参见前引[8],魏淑君书,第100页。

[12] 参见前引[4],苗延波书,第71页。

[13] 参见前引[8],魏淑君书,第103页。

[14] 参见前引[4],苗延波书,第72页;前引[8],魏淑君书,第102页。

[15] 参见前引[8],魏淑君书,第103页。

[16] 参见前引[8],魏淑君书,第103页。

[17] 关于1914年中华民国《公司条例》的修改,第一次是在1915年9月21日进行,第二次是在1923年5月8日进行。

[18] 参见前引[8],魏淑君书,第136页。

[19] 参见前引[4],苗延波书,第146页;前引[8],魏淑君书,第136页。

[20] 卫挺生,湖北人,1906年留学日本大成中学,1911年公费留学美国哈佛大学。回国后,担任复旦大学经济系主任、中央大学会计系教授,1927年后长期担任国民政府立法院的立法委员。曾负责起草过税政管理法、会计法、统计法、公司法等的法律草案。

[21] 参见前引[8],魏淑君书,第136页。

[22] 参见前引[8],季立刚书,第53页。

[23] 参见王效文:《中国公司法论》(复刻版),中国方正出版社2004版,第5-11页。

[24] 参见前引[23],王效文书,第10页。《公司法原则》中除了无限公司、两合公司、股份有限公司、股份两合公司以外,还规定了保证有限公司。对此,商法起草委员会提出,保证有限公司是一种新的公司形式,其立法应当慎重进行。因此,根据当时立法院院长胡汉民的提案,第206次中央政治局会议中决议通过了《公司法原则保证有限公司一章暂行保留并另订单行法案》,事实上删除了《公司法原则》中规定的保证有限公司。参见前引[8],魏淑君书,第136页。由于随后也没有制定与保证有限公司相关的特别法律,保证有限公司也昙花一现地从我国公司法的历史上消失了。参见前引[23],王效文书,第26页。

根据《公司法原则》，商法起草委员会于1929年12月4日完成了《公司法草案》的制定，该草案在民国政府立法院第64次会议上正式通过。1929年12月26日南京政府颁布了《公司法》，新的《公司法》于1931年7月1日起正式开始实施。

1929年中华民国政府颁布的《公司法》是中国历史上第一部作为单行法的公司法。从1904年《钦定大清商律》到1929年《公司法》，我国公司法从落地到发展已经经过了25年的时间，这25年中，公司制度作为一种经营组织渐渐深入人心，公司制度的诸多基本制度以及相关的概念已经被社会大众所逐渐接受。并且在此期间，我国公司法的实践与理论积累已经有了长足的发展，1929年《公司法》对于公司制度的诸多问题进行了反复地讨论，从内容上来看，相比1914年《公司条例》，1929年《公司法》在许多方面都得到了极大地完善与改进，被评价为“是一部比较完整的现代公司立法”〔25〕。

1929年《公司法》对于公司法中很多的基本问题、重要问题进行了规定。这也是对我国多年来实践公司制度中所涉及的诸多问题的一种确认，是一部在我国公司法建立与形成过程中具有代表意义的法典。

三、中国公司法演进的暗线：被忽视的《修订大清商律草案》

（一）《钦定大清商律》的修订

1904年《钦定大清商律》编纂时间仅有九个月，在制定过程中也未针对商事活动中的问题征求我国商人阶层的意见，绝大多数条文只是原封不动移植了外国法律的条文，因此在《钦定大清商律》出台之后，很多人批评其规定中存在许多不符合我国商业习惯的规则。〔26〕因此，清政府于1906年决定启动对《钦定大清商律》的修改工作。〔27〕

为了完成大清商律的修订，清政府决定聘请一位外国专家来华负责起草修改草案。最初，清政府希望聘请日本著名的民法学家梅谦次郎博士，但是，当时梅谦次郎博士已经担任了韩国的法律起草顾问，所以无法分身，后经梅谦次郎博士的推荐，清政府聘任参加过日本商法典起草工作、时任东京高等商业学校（现日本国立一桥大学的前身）教授的志田钾太郎博士为修订法律馆的外国顾问，负责起草《钦定大清商律》的修订草案。

1909年志田钾太郎完成了《钦定大清商律》的修订草案，该草案包括总则、商行为、公司、海商、票据共五编，全文共计1008条。从外观来看，其体例与1899年通过的日本《商法典》完全一致。后人将志田钾太郎博士负责起草的《钦定大清商律修改草案》称为“志田案”。〔28〕

当时我国工商界认为志田钾太郎博士负责起草的大清商律修改草案大量参考日本商法，与我国国情不符，因此极为反对，并最终由上海立宪公会发起〔29〕设立了商法起草委员会，实地考察

〔25〕 前引〔8〕，魏淑君书，第141页；前引〔8〕，季立刚书，第149页。

〔26〕 参见前引〔8〕，季立刚书，第27页。

〔27〕 参见前引〔8〕，魏淑君书，第64页。

〔28〕 例如，前引〔8〕，魏淑君书，第66页。

〔29〕 上海立宪公会倡议自行编纂商法的建议得到了上海商务总会、上海商学会的赞成，三会共同作为发起人制订商法草案。参见前引〔8〕，魏淑君书，第70页。

我国商事习惯、参考世界各国最新立法例,并经过全国商会共同讨论,自行编纂了商法草案,请求政府加以实施。该草案共完成了《商法总则》与《公司律》两编。清政府采纳了该草案,并对草案进行逐条考校之后形成了共计367条的新的修改草案,并将其定名为《修订大清商律草案》,经宪政编查馆审核后提交给资政院进行审议,但是资政院未及通过清政府就灭亡了。(为了方便区别,本文以下将志田钾太郎博士负责起草的大清商律修改草案简称为《志田案》,将上海立宪公会主导起草的商法草案简称为《商法草案》,将清政府提交资政院审议的大清商律修改草案简称为《修订大清商律草案》。)

虽然中华民国政府成立后,以《修订大清商律草案》中的《公司律》为蓝本,几乎原封不动地制定了《公司条例》,但是,《修订大清商律草案》作为一部法律修改草案,其本身最终没有直接成为一部法律。

(二) 志田钾太郎博士在我国公司立法中的作用

虽然很多公司法制史的文献中都提到了志田钾太郎,但是基本都是停留在简单介绍的程度,笔者认为有必要对其进行更为深入和全面的研究与说明。

整理我国现有的文献,提到志田钾太郎博士的地方大致有如下几处:第一,清政府聘请其负责起草大清商律修改草案。^[30]第二,在我国民商立法模式讨论的过程中,志田曾针对我国的立法模式,明确表达了自己反对民商分立,赞成民商合一的观点。同时,志田也认为,作为权宜之计,为了收回领事裁判权,可以先行制定商法典。^[31]第三,志田在负责起草大清商律修改草案的同时担任京师法律学堂的教习,在京师法律学堂教授商法。^[32]这些信息并不足以让我们完整地了解志田,更无法让我们在本就很模糊的历史中寻找志田在我国公司法形成过程中真正发挥的作用。

志田钾太郎1868年出生于日本东京,1894年毕业于日本东京帝国大学法科大学(日本东京大学法学部的前身),同年进入东京帝国大学法科大学大学院(相当于今天的研究生院)继续学习,主要研究方向为公司法与保险法。1896年大学院在读期间经东京帝国大学法科大学教授、也是志田的大学院指教授穗积陈重的推荐被任命为法典调查会商法修改委员会辅助委员。^[33]这可以说是志田人生中最重要的一次经历。

1890年通过的日本第一部《商法典》由于出自德国人罗斯勒(Karl Friedrich Hermann Roesler)之手,^[34](1890年通过的日本《商法典》是日本历史上第一部商法典,这部《商法典》在日本商法学界一般被称为《旧商法典》),在日本一经颁布就受到了日本社会各界的激烈批评。在这样的

[30] 许多文献中都提到了这一点,例如,李秀清:《中国近代民商法的嚆矢——清末移植外国商法评述》,载《法商研究》2001年第6期;前引[8],魏淑君书,第67页。

[31] 参见前引[6],何勤华、李秀清书,第241页。

[32] 参见李贵连:《近代中国法律的变革与日本影响》,载《比较法研究》1994年第1期。

[33] 志田俊郎『志田钾太郎の生涯』(文芸社、2015年)41页参照。

[34] 日本商法典的编纂最早是于1876年聘请了荷兰人阿达姆拉帕德(Adam Rappard)来帮助起草,但是阿达姆拉帕德最终只是将法国《商法典》翻译了一遍而已,最终遭到了日本的弃用。1881年日本明治政府聘请德国人罗斯勒(Karl Friedrich Hermann Roesler)再次开始起草商法典,罗斯勒于1884年完成了商法典的草案编纂,该草案经过多次讨论最终在1890年通过了国会讨论,正式成为了法律。但是,由于反对声音非常强烈,该《商法典》的实施被多次推迟,最终于1898年正式开始施行。

背景下，1893 年日本政府决定由日本人自己来起草一部商法典。这次的商法典起草在当时可以说是万众瞩目。

日本政府于 1893 年成立了“法典调查会”，全面负责修改日本商法典的工作。^{〔35〕} 法典调查会中设置了商法修改委员会的起草委员三名以及辅助委员两名，志田钾太郎被任命为辅助委员。^{〔36〕} 1896 年法典调查会制定了《商法修改理由书》，其中志田钾太郎负责撰写了公司法的部分。法典调查会最终于 1899 年完成了商法修正案的起草，该商法修正案于 1899 年在日本国会审议通过，正式成为了法律（这是日本商法史上第二部《商法典》，也是日本至今仍然在实施的现行《商法典》。日本商法学界一般将其称为《新商法典》）。

1897 年志田钾太郎开始担任东京高等商业学校的教授（到 1919 年）。1898 年被日本政府派遣到德国与法国学习商法，^{〔37〕} 1902 年回国。1903 年被东京帝国大学法科大学授予法学博士学位。^{〔38〕} 1904 年开始担任东京帝国大学法科大学兼职教授。1908 年受清政府邀请，^{〔39〕} 来华担任法律修订馆顾问，同时还兼任京师法律学堂教习。1914 年被中华民国政府授予四等瑞宝勋章。

志田钾太郎 1912 年离华回到日本，1919 年转任日本明治大学，1940 年任日本明治大学校长，1951 年逝世。^{〔40〕}

志田钾太郎的研究主要集中在商法，特别是商法总则、公司法与保险法等领域。

作为日本早期的一位杰出的商法学者，志田钾太郎不仅熟知日本商法的情况，同时对于德国与法国的商法也有较深的了解，并且还具有编纂日本商法典的经历，因此可以说是帮助中国修法的一位合适的人选。

1899 年通过的日本《新商法典》本身就是由于日本对于由德国人起草的商法典极为抵触而出现的产物，因此可以推测志田钾太郎对于以我国工商界为首反对他负责起草商法典的中国民众心理非常了解，同时志田钾太郎还在中国担任京师法律学堂的商法教习，因此有理由推测志田钾太郎会尽可能地宣传自己制定大清商律草案的想法以及其对公司法制度的理解。^{〔41〕}

从时间上来看，志田钾太郎于 1908 年至 1912 年受清政府的邀请在中国工作了大约四年，在此期间，不论是其负责的《志田案》还是由上海立宪公会主导起草的《商法草案》都顺利完成。

〔35〕 法典调查会的负责人为伊藤博文。法典调查会虽然任命了 3 位商法起草委员会委员，但是，并没有让各位委员分担一部分章节各自起草，而是采用合议的方式共同起草。合意起草商法典的方式是经过慎重讨论决定的。高田晴仁「明治期日本の商法編纂」企業と法創造 2 号（2013 年）67 頁参照。

〔36〕 日本政府对于商法典的起草共任命了三名起草委员以及两名辅助委员。三名起草委员为梅谦次郎、田部芳、冈野敬次郎，两名辅助委员为志田钾太郎，加藤正治。两名辅助委员都是当时东京帝国大学法科大学的在读学生。

〔37〕 志田钾太郎赴德国与法国主要研究公司法与保险法。参见前引〔33〕，志田俊郎书，第 57 页。

〔38〕 志田钾太郎获得的东京帝国大学法学博士学位并非通过课程学习授予，而是按照日本旧教育体制，通过大学推荐的方式，由日本文部大臣（相当于教育部长）授予。这种制度也称为推荐制博士学位。这种博士学位授予机制被后世认为是一种对过往功绩的综合评价，可以说是一种名誉称号。参见前引〔33〕，志田俊郎书，第 95 页。

〔39〕 清政府并非直接找到志田钾太郎，而是首先给日本政府发文，然后日本政府向东京帝国大学发了照会，后由梅谦次郎经东京帝国大学向日本政府推荐了志田钾太郎，清政府才最终选定了志田钾太郎。而志田钾太郎本人对于接受清政府邀请赴中国负责编纂商法典本身并没有特别的积极，当然反之也没有特别的抵触，其中梅谦次郎的举荐或许是志田钾太郎最终决定接受清政府聘请的一个重要原因。参见前引〔33〕，志田俊郎书，第 146 页。

〔40〕 志田钾太郎『日本商法典の編纂と其改正』（復刻版）（新青出版社、1995 年）159 頁参照。

〔41〕 关于这一点，可以参考后来出版发行的京师法律学堂笔记——商法总则、会社、商行为等著作。参见志田钾太郎口述，熊元楷编：《商法总则》（复刻版），上海人民出版社 2013 年版；志田钾太郎口述，熊元襄、熊仕昌编：《商法、会社、商行为》（复刻版），上海人民出版社 2013 年版。

虽然志田钾太郎制定的《志田案》最终没有成为修改草案的正本,但是,很难想象完成时间晚于《志田案》的《商法草案》在内容上完全不受《志田案》的影响,^[42]也很难想象对于由民间主导的《商法草案》在制定的过程中提出的对《志田案》的批评或者说是不同意见,志田钾太郎会完全不加以说明。

综上所述,志田钾太郎对于我国公司法形成的影响可能存在于两个方面。一方面,从客观上来看,志田钾太郎受清政府委托完成了《志田案》,并完整地向大量的中国学生讲授了商法的理论与制度。另一方面,可以合理推测,首先,大量的优秀中国学生在学习商法的过程中受到了志田钾太郎的影响,从而间接地受到了日本法的影响,这种影响可能更多是在商法的理念上、具体公司制度的认知上。其次,《志田案》虽然最终没有成为大清商律的修改草案,但是,《志田案》是当时的官方文本,其对社会所产生的意义必然是深远的。这种影响主要集中在我国最终完成的《修订大清商律草案》的具体制度设计上,它将直接影响到后来的1914年《公司条例》以及1929年《公司法》。我们从表面可以看到某些公司法制度确实参考了日本法,但究竟是由于受到了志田钾太郎的影响还是我们进行了慎重的思考与判断做出的选择今天已经很难考证了。

(三)《修订大清商律草案》与《志田案》之间的关系

从结果上来看,清政府最终提交给资政院审议的修改文本是以上海立宪公会主导起草的《商法草案》为蓝本制定的,由此产生两个问题:第一,这是否意味着清政府放弃了作为官方文本的《志田案》呢?第二,《志田案》是否只是一个日本商法典的翻版,没有吸收中国的商事习惯呢?

关于上述第一个问题,首先必须指出的是,有些文献指出《志田案》由于社会的反对最终被清政府抛弃。^[43]这样的说明并不符合事实。按照清政府的原计划,大清商律的颁布时间是在1913年,而实施时间为1915年。^[44]但是,1909年清政府认为大清商律的修改计划需要提前,而此时《志田案》尚未全部完成,由于大清商律中“商法总则”与“公司”两部分最为紧要,而上海立宪公会主导起草的《商法草案》不仅符合我国的商事习惯,更得益于精通商事法律的实务界人士博采众长的精细制订,^[45]因此清政府决定以上海立宪公会等民间主体起草的《商法草案》为蓝本制订一个临时法案,先对大清商律中最为紧要的“商法总则”与“公司法”两个部分进行修改,然后等《志田案》全部完成后,再对大清商律进行全面修改。简单来说,《修订大清商律草案》只是一个临时法案草案,而《志田案》才是大清商律的真正修改草案。而且,《志田案》是一个完整的修改草案,是一部完整的商法典草案。而《修订大清商律草案》只包括《商法总则》与《公司律》两编内容,并不是一个完整的商法典草案。所以,根本没有《志田案》被清政

[42] 上海立宪公会等还制定了《公司律调查案理由书》,仔细观察《商法草案》以及《公司律调查案理由书》的具体内容,可以发现《商法草案》里的规定大量地参考了日本法与德国法,考虑到当时志田钾太郎在中国作为官方聘请的专家负责大清商律修改草案的起草,可以合理推测《商法草案》的形成一定会或多或少地受到《志田案》的影响。关于《商法草案》以及《公司律调查案理由书》的具体内容可以参考张家镇、秦瑞玠、汤一鶚、孟森、邵义、孟昭常编著:《中国商事习惯理由与商事立法理由书》(复刻版),中国政法大学出版社2003年版。

[43] 参见前引[30],李秀清文。

[44] 参见顾明晔:《清末商事法制变革及其现代启示——兼论商事法律移植》,南京师范大学2006年硕士学位论文,第11页。

[45] 上海立宪公会等民间团体起草的商法草案是由秦瑞玠、孟昭常两人作为代表通过邀请全国各地商会派代表开会商议等形式最终完成的。参见前引[8],魏淑君书,第70页。

府抛弃的问题。

关于上述第二个问题,《志田案》本身确实更多只是一个日本商法典的翻版。但是,《志田案》只是志田钾太郎负责修改大清商律所提出的一个尚未最终完成的草案。事实上,清政府修改大清商律的过程中,可以说是极为重视我国商事习惯的调查。并且从1907年开始清政府的法律修订馆就通过在全国各地方设立专门机构、派专人等方式在全国各地大规模调查商事习惯,由于各个地方的调查进展并不一致,至清朝灭亡都尚未全部完成。^[46]因此,事实上,《志田案》只是一个尚未最终完成的修改草案的初稿或者是基本方案,根据清政府的计划,尚需要全面揉入我国的商事习惯之后才会成为最终的修改草案。

四、民商法立法模式的摇摆——公司法定位的形成

近年以来,由于我国制定民法典,民商法的关系以及我国民商法的立法模式成为学术界乃至于社会关注的热点问题。毫无疑问,民商法立法模式将会直接影响公司法在整个法律体系中的定位。虽然今天无论是我国法律的实际情况还是法学理论研究,都认为我国是采用民商合一的立法模式,但是,事实上,关于我国的民商法立法模式,早在我国公司法制定之初,就曾在我国立法界与理论界发生过至少两次激烈争议。第一次是发生在制定大清商律的时候,第二次是发生在制定1929年《公司法》的时候。值得注意的是,在不同的民商法立法理念之下,公司法在法律体系中的定位是存在差异的。

(一) 关于民商法立法模式的争议

1. 制定1904年《钦定大清商律》时的第一次争议

从结果上来看,清政府于1904年颁布了大清商律,于1911年颁布了大清民律,从而在立法结构上明确采用了民商分立的立法模式。事实上,在1904年《钦定大清商律》制订之前以及大清商律颁布后进行修订的过程中,围绕着我国的民商法立法模式发生过争议。

时任翰林院侍讲的朱福诜主张,我国应当采用“民商合一”的立法模式,其主要理由是当时的日本著名法学家梅谦次郎^[47]主张民商合一,虽然在日本没有实现,但是我国可以利用后发优势,集各国之大成。^[48]对此,清政府负责法律修改的核心人物沈家本提出了著名的“法律继受论”,认为我国立法主要参考的国家为德国、日本等大陆法系国家,而这些大陆法系国家中基本采用了民商分立的立法模式,因此,我国也应该采用民商分立的立法模式。^[49]

此外,清政府制定大清商律的一个主要动机在于尽快通过颁布大清商律,堵住外国列强的口实,来实现收回有损国家主权的领事裁判权。而在一个国家的法律体系中居于私法领域基本法地

^[46] 参见前引〔8〕,魏淑君书,第65页。

^[47] 梅谦次郎是日本近代著名法学家,时任日本东京帝国大学(现东京大学)教授。曾担任日本民法典起草委员与日本商法典起草委员。

^[48] 朱福诜主张采用民商合一立法模式的主要理由是以日本民法学者梅谦次郎的思想作为立论支持,梅谦次郎作为日本明治时代民法典以及商法典制定的重要人物,其本人受瑞士法的影响,并不赞成民商分立的立法模式。参见聂卫锋:《中国民商立法体例历史考——从晚清到民国的立法政策与学说争论》,载《政法论坛》2014年第1期。

^[49] 参见张生:《中国近代民法法典化研究(一九〇一至一九四九)》,中国政法大学出版社2004年版,第62页。

位的民法事实上是必须要颁布的,因此,颁布了大清商律,事实上也就是默认了必然会选择民商分立的立法模式。因此,从这个意义而言,在我国历史上第一次面临民商法立法选择的问题时,清政府所作出的决定更多的是出于政治层面的考虑而非基于法学理论本身的选择。

从某种意义上而言,这样的选择是一种无奈的选择。日本制定商法典时也曾经面对同样的问题,^[50]或许也正是因此,志田钾太郎在制定《志田案》的过程中,虽然其本人并不赞成民商分立的立法模式,但是也表示作为权宜之计可以先采用民商分立的立法模式,在时间上可以先颁布商律。^[51]

正是由于清政府中负责修订法律的大臣沈家本、俞廉三等主要人物都不赞成“民商合一”的立法模式,以及尽快收回领事裁判权的政治考虑,清政府在制定以及修订《钦定大清商律》的过程中都始终坚持采用“民商分立”的立法模式。^[52]

2. 制定1929年《公司法》时的第二次争议

1904年《钦定大清商律》颁布以后,围绕着民商法立法模式的争议虽然暂时告一段落,但是,随着中华民国的成立,采用何种民商法立法模式再次成为法学界讨论的焦点问题。特别是在1929年中华民国《公司法》制定过程中,可以说围绕民商法立法模式的选择学术界的争论达到了顶峰。^[53]虽然从结果上来看,中华民国政府转而采用了“民商合一”的立法模式,但是在立法的过程中,反对采用“民商合一”立法模式的声音极为强大,当时,赞成派与反对派对于民商法立法模式进行了激烈的争论。^[54]

在这激烈的争议中,有两个外国学者的意见对我国的民商法立法模式的探讨产生了重要的影响。第一位是法国学者让·约瑟夫·爱斯嘉拉(Jean Joseph Escarra)。^[55]爱斯嘉拉于1912年发表了论文《中国私法之修订》,主张中国应当采用民商合一的立法模式,具体可以瑞士的立法例为参考对象,将已经存在的《商人通例》《公司条例》编入民法典的债法编中。具有戏剧性的是,爱斯嘉拉在被中华民国政府聘请协助起草商法典之后,其本人的观点发生了转变,改为支持民商分立的立法模式,主张中国应当建立独立于民法的商法典。^[56]

第二位是当时的日本著名民法学者我妻荣教授。^[57]我妻荣教授主张中国不应当采用“民商合一”的立法模式,而应当采用民商分立的立法模式,理由有三:第一,商法的性质不同于民法,商法是不同于民法的独立领域;第二,在立法技术上民法很难涵盖商法;第三,商法具有显

[50] 日本编纂商法典的其中一个重要理由是收回领事裁判权,这一点与我国清朝政府当时所面临的情况几乎完全一样。1894年日本与英国签署了《日英通商航海条约》,正式撤销了英国的领事裁判权(1899年开始生效)。参见前引[35],高田晴仁文,第65页。

[51] 参见前引[6],何勤华、李秀清书,第241页。

[52] 参见前引[4],苗延波书,第144页。

[53] 例如,当时的学者施霖主张引入民商合一的立法模式,并写下了有名的《民商法合一之理由》。参见前引[4],苗延波书,第148页。

[54] 参见前引[48],聂卫锋文;前引[4],苗延波书,第147页。

[55] 让·约瑟夫·爱斯嘉拉(Jean Joseph Escarra)是法国商法学家,主张中国民商法立法应当注重法律的传承,强调中国商法典应当注重法律的本土化。参见前引[48],聂卫锋文。

[56] 参见前引[48],聂卫锋文。

[57] 我妻荣是日本近代著名民法学家,时任日本东京帝国大学(现东京大学)的教授。

著的国际性。因此，必须要考虑商法应及时对应商业社会需求的特点。^{〔58〕}我妻荣教授的主张在中国产生了巨大的影响。

针对我妻荣教授的主张，时任中华民国立法院院长的胡汉民与立法院副院长林森表明了反对的观点。^{〔59〕}同时，在胡汉民与林森的支持与主导下，在1929年6月召开的中央政治会议第183次会议上通过了《民商法统一提案审查报告》，在该报告书中明确地说明了采用民商合一立法模式的理由。^{〔60〕}这也改变了自清末《钦定大清商律》以来我国一直采用的民商分立的立法模式。我国开始走向“民商合一”的立法模式。^{〔61〕}

关于1929年《公司法》制定时南京政府采用“民商合一”立法模式的原因，一般认为是受瑞士民法典的强烈影响。^{〔62〕}事实上，在具体的立法设计上还是有别于瑞士民法典立法模式的。具体来说，中华民国政府虽然在理念上希望制定一部类似于瑞士民法典那样的内容广泛的民法典，但是并没有采用将公司法也纳入民法典这一瑞士的做法，而是将公司法等部门法作为单行法进行了立法。^{〔63〕}换言之，在“民商合一”的立法模式之下，没有制定商法典，而将公司法等无法纳入民法之中的商法内容作为民法的特别法以单行法的方式进行规范。这样的民商法立法模式不仅不同于瑞士，也不同于传统大陆法系的代表国家德国与日本，可以说是我国独创的立法模式。^{〔64〕}

之所以设计这种立法模式，或许是因为民法典作为私法领域的一般法，其修订必须非常谨慎，而公司法、保险法等商法领域的规则必须及时地去应对市场中所出现的诸多变化，因此将公司法等作为单行法制定的话，则能够更容易配合社会实际情况灵活地进行修订。^{〔65〕}

以1929年《公司法》的制定为标志形成的这种民商立法模式和“民商合一”的立法思想，对后来中国民商法的发展产生了深远的影响。^{〔66〕}时至今日，距离1929年已经过去了九十余年，如后面所述，虽然1993年制定的《中华人民共和国公司法》仍然采用民商合一立法模式的原因与1929年时并不相同，但是，无法否认的是，1929年形成的“民商合一”的理念至今依然发挥着重要的影响并占据着支配地位。^{〔67〕}

（二）公司法定位的变化

1. 民商分立模式下作为大清商律的一部分

1904年《钦定大清商律》是在清政府坚持民商分立的前提下制定的，这一点即使在后来大

〔58〕 我妻荣『中華民國民法債編總則』（中央大学出版社、1993年）3頁参照。

〔59〕 参见前引〔4〕，苗延波书，第147、148页。

〔60〕 《民商法统一提案审查报告》是根据胡汉民与林森向中央政治会议提出的《编订民商统一法典，以符本党全民精神》制定的。《民商法统一提案审查报告》可以说是当时体现民商法立法模式的官方态度。根据该报告书，采用民商合一的立法模式主要有八个方面的理由：第一，因历史关系认为应当制定民商统一法典；第二，因社会进步认为应制定民商统一法典；第三，因世界交通认为应制定民商统一法典；第四，因各国立法趋势认为应当制定民商统一法典；第五，因人民平等认为应当制定民商统一法典；第六，因编订标准认为应当制定民商统一法典；第七，因编纂体例认为应当制定民商统一法典；第七，因编订体例认为应当制定民商统一法典；第八，因商法与民法之关系认为应当制定民商统一法典。参见前引〔48〕，聂卫锋文。

〔61〕 参见前引〔4〕，苗延波书，第147页。

〔62〕 参见谢怀栻：《外国民商法精要》，法律出版社2002年版，第108页。

〔63〕 参见前引〔8〕，魏淑君书，第157页。

〔64〕 参见前引〔4〕，苗延波书，第149页。

〔65〕 参见前引〔23〕，王效文书，第12页。

〔66〕 参见前引〔4〕，苗延波书，第149页。

〔67〕 参见前引〔4〕，苗延波书，第149页。

清商律修订的过程中也从没有发生过变化。公司法（《公司律》）是作为大清商律的一部分存在的，因此公司法在法律体系中所处的位置是非常清晰而明确的，那就是公司法只是作为与民法典平行的商法典的内容而存在的，因此，公司法应当遵循独立商法典的基本法律适用关系。

2. 民商分立模式下作为单行法的《公司条例》

1914年《公司条例》是一部单行法规（严格意义上来讲不是法律），在制定《公司条例》时，中华民国政府秉承的是民商分立的立法理念，因此，1914年《公司条例》是在民商分立的立法模式之下作为商法典中的一部分而被制定的。虽然此后1929年《公司法》也同样是单行法，但是两者所处的立法模式不同，因此在法律体系中所处的地位也完全不同。

应当指出的是，1912年中华民国建立后，我国公司法学界对于民商法立法模式问题的探索逐渐开始越来越多地倾向于民商合一。^{〔68〕}但是，中华民国政府并没有回应理论界的主张，在制定《公司条例》的过程中，并没有采用民商合一的立法模式，而是继续秉承清政府所采用的民商分立的理念，^{〔69〕}并以清末的《修订大清商律草案》作为蓝本，在进行了简单的修改之后，迅速地作为中华民国《公司条例》进行了颁布。

由此可见，当时作为单行法出现的《公司条例》并非是在中华民国政府对民商法立法模式进行深思熟虑之后的选择，这种模式更多是充满了现实考虑、匆忙而为的偶然之举。^{〔70〕}然而，流逝于历史之间的这个偶然因素却开启了中国公司法作为单行法进行立法的先河，并对此后的中国公司法的形成与发展产生了深远的影响。

3. 民商合一模式下作为单行法的公司法

如上所述，在1929年中华民国政府制定我国历史上第一部作为单行法的《公司法》的时候，我国改变了此前坚持的民商分立的立法模式，转而采用了民商合一的立法模式。在此前提下，公司法在整个法律体系中的地位也发生了重要的变化。

1929年的《公司法》从形式上来看，虽然是秉承“民商合一”的立法理念而制定的单行法，但是，又第一次将公司法的地位定位于民法的特别法。这样的立法模式区别于传统的民商合一的立法模式，没有将商法的内容完全规定在民法典之中，而是在民法典之外以单行法的方式将不易纳入民法典之中的商法内容进行了单独的立法。在这样的立法理念之下，公司法在民商合一的前提下，作为民法的特别法存在于法律体系之中。这种立法模式是一种非常独特的，甚至可以说是我国独创的一种立法模式。

（三）小结

如上所述，在我国公司法形成与发展的初期，公司法事实上随着民商法立法模式的变动在民商法中的地位一直在变化。从结果上来看，虽然掺杂了种种因素，但是我国最终形成了在民商合一的立法体系之下公司法作为单行法进行立法的独特的立法模式，这一点一直到今天都还深刻地影响着我国的民商法立法。

〔68〕 参见前引〔4〕，苗延波书，第144页。

〔69〕 有学者指出，中华民国政府在1914年制定《公司条例》前后选择民商分立立法模式是基于一种路径依赖。参见前引〔48〕，聂卫锋文。

〔70〕 参见朱大明：《从公司法的历史沿革探索我国民商法立法模式的选择》，载《南京大学学报》（哲学社会科学版）2017年第3期。

五、中国公司法形成过程中受到的日本法影响

（一）公司法形成时中日法学界交流的大环境

如上所述，清政府为了修订大清商律专门聘请了日本专家志田钾太郎博士赴华负责起草大清商律修改草案。这一点可以说是中国公司法形成与发展初期中国公司法受日本法影响的最重要的一个因素。由此，自然就会有一个疑问，那就是我们为什么要聘请日本专家负责立法。关于这个问题，跳出公司法本身，而从当时的时代背景以及中日法学界之间交流情况的大环境出发来进行考察与思考或许更容易理解，也会更全面、更准确地了解我国公司法形成与发展初期与日本法之间的关系。

1. 法律修订馆中的日本专家

法律修订馆是清政府设立的专门从事法律修改的政府机构。在法律修订馆中，清政府决定聘请外国人来协助我国进行法律的编纂。这个方针最早是由时任两江总督的刘坤一和湖广总督张之洞提出的，^{〔71〕}后得到了时任刑部左侍郎的沈家本以及出使美国大臣伍廷芳等大臣的支持。^{〔72〕}

本来，当时的方针是在每个主要国家中聘请一名专家，为此，清政府总理衙门甚至向清朝各驻外使节发电文，要求访求各国著名律学专家，以聘请来华协助编纂法律。^{〔73〕}但是编纂法律的核心人物沈家本深信取法日本为我国的正确方案，因此，沈家本作为该方针最忠实的执行者，坚定地执行了方针，但是聘请的外国专家却全部为日本专家。^{〔74〕}

在沈家本的支持下，由清政府聘请来华协助编纂的日本专家包括时任日本东京帝国大学教授冈田朝太郎、^{〔75〕}东京控诉院部长松冈义正、^{〔76〕}商法学专家志田钾太郎、监狱法专家小河滋次郎^{〔77〕}共四人。其中冈田朝太郎负责起草刑法与法院编制法，松冈义正负责起草民法与诉讼法，志田钾太郎负责起草商法，小河滋次郎负责起草监狱法。由于当时京师法律学堂缺少教员，因此根据清政府的安排，四位日本专家除了负责协助编纂法典以外，同时还在京师法律学堂担任教习，向中国学生讲授法律，其中冈田朝太郎担任法律修订馆的总教习。^{〔78〕}

由于法律修订馆聘请的外国专家全部为日本专家，甚至有人嘲讽说法律修订馆编纂的法律草案是日本法律。^{〔79〕}

2. 京师法律学堂的日本教习与法律科目

京师法律学堂是1905年10月清政府为了实施新法而设立的专门培养法律专业人才的学校，

〔71〕 参见前引〔32〕，李贵连文。

〔72〕 参见前引〔32〕，李贵连文。

〔73〕 参见李贵连：《晚清立法中的外国人》，载《中外法学》1994年第4期。

〔74〕 参见前引〔73〕，李贵连文。

〔75〕 冈田朝太郎时任日本东京帝国大学教授，是日本著名的刑法学者。

〔76〕 松冈义正毕业于东京帝国大学法科大学，时任东京控诉院法官与部长（相当于今天的我国省高等法院庭长）。松冈义正曾担任日本民法典起草委员会辅助委员。松冈来华的原因与志田钾太郎有些类似，也是由于梅谦次郎的推荐。

〔77〕 小河滋次郎毕业于东京帝国大学法科大学，在东京帝国大学教授穗积陈重的指导下研究监狱法，1897年任日本警察厅监狱长，1906年被东京帝国大学授予法学博士学位。

〔78〕 参见前引〔32〕，李贵连文。

〔79〕 参见前引〔32〕，李贵连文。

也是我国第一所法律学校。京师法律学堂中的法律科目包括宪法、民法、商法、公司法、海商法、票据法、保险法。教习中除了中国人以外,还聘请了外国人。根据清政府的安排,来华协助编纂法律的冈田朝太郎、松冈义正、志田钾太郎、小河滋次郎在担任法律修订馆顾问的同时,还要在京师法律学堂担任教习。京师法律学堂的外国人教习中除了上述四位日本专家,还有岩井尊文、中村襄,共6人,全部为日本人。

京师法律学堂于1906年10月正式开学,学制三年,另设立了速成班,学制一年半,到1912与法政学堂、财政学堂合并为北京政法专门学校为止,京师法律学堂共有了近千位毕业生,为国家培养了大量的法律人才,^{〔80〕}同时,也在我国掀起了学习法律的热潮。

3. 日本法学著作的翻译

从鸦片战争结束后至戊戌变法之前,共计30多年的时间里我国出现了大约18部翻译的外国法律著作,其中没有一部是日本法学著作。但是,随着清政府取法日本的基本政策出台,翻译日本法学著作开始增多。仅1905年,由修订法律馆组织出版的翻译著作共计12部,涉及4个国家,其中日本的就有7部。^{〔81〕}当时的大环境对于日本法学的偏重可见一斑。

4. 对日本法学的认识与对法律移植的态度

清政府确立的基本立法指导思想是“参酌各国法律”,即学习各国的法律制度。^{〔82〕}但是,从现实情况来看,当时的中国并没有足够的既通晓西方语言又了解法律的人才,同时,西方法学理论丰富、著作的数量极多,不仅翻译本身难度很大,同时也很难迅速掌握其精髓。^{〔83〕}日本并非法学的发祥地,但是日本成功引入了西方国家法律制度,并且在短时间内成为了世界强国,这对于中国的震动是巨大的。如果我国学习日本法制,面临的问题可能都会迎刃而解。^{〔84〕}

日本过去长期受中国文化影响,遵从儒家思想,同时,由于我国与日本“同洲同文”,^{〔85〕}我们学习起来比较方便,而且日本法学专家都能读懂我国的文献,^{〔86〕}了解我国的风土人情。因此取法日本,更符合我国国情,更容易被接受,这也成为了当时清政府的一致意见。再加上当时我国财政紧张,又有迅速变法强国的急功近利的思想,学习日本法律制度,恐怕是清政府编纂法律的唯一选项。^{〔87〕}

在上述背景之下,以沈家本为代表的清政府编纂法律的核心人物决定取法日本,学习日本的法律制度。事实上,对于引入法律制度带来的对国民的思想殖民,当时沈家本也有清晰的认识,但是面临国家贫弱的局面,沈家本认为与其闭门造车,不如两害相权取其轻。最终,清政府在制

〔80〕 参见前引〔32〕,李贵连文。

〔81〕 参见前引〔32〕,李贵连文。

〔82〕 参见前引〔32〕,李贵连文。

〔83〕 参见前引〔32〕,李贵连文。

〔84〕 参见前引〔32〕,李贵连文。

〔85〕 参见前引〔32〕,李贵连文。

〔86〕 例如,冈田朝太郎博士甚至用中文撰写了法学著作《汉文刑法总则讲义》(有斐阁1897年出版)。冈田朝太郎博士与沈家本私交甚好,两人经常共同研究刑法,甚至共同编写了《刑法理由书》等著作。参见前引〔32〕,李贵连文。志田钾太郎了解中国文化,了解并尊重儒家思想甚至非常熟悉《论语》等一些主要思想著作。志田钾太郎在担任修订法律馆顾问与京师法律学堂教习期间与中国人教职员相处融洽。参见前引〔33〕,志田俊郎书,第146页。

〔87〕 参见前引〔32〕,李贵连文。

定大清商律的时候，作为外部大环境，学习日本法可以说是当时清政府在编纂法律上的一个基本国策。^{〔88〕}

值得注意的是，事实上，主要学习日本法律制度的基本政策在我国持续的时间并不长，1912年中华民国政府建立以后，我国开始对日本以外的其他国家，特别是大陆法系国家关注明显增强，到制定1929年《公司法》的时候，我国的相关讨论中不仅包括日本法，也包括德国、法国等其他大陆法系国家的法律制度。

（二）制度设计上的影响

在1904年《钦定大清商律》、1914年《公司条例》以及1929年《公司法》中，有很多制度都可以看到外国法的影子，其中包括大量与日本商法典相似的规则。本文的重点并非在于对具体制度进行分析说明，因此，虽然从比较法的角度可以更全面地来找到更多的法律制度，但是笔者仅仅从今天的视角出发挑出了几个重要的制度作为具体的例子，来说明我国公司法受到的日本法影响。

1. 公司类型的确定

1904年《钦定大清商律》第一次用法律的方式在我国确立了公司制度。关于公司的类型，在大清商律第二编《公司律》中明确规定为四种，即合资公司、合资有限公司、股份公司、股份有限公司（《公司律》第1条）。这样的公司类型选择一般认为是参考了日本《新商法典》。

1914年《公司条例》中规定的公司类型也同样是四种，即无限公司、两合公司、股份有限公司、股份两合公司（《公司条例》第2条）。同时，对比1904年《钦定大清商律》，《公司条例》对于每种公司类型都规定了独立的章节，进行了比较详细的规定。1929年中华民国《公司法》在公司类型的设计上与《公司条例》一样，采用了无限公司、两合公司、股份有限公司、股份两合公司四种公司形式（1929年《公司法》第2条）。^{〔89〕}

关于公司类型，虽然有学者指出1904年《钦定大清商律》是参考了日本旧商法的规定，但是对比1890年日本《旧商法典》的规定，可以发现两者确实存在相同之处，但是也存在不同之处。抛开1904年《钦定大清商律》，从1914年《公司条例》到1929年《公司法》，对于公司类型的规定与日本《新商法典》的规定完全相同，因此，可以认定从1914年《公司条例》开始我国公司类型的选择受到了日本《新商法典》的影响。可以合理推测，这样的制度选择与志田钾太郎在中国主持大清商律修改以及在京师法律学堂教授公司法等商法科目之间是密不可分的。

2. 公司经营的监督机关

1904年《钦定大清商律》第79条明文规定，公司必须设立“查账人”。这就是今天监事的雏形。关于查账人的选聘由股东大会决定（1904年《钦定大清商律》第80条）。1914年《公司条例》第166条将“查账人”的概念调整为“监察人”，仍然由股东大会选举产生。1929年《公司

〔88〕 参见前引〔32〕，李贵连文。

〔89〕 该《公司法》的立法准则《公司法原则》采用五种公司形式，规定了保证有限公司这一公司形式。后来，中央政治会议第205次会议中通过决议，采取了“将保证有限公司在别法中进行规定”这一立法方针，因此最终《公司法》中删掉了“保证有限公司”的内容。

法》第152条沿用了“监察人”的概念及其选聘制度。

“查账人”“监察人”的理念与制度内容应该说与日本公司法是基本一致的，但是用语本身并不相同，日本采用的是“监查役”。关于法定监督主体的名称，在日本1899年《新商法典》制定的过程中，日本曾经讨论过“监事”的用语，主要原因是日本《民法典》中已经采用了“监事”的概念，^[90]但是，最终1899年《新商法典》中没有采用“监事”的术语，而采用了“监查役”的术语，并一直沿用至今。有趣的是，1993年我国再次制定《公司法》时放弃了“监察人”的用语，采用了“监事”的概念并使用至今。

从1904年《钦定大清商律》开始建立的查账人（1914年《公司条例》与1929年《公司法》中为监察人）的概念与制度虽然在今天用语发生了变化，但是其背后对应的含义并没有发生改变。监事制度的建立与形成对于中国公司法而言无疑是极为重要的。

3. 三角制公司结构的确立

公司结构模式是公司制度中的核心问题。今天来看，世界各国的立法中公司结构大致可以分为以美国与英国为代表的单层制、^[91]以德国为代表的双层制^[92]以及以日本为代表的三角制^[93]。在我国公司法的历史中，1904年《钦定大清商律》第78条、第113条就明确规定了公司采用三角结构。即在股东大会之下设立董事会与监事会。1914年《公司条例》中虽然将“查账人”的概念修改为“监察人”，但是由股东大会选举来产生董事会以及监事会（监察人）的规则本身并没有发生变化。在1929年《公司法》中，公司结构完全继承了1914年《公司条例》的规定，继续维持了三角制结构（1929年《公司法》第138条规定了选任董事，第152条规定了选任监察人）。

在三角制公司结构之下，公司的股东大会以及董事会与监事会的制度设计与功能发挥与英美法以及德国法之间都存在重大的差别，我国至今仍然采用三角制公司结构，因此1904年《钦定大清商律》开始确立的三角制公司结构对于我国公司法的发展具有极其深远的影响。

（三）概念及理论上的影响

1904年《钦定大清商律》与1914年《公司条例》之间的差别是巨大的，1914年《公司条例》与1929年《公司法》使用的一些概念与日本商法的概念完全相同，规定的一些制度也几乎完全一致，例如，“法人”^[94]“公积金”^[95]“清算人”^[96]，股份有限公司成立需要7个发起

[90] 日本在1890年日本民法典第59条中直接使用了“监事”的用语。

[91] 单层制公司结构是指由股东大会选聘董事会的公司结构。在这样的公司结构中由董事会在内部通过独立董事、董事之间互相监督等制度来实现对公司经营的监督。代表国家是美国与英国。

[92] 双层制公司结构是指由股东大会选举产生监事会，再由监事会选聘董事，由董事来组成董事会。在这样的公司结构中，监事享有对董事的选聘与解聘权是其中最核心的一个特征。双层制公司结构的代表国家是德国。

[93] 三角制公司结构是指由股东大会选举产生董事会以及监事会，董事会与监事会之间是平行的公司机关，互不隶属。这样的公司机构是日本最早发明并使用的，在公司法理论中一般被称为“三角制公司结构”。

[94] “法人”的概念规定在1914年《公司条例》第3条，在1929年《公司法》第3条中也有规定。

[95] “公积金”的概念与相关制度规定在1914年《公司条例》第183条等条文中，在1929年《公司法》第170条等条文中也有规定。

[96] “清算人”的概念与相关制度规定在1914年《公司条例》第218条等条文中，在1929年《公司法》第205条等条文中也有规定。

人、〔97〕股东大会决议诉讼制度、〔98〕三角制公司结构、〔99〕监事单独行使监察权〔100〕等。

而事实上，上述的概念与制度同时也与日本1899年《新商法典》中的相关规定完全一致或高度相似。这其中究竟有何种考量，又存在什么样的因素，是另一篇论文的任务，站在本文的视角来看，在公司法形成的过程中，特别是考虑到清末国家贫弱的情形，参考甚至直接移植外国法都是可以理解的，甚至也可以说是一个国家法制发展的必经之路。但是，从客观来看，在公司法形成的初期，公司法的概念与理论受到了较多的来自日本法的影响是一个客观的事实。也正是因为存在这个事实，所以我们需要尊重这个事实、利用好这个事实。

（四）小结

如上所述，我国公司法的形成与发展初期较多地受到了日本法的影响。但是，值得注意的是，这并不是一个孤立的偶然现象，而是在清政府采用“取法日本”的基本立法政策的大环境下的一个局部。同时，随着清政府的灭亡，我国的立法政策开始发生变化，我国的法律编纂与法律修改开始参考更多国家的法律制度。

从清末开始在公司法形成之初，特别是考虑到当时的国情，参考外国法制可以说是一个必然的且必要的过程。当然，在公司法形成与发展的初期，还可以看到很多法律以外的因素影响了公司法制的发展，甚至还存在偶然的因素也给公司法的形成与发展带来了影响。

在清末以及中华民国初期我国公司法形成与发展中，公司法在内容上主要受到了日本法，也包括德国法以及英国法等其他国家公司法的影响。但是也可以看到，1904年《钦定大清商律》作为我国的第一部公司法，其内容基本以移植为主，1914年《公司条例》从内容上来说已经开始揉入了大量的本土化色彩，1929年《公司法》可以说已经基本完成了从简单移植到结合我国商事习惯与国情进行重述的巨大转变。

然而，在公司法发展的初期，由于处于移植与模仿的阶段，立法也许更多关注的是如何结合我国的商事习惯来建立符合我国国情的公司法制度，尽快摆脱法律移植与模仿的局面。因此，在理论构建方面更多考虑的是本土化改造，并没有从国际化的角度来关注公司法的共通性设计。过于执拗于本土化的做法在外部立法政策不断发生变动的情势之下，最终使我国公司法没有完成公司法发展所必需的、完整而协调的公司法理论建设。而这个弊端事实上直至今天都还或多或少地影响着我国公司法的发展。

回顾历史的重要意义在于深刻了解自己，特别是存在的不足，在公司法形成与发展的初期，日本公司法对我国公司法产生了巨大的影响，可以说日本法在我国公司法形成发展过程中具有独特地位，甚至直到今天，日本公司法与我国公司法之间仍然在制度与结构的设计上存在共通性。这个客观事实也给我们提供了一个完善自身的思路，那就是挖掘、重视我国公司法根基下埋藏的众多问题，深入地研究日本法，将其作为一个参照或者说是一个思路，从而在学习与借鉴的基础

〔97〕“股份有限公司成立需要7个发起人”规定在1914年《公司条例》第97条，在1929年《公司法》第87条中也有规定。

〔98〕“股东大会决议诉讼制度”规定在1914年《公司条例》第150条，在1929年《公司法》第137条中也有规定。

〔99〕“三角制公司结构”规定在1914年《公司条例》第152、166条，在1929年《公司法》第138、152条中也有规定。

〔100〕“监事单独行使监察权”规定在1914年《公司条例》第173条，在1929年《公司法》第160条中也有规定。

上全面地构建完善的中国公司法理论。^{〔10〕}

六、结语——面对历史我们应该思考些什么

我国公司法的形成与发展经历了曲折的历程。回顾历史，有偶然也有无奈。百余年之前中国公司法形成之初所采用的制度设计，有些已经发生了改变，有些时至今天虽然仍然存续着，但内涵已大不相同。因此，从完善公司法的角度（不是从公司法制史研究的角度）出发，在公司法经历了百余年的历史沉淀之后，也许我们已经无法考究、也不愿去考究甚至也有人认为不必去考究哪些是由我们原生而来的、哪些是我们参考模仿而来，因为在今天来看这些都已经不再那么重要。但是，笔者仍然认为准确地把握中国公司法自身对于迎接中国公司法的明天具有不可或缺的重要意义，因为，中国公司法终究是这样产生、形成，并从历史中一步一步走来的。

Abstract: In the history of Chinese company law, there are three important Company Law: Qing Business Law in 1904, which is the first law regulating the company system completely; the Company Law in 1929, which is the first commercial separate regulation, and the Company Regulations in 1914. These three legal documents not only have differences in content, but also have many differences in legislative background and legislative environment that they are faced with. There is internal relationship among the three legal documents, and there is information which is still useful for the perfection of corporation law. It is of great significance not only to understand the company law itself, but also to the development of the company law in the future.

Key Words: Qing Business Law, commercial legislation, legal transplantation of law, the history of company law

（责任编辑：缪因知 赵建蕊）

〔10〕 有学者指出，公司法制度设计的国际标准并不存在，在公司法的立法中努力地对照外国法的路径背后隐藏着自我殖民的心态，而中国公司法也由此陷入反复模仿的过程。参见郭锐：《公司词义考——再思语言游戏、法律移植和政企关系》，载《财经法学》2020年第4期。笔者对此并不赞成。恰恰是由于我国公司法需要为国家经济发展提供支撑，同时还迫切地需要及时回应实践中出现的问题，才在制度设计的过程中大量参考了外国公司法制，这其中有寻找解决问题工具的现实需要，也有全球化的浪潮下追求与外国，特别是美国等发达国家之间规则的一致性，从而希望减轻外国投资者对我国制度的陌生感，实现促进外国投资者来我国投资等超越公司法本身的政策因素。在今天的公司法制度设计中，已经较少有简单的制度模仿或是制度移植，很显然无论立法还是学术研究已经开始更加重视中国公司法制度之间的衔接以及构建完整的公司法理论，而在这个过程中，研究甚至借鉴外国法仍然是极为重要的，这并非自我殖民，而是为了立足我国国情、在博采众长的基础上建立更为科学、更为先进的公司法理论与制度。

英国公司法改革及其对我国的启示

葛伟军*

内容提要：英国《2006 年公司法》的制订及其规则，对于我国新一轮《公司法》修订具有一定借鉴意义。公司类型改革，应当与国际接轨，建立以股份公司为主的公司类型制度，并改造有限责任公司，与联合国贸法委有限责任公司相衔接。应当厘清公司章程、股东会决议和股东协议之间的关系，关注股东合意所呈现的不同层次，完善股东会决议的相关技术规则。认缴制在理论和实务上存在极大争议。资本制度的改革应当在澄清一些基本概念的基础上进行，考虑引入授权股份制及禁止财务资助制度。董事的概念具有一定的开放性。应当明确董事和股东、债权人等之间的关系，把握董事义务的双层结构，丰富董事义务的内容。

关键词：英国《2006 年公司法》 公司类型 公司决议 资本制度 董事义务

• 121 •

英国公司法具有悠久的发展历史。经过 8 年磨砺而成的《2006 年公司法》，是英国历史上最长的单行成文法，对英联邦国家和地区公司法产生了重大的影响。恰逢我国新一轮《公司法》修订之际，重温英国公司法改革，有助于加深对公司法精神和理念的理解。虽然孕育公司法的土壤各不相同，受到各国政治、经济、历史和文化等因素的浸染，但是一些商事属性的基本规则仍然具有共通性。

一、英国《2006 年公司法》概况

1998 年，英国政府（贸易工业部）^{〔1〕} 成立公司法审议指导小组（Company Law Review

* 葛伟军，复旦大学法学院教授。

本文为 2018 年司法部国家法治与法学理论研究项目“股权代持法律问题研究”（18SFB2036）、2021 年国家社科基金一般项目“受益股东的法律地位及权利保护研究”（21BFX096）的阶段性研究成果。

〔1〕 贸易工业部（Department of Trade and Industry）后来先后改名为商业、企业和管理改革部（Department of Business, Enterprise & Regulatory Reform, BERR），商业、创新和技能部（Department for Business, Innovation & Skills, BIS），目前，该部门称为商业、能源和产业战略部（Department for Business, Energy & Industrial Strategy, BEIS），其官方网站为 <https://www.gov.uk/government/organisations/department-for-business-energy-and-industrial-strategy>，最后访问时间：2021 年 9 月 11 日。

Steering Group), 肩负起提出全面修改意见的任务, 开始对以前公司法的实施情况进行综合审议。指导小组随即发布《现代公司法: 为了一个有竞争力的经济》, 列明了公司法审议的机制和时间表。公司法审议实质上是贸易工业部的项目。指导小组负责监督该项目的管理, 组长由贸易工业部公司法和调查理事会的理事长担任。还有一个咨询委员会, 由贸易工业部竞争和市场总监担任主任。指导小组是一个小型的委员会, 由资深律师、大公司和小公司的代表、各个工作小组的主持人、一位苏格兰代表以及项目主管组成。咨询委员会的成员包括一些主要团体的代表, 例如会计团体、律师协会、英国工业联合会 (CBD)、英国劳工联合会议 (TUC) 以及其他政府部门。此外, 还有各个工作小组从事政策和问题的分析, 在指导小组的督导下起草各类建议草案。^{〔2〕}

公司法审议的主要指导原则是, 让英国公司更具竞争力。政府已决定, 此刻正是对核心公司法的框架进行基本审议的时候, 从而考虑为公司法核心如何现代化, 提供一个简要、高效和划算的框架。审议分成数个阶段并且在各个阶段发表了相关的报告。2006年11月8日, 公司法草案获得皇家御批, 即产生了《2006年公司法》。至此, 历经8年的这一轮公司法改革暂告结束。

从指导小组的报告、社会各界的反应以及最终形成的法律来看, 这次改革是英国150年来规模最大的一次公司法改革。其主要目的在于适应经济全球化发展的需要, 提升英国公司在世界上的竞争力。具体地, 这一轮公司法改革的目标被确定为: 促进股东参与, 营造长期投资的文化; 确保更好的规制和“小公司优先”原则; 使得设立、经营公司更加容易; 为将来的变化提供灵活性。^{〔3〕}

《2006年公司法》一共1300条, 分成47个部分, 包括16个附件。该法主文的各个部分分别于2007年1月、4月和10月, 2008年4月和10月以及2009年10月生效。该法颁布之后, 几乎每年都有不少修订。目前该法共有48个部分。

费伦 (Ferran) 强调, “小公司优先”原则的含义, 是指立法的基本模式应当是小型私人公司, 并附加适用于大公司的规定。^{〔4〕} 但是, 希利 (Sealy) 指出, 该法自始至终都没有真实的迹象显示, 曾经给予小公司特别的考虑, 更不会说小公司应当是常态, 而大公司是例外。小公司很少被提及, 即使被提到, 也经常是事后的想法 (马后炮)。他总结道: “真相是, 小公司优先仅仅是烟幕弹, 已被立法者完全忽视了。该法的大部分, 是未加批评地来自之前的公司法, 只有微小的打扮, 而这个打扮没有将小公司置于任何人的脑海中。”^{〔5〕}

韦德伯恩 (Wedderburn) 法官在给《金融时报》的一封信中写道: “《2006年公司法》是一部体量巨大但实质谦逊的法律。即使是在工业和地区部部长玛格丽特·霍奇 (Margaret Hodge) 最近提出的关于披露的修正案之后, 其色彩也很难说是‘左翼煽动’的。……因此, 同样地, 将其董事义务以及股东派生诉讼的条款贴上极端激进之标签的早期尝试, 终于失败, 留下一部比传统的最佳实践好不了多少的法律。……十年以后, 下一轮公司法审议, 将有必要解释我们最近公

〔2〕 See Arad Reisberg, Corporate Law in the UK After Recent Reforms: The Good, the Bad, and the Ugly, in *Current Legal Problems*, Vol. 63, Oxford University Press, 2010, pp. 325-326.

〔3〕 See Company Law Reform, March 2005, p. 12.

〔4〕 See Eilis Ferran, Company Law Reform in the UK, 5 *Sing. J. Int'l & Comp. L.*, 516, 527 (2001).

〔5〕 Len Sealy, Sweet & Maxwell's Company Law Newsletter (2006) 18, 3. 转引自前引〔2〕, Arad Reisberg 文, 第345页。

司法争论的奇怪的结果。”〔6〕

阿拉德·瑞斯伯格（Arad Reisberg）认为，应当跳出固有思维模式。不要试图重塑旧的体制，同时试图使之更好（从而导致更多层坏的规制）。相反，改革者应当有不同的视角。他们应当聚焦于未来（例如，未来20年），而不是试图纠正或改进过去或现有的缺陷，正如英国公司法改革所经常发生的。〔7〕

英国《2006年公司法》的立法过程，具有如下特点。第一，制定过程较长，前后持续8年时间，经历了多个咨询文件及草案的颁布，公开向社会征求意见。第二，参与人众多，他们各自从不同视角对立法条款提出修改建议。立法本身是各方团体利益平衡和相互妥协的产物。第三，整个制定过程全透明，所有材料及时在官方网站上公开，供各界随时下载、查看及讨论。虽然内容庞杂，但层层推进，立法工作效率较高。

英国《2006年公司法》的立法文本，带来如下启发：第一，《公司法》应当具有可操作性。例如，在责任设置方面，摆脱了原则性、空洞化言辞，针对董事和高管违反公司法的行为，在具体条文中加入责任承担内容或方式。一旦违反义务，这些人的很多行为将导致自己和公司构成犯罪。第二，《公司法》应当具有适应性，及时跟上时代的发展。例如，通信方式的突飞猛进，不仅改变了每一个体的生活方式，也改变了公司运行的方式。该法很多地方提到了电子文本、电子格式。允许公司以电子方式提交或通过网站公布文件，可以极大地减少公司经营以及政府运作的成本。第三，《公司法》应当措辞严谨、定义明确。该法有非常详细的定义条款，对法律中出现的特定术语的概念作出解释。这些条款很有必要，有助于理解每一个概念的准确含义。当然，英国有体系庞大的普通法，即使该法没有定义，也可以在以前的判例中找到概念的解释。〔8〕

• 123 •

二、公司类型的划分

（一）我国公司分类的弊端

我国公司的现有分类，无法与国际接轨。英美的公司类型比较接近，主要将公司定位于股份公司，并将其分为私人公司/封闭公司、公众公司/开放公司两大类。日本保留了股份公司，废除了有限公司，同时将无限公司、两合公司和合同公司纳入持分公司。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（四）（征求意见稿）》第29条（限制股权转让的章程条款的效力）〔9〕折射出了公司章程自治和股权自由转让之间的矛盾，充分反映了有限责任公司在我国公司法中的尴尬地位。一方面，只要内容不违反法律的强制性规定，章程可以根据需要作出安排；另一方面，股权可以自由转让是公司的基本特征之一，如果股权完全不能自由转让，那么其性质相当于合伙，而不是一般意义上的现代公司。换言之，对

〔6〕 前引〔2〕，Arad Reisberg文，第361-362页。

〔7〕 参见前引〔2〕，Arad Reisberg文，第373页。

〔8〕 参见葛伟军：《英国2006年公司法》，法律出版社2017年版，第13-15页。

〔9〕 该条规定：“有限责任公司章程条款过度限制股东转让股权，导致股权实质上不能转让，股东请求确认该条款无效的，应予支持。”

于公司而言,章程可以对股权自由转让作出限制,但是一定要留出一部分可以自由转让、不受流通限制的股权。实践中相当一部分有限责任公司,规模较大,股东人数众多,已经脱离了人合性,具有强烈的资合性质。如果用准合伙的思维去管制,不适合此类公司的发展,例如股份的优势就无法被此类公司所利用。而另外一部分真正意义上的准合伙公司,则应当强化人合性,用合伙的思维去管制。

(二) 英国公司的主要类型

英国《2006年公司法》第1部分(一般导言条款)有4个条款涉及公司类型,具体包括:第3条(有限和无限公司)、第4条(私人 and 公众公司)、第5条(具有股本的担保有限公司)、第6条(社区利益公司)。

第一,有限公司和无限公司,这是按照股东承担责任方式的不同所进行的基本分类。有限公司的股东依法以其固定投资额或者公司章程载明的投资额承担有限责任。无限公司的股东对公司债务承担无限责任。

第二,股份有限公司和担保有限公司。按照公司是否具有股本,有限公司又可分为股份有限公司和担保有限公司。对于股份有限公司,股东的责任被限定在其所持有股份的未缴付金额的范围内。对于担保有限公司,股东承诺将在公司清算时按照章程所载明的固定数额向公司缴付出资,即在此类公司中,股东的责任受章程限制,股东承诺当公司清算时分担多少数额,公司即可成立。^[10]

第三,公众公司和私人公司,这是按照公司股份是否向社会公开发行以及公司是否具有最低资本要求而进行的分类。公众公司,是指具有股本的、在公司章程中载明是公众公司的股份有限公司或者担保有限公司。私人公司,是指除公众公司外的任何公司。公众公司须标明“plc”,私人公司则是“ltd”。

根据《2006年公司法》第7部分(作为变更公司地位之手段的再登记),公众公司与私人公司可以互相转化。两类公司之间的区别主要有二。首先,私人公司的股份不能向社会公众发行,也不能上市交易。公众公司的股份可以向社会公众发行。如果一个公众公司足够大,并且满足了上市的条件,那么可以在证券交易所通过发行股份而取得大量低成本的资本。其次,私人公司资本数额较少,法律不要求最低资本。而公众公司,则需要最低资本。英国法规定是5万英镑,但是只要缴纳了四分之一,公司就可设立。^[11]

第四,社区利益公司。2004年《公司(审计、调查和社区企业)法》,加强了对审计师的监管、会计和报告要求的执行、公司调查等方面的规定。该法同时对设立社区利益公司作出规定。该类公司形式被纳入《2006年公司法》第6条。社区利益公司,作为社会企业的一种组织形式,是指那些利用企业盈利和资产来服务公共利益的社会企业。其成立手续简单,形式灵活。任何慈善组织及非政府组织都可以成立社区利益公司,并且可以选择(私人或公众的)股份有限公司或者保证有限公司的任何一种形式。

[10] 公司必须要有一个担保声明,其内容为:每一个股东承诺,如果公司清算而其为股东时,或者其停止作为股东后的一年内,那么该股东将向公司分担出资一个不超过担保声明所载明的数额。参见英国《2006年公司法》第11条。

[11] See Stephen W. Mayson, Derek French, Christopher Ryan, *Mayson, French & Ryan on Company Law*, Oxford University Press, 2009, p. 59.

（三）我国公司类型的改革方向

现有的两分法类型，已在我国实行多年。如果要改革，势必考虑改革的成本、对商业社会可能带来的剧烈动荡以及社会公众对既往分类的依赖度等。关于公司类型改革，充满争议。要考虑的因素包括：现有类型的弊端、具体国情（公众对现有类型的接受度/路径依赖、改革的成本）、与国际接轨〔优化营商环境/吸引外资、联合国贸法委有限责任组织（UNLLO）立法指南的影响、股份的优势〕等。主流观点有三种。第一，激进派/改革派主张以股份公司为基础，在此基础上，股份公司分为公众公司、封闭公司；公众公司要区分不同的类型，包括上市公司、新三板公司、退市公司等。第二，折中派主张发起设立的股份公司与有限公司整合，依然称为有限公司（实践中数量大）；募集设立的股份公司作为另外一类。第三，保守派主张维持现状。^{〔12〕}

首先，公司类型的改革，应当以社会实践需要为目的，不能被《民法典》条文所禁锢。《民法典》条文也处于动态发展之中。《民法典》关于营利法人部分的条文本来源即来源于公司法的凝练。公司法改革，应当影响《民法典》条文的修改，而不是反过来，以《民法典》条文来固化、限制公司法的发展。

其次，公司法应当为大多数服务，应当首先应对数量最多、参与人数最多的公司类型。我国《公司法》在修改时，也应当坚持这个原则。首先要明确这个社会上最需要这部法律的是哪一种公司类型，然后主要针对这种类型的公司制定详细的规则。在立法体例上，以股份公司为主，其他类型公司参照适用。

最后，笔者支持改革派，其观点虽然激进，但是最为彻底和理想。现有的有限责任公司，应当将其分化，一部分归入合伙企业（或新设无限公司），一部分归入股份有限公司，与以发起设立的股份有限公司合为一类，类似于私人公司/封闭公司，将募集设立的股份有限公司归为另一类，类似于公众公司/开放公司。将国有企业等特殊类型的公司，排除于公司法之外。同时建立以类别股份/类别权利为中心的股份制度。

进一步而言，如果要保留“有限责任公司”的称谓，最佳之举是改造其内涵，引入联合国贸法委有限责任组织。联合国贸法委正在讨论制定该组织的立法指南。^{〔13〕}其前身是美国的有限责任公司、日本的合同公司。股东/成员承担有限责任，但是组织的内部治理采取合伙架构。这些公司具有很强的灵活性，按照合伙企业单层征税，大大减轻了股东和公司的税负，契合大众创业、万众创新的时代背景。

• 125 •

三、公司决议的属性与规则

（一）公司决议的商法属性

关于公司决议的性质，存在一些不同的理论，例如共同行为说、特殊多方法律行为说、意思

〔12〕 2020年10月31日-11月1日，在厦门举行了“公司法重大修订与商事法治现代化”研讨会暨中国法学会商法学研究会2020年年会。会上有关公司类型的观点主要区分为以上三种。

〔13〕 联合国贸法委有限责任组织立法指南的官方网站，参见 https://uncitral.un.org/zh/working_groups/1/msmes，最后访问时间：2021年9月11日。

形成说等。公司法关于决议瑕疵的效力,从二分法(无效/撤销)发展为三分法(无效/撤销/不成立)。从商法的角度看,最终应当回归本源,从其本义探寻修改完善的思路与方法。

首先,公司决议是一种议事方式、解决问题的手段/方法,是一种找寻/识别大多数人意见的机制。公司主体(股东/董事等)充分表达意见,进行沟通交流,且在意见不一致时,形成最终能够约束各方主体以及公司之效果的必要途径。有学者指出,公司内部关系的基础是合作性博弈,不是竞争性博弈,所以公司决议旨在建立一种信息交流、沟通机制,重点不在决议本身,而在于交流和讨论。股东会/董事会应当成为一种“沟通的场所”,因此要淡化对表决权的授予及规制,要软化对公司决议的司法干预。^[14]决议主要通过会议的方式作出。对会议的理解,判例法有一个演进的过程,结合科技的发展,其含义变得越来越宽:最早期,强调在同一个房间里,至少两个人面对面;后来,可以在不同场所,但是每个人可以看到/听到发生的事情,参与其中(视听设备连接);^[15]再后来,没有可视设备的电话会议,也被认可;^[16]现在,只要处在一个能和参会的所有人员沟通的位置上,有权说话和表决,就构成会议(如微信群开会)。

其次,决议不一定要通过会议的方式作出。例如,通过“书面决定”也可以(《公司法》第37条第2款)。在我国公司法中,决议形式二元化的机制已形成,但不完善。学者大多用“公司意思”或者“公司表意”等措辞。应当用“公司决定”来统合这些模糊的表述。公司的决定(或决策),包含了两层意思:一个是股东会决议/董事会决议(意思表示的形成);另一个是以公司名义作出的决定,一般由法定代表人、员工或者代理人代表公司作出(意思表示的作出)。《公司法》第37条第2款,应当单独抽取出来,并从以下三个方面进行修改。第一,建议将书面决定改为“书面决议”,从而与会议决议保持一致。决定,包含了决议,但是比决议的范围广大。第二,书面决议目前采一致决,要求太高,表决权数应当改为与会议决议的要求相同。第三,书面决议的相关规则过于简单,建议大大丰富内容,增加关于提议人(董事或股东)、除外事项(如任期届满之前罢免董事)、文件传阅、期限要求等条款。

最后,决议是一种公意。从其产生的约束力来看,也是一种合意。要注意合意在公司法中的各种呈现方式,以及彼此之间的关系。合意,是指意愿相同、共同的意愿。“协议/合同”常常就是指“合意”。大陆法学者通常用“意思表示一致”或“合致”的表述来概括这种合意。股东会决议,是股东合意的体现。合意的本质,并非在于合意主体对合意内容必须一致同意,而在于合意结果对全体合意主体产生了约束力,即合意的主体,依据法律规定或者自己事先承诺,受到合意结果的约束,即使一部分合意主体对结果持有反对意见。

(二) 英国法关于股东会决议的主要规则

英国《2006年公司法》第13部分一共有7章,包括决议的一般条款、书面决议、会议决议、对年度股东大会的附加要求(公众公司和可交易公司)、对上市公司和可交易公司的附加要求、决议和会议的记录、补充条款。

第一,对于私人公司,英国法存在两种决议方式,即书面决议和会议表决。前者意味着,不

[14] 参见蒋大兴:《重思公司共同决议行为之功能》,载《清华法学》2019年第6期。

[15] See Byng v. London Life Association Ltd [1990] Ch 170.

[16] See Re Giga Investments Pty Ltd [1995] 17 ACSR 472.

需要召开股东会会议，即可以通过表决，但是如果表决的事项是在其任期届满之前罢免董事或审计师，则必须通过会议表决的方式。书面决议，既可以由董事提议，也可以由股东提议。书面决议的通过，采多数决规则。^{〔17〕}书面决议，应当在章程所指定的期间内，或者（如无指定）自传阅之日起 28 日内通过，否则拟议决议失效。

第二，英国法对于会议决议，允许两种表决方式，即投票表决和举手表决。举手表决的场合，每个出席的股东享有一票，公司章程另有规定除外。举手表决的场合，如果代理人参与表决的，每个代理人享有一票；如果该代理人被数个股东委托，并且一部分股东指示投赞成票，而另一部分股东指示投反对票，那么该代理人享有一票赞成票和一票反对票。^{〔18〕}

第三，英国法对于会议决议程序的规定非常详细，涉及召集会议、会议通知、股东声明、会议程序、代理人、电子通信等内容。

召集会议的主体包括董事、股东或法院。法院召集的前提是，通过正常途径召集股东会议变得不切实可行，且基于任何董事或有表决权的股东的申请。^{〔19〕}

对于会议通知，英国法区分了私人公司（提前 14 日）和公众公司（提前 21 日或 14 日）分别加以规定，章程可以规定更长的提前通知时间，或者经股东多数同意，也可以采取更短的提前通知时间。会议通知的发出，可以通过纸质或电子格式，或者通过网站等方式。有权收到会议通知的人，包括公司每个股东（含因股东死亡或破产而有权取得股份的人）以及每个董事。^{〔20〕}

关于股东声明，英国法赋予股东要求传阅声明的权力，即股东可以要求公司向有权收到股东大会通知的公司股东传阅不超过 1000 字的关于即将在会议上处理的拟议决议所指事项以及其他事务的声明。被要求传阅声明的公司，负有义务向每个股东发送该声明。^{〔21〕}

对于会议程序，英国法规定得比较细致。（1）会议法定人数。对于股份或保证有限且只有一个股东的公司，法定人数为一个出席会议的合格的人；在其他情况下，受限于公司章程的条款，法定人数为两个出席会议的合格的人。^{〔22〕}（2）投票表决的提前表决。章程可以规定，在会议上以投票方式对决议进行表决时，该表决可以包括提前表决的票数。但是，提前表决应当在（如果是召集之时起 48 小时后举行的投票表决）实行投票表决之前 24 小时内，或者（对于任何其他投票表决）召开会议之前 48 小时内。^{〔23〕}（3）在会议上代表公司。如果 A 公司是 B 公司的股东，那么 A 公司可以授权一个人或数个人，作为其代表在 B 公司的股东大会上行事。如果 A 公司授权数个人，那么有两种情况。其一，举手表决的场合，每个被授权的人具有与 A 公司享有的表决权相同的表决权。其二，投票表决的场合，如果该数个人旨在以彼此相同的方式行使该权力，该权力视为

〔17〕 根据英国《2006 年公司法》第 284 条，表决的一般规则如下。对书面决议表决时，或者在会议上以投票方式表决时：（a）对于具有股本的公司，每个成员针对其持有的每一股份或每 10 英镑股额享有一票，并且（b）在任何其他情形下，每个成员享有一票。在会议上以举手方式对决议表决时，每个出席的成员享有一票。公司章程另有规定的除外。

〔18〕 参见英国《2006 年公司法》第 285 条。

〔19〕 参见英国《2006 年公司法》第 302 条至第 306 条。

〔20〕 参见英国《2006 年公司法》第 307 条至第 311 条。

〔21〕 参见英国《2006 年公司法》第 314 条和第 315 条。

〔22〕 参见英国《2006 年公司法》第 318 条。

〔23〕 参见英国《2006 年公司法》第 322A 条。

以该方式行使；如果该数个人并非旨在以彼此相同的方式行使该权力，该权力视为没有行使。^{〔24〕}

关于代理人，英国法包含了任命代理人的权利。股东有权任命其他人作为其代理人，行使该股东全部或任何参加且在会议上发言以及表决的权利。代理人必须根据对其予以任命的股东所做出的任何指示表决。在会议上举行投票表决时，一个股东所有或任何的表决权，都可以由一个或数个代理人行使。当一个股东任命数个代理人时，该数个代理人集合起来行使的表决权，不得超过该股东亲自行使的表决权。^{〔25〕}

此外，一般公司章程可以限制股东表决权的行使。但是，股东所持的表决权也可以因法律规定的原因受到限制。例如，如果私人公司的章程规定，当一项决议作为书面决议通过时以及在会议上以投票方式通过时，一个成员享有的与该决议相关的票数有所不同，那么应当以该成员在该决议以书面决议通过时的票数为准，即章程关于该决议以投票方式通过时享有多少票数的条款是无效的。^{〔26〕}

（三）我国法关于股东会决议及其规则的完善

首先，应当准确理解股东合意在公司法中的层次性。在公司法上，章程是股东合意的呈现结果，股东会决议和股东协议是股东合意的呈现路径。这三者各有功能和约束对象，彼此之间的关系可以表述为：决议不同于协议，协议在一定程度上具有决议的属性，章程的修改必须通过决议或协议。

对股东来说，能够表达其合意并对全体股东（甚至公司）产生约束力的方式，已经超越了“决议”的范畴。也就是说，决议以外的其他方式，也能产生类似决议的效力。例如，“全体股东约定”即为一例。^{〔27〕}该表述其实并不准确，建议改为“全体股东一致同意”。无论全体股东以何种方式作出一致同意（不要求在相同地点或者相同时间；可以采取书面或任何其他方式），只要通知了公司或者被公司所知晓，就应当对公司具有约束力。换句话说，公司受到全体股东一致同意的约束。股东可以通过正式的股东会决议所做的事项，如果全体股东一致同意，也可以通过非正式的途径去做。^{〔28〕}

公司法上应当承认非正式的全体股东一致同意的决议属性及其效力，因为从终极意义而言，这意味着全体股东对决议程序的“豁免”。公司法关于决议程序的强制性要求，是用来对抗大股东滥用权利、侵害小股东权益的，而在全体股东一致同意“豁免”程序要求的情况下，程序正义应当让位于实质正义。按此逻辑，《公司法》第34条关于分红与出资比例脱钩的全体股东约定，理解为修改了公司章程条款的公司决议，可能更有意义。

综合起来，在公司法中，股东合意从上而下，分层递进如下：（1）股东会决议：会议决议；（2）股东会决议：书面决议；（3）全体股东签订的协议（全体股东约定）；（4）全体股东一致同

〔24〕 参见英国《2006年公司法》第323条。

〔25〕 参见英国《2006年公司法》第285条、第324条和第324A条。

〔26〕 参见英国《2006年公司法》第285A条。

〔27〕 参见我国《公司法》第34条、第41条，以及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（四）》（以下简称《公司法司法解释四》）第8条、第16条、第20条。

〔28〕 See Re Duomatic Ltd [1969] 2 Ch 365. 这一原则又称为 Duomatic 原则。

意（全体股东约定/非正式）。越往下，越重实质、轻程序。非正式的全体股东一致同意，可以治愈程序上的不规范，具有股东会决议之属性，并能产生类似之效果。

其次，在召集会议、会议通知、会议程序、代理人等方面，我国法应予完善。（1）召集会议的主体。目前仅提到有限责任公司的董事会（执行董事）、监事会（监事）、代表十分之一以上表决权的股东，^{〔29〕}以及股份有限公司的董事会、监事会、连续九十日以上单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东^{〔30〕}。建议扩大到法院召集。（2）会议通知。有3个条款涉及会议通知，^{〔31〕}虽然规定了通知的期限，但是没有规定通知的方式。（3）会议程序。可以增加法定人数、投票表决的提前表决、在会议上代表公司等内容。（4）代理人。股东可以委托代理人出席股东大会会议，代理人应当向公司提交股东授权委托书，并在授权范围内行使表决权。^{〔32〕}但是，代理人的权利义务，以及代理终止的效力等问题，并没有过多涉及。

最后，关于会议记录。《公司法》中共有20处“记录”。（1）《公司法》中有“股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议”的表述。会议记录与会议决议之间是什么关系？会议记录，是指对所议事项之决定的书面记录。会议决议，是指对某个事项作出的决议。会议记录的范围比较广，包括了会议决议。会议决议可以作为会议记录的必备附件或者主要内容。董事会和监事会，也有会议记录，^{〔33〕}是否应当在第33条和第97条体现出来？两类文件的概念和功能各不相同，目前的条款，刻意区分措辞，并不合理。（2）置备义务不完整。其一，仅针对股份有限公司，在第96条有所规定。对于有限责任公司，并无提及。其二，即使第96条有规定，置备时间也不明确（上市公司另有规定/保存期限不少于10年），且“置备于本公司”的含义不清楚。本公司，到底是注册地址，还是实际经营场所，是否还包括其他地址？其三，要注意的是，置备义务的主要目的是为了股东行使查阅权。（3）如果违反置备义务，或者拒绝股东查阅，公司及高级管理人员的责任并不清晰。在英国法下，这一行为构成犯罪，较为严厉。

• 129 •

四、简化公司资本制度

（一）我国认缴制的缺陷

公司资本制度，是指围绕股东向公司缴纳出资、公司在经营过程中将资本维持在一定水平以及公司向股东作出财产返还等一系列规则组成的总称。自2013年底《公司法》修订之后，我国实行的就是注册资本认缴登记制。该制度在理论和实践中充满争议，缺陷显著。

第一，对于股东而言，认缴制导致缴纳期限尚未到来、出资尚未缴清的股东，对公司将来缴纳出资的承诺，变成了一种对公司债权人真实的担保，而不是实缴制下那种虚幻的担保。任何试图减少已认缴、未缴纳的数额的想法，都是不可行的，因为必须要经过公司债权人的同意。这对

〔29〕 参见我国《公司法》第40条。

〔30〕 参见我国《公司法》第101条。

〔31〕 参见我国《公司法》第41条、第90条第1款、第102条第1款。

〔32〕 参见我国《公司法》第106条。

〔33〕 参见我国《公司法》第48条第2款、第55条第4款、第112条第2款、第119条第4款。

于债权人是好事,对于股东则不利。认缴制,束缚了股东的手脚,特别是股东缴资能力薄弱、但是基于债权人/市场/行政部门/行业准入等条件的要求,做出了一个远远超过其负担能力的缴资承诺,这相当于变相突破了股东有限责任的保护,让股东对公司债权人承担更大的责任。

第二,对于公司债权人而言,认缴制只有在破产情况下才能适用加速到期,这个思路不妥当。其后果,相当于将公司能否进入破产、何时进入破产的问题,交到了缴纳期限尚未到来的股东手中,对于其他已经缴纳出资的股东而言,他们可能希望让公司存续。事实上,也可能存在这样的情形,只要让该股东认缴的出资加速到期,公司可能得到拯救,无需进入破产。应当以成本更低的方式来解决破产问题。破产追求的是公司人格的消亡,且过程漫长、程序复杂,因此以破产的思路来解决加速到期,并非最好的选择。

第三,对于股东或公司而言,规定在章程中的条款相当于在股东和股东之间、股东和公司之间缔结了合同。股东之间以期限尚未到来为由进行抗辩,可以理解。但是,如果股东以此为由对抗公司,则显得并非合理,因为公司是资金的实际需求方和使用方,只有公司才知道自己什么时候需要资金,因此,如果公司因偿债能力减弱等原因,要求股东认缴部分加速到期,应当是合理的。需要确定哪些情况下是合理的,还是说,公司任何时候都可以提出(即通过董事向股东发出催缴通知)?

总而言之,(1)认缴制将注册资本对债权人的保护,由原来的虚幻变成了真真切切的保护,因为认缴制下,股东缴纳出资的义务还未到来。公司如果无法偿债,股东的承诺,某种程度上变成了对债权人的担保。(2)资本制度的核心,是资本真实/资本维持。股东应当按其承诺,及时、足额地缴纳出资。缴纳期限的约定仅能约束股东和公司,无法约束外部的公司债权人。允许加速到期,可以让股东对其承诺缴纳出资的数额予以认真对待,让其知道担保效果的存在。(3)传统的注册资本是僵硬的,不够灵活,忽视了股东也是社会中的商事主体,其缴纳出资的能力很有可能随着时间的经过而下降。是否保留注册资本的概念或者改造其内涵,将是未来资本制度改革的重要内容之一。

(二) 英国法对资本制度的缓和

英国《2006年公司法》没有对资本制度进行激进改造,但是对于私人公司有所缓和。资本制度应当分为两个层面来看。一个是最低资本要求,一个是资本维持。^[34]

第一,最低资本。最低资本要求包含两个部分:一个是在开展经营之前,股东必须投资的数额,即“有限责任的进入价格”;另一个是股东为取得股份而提供的对价衡量的措施,以确保公司收到适当的价值。

根据《2006年公司法》,公司不再要求具有授权资本。要求所有具有资本的公司,无论公众公司还是私人公司,必须向登记处提交一份资本和最初持股声明。^[35]《1985年公司法》包含了“授权资本”的概念,即公司在设立的时候,必须在公司宪章(备忘录或章程)中载明公司可以发行的最高股本限额。在发行新股的时候,必须满足两个条件:一个是要有公司已授权但未发行股本,另一个是在该未发行股本的范围内,同意发行新股的股东授权。授权资本只是记载于公司

[34] See Jennifer Payne, Legal Capital in the UK Following the Companies Act 2006, University of Oxford Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series, Working Paper No. 13/2008, 2008, pp. 21-30.

[35] 参见英国《2006年公司法》第10条。

宪章的一个数字，其本身并不反映公司实际发行股份的情况，因此授权资本没有很大意义。《2006 年公司法》删除了“授权资本”的概念，不再要求公司具有授权资本。根据该法，董事根据公司授权（章程或决议）可以配售股份。章程并不需要规定具体的授权金额，而是公司授权应当载明授权的股份数额，可称之为“授权股份制”。〔36〕

对于公众公司，仍然有最低资本的要求，但是只要缴纳四分之一即可开展经营。〔37〕这与《1985 年公司法》第 117 条和第 118 条的规定相比没有变化。没有变化的还包括：私人公司不需要最低资本；为了确保收到适当的对价，所有股份必须要有固定的票面价值；〔38〕公司不得折价发行股份；〔39〕公司的股份可以以任何货币或数种货币计价；〔40〕票面价值仍然保留。《2006 年公司法》创新了一个新的法定程序，所有公司不经过向法院申请即可以对资本的币种重新计价。〔41〕

至于是否需要非货币对价进行强制评估也视不同类型公司而定。对于私人公司，这属于董事的商业判断。〔42〕对于公众公司，和《1985 年公司法》一样，《2006 年公司法》也要求对非货币对价进行强制评估；〔43〕将来提供劳务或服务，不得作为对价；〔44〕独立评估人要在发行的 6 个月之前提供详细的报告；〔45〕该报告必须要支持公司收到的对价不低于股份的票面价值加上溢价的结论〔46〕。

第二，资本维持。《1985 年公司法》（根据第 2 号公司法指令）引入了资本维持规则，适用于所有类型的公司，很多条款要求必须维持公司资本。“资本维持”的目的，主要在于保护债权人。这些条款包括禁止提供财务资助、与分红相关的规则、公司溢价账户的使用、资本减少等。《2006 年公司法》的趋向是，缓和与私人公司相关的这些条款的规制。

最明显的例子是财务资助。原来私人公司有漂白程序，即法律原则上禁止，然后再规定一系列例外（即“漂白程序”）。但是这适用起来非常麻烦，私人公司首先要了解禁止财务资助的规则，再去认定是否符合例外情形，而且例外情形的措辞也并非简单易懂。《2006 年公司法》删除了针对私人公司的禁止财务资助规定，禁止财务资助仅仅适用于公众公司。〔47〕

对于资本减少，与《1985 年公司法》一样，《2006 年公司法》保留了经法院批准的资本减少程序，适用于公众公司和私人公司；〔48〕债权人有权提出异议；〔49〕如果债权人利益没有得到适

• 131 •

〔36〕 参见英国《2006 年公司法》第 549 条至第 551 条。英国法保留了票面价值，故只要确定增发股份的数量，乘以既定的票面价值，即可得出该次增发所募集的资本数额。

〔37〕 参见英国《2006 年公司法》第 763 条和第 586 条。

〔38〕 参见英国《2006 年公司法》第 542 条。

〔39〕 参见英国《2006 年公司法》第 580 条。

〔40〕 参见英国《2006 年公司法》第 765 条第 1 款。

〔41〕 参见英国《2006 年公司法》第 622 条至第 628 条。

〔42〕 See *Re Wragg* [1897] 1 Ch 796.

〔43〕 参见英国《2006 年公司法》第 593 条。

〔44〕 参见英国《2006 年公司法》第 585 条。

〔45〕 参见英国《2006 年公司法》第 596 条。

〔46〕 参见英国《2006 年公司法》第 108 条第 3 款。

〔47〕 参见英国《2006 年公司法》第 677 条至第 680 条。

〔48〕 参见英国《2006 年公司法》第 641 条。

〔49〕 参见英国《2006 年公司法》第 645 条和第 646 条。

当处理,法院有权决定是否确认资本减少^[50]。但是,《2006年公司法》的创新之处在于,对于私人公司引入了一个崭新的关于资本减少的程序,即通过特殊决议加上董事作出的清偿能力声明。^[51]该声明的内容,几乎与被废除的私人公司财务资助漂白程序所要求的“董事法定声明”相同,即需要载明:每个董事已经形成意见,对于作出该声明之日的公司状况,没有理由可以认为当时不能缴付或清偿其债务,同时也已经形成意见,如果自该声明之日起12个月内开始清算公司,自清算开始后12个月内公司将能够全额偿付或清偿其债务,以及在任何其他情形下,公司将能够偿付或清偿自该声明之日起1年内的到期债务;为形成这些意见,董事必须将所有的公司债务考虑在内。如果董事没有合理理由而作出清偿能力声明,将构成犯罪。^[52]

董事控制公司资本之能力的缓和。根据《2006年公司法》,只有一个类别股份的私人公司的董事,具有发行该类别股份的授权,除非章程禁止这样做。而公众公司的董事,以及具有两个以上类别股份的私人公司的董事,只有经章程或公司决议的授权,才可以发行股份。^[53]

股份的赎回和回购,^[54]仍然得到允许。私人公司的可赎回股份,不再要求章程的事先授权,尽管这个要求仍然适用于公众公司。^[55]《2006年公司法》引入了对于赎回条款和方式的一些缓和,允许公众公司和私人公司的董事,如果得到公司章程或普通决议的授权,可以确定赎回的条款和方式。^[56]赎回条款不再要求赎回时缴付,可以在赎回后缴付。^[57]类似地,拟议购买自身股份的公司,不需要章程的事先授权,但是受到章程条款的限制或禁止。^[58]

对于分红,《2006年公司法》第23部分,大体上是对《1985年公司法》第8部分的重述。一个创新之处在于实物分红,消除了原来的一个疑问,即向股东转让资产是否构成分红。^[59]

詹妮弗·佩恩(Jennifer Payne)主张,对于债权人保护而言,应当区分有偿债能力的公司和无偿债能力的公司。有偿债能力的公司,对于控制自己的资本,应当不受法定资本规则的限制。应当废除公众公司的最低资本要求。对所有公司来说,应当废除面额股。资本分配,包括分红、减少资本、回购和赎回,无论私人公司还是公众公司,都应当采用偿债能力测试,即如果公司能够在可预见的未来偿还债务,董事应当不受限制地向股东作出分配,或者以其他方式操控公司的资本,仅仅受到所列情形的限制。公众公司的财务资助条款也需要改革,也可以采用偿债能力测试。英国《2006年公司法》已使用该标准处理法定资本规制的某些特定方面。例如,《2006年公司法》第709条至723条关于私人公司可以从资本中回购股份,第642至第644条关于私人公司不用去法院即可减少资本。但是该标准如果更广泛地被成功用于规制公司,还需

[50] 参见英国《2006年公司法》第648条。

[51] 参见英国《2006年公司法》第642条。

[52] 参见英国《2006年公司法》第643条。

[53] 参见英国《2006年公司法》第550条和第551条。

[54] 参见英国《2006年公司法》第684条至第708条。

[55] 参见英国《2006年公司法》第684条。

[56] 参见英国《2006年公司法》第685条。

[57] 参见英国《2006年公司法》第686条。

[58] 参见英国《2006年公司法》第690条。

[59] 参见英国《2006年公司法》第845条。

要谨慎的适用。^{〔60〕}

（三）授权资本制或授权股份制的引入

首先，资本制度的一些基本概念需要进一步明确和统一。例如，认缴和实缴。两者并非对立，而是前后承接。先有认缴，再有实缴。认缴制和实缴制的区分是简单粗暴的。目前的认缴制导致缴纳期限延长，缴纳出资变得不确定或不稳定，因为股东资信能力随时发生变化。这个延长其实不科学、不合理。

其次，应当准确认识授权资本及授权资本制的含义，并在此基础上考虑规则的引入。

通说认为，资本制度可分为法定资本制和授权资本制。^{〔61〕}法定资本制等同于资本确定原则，是指公司设立时股东必须充分、确实地认购公司的全部股份，公司才能合法成立。与之相对应的概念是授权资本制，是指公司章程预先确定公司的资本总额，并授权董事会在公司成立后作出决议，发行资本总额中尚未发行的股份。^{〔62〕}法定资本制的核心是确保并维持一个固定的数额，以作为对公司存在的认定依据和对债权人的保护。授权资本制是法定资本制的对照。授权资本制下，公司资本的筹集、发行的控制权都掌握在董事会手中；而法定资本制下，这些权力集中在股东手中。^{〔63〕}

然而，在英美法文献中，只有法定资本和授权资本的界定，而无法定资本制和授权资本制的区分。授权资本仅是一个概念，与其相对应的是已催缴资本、已缴纳资本（全额缴纳/部分缴纳/未缴纳），并无对应的授权资本规则一说，更谈不上授权资本制。^{〔64〕}英美法文献反而存在法定资本的措辞和论述。^{〔65〕}所谓法定资本，仅仅是指发行的股份数量乘以每股票面价值的总额；公司可以在需要的时候发行股份，向股东融资，但是每次发行股份而获得的资本总额，相加起来不得超过章程所规定的授权资本。^{〔66〕}

对于资本制度的整体性修改，观点不一。第一种观点认为，适当修正认缴制即可。认缴期限交给股东在章程中自由约定，这并不妥当。应当通过法律限定更短的期限，由股东及时按照其该次认缴的数额缴纳。第二种观点认为，注册资本改为授权资本，同时制定配套制度。第三种观点更为激进，主张取消注册资本，采授权股份制，由股东在章程中授权董事会将来可以发行的股份数量。公司章程没有必要规定与资本相关的任何数额。按照授权股份+实收资本+及时披露的方

〔60〕 参见前引〔34〕，Jennifer Payne文，第36-38页。

〔61〕 有些学者还提出了折中资本制。参见冯果：《现代公司资本制度比较研究》，武汉大学出版社2000年版，第22-25页。

〔62〕 参见刘俊海：《现代公司法》，法律出版社2011年版，第133-134页。

〔63〕 参见邓峰：《普通公司法》，中国人民大学出版社2009年版，第311-319页。

〔64〕 See John Armour, Legal Capital: an Outdated Concept, 7 (1) *E.B.O.R.*, 5, 6-7 (2006).

〔65〕 参见前引〔64〕，John Armour文，第5页；Luca Enriques, Martin Gelter, Regulatory Competition in European Company Law and Creditor Protection, 7 (1) *E.B.O.R.*, 417 (2006)；Reinier Kraakman, Concluding Remarks on Creditor Protection, 7 (1) *E.B.O.R.*, 465 (2006)；前引〔34〕，Jennifer Payne文，第21-30页；James J. Hanks, Legal Capital and the Model Business Corporation Act: an Essay for Bayless Manning, 74 *Law & Contemp. Probs.*, 211 (2011)。英美法关于法定资本的一本重要著述是：Bayless Manning, James J. Hanks, *Legal Capital*, Foundation Press, 1990。

〔66〕 See Paul Davies, Sarah Worthington, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, 2012, p. 285。而在我国，法定资本是指章程所规定的注册资本，要求股东在公司设立时全部认购完毕。由此观之，对于法定资本的含义，我国法和英美法之间存在差异。

式,构建新的资本制度。第四种观点主张同时规定认缴制和授权资本制,让投资者可以选择其一。从长远来看,第三种观点符合国际潮流,应予仔细考虑。

最后,关于财务资助的规定,我国法可以总结如下:第一,早在1993年和1994年,^[67]我国相关文件就已经出现财务资助的措辞。究其含义,与英国法相一致。第二,目前关于财务资助的规定,主要适用于上市公司、非上市公众公司或者国有企业。^[68]受到限制的资助主体的范围比较广泛,包括公司、控股股东或者实际控制人,以及保荐机构、承销机构等。财务资助的目的涉及发行证券、转移公司资金、购买企业股权等。^[69]第三,财务资助的含义并未统一。有些作了限缩,将其与保底收益、补偿、垫付费用等并列,有些则比较泛泛,并未予以限定。我国法律法规没有对财务资助的含义、范畴及例外等内容进行明确的规定。

英国法和我国法相比,共同点在于,财务资助制度主要适用于股份公司/上市公司,该制度通常不适用于有限责任公司。不同点则主要体现在下述几个方面:第一,提供财务资助的主体。英国法限于其股份拟被取得的公司本身,我国法则除了公司本身以外,还包括控股股东、实际控制人、保荐机构/承销机构等。第二,财务资助的目的。英国法强调财务资助必须是为了取得股份之目的,而我国法关于财务资助的目的,更为宽泛,适用于证券发行/取得证券,包括股票、股权和债券等。第三,财务资助的方式。英国法规定得比较详细,还包括兜底条款。我国法则比较散乱,没有在《公司法》中规定,散见于多个文件,且缺乏统一。第四,财务资助的例外。英国法有完整的例外情形,包括一般例外和特定例外。我国法没有规定。第五,违反财务资助的后果。英国法规定了刑事和民事责任等后果。我国法没有规定。

从英国法的角度看(提供者为公司本身),财务资助导致公司和第三人之间发生交易,且该交易的内容是为了帮助第三人取得公司股份。对公司利益的损害并不是财务资助构成的必要条件。即使该交易对公司有利,也是不允许的,因为这容易产生控制股价、操纵市场的后果。我国《公司法》是否已有条款规制公司与第三人的交易?答案是肯定的。《公司法》中的一些条款,或者司法解释,或者最高人民法院颁布的司法解释性文件,已涉及公司与第三人的交易,例如公司对外担保、对赌协议、公司对董事/经理的贷款、公司对第三人的赠与等。纵观这些条款,我国法的特点是“无目的限制性”。公司法强调公司的一些交易,必须要经过股东会/董事会的批准;如果公司利益受损,公司可以起诉,或者股东可以提起派生诉讼。这些条款并没有特别提到,第三人从公司获得财产用于购买股份的特定场合。

我国法需要思考的问题是:第一,现行散见于各类文件的财务资助规定,目的是什么?将提供财务资助的主体扩展到控股股东、实际控制人、保荐机构和承销机构等,证券法上是否有充分

[67] 参见《到境外上市公司章程必备条款》第五章(购买公司股份的财务资助);《到香港上市公司章程必备条款》第2.2条(购买股份的财务资助)。

[68] 参见《上市公司收购管理办法(2020修正)》第8条;《非上市公众公司收购管理办法(2020修正)》第8条;《非上市公众公司监督管理办法(2019修正)》第16条;《上市公司股权激励管理办法(2018修正)》第21条第2款;《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》;《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》第20条。

[69] 根据上交所的《上海证券交易所信息披露公告类别登记指南》:财务资助一般指一个主体直接或间接地将自有的货币资金或其他形式的资产以一定的方式或条件提供给其他主体的行为,且所收取的使用费低于行业一般水平。深交所《上市公司规范运作指引》规定:上市公司及其控股子公司有偿或者无偿对外提供资金、委托贷款等行为是对外提供财务资助。

的理论依据？对于目前散乱的规定，能否提炼且统一？第二，如能提炼且统一，那么有没有必要在我国《公司法》中加以规定？第三，区分公司类型的意义在哪里？为什么有限责任公司可以提供，而股份公司/上市公司不能提供？第四，如何在我国公司法中建立类似规则？我国公司法是否已有类似的替代制度？

五、董事义务的法律框架

（一）我国法关于董事义务的规制

首先，我国公司法并未对董事的概念作出界定。^{〔70〕}学者大多也不会尝试对董事的概念作出完整、全面的定义，取而代之的是，从董事的身份与资格、选任与解任、权利与义务等方面出发，勾画出董事的内涵和外延。例如，有些学者认为董事作为董事会的构成人员，是公司法定、必备、常设之业务执行机关。继而在概念上，董事可以分为机关董事和个人董事。前者系公司组织之一部分，与公司互为一体，其行为即为公司之行为，其本身并无权利能力可言。后者具有权利能力，与公司属于委任关系。^{〔71〕}

其次，我国《公司法》第147条第1款参照两大法系的观点，将董事义务一分为二。一为忠实义务，是指董事对公司负有忠诚尽力，殚精竭虑，个人利益服从公司利益的义务。该义务禁止背信弃义和自我交易。无论何时，经营权行使主体都应代表公司的利益，当个人利益同公司利益相冲突时，应将公司利益置于首位。^{〔72〕}二为勤勉义务，要求董事在作出决策时，其行为标准必须是以公司的利益为出发点，以适当的方式并尽合理的注意履行职责。^{〔73〕}在判断董事是否尽到勤勉义务的时候，通常采取一个双重标准，既要看到该董事是否具有一个处在其位置上的适格第三人应该具有的知识、经验和技能（客观标准），也要看该董事本身所具有的知识、经验和技能（主观标准）。^{〔74〕}

再次，关于董事责任，我国《公司法》上有两个比较重要的条款，即第149条和第152条。^{〔75〕}第149条强调“执行公司职务时”。而第152条，少了这几个字，理由是什么？是作为一般意义上的讨论吗？表面上看，董事的行为，如果在一般意义上（并非强调执行公司职务），损害了股东利益，那么股东可以起诉。董事和股东之间，是什么关系？董事对股东负有义务吗？如果有，这个义务是否是公司法上的义务？董事的行为，如果是执行公司职务时，那么应当视为公司的行为，股东利益受损的，股东应当起诉公司，而不是董事。此外，为什么仅仅是股东，债权人、雇员或者其他呢？

〔70〕 根据我国《民法典》第81条，董事会或执行董事被定性为营利法人的执行机构。

〔71〕 参见柯枝芳：《公司法论》，中国政法大学出版社2004年版，第240-241、560页；王文宇：《公司法论》，中国政法大学出版社2004年版，第278页。

〔72〕 参见赵旭东主编：《新公司法制度设计》，法律出版社2006年版，第162页。

〔73〕 参见前引〔72〕，赵旭东主编书，第160页。

〔74〕 参见姜惠琴：《英美董事的注意义务及其对我国的立法启示》，载《中国人民大学学报》2006年第6期。

〔75〕 《公司法》第149条规定：“董事、监事、高级管理人员执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定，给公司造成损失的，应当承担赔偿责任。”《公司法》第152条规定：“董事、高级管理人员违反法律、行政法规或者公司章程的规定，损害股东利益的，股东可以向人民法院提起诉讼。”

此外,董事未依法履行职责,导致公司未依法制作或保存法律规定的文件材料,给股东造成损失的,该股东可以请求负有相应责任的公司董事承担民事赔偿责任(《公司法司法解释四》第12条)。股东知情权行使的对象,是公司,而不是董事。董事未依法履行职责行为的后果,应当由公司来承担。因此给股东造成损失的应当是公司。股东为什么可以直接要求董事承担赔偿责任?股东怎么知道到底是哪一个董事的责任?行事成本,是否大大增加?

简言之,股东可以直接起诉董事,但是要明确该类诉讼的性质是什么,股东直接诉讼还是股东派生诉讼,董事侵害的是股东个体性权利,还是股东集体性权利。

(二) 英国法下董事义务的法典化

首先,《2006年公司法》没有对董事作出明确的定义。根据该法,“董事”包括处在董事职位上的任何人,不管其称呼。^[76]董事是根据某个人的功能或作用,同时结合公司的性质、公司章程、董事的服务合同等等来判断的,而不是看他有没有董事这个头衔。公司可以把董事称为管理人、受托人或咨询人等等,但这不会影响这个人作为董事的法律地位。英国法下,董事的类型非常丰富,包括执行董事、非执行董事/独立董事、影子董事、事实董事、公司董事、提名董事、替代董事以及常务董事等。^[77]

其次,普通法关于董事义务,确立了双层结构:一是董事对谁负有义务,二是董事义务的内容包括哪些。基本原则是,董事必须善意地以公司的利益行事。董事只对公司负有义务,对股东、债权人和雇员不负有义务。这是个主观性标准,只要董事自己认为符合公司的利益就可以,而不是以法院可能认为符合公司的利益作为判断标准。^[78]

普通法上的传统观点认为,董事的受信义务包括:(1)善意地(good faith)为了公司的利益而行使的义务,具体地,例如董事必须善意地以公司的利益行事,诚实、适当地行使权力和履行义务;董事必须为正当的目的而行使权力。(2)熟练和谨慎义务,例如董事在履行其职务过程中,必须具备合理的谨慎以及其掌握的、有一定程度的熟练技能;董事必须为公司的事务尽责;对于可以正确地交托给其他人员的义务来说,董事因其相信该人员诚实地履行了义务而被认为尽到义务。(3)忠实义务,主要涉及两方面内容,一是不得谋利的义务,指董事不能凭借其董事地位从任何机会当中谋取个人利润,即使他是善意地为了公司的利益而在行使权力;二是避免冲突的义务,指董事不得将自己置于这样的位置,即如果置于这样的位置,将造成董事自己的利益和义务相冲突,或者董事对公司的义务和对其他人的义务相冲突。

最后,《2006年公司法》实现了董事义务的法典化。2006年之前,董事义务主要由关于受信义务的衡平法原则以及关于过失的普通法来规制。《2006年公司法》的一个重要变化是将董事义务法典化,并且对董事义务作出全新的规定。该法第10部分(公司董事)第2章对董事的一般义务作出规定,其中第171条至第177条包括了7项一般义务的内容。这些义务分别是:在权力内行事的义务(第171条),促进公司成功的义务(第172条),独立判断的义务(第173条),行使合理谨慎、技能和勤勉的义务(第174条),避免利益冲突的义务(第175条),不得从第三

[76] 参见英国《2006年公司法》第250条。

[77] 参见葛伟军:《英国公司法要义》,法律出版社2014年版,第214-220页。

[78] See Re Smith and Fawcett Ltd, (1942) Ch 304, p. 306 per Lord Greene MR.

人处接受权益的义务（第 176 条），在拟议的交易或安排中公布利益的义务（第 177 条）。尽管仍有很多地方需要解释，但法典化意在通过归纳、总结，明确董事义务的内涵，使董事更清楚他们的义务是什么。

《2006 年公司法》强调公司社会责任，并且认识到公司社会责任在公司法中首要体现为强化董事义务。在讨论董事对谁负有义务这个问题上，该法最终放弃了“多边主义”模型，而采纳了“开明的股东价值”模型，即董事在面临各方利害关系人利益冲突而需要做出选择的时候，只对公司负有义务（公司利益被视为股东的长期利益），而不对其他利害关系人负有义务，但是董事在做出决定的时候，必须要考虑其他利害关系人的利益。该法虽然保持董事只对公司负有义务这个传统原则，但是要求董事在作出决策时，必须考虑下列因素：（1）从长期看，该决策可能的后果；（2）公司雇员的利益；（3）促进公司与供应商、消费者及其他人之间商业关系的需要；（4）公司运作对社区和环境的影响；（5）公司维持商业行为高标准之声誉的愿望；（6）在公司成员之间正当行事的需要。^{〔79〕} 董事的决定是一个主观性的检测标准，由董事善意地对如何促进公司成功作出决定，法院不会调查该决定实际上是否是最佳决定。

（三）我国法关于董事义务的发展

首先，英国法关于董事的开放性定义及不同类型的划分，带来了三方面的启发。第一，扩大了承担责任的主体范围，有利于保护公司、股东或债权人的利益。第二，明确了实际控制人的责任。实际控制人的地位，根据其发挥的作用，有可能是股东，也有可能是董事。一旦构成董事，即需承担相应的董事责任。第三，澄清了借助实际控制人引入事实董事的观点。事实董事的范围，比实际控制人更为广泛，主要涉及三种情形：从未被任命为董事却以董事身份行事；曾经被任命为董事，其任命期限已满却仍然以董事身份行事；曾经被任命为董事，但是其任命是有瑕疵的。

• 137 •

其次，原则上董事仅对公司负有义务。但是，在一些特殊情况下，董事对其他人也负有义务。例如，在一些特殊类型的公司，包括商业银行、保险公司等金融机构，董事对股东负有义务。至于董事对债权人是否负有义务，并不清晰。如果我国公司法要增加董事对债权人的责任，该责任应当是侵权责任，而不是违反受信义务产生的责任。原则上，董事对债权人不负有受信义务，其背后有公共政策上的考量。公司因董事的行为而受到损害时，公司的债权人也会相应地受到损害。此时债权人可以起诉公司，但是不能直接起诉董事。如果允许债权人可以直接起诉董事，则会：（1）导致针对董事的诉讼大幅增加，从而影响到公司经营；（2）增加法院的负担以及其他成本；（3）大量的诉讼可能会造成这样的结果，即由于原告不同、适用的义务标准不同以及其他情况不同，不同的法院会作出不同的判决，从而引起混淆；（4）可能引起双重诉讼，除了债权人诉讼外，公司也可能对董事提起诉讼。^{〔80〕}

日本法规定的是董事对第三人的责任。董事等公司负责人执行其职务有恶意或重大过失时，

〔79〕 参见英国《2006 年公司法》第 172 条。

〔80〕 See Zipora Cohen, Director's Negligence Liability to Creditors: A Comparative and Critical View, 26 *Journal of Corporation Law*, 351, 357 (2001).

对遭受损害的第三人负有连带赔偿责任。^{〔81〕}有学者认为：该责任是为了强化对第三人的保护而规定的特别法定责任，其责任范围既包括第三人的直接损害也包括间接损害；董事的恶意、重大过失是该责任的构成要件；所谓的第三人既包括公司债权人也包括股东。^{〔82〕}第三人的范围，应当作更广泛的解释，把股东、债权人、雇员、当地社区、消费者、地方政府等都囊括在内。此处的责任，不等同于违反受信义务而应当承担的后果。

将重点放在董事对第三人（股东或债权人等）责任的做法，忽视了董事对第三人的义务。其中可能的原因是：第一，混淆了责任与义务的内涵，误将两者视为同一个命题。义务是前提，责任是后果，免责是例外。第二，受日本、我国台湾地区公司法和相关规定的影响比较大，而对英美公司法的研究相对不足。因为前者有强化董事个人责任的明确规定，所以将研究重点放在这个上面。然而，在英美法中，董事义务而非责任，才是被大量讨论的话题。

最后，董事义务是公司治理的核心内容。关于董事义务，还有一系列问题要去解决。第一，董事义务的二分法，是否过时？国内学者结合美国法，开始介绍并探讨董事的其他义务，例如善意（或诚信）义务、监督义务。^{〔83〕}但是英国法表明，义务的内容比分类更重要，应当关注董事义务到底包括哪些内容，以及违反董事义务所产生的责任及免责情形。至于采纳二分法、三分法还是多分法，可能不是最关键的。第二，关于公司和董事之间的关系、董事义务的性质，存在受信关系（英美法）、委托关系（大陆法）两大争议。如何认识两者之间的差异对具体规则构建的影响？第三，董事义务的双层结构：其一，董事对谁负有义务，除了公司以外，还有股东、债权人、雇员等利害关系人，董事对他们是否也负有义务；其二，董事义务的内容包括哪些，忠实义务的边界，是否在拓展，勤勉义务的标准，是否应确立？第四，商业判断规则（与所从事的交易无利害关系；该决策是在充分收集信息和了解情况的基础上作出的；合理地相信该决策对公司是最有利的，并善意地进行判断）在实践中已然兴起，被法官写入裁决书，但是经常把该规则作为是否尽到忠实义务和勤勉义务的判断标准，有失偏颇。^{〔84〕}商业判断规则，是保护董事自由裁量权的司法审查机制，不是董事免责事由。如何认识两者之间的关系？是否可以一边引入商业判断规则，一边完善董事免责体系？

六、结 论

英国公司法改革二十年一轮回，彰显了公司法具有极强的实践性。社会经济的发展，不断要

〔81〕 参见日本2005年《公司法》第429、430条，载王保树主编：《最新日本公司法》，于敏、杨东译，法律出版社2006年版，第244、245页。

〔82〕 参见周继红：《简论日本股份公司董事对第三人责任制度》，载《青海民族学院学报（社会科学版）》2002年第3期。

〔83〕 参见王建文：《论董事“善意”规则的演进及其对我国的借鉴意义》，载《比较法研究》2021年第1期；吕成龙：《上市公司董事监督义务的制度构建》，载《环球法律评论》2021年第2期；梁爽：《董事信义义务结构重组及对中国模式的反思：以美、日商业判断规则的运用为借镜》，载《中外法学》2016年第1期。

〔84〕 例如在官波等与孙超等公司利益责任纠纷上诉案中，法院认为：“基于公司经营业务的复杂性和商业决策自身的特点，考量公司执行董事的责任，应当参照商业判断规则。根据执行董事这一公司治理机构的运作特点，如果作出商业判断的执行董事与作出判断的内容没有利害关系，其有正当理由相信其在当时情形下掌握的有关商业判断信息充分、妥当、可靠，其商业判断符合公司的最佳利益的，就应当认定为忠实、勤勉地履行了义务。”安徽省合肥市中级人民法院（2017）皖01民终7360号民事判决书。

求调整既有的公司法规则，以便让法律跟上商业的步伐。

我国《公司法》颁布实施以来，面临着法条更新速度缓慢、不能及时解决疑难问题、大量问题需要司法解释予以补充、有些条款原则性强/缺少可操作性、为国有企业改革服务、用所有权解释股东和公司之间的关系、公司类型设置不尽合理、公司法内外体系重新审视/与民法典的衔接等各种问题。

我国《公司法》的新一轮修订，具有优化营商环境、民营企业权益保护、中小企业重要性等时代背景，是深化改革的必然结果。此次改革的目标应当包括小公司优先、强化公司社会责任、提高公司竞争力等，具体考虑公司类型的合理化、资本制度的缓和、治理机制的灵活性、与国际接轨等因素。

公司法应当为大多数服务。公司法改革，要跟得上时代，要与国际接轨，要回应社会需求。改革应当全方位，从公司类型、资本制度、公司治理等方面切入。公司法改革应当向社会公开、放开，让更多的公司实务界代表参与讨论。公司法改革应当着眼于未来，不能因短期成本而忽视修法带来的长期收益。社会经济的发展，除了法律外，还需要政治、文化等各种要素的良性互动。我们所处的新时代，正在提供这样一个机会。

Abstract: The enactment of UK Companies Act 2006 and its rules, have some certain referential significance for the new round of company law amendment in China. The reform of company type shall be in line with the internationally recognized practice, establishing a system dominated by joint-stock companies, and remodeling the limited liability companies connecting to UNLLO. The relationships among the articles of association, the shareholders' resolution and the shareholders' agreement shall be clarified, focusing on the different levels presented by the shareholders' consensus, and perfecting the technical regulations of shareholders' resolution. Subscribed capital system is controversial in theory and practice. The reform of share capital rules shall be based on the clarification of some basic concepts, considering the implantation of authorized share capital and financial assistance regulation. The meaning of director is somewhat open. It is critical to clearly figure the relationships among the participants such as director, shareholder and creditors, etc., grasp the dual structure of directors' duties and enrich the content of directors' duties.

Key Words: UK Companies Act 2006, company type, company resolution, share capital rules, duties of directors

(责任编辑：周 游 赵建蕊)

论实际控制人的法律责任： 公法的路径依赖与私法的理念再生

郑 彧*

内容提要：自 20 世纪 80 年代国有企业改制以来，建立一个权责分明、自负盈亏的现代企业制度一直是我国完善公司治理结构的目标。一方面，在面对“一股独大”的公司股权结构现实时，我们自始强调公司法人人格应有的独立性，防范控股股东对公司的越权和滥权，由此衍生出公司法层面控股股东信义义务的讨论；另一方面，基于保护中小股东的监管愿景和“追首恶”的监管目标，我们对于控股股东信义义务的理解存在扩大化的趋势，对于实际控制人法律责任的追究存在公法监管上的路径依赖，过于强调实际控制人对于公司日常管理的重要性，反而在监管实践中模糊了股东与公司的责任边界。为此，亟需在强调私法理念的基础上改变现有公法化的监管方式，进行“公私分离”的类型化公司法立法，真正落实普通公司的董事责任，同时在证券法层面将实际控制人的法律责任由侵权责任转换为法定责任，以此完成在实际控制人法律责任问题上公司治理结构之私法理念矫正与证券侵权责任之公法逻辑转换。

关键词：实际控制人 法人人格 信义义务 法律责任

一、实际控制人法律责任的公法偏好： 基于 2007—2019 年 IPO 核准数据的透视

普通法系国家在公司出现之初就已逐步通过立法与司法实践形成了公司作为独立法人的实体

* 郑彧，华东政法大学国际金融法律学院教授。

本文为 2020 年度国家社科基金项目“证券发行注册制法律实施机制研究”（20BFX130）、2017 年上海市浦江人才计划（17PJC039）的阶段成果，在其观点基础上衍生有《上市公司实际控制人法律责任的反思与构建》一文，两者存在小部分论据的重合，特此说明。

标准要求,明确了“股东”与“公司”之间的责任切割标准,由此在作为投资者的股东与作为独立法人的公司之间形成了“上帝的归上帝,恺撒的归恺撒”的现代公司治理结构。反观中国公众公司的治理结构,20世纪90年代之初以公有制为主的市场主体结构决定了我国证券市场发展早期“一股独大”的股权结构事实。其后,随着中国改革开放的深入进行,国企、民企、外企等多类型的市场主体呈现齐头并进的发展态势,投资主体也越来越多元化。在此背景下,近三十年来我国上市公司的股权结构虽仍呈现以大股东“持有控制权股份”为主要特征的“控制型”股权结构状态,^{〔1〕}但也开始出现股权分散的上市公司,甚至是不存在单一控股股东的上市公司。逻辑上,随着市场投资主体的多元化,我国应呈现存在越来越多股权分散上市公司的发展趋势。但在证券监管的方式上我们观察到一个非常有意思的现象:一方面,在我国《公司法》颁布后日益强调的“公司法人独立性”概念引领下,中国证监会对于寻求首次公开发行股票(Initial Public Offering,以下简称“IPO”)的发行人施加了一系列“完善公司治理结构”的条件要求,并在历年的上市审核监管实践中形成了对于控股股东与拟上市公司在人员、资产、财务、业务和机构方面的“五分开”要求;但另一方面,基于公司需要“有人运营”“有人负责”的心态,在具体的IPO发行条件中又往往提出“发行人需要有稳定的股东结构”的要求,随之而来的监管重点就是特别关注拟上市公司是否存在“控股股东”和“实际控制人”。^{〔2〕}从数据偏好上看,能够通过中国证监会核准并成功上市的多为具备实际控制人的发行人(即便因为股权分散没有实际控制人,大多数发行人的股东也会通过一致行动协议“创设”出实际控制人,证明发行人股权结构稳定)。而针对那些不存在“实际控制人”的申请人,监管部门则会在首发反馈意见中特别关注无实际控制人状态对于发行人在日常决策、运营和管理方面的影响。在此监管惯例下,虽然《证券法》没有对拟上市公司在IPO申请时是否必须存在实际控制人直接提出法定性的要求,但在中国证监会颁布的《首次公开发行股票并上市管理办法》《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》等相关行政监管规章、规定、监管问答、反馈意见中均明示或默示地增加了“控制权稳定”的“发行条件”要求(参见表1)。

• 141 •

〔1〕 本文所述之“控制”援引的是《企业会计准则第33号——合并财务报表》(2014年版)的相关条款。第7条第2款规定:“控制,是指投资方拥有对被投资方的权力,通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报,并且有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额。”第13条规定:“除非有确凿证据表明其不能主导被投资方相关活动,下列情况,表明投资方对被投资方拥有权力:(一)投资方持有被投资方半数以上的表决权的。(二)投资方持有被投资方半数或以下的表决权,但通过与其他表决权持有人之间的协议能够控制半数以上表决权的。”第14条规定:“投资方持有被投资方半数或以下的表决权,但综合考虑下列事实和情况后,判断投资方持有的表决权足以使其目前有能力主导被投资方相关活动的,视为投资方对被投资方拥有权力:(一)投资方持有的表决权相对于其他投资方持有的表决权份额的大小,以及其他投资方持有表决权的分散程度。(二)投资方和其他投资方持有的被投资方的潜在表决权,如可转换公司债券、可执行认股权证等。(三)其他合同安排产生的权利。(四)被投资方以往的表决权行使情况等其他相关事实和情况。”因此,这里的“控制”仅是会计意义上为了关联方界定以及合并报表的需要,而非公司法意义上股东打破公司法人人格独立而对公司决策、活动的控制。

〔2〕 无论从《证券法》还是《公司法》的逻辑上,公司的“控股股东”与“实际控制人”均是两个独立的概念。但为方便描述,在本文中,我们并不特意区分“控股股东”与“实际控制人”这两个概念,而是根据需要使用“控股股东”“控制股东”和“实际控制人”指代“实际控制人”这一主体。

表 1 IPO 监管规则中对于首次公开发行股票的实际控制人要求

法律规范	条文规定
《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》	第 5 条：……（三）最近三年内实际控制人未发生变更，且控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的境外基础证券发行人股份不存在重大权属纠纷。……
《首次公开发行股票并上市管理办法》（2020 年修正）	第 12 条：发行人最近 3 年内……实际控制人没有发生变更。
《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》（2018 年修正）	第 5 条：发行人的控股股东、实际控制人……应当诚实守信，全面履行公开承诺事项，不得在发行上市中损害投资者的合法权益。 第 14 条：发行人最近两年内……实际控制人没有发生变更。 第 20 条：发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内不存在……重大违法行为。…… 第 36 条：……发行人的控股股东、实际控制人应当对招股说明书出具确认意见…… 第 49 条：……发行人及其控股股东、实际控制人……对发行申请文件的真实性、准确性、完整性、及时性承担相应的法律责任。……
《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（2020 年修正）	第 12 条：……（二）发行人主营业务、控制权、管理团队和核心技术人员稳定……最近 2 年实际控制人没有发生变更，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷。…… 第 36 条：……发行人控股股东、实际控制人……不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并声明承担相应法律责任。
《〈首次公开发行股票并上市管理办法〉第十二条“实际控制人没有发生变更”的理解和适用——证券期货法律适用意见第 1 号》	三、……发行人及其保荐人和律师应当提供充分的事实和证据证明多人共同拥有公司控制权的真实性、合理性和稳定性……。相关股东采取股份锁定等有利于公司控制权稳定措施的，发行审核部门可将该等情形作为判断构成多人共同拥有公司控制权的重要因素。……

在前述监管要求下，对于那些股权分散的申请人，为了满足证券监管机关对于公司应具备“控制性”的要求，中介机构会千方百计地通过“一致行动协议”等方式证明申请人“控股股东”或“实际控制人”的存在，以此向监管部门证明发行人的决策、运行是可受稳定控制的，是“有人能够对公司负责的”。为此，我们针对 2007—2019 年（“样本期间”）经中国证监会核准并在沪深两地证券交易所成功上市的全部上市公司进行了“实际控制人”的分布统计，具有实际控制人的发行人家数平均占比为 97.71%；在沪市以年度计算的每年有实际控制人的发行人家数占比中，最低的是 75%（2006 年），最高是 100%（2008—2010 年，2012 年）；而深市最低占比数是 97.52%（2010 年），最高占比数则高达 100%（2011 年，2016—2019 年）。图 1 列示了在总计 2364 家沪深两地〔3〕首次公开发行股票的上市公司中有关实际控制人的占比走势，数据结果可以验证在我国首次公开发行股票必须存在“实际控制人”的猜想。

进一步观察，依据中国证监会和沪深两地上市规则对于实际控制人的定义，绝大部分上市公司的实际控制人可归类为单一的自然人或者国资性质。尽管如此，在全部有实际控制人的上市公

〔3〕 深市包括了中小板、创业板数据。

司中,沪深两市也都各有约20%的发行人通过一致行动协议或者基于法定关系(比如夫妻关系)的解释而被认定存在“共同实际控制人”(参见图2)。

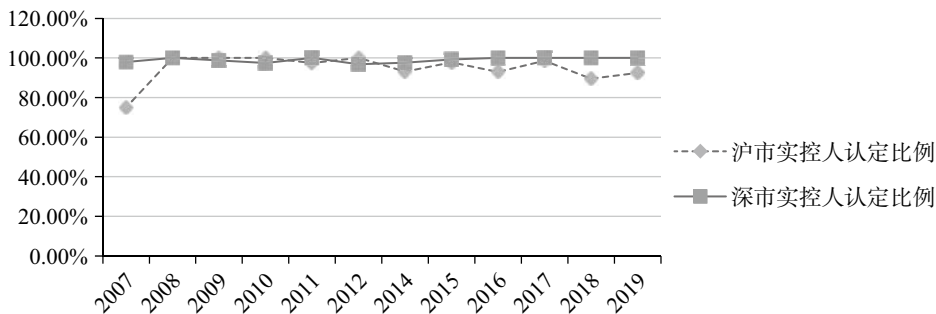


图1 样本期间沪深两地有实际控制人的上市公司比例走势图〔4〕

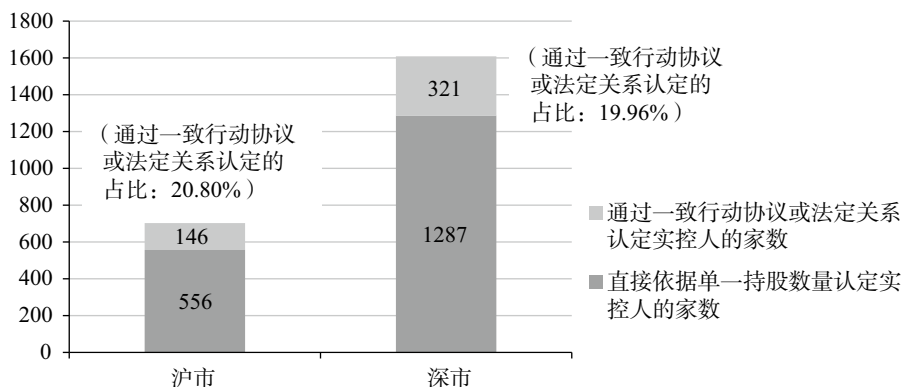


图2 样本期间沪深两地上市家数实际控制人认定情况

表2是在样本期间逐年统计的无实际控制人的上市公司的家数和占比。在近二十年2364家上市公司中,只有54家拟上市公司是以无实际控制人的股权结构上市成功的,在全部成功上市公司家数中占比仅为2.28%。在这仅有的54家上市公司中,19家(18家沪市,1家深市)发行人属于中小银行、券商等金融机构,这些金融机构根据相关金融监管部门“不允许存在高度集中持股的股东”的要求而不具备认定实际控制人的基本条件。除去这19家发行人后,无实际控制人的上市公司为35家,占比降到1.48%。在此基础上,通过研究招股说明书,我们进一步发现:尽管不存在实际控制人,这54家无实际控制人的发行人仍需根据《首发业务若干问题解答(一)》证明其分散的股权结构符合“确保发行人股权结构稳定、正常生产经营不因发行人控制权发生变化而受到影响”的条件,并且持股比例排名在前的股东需按持股比例从高到低承诺将各自所持股份自上市之日起自动锁定36个月,直至锁定股份的总数不低于发行前股份总数的51%(即“共同锁定安排”),〔5〕以此在股价锁定方面形成类似于“一致行动协议”中的联合管

〔4〕2013年无数据,原因在于根据中国证监会的统一部署,2012年11月16日至2013年12月期间中国股市第八次暂停股票IPO。

〔5〕中国证监会发布的《首发业务若干问题解答(一)》中的“问题3”涉及控股股东、实际控制人股份锁定期安排的要求是:对于发行人没有或难以认定实际控制人的,为确保发行人股权结构稳定、正常生产经营不因发行人控制权发生变化而受到影响,审核实践中,要求发行人的股东按持股比例从高到低依次承诺其所持股份自上市之日起锁定36个月,直至锁定股份的总数不低于发行前股份总数的51%。

控效果。

表 2 样本期间内按年份统计的沪深两地上市无实际控制人公司数量占比

2007—2019 深沪 IPO 家数				无实际控制人家数	无实际控制人家数	比例
	沪市	深市	总计	深市	沪市	(两市合计)
2007	24	97	121	2	6	6.61%
2008	6	71	77	0	0	0.00%
2009	9	80	89	1	0	1.12%
2010	24	322	346	8	0	2.31%
2011	39	242	281	0	1	0.36%
2012	22	129	151	4	0	2.65%
2013	0	0	0	0	0	0.00%
2014	43	84	127	2	3	3.94%
2015	88	130	218	1	2	1.38%
2016	100	125	225	0	7	3.11%
2017	215	221	436	0	3	0.69%
2018	48	48	96	0	5	5.21%
2019	120	77	197	0	9	4.57%
总计	738	1626	2364	18	36	2.28%

• 144 •

在此背景下，虽然 2020 年 3 月 1 日实施的新《证券法》在证券公开发行方面从“核准制”向全面的“注册制”过渡，但其不仅在监管条件上没有减弱对于上市公司“实际控制人”作用和地位的强调，而且无论是从“发行条件”还是从“法律责任”上都在总结先前监管经验的基础上进一步强化了对于上市公司“实际控制人”的法定责任要求，有关“实际控制人”的概念和法定要求不减反增（有关新旧《证券法》实际控制人法律责任的比较参见表 3）。

表 3 新旧《证券法》实际控制人法律责任比较

涉及事项	旧《证券法》	新《证券法》
公开发行条件	无	第 12 条：……（四）发行人及其控股股东、实际控制人最近三年不存在……刑事犯罪；……
实际控制人责任方式	第 26 条：……发行人的控股股东、实际控制人有过错的，应当与发行人承担连带责任。	第 24 条：……发行人的控股股东、实际控制人……应当与发行人承担连带责任，但是能够证明自己没有过错的除外。……责令负有责任的控股股东、实际控制人买回证券。
公开承诺的责任	无	第 84 条：……发行人及其控股股东、实际控制人……作出公开承诺的，应当披露。不履行承诺给投资者造成损失的，应当依法承担赔偿责任。
信披责任	第 69 条：……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。	第 85 条：……发行人的控股股东、实际控制人……应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。

二、实际控制人法律责任的私法溯源： 控股股东信义义务的误解与厘清

随着19世纪后期大型企业的出现，公司的股东开始从“所有权人”转换为“出资人”，公司与股东的关系出现了从“企业家时代”向“职业经理人+消极出资人时代”的转化。^{〔6〕}在此过程中，公司法人的独立性在法律实践中逐渐被抽象出来并被日益发展的公司法理论所解释和强调。公司的法律人格是拟制出来的，因此，股东、董事、监事三者之间“三权分立”的良好公司治理结构也是在公司作为拟制主体的基础上由法律所施加的外在要求。比如作为公司法学界经典的萨洛蒙诉萨洛蒙有限公司案（Solomon v. Solomon & Co. Ltd），学者们就经常引用该案判决的观点说明“从法律的角度讲，公司一旦正式注册成立，其就成为一个与股东没有关系的法律上的‘人’，从而拥有自己独立的权利和义务”^{〔7〕}。由此衍生出普通法系上对于公司法律人格的基本认知：公司是一种区别于那些拥有或者经营公司的个人的单一合同主体，通过这种单一的合同主体，具备法定条件和法定程序而设立的公司被视为拥有独立人格，从而拥有对股东所投入资产的独立财产权，即公司的资产归公司所有，而不是属于公司的所有者。一旦公司创建完成，投资者仅掌握着公司控制参与权（比如投票选举董事和批准重大交易）和剩余收益或利润索取权，法律将公司事务的主要权力授予董事会，或者由股东定期选任的专门委员会来行使对于公司日常经营事务的决策和监督权限。^{〔8〕}

• 145 •

由此，数百年来公司法发展的历史在本质上就是在强调公司法人人格独立基础上的“公司治理结构”的改良史，公司治理的核心就是要保证股东能够有效地控制公司实际控制人的侵权行为，在法律上主要表现为对大股东、董事、经理等对公司具有控制力之人有关义务与责任的规定，以及在司法层面所进行的法律责任追究。^{〔9〕}在此基础上，公司治理结构的保护与完善在整个公司法的历史中呈现出两条既不相同又有交叉的路径：一个是作为外部人（outsider）的公司股东（特别是公司控股股东）与公司之间围绕牵制与制约关系而进行的规范与约束；另一个则是围绕作为内部人（insider）的公司董事、高级管理人员与公司之间的权利、义务关系。前者衍生出了诸如公司法人人格否认等例外性制度，后者则产生了包括忠实义务（duty of loyalty）、注意义务（duty of care）在内的公司董事和高管应有的普遍性的信义义务（fiduciary duty）标准。

但不得不承认，公司法所规定的公司法人治理结构只是一种标准化的理想模型，公司日常实践运作中的控制权分布却不一定与立法者的设想与初衷完全吻合。伯利和米恩斯在他们合著的《现代公司与私有财产》一书中，曾将公众公司治理体制划分为高度分散型与股权集中型两种样

〔6〕 参见刘燕：《公司融资工具演进的法律视角》，载《经贸法律评论》2020年第1期。

〔7〕 Paul L. Davies, Daniel D. Prentice, L. C. B. Gower, *Gower's Principle of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, 1997, pp. 77-78.

〔8〕 参见〔美〕莱纳·克拉克曼等：《公司法剖析：比较与功能的视角》，罗培新译，北京大学出版社2012年版，第6-17页。

〔9〕 参见王欣新、王斐民：《论公司治理与公司控制人侵权责任的追究》，载《政法论丛》2005年第6期。

态，世界范围内绝大多数国家的公司属于股权集中型，甚至有些国家和地区以家族控制型为主导。^{〔10〕}在此股权分布特征的基础上，国外学者的研究表明通常只有那些股权集中型的公司才会存在法律规定与实践脱离的状态，而且这种法律与实践的脱节并不是因为法律规定的架空，而是因为股东、董事（或经理）在不同角色上的身份重合或交叉才形成了名义或形式上分权而实质上集权的公司治理模式，由此对于那些私人公司能得出“公司法关于公司分权而治的制度安排似乎又回归到了议行合一的君主体制”^{〔11〕}的结论，而对于那些股权高度分散型的公众公司，境外学者似乎并没有得出公司治理结构立法与实践脱离的观点。但在东亚国家和地区，相同问题的结论却可能大不相同：因为这些国家和地区的大型公司仍然是股权集中型公司，董事在形式上掌管着公司事务，在实质上却可能仅仅充当着控制股东的代理人，董事会只是股东或股东会的附属物。^{〔12〕}类似地，中国学者的研究也表明不论非上市公司还是上市公司，中国公司也往往成为一种受大股东控制的“稻草人”，实际控制人隐身其后进行管理运作，不仅有限责任公司如此，甚至上市公司因为打通了“融资通道”而使得这一问题更加突出，^{〔13〕}“董事会形同虚设，公司控制权实际掌握在控制股东的手中”^{〔14〕}。

在此背景下，如果缺乏有效的权力制衡机制，控制股东为追求自身利益，通过自身的“代理人”或者“亲自揽权”干预公司日常经营活动进而损害公司以及少数股东利益的事例当然会层出不穷。^{〔15〕}而当那些比私人公司更大规模的公众公司存在着控制股东滥用控制权而谋取私利的行为时，就难免构成对社会公众投资者的侵害，^{〔16〕}从而使得原本仅在私法意义上讨论的控股股东的侵权责任进一步上升到“强化控股股东和董事的信义义务是健全我国企业公司治理的重要内容”^{〔17〕}的公法要求，由此也产生了我国对于上市公司实际控制人法律责任的承担在作为私法意义上的公司法与作为公法意义上的证券法上的重合与冲突：一方面，出于公司法上有关公司独立性的法人人格要求，中国证监会及沪深两地交易所通过发布《上市公司治理准则》《上市公司章程指引》和《上市规则》等规范性文件不断强调上市公司在股东、董事、监事层面实现“各司其职，各尽其力”的公司治理结构要求，强调上市公司控股股东不能干涉公司的独立运营，对包括关联交易与同业竞争在内的可能损害公司利益的行为树规立矩，这是一种在私法层面力求突破“一股独大”“一股独强”的监管要求和监管努力；另一方面，出于传统经营理念上“责任到人”的主体责任意识，证券监管机关在维持上市公司运营稳定的诉求下又必须在中国的商业语境中找到能够确保这种稳定性的“责任依靠”，由此有意无意地透过证券公开发行条件的设置传递出监管层对于公司实际控制人应对公司“负责”的冀望。最近的一个例子就是2019年11月由中国证

〔10〕 参见郭富青：《论控制股东控制权的性质及其合理配置》，载《南京大学学报（哲学·人文科学·社会科学）》2011年第2期。

〔11〕 郭富青：《论公司实际控制权：性质·渊源·法律导向》，载《甘肃政法学院学报》2011年第1期，第114页。

〔12〕 参见叶林：《股东权利及其实现机制》，载《扬州大学学报（人文社会科学版）》2013年第5期。

〔13〕 参见周伦军：《上市公司实际控制人案件若干问题研究》，载《人民司法》2008年第11期。

〔14〕 叶敏、周俊鹏：《公司实际控制人概念辨析》，载《国家检察官学院学报》2007年第6期，第124页。

〔15〕 参见习龙生：《控制股东的义务和责任研究》，法律出版社2006年版，第18页；范世乾：《控制股东滥用控制权行为的法律规制》，法律出版社2010年版，第2页。

〔16〕 参见朱慈蕴：《资本多数决原则与控制股东的诚信义务》，载《法学研究》2004年第4期。

〔17〕 鲁桐：《香港交易所IPO新规解读及思考》，载《中国国情国力》2018年第6期，第25页。

监会下发至系统内各单位的《推动提高上市公司质量行动计划》，该计划开宗明义地要求“上市公司及其控股股东、实际控制人、董监高等关键少数担负着自我规范、自我提高、自我完善的直接责任、第一责任”^[18]，监管层透过公法层面对实际控制人“压担子”，使其“负责任”的意图可见一斑。近些年来，更加体现监管层对于压实实际控制人责任的例子则出现在行政处罚与司法追偿中有关“追首恶”的提法与倾向，这种提法与倾向的出现是因为证券市场上出现了太多实际控制人通过欺诈上市、非法关联交易等方式掏空上市公司的丑闻和乱象。^[19]但很明显，发行人、上市公司自身并不是违法行为的最大受益者，真正遏制证券欺诈的关键应是将责任主要配置给该行为最可能的实施者和受益者。^[20]因为原先处理这类案件时往往是以上市公司作为责任主体，先把“责任的板子打在上市公司身上”，由此引发中小股东“实际控制人违法、中小股民买单”的怨言。这也是近年来监管部门以“追首恶”方式追究实际控制人责任的主要原因。而“追首恶”又反过来促使证监会在发行审核过程中对于发行人是否存在“实际控制人”予以重点关注，因为有无“实际控制人”不仅关系到有无责任人承担对上市公司的“管控”责任，而且还关系到未来如果上市公司出现违法违规行为时是否可以成功地对“首恶”进行追责。^[21]不难看出，对于实际控制人的认定已经在某种意义上成为我国证券监管部门监管工作是否成功、是否富有成效的一个重要抓手。

本文认为现有的监管政策和监管实践在责任路径上混淆了公司法意义上的控股股东责任与证券法上控股股东责任之间的区别，由此出现的问题是，当在我国讨论实际控制人的诚信义务时，其语境与内涵与普通法系公司法项下控股股东的信义义务存在本质上的不同：普通法系项下的控股股东的信义义务是指控股股东在对提名董事或高管人员负有持续监督责任和出售公司控制权时负有谨慎调查责任等极其特殊且例外情况下负有注意义务，其无需像公司董事那样必须处于对于公司经营事事高度注意的常态。^[22]但若控股股东通过自己的表决权操纵股东大会或者董事会对公司事务的决定施加不恰当的影响，则该等行为通过损害公司的利益而可能间接损害非控制股东的利益。此时，控股股东对公司与非控股股东信义义务的承担则成为普通法系项下追求各方利益平衡的一种衡平法表现，因为对于控股股东信义义务的要求符合了保护公司和非控制股东双重利益的法益目标。^[23]因此，尽管存在“控股股东信义义务”的概念，但普通法意义上的控股股东信义义务通常也只包括“不得欺诈、排斥中小股东”“不得进行内部人交易”“不得进行不公平自我交易”“不得篡夺公司机会”“竞业禁止”和“不得违反信息公开义务”等类型，^[24]而且这种义务也非由控股股东直接向少数股东承担，而是需要透过控股股东对于公司义务的执行而得到体现^[25]。

[18] 温济聪：《多举措推动提高上市公司质量》，载《经济日报》2019年11月20日，第6版。

[19] 比如中捷股份、九发股份、康美药业、康得新的大股东侵占上市公司资金等不法行为。

[20] 参见郭雳：《证券欺诈法律责任的边界新近美国最高法院虚假陈述判例研究》，载《中外法学》2010年第4期。

[21] 比如，受中国证监会直接领导的中证中小投资者服务中心已经开始在大连控股、*ST圣莱虚假陈述等证券支持诉讼案件中以追责“首恶”为诉讼原则，使“追首恶”担负起证券投资者“权利救济”渠道的重要功能。

[22] 参见宋从文：《公司控制权正当行使的实证分析》，载《法律适用》2009年第4期。

[23] 参见王继远：《控制股东对公司和股东的信义义务》，法律出版社2010年版，第138-139页。

[24] See William T. Allen et al., *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, Wolters Kluwer, 2012, p. 417.

[25] 参见楼建波、陈炜恒、朱征夫、李骥译：《公司治理原则：分析与建议》（上卷），法律出版社2006年版，第378-415页。

由此，公司法上对于实际控制人的法律责任实际上讲的是在公司独立性原则被绝对遵守的前提下，由控股股东对于公司或者其他少数股东在特定事项上负有的信义义务责任。需特别注意的是，普通法系并不反对控制股东基于“控制的事实”而获得控制权利益。无论是美国各州的州法还是具有示范作用的《美国模范商业公司法》（MBCA）都没有规定针对股东特别是控股股东的法定性义务，^{〔26〕}相关义务都是需要在具体案例中由法官根据控股股东是否透过对公司董事的“控制”而损害公司的利益进行判断，只有认定公司利益受到损害，控股股东才构成对中小股东利益的损害。除了特殊情形以外（例如关联交易），上市公司的股东对其他股东不负有任何义务，^{〔27〕}更遑论诸如我国现有监管政策上那种作为公法意义上的证券法所施加给控制股东的对其他中小股东承担责任的“信义义务”。

三、实际控制人法律责任的中国路径： 公司治理结构之秩序矫正与证券责任主体之逻辑转换

在近三十年证券市场发展过程中，我国上市公司治理结构从零起步并逐渐改进，发展至今总体而言难言满意，大股东侵占上市公司利益时有发生，因此才会在新一轮《公司法》修法之际学界发出有关“中国公司法早在2005年《公司法》中就引入了‘股东信义义务’的规定（《公司法》第20条），但过于简单、原则，操作性不强，特别是对实际控制人的责任明示比较缺乏，需要在公司法的相应条款中增加实际控制人的列举”^{〔28〕}的呼吁。在本次《证券法》修法已经于公法层面先一步反映了追究实际控制人“控制责任”的监管需求背景下，对于即将到来的公司法改革和下一步证券法的有效执法而言，我们认为实际控制人的法律责任应在公法（证券法）和私法（公司法）层面有着泾渭分明的区分，万不可将两个不同部门法的义务混同起来对待。如果把公法上对于实际控制人的责任追究方式延伸到私法领域，可以预见的后果就是在未来相当长的时期内公司的运营仍会仰仗公司“实际控制人”的努力，中国的公司法实践仍然会无法独立区分实际控制人对公司的权利义务与公司自身的权利义务，由此在执行层面会破坏私法领域对于树立真正的公司法人独立人格的基本努力。

（一）实际控制人私法责任的世界经验与中国改进

当公司这种法律组织形式被法律或者国家所承认时，公司已经被拟制为独立承担责任的拟制性主体（artificial person，即拟制法人）。在拟制法人制度中，公司在法律意义上被比拟成与自然人并列的“人”。而拟制法人要实现法律所赋予的独立人格效果，需要有自己的意思表示机关和决策机关，公司必须通过自己的意思表示机关和决策机关实现自己作为被法律所承认的“人”的功能，由此公司不再依托于股东的意思表示。这就如同经合组织在其最新的《公司治理原则》中所再三强调的“公司不能由股东投票进行直接管理……股东不应被期望来承担管理公司事务的责

〔26〕 参见〔美〕史蒂文·L. 伊曼纽尔：《公司法》（英文影印版），中信出版社2003年版，第249-250页。

〔27〕 参见朱大明：《美国公司法视角下控制股东信义义务的本义与移植的可行性》，载《比较法研究》2017年第5期。

〔28〕 朱慈蕴：《论中国公司法本土化与国际化的融合——改革开放以来的历史沿革、最新发展与未来走向》，载《东方法学》2020年第2期，第101页。

任”^[29]。在普通法系，公司的这种决策机关和意思表示机关的功能逐渐落在董事会身上，董事会成为公司这种法人的“大脑”，负责就公司这个“人”的日常一切重大事项作出决定，股东就此不能干预公司日常事务（比如日常经营、借贷、对外投资等）的决策（有的国家如英国仍允许通过公司章程方式保留股东对公司重大事项决策的权利，但美国大部分州的公司法则直接规定所有在公司目标范围内的决策都应由公司董事会行使决定权，股东大会甚至无权对董事会的决策进行限权，股东的权利仅仅被限制在选举董事、公司清算与合并等引发公司章程所述目标落空的议案上^[30]）。而在大陆法系方面，日本没有在公司法中建立对控制股东进行直接规制的法律制度，而是通过对公司经营者进行强有力的规制实现对控制股东不正当行为的间接规制。日本法律并没有规定母公司仅仅因其母公司的身份就能获得对子公司的指挥命令权，即便是从属于企业集团的子公司，只要是法律上的一个独立的公司，子公司的董事就必须完全为了子公司的利益而行动，子公司并没有遵循母公司指示的法律义务，子公司的董事必须为了子公司的利益履行自己的职权，母公司在公司法上没有对子公司“指手画脚”的权力，母公司（控制股东）行使其影响力的行为构成对子公司的侵权，因此应当承担损害赔偿责任。^[31]将决策权力分配给管理层或董事会的好处不仅在于简化了决策程序（相对于众多合伙人的一致认可），而且在于确定了为实际行动负有责任的人，限制了各种各样的参与者（如总裁）或主要投资者可能拥有的控制权。^[32]

尽管公司通过董事进行决策的公司独立性逻辑是清晰的，但在中国语境下，公司治理结构的问题并不在于有无法律规定，而是在公司法“西学东用”的过程中，我们虽引入了外在的董事制度，但董事在实践中很大程度上被异化为控制股东对于公司控制的一个“权力代表”，董事会制度成为实际控制人控制公司的橡皮图章。形成此种局面的原因有二：其一，在法律层面，现行《公司法》没有明确董事会是公司管理的最高权威机关，却明确了股东大会的权力机构地位。^[33]在此基础上，行政规章又较为任意地改动股东和董事之间的分权界限，特别是在证券监管层面会基于所谓的“中小股东保护”目标而将许多公司的战略管理权力交给股东会，这和现实中广泛存在的董事会不过是控股股东对公司控制权的延伸、董事席位由股东按资瓜分而不是选举产生等诸多情形相吻合。^[34]由此，无论是在公司法还是证券法层面，上市公司的治理结构都呈现明显的“股东（会）中心主义”而非“董事（会）中心主义”色彩。其二，在执行层面，虽然《公司法》在立法本意上试图排除不符合现代企业制度的国有企业的组织模式和组织形态，而限定在以股份

[29] G20/OECD, Principles of Corporate Governance (2015), available at <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264250574-zh.pdf?expires=1586517269&id=id&-acname=guest&-checksum=B6EB507F8667FB8E7B39D0CF0D5ABEDB>, last visited on Apr. 10, 2020.

[30] 比如，美国《特拉华州普通公司法》[Delaware General Corporation Law (DGCL)] 第 141 (a) 条就明确规定“本章节规定的任何公司业务和事务应当由董事会或者在董事会领导下进行管理，本章节或公司章程另有规定的除外”。

[31] 参见朱大明、〔日〕行冈睦彦：《控制股东滥用影响力的法律规制——以中日公司法的比较为视角》，载《清华法学》2019年第2期。

[32] See Margaret M. Blaire, Locking in Capital What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century, 51 *UCLA Law Review*, 435 (2003).

[33] 《公司法》第 98 条规定：“股份有限公司股东大会由全体股东组成。股东大会是公司的权力机构，依照本法行使职权”。此外，《民法典》第 80 条规定了“营利法人应当设权力机构。权力机构行使修改法人章程，选举或者更换执行机构、监督机构成员，以及法人章程规定的其他职权”的赋权性安排。

[34] 参见邓峰：《董事会制度的起源、演进与中国的学习》，载《中国社会科学》2011年第1期。

作为资本形态的公司，^{〔35〕}但在实践中因为国有企业在选任机制、考核机制、激励约束机制上必须坚持党和国有资本的绝对领导，所以上级党组织或者国有资产管理部门对国有企业仍然延续着管人（党管干部）、管事（重大决策）、管物（国有资产的保值增值）的传统，即便是已上市的国有控股公司，也会因为国资成分而出现作为实际控制人的国资委对于上市公司资产、业务、人事、运营“一管到底”的管理穿透现象，由此导致“公司法不仅不能直接规范国有公司的资产关系和内控背景，而且在治理环节完全丢失了董事会、监事会制约机制”^{〔36〕}。国有企业的这套运行模式原本无可非议，也是我们在国有企业中坚持党和国家领导所不可更改的根本前提，但问题在于，前述可适用于国企的公司治理管控方式却在无形中影响着那些非国有企业的法人治理结构，“东施效颦”般的做法使得在我国能够真正按照现代企业制度让董事独立承担公司日常管理、决策职责，并且有效阻止实际控制人直接或间接（透过其所控制的董事）干预日常事务的非国有公司少之又少。我们在公司法的私法层面“从一开始就没有遵循两类公司在域外实践的应然模式，而主要是基于国家对于企业控制程度进行的考量”^{〔37〕}，由此形成了我国公司这种组织形态仅具备独立法人之“形”（体现为股东责任切割），却少了独立法人之“魂”（公司在董事会下自主经营）的“夹心饼”局面。

面对这种学者所称的“由国家控制的历史到私人控制的现实”之局面，在解决实际控制人法律责任的私法路径层面，我们觉得应该考虑两个方面的改进：第一，在“坚持党对国有企业的领导不动摇”的基本方针下，为了防止公司法运行逻辑的混乱，我们不妨考虑在接下来的公司法改革中采取有针对性的分离立法模式，即单独针对国有控股公司、国有独资公司（但不包括国有权益在50%以下的国有参股公司）制定与《公司法》并行的《国有控股公司法》，^{〔38〕}在明确国有公司独立法人人格、独立承担法律责任的基础之上，把现有体现党和国家对于国有企业进行领导、管理的相应规定整合并入《国有控股公司法》，由此把“党建入章”等国有企业特殊性治理要求^{〔39〕}作为具有中国特色社会主义道路的创新写入《国有控股公司法》，通过这种类似于德国“公营公司”^{〔40〕}的特殊类型公司的单独立法来实现中国公司法的本土化创新，并由此回应目前对于国有公司丧失传统公司法意义上法人经营独立性的批评与指责。第二，对于除国有控股、国有独资公司以外的其他普通类型公司，要严格切分股东与公司的权利、义务边界，根本抓手就是要在公司法的立法和司法实践中切实落实“董事责任”制度。这是因为在公司演进的过程中，董事这一角色在公司中的地位越来越重要，从早先的“股东的代理人”演变为“公司的代

〔35〕 参见江平：《〈公司法〉的立法分歧》，载《英才》2011年第4期。

〔36〕 甘培忠、周游：《我国公司法建构中的国家角色》，载《当代法学》2014年第2期，第63页。

〔37〕 周游：《公司法上的两权分离之反思》，载《中国法学》2017年第4期，第294页。

〔38〕 在《国有控股公司法》中无需针对公共事业或者竞争事业进行“公益性国企”与“营利性国企”之分，只是将国有控股公司视为一个国有资本通过“独立法人”的形式进行管人、管事、管物的特殊目的载体。

〔39〕 我国在2010年至2017年间推出的一系列政策进一步巩固了党组织在国有企业中的核心领导地位，也明确了党组织在企业的决策链中比董事会位置更靠前。2017年的改革首次要求国有企业将党建工作写入公司章程，将党组织从幕后一下推到了台前。有关“党建入章”的历史与分析可参见亚洲公司治理协会：《党建入章：公司治理更透明的制度变革》，载《董事会》2018年第10期。

〔40〕 有关德国“公营公司”的介绍可参见何源：《论政府在国企改革中的第三种职能及其法律制度建构——以德国法上的母体行政组织对公营公司的影响义务为借鉴》，载《政治与法律》2015年第2期。

理人”，从要求董事代表股东的利益行事到要求董事代表公司的利益行事，这一变化的过程贯穿着公司作为虚拟法人人格的强化过程。董事会是公司意志的来源，董事会决定有关公司经营的一切活动，并由此对董事会成员施加了对公司负有忠实和注意的勤勉义务。作为实际控制人的自然人如果存在与公司董事重合的身份，则对其是以董事身份而非股东身份进行追责。在此基础上，对于那些隐藏于幕后利用控制权操纵经营管理者按其意旨行事的实际控制人，“经营管理者实质上只是其表意和行为的化身，是其掌握的工具或另一个自我”^{〔41〕}，通过“事实董事”制度使得实际控制人在公司经营活动中与名义董事同样承担相应的董事责任义务。这种以董事会为中心的责任制度构建对于我国上市公司治理结构具有非常重要的现实意义，因为其“不仅适应了大型公众公司集权和决策效率的需要，而且在充分保障股东诉权与董事信义责任机制的配合下，董事会中心主义将更符合权责统一的公司法要求，责任追究渠道反而更加顺畅进而更有利于保护中小股东利益，也顺应了专业化经营的世界趋势”^{〔42〕}。因此，无论是出于公司法的立法逻辑还是司法实践的现实需要，我们主张在公司法的进一步修改中将规范的对象聚焦于普通类型的公司，在此基础上细化公司董事信义义务的规则，^{〔43〕}明确董事不应直接代表股东的利益，董事只应代表公司的利益，且不偏不倚地公平对待每一位股东，否则过去四十多年我们所追求的那种现代公司法人治理结构仍会是一种高高飘在理想国上空的“空中楼阁”。

（二）实际控制人公法责任的美国做法与中国借鉴

如果说公司法上对于实际控制人法律责任的追责逻辑根源在于确保公司独立性基础上的董事责任制度（确保公司日常经营决策不受股东干预）和侵权责任制度（追究关联交易、欺诈、同业竞争等不法行为）的话，那么在以信息披露为主要方式的证券法上，实际控制人法律责任的归责路径就需要更加谨慎地处理实际控制人与公司之间责任的分配逻辑，避免任何可能导致对公司法人人格混同理解的归责制度。

美国法对此问题的基本经验是：在证券市场信息不对称的背景下，强制性的真实、准确、完整地披露信息义务是法律对于发行人、收购人或者上市公司所施加的法定义务。在此过程中，作为证券监管机关的美国证券交易委员会（SEC）不对信息披露文件内容的真实性进行实质性审核，但如果监管机关事后发现注册文件的内容有假，则信息披露义务人会因为直接违反了在递交注册文件过程中向政府部门所做的承诺（该承诺包含了注册文件的真实、有效、完整），需根据美国《1933年证券法》和《1934年证券交易法》的规定承担相应的民事责任、行政责任和刑事责任。在此责任基础上，为了防止实际控制人利用公司的法人独立人格规避法定义务，《1933年证券法》和《1934年证券交易法》又分别形成了控制人（controlling person）的连带责任（joint and several liability）标准：《1933年证券法》第15章“控制人责任”一章中规定“任何人利用或通过股票所有权、代理或其他方式，或者根据其与一个或一个以上的他人利用或通过股票所有

• 151 •

〔41〕 郭富青：《公司收购中目标公司控股股东的诚信义务探析》，载《法律科学（西北政法学院学报）》2004年第3期，第68页。

〔42〕 朱慈蕴、林凯：《公司制度趋同理论检视下的中国公司治理评析》，载《法学研究》2013年第5期，第29页。

〔43〕 基于本文的重点不在于讨论董事如何履行对公司的信义义务，且我国学界对于董事信义义务的讨论非常多，故在此并不展开具体的论证。

权、代理或以其他方式达成的协议或谅解，得以控制第 11 章或第 12 章项下责任人的，应与该被控制人一起在被控制人同样的限度内向该被控制人负有责任的任何人承担连带责任，除非控制人不知悉或没有合理的理由相信存在指控被控制人承担责任据以成立的事实”^{〔44〕}；《1934 年证券交易法》第 20 章“控制人和教唆违法者的责任”一章中明确“（a）直接、间接控制本法或者本法任何规则、条例项下责任人的每一个人，除非其善意行事并且未直接、间接诱致构成违法或者构成诉因的行为，否则也应当与该受控制的责任人一起向受控制责任人的责任对方〔包括依据第 21（d）条第（1）项或者第（3）项提起的诉讼中对证券交易委员会〕承担相同程度的连带责任”。因此，就美国证券成文法项下实际控制人法律责任的归责构成要件而言，其必须满足“（1）被控制人负有违反证券法的直接责任；（2）被控制人是由控制人控制的；（3）作为被告的控制人的抗辩没有达到法条规定的要求”^{〔45〕}这三个基本条件。

但在此间，“除非控制人不知悉或没有合理的理由相信存在指控被控制人承担责任据以成立的事实”和“除非其善意行事并且未直接、间接诱致构成违法或者构成诉因的行为”这两个抗辩因素最易被误解为一种“过错推定”条款。而事实是，法条上“相同责任”的限制性要求使得实际控制人法律责任的一个关键性因素取决于“被控制人违法”的前置认定。这是因为在制定《1933 年证券法》时，美国国会对传统的普通法和衡平法项下的各项赔偿责任构成要素进行了调整，总体上对证券违法责任建立了一种过错责任而非严格责任制度。无论是在《1933 年证券法》第 11 条（“因虚假注册登记表引起的民事责任”^{〔46〕}）、第 12 条（“与招股说明书及通讯有关的民事责任”^{〔47〕}），还是《1934 年证券交易法》第 10 条（“对利用操纵和欺诈手段的监管”^{〔48〕}），只有那些在证券登记中或者证券登记前的法律文件中“做出”（make）错误陈述（misstatement）、出现遗漏（omission）而给买卖该证券的投资者造成经济上的损失的人（《1933 年证券法》第 11 条）和在证券交易中使用操纵（manipulative）或者欺骗（deceptive）手段（scheme）违反法律或者 SEC 规章（《1934 年证券交易法》第 10 条）的行为人才是需要承担证券法下法律责任的义务人。而且除招股说明书所列的客观事实错误外，由原告充分证明行为人存在违法的“故意”（scienter）因素仍是证券法上认定存在欺诈事实的关键因素。^{〔49〕}在得以证明主观故意的前提下，原告还需进一步证明损害事实与过错之间的因果关系，这就使得美国证券法项下的违法责任仍是建立在过错责任而非无

〔44〕 Section 15（a） of Securities Act of 1933.

〔45〕 陈舜：《美国证券法中的控制人责任》，载《证券市场导报》2005 年第 10 期，第 4-5 页。

〔46〕 《1933 年证券法》第 11 条对于责任人的范围进行了规定，包括发行人、承销商、董事等在注册文件上签署的每一个人，但第 11 条的责任人范围不包含实际控制人。

〔47〕 《1933 年证券法》第 12 条规定的责任包括“（1）若违反第 5 条的规定（作者说明：即公开发行证券时未经注册）发售或出售证券；或（2）包含有重大事实的不实陈述、遗漏了重大事实或遗漏了为使陈述在陈述时的具体情况下不致产生误导而必须说明的任何重大事实”。

〔48〕 《1934 年证券交易法》第 10 条规定“任何人直接、间接利用任何州际商业手段、工具，利用邮递或者利用全国性证券交易所任何设施从事以下行为，均属违法：……（b）对于买卖于全国性证券交易所注册的任何证券、未进行此等注册的任何证券或者任何以证券为基础的互换协议，违反证券交易委员会为维护公共利益或者保护投资者制定的必要或者适当规则和条例，使用或者利用任何操纵、欺诈手段或者计谋”。

〔49〕 参见〔美〕路易斯·罗思、乔尔·赛里格曼：《美国证券监管法基础》，张路等译，法律出版社 2008 年版，第 877 页。

过错责任的基础之上。^[50]而在责任的性质方面,实际控制人在证券法项下的法律责任也不会构成一种类似于“一方主体对于另一方主体的教唆、协谋”的共犯责任(aider and abettor)。虽然在早先的司法实践中,法院会引入传统侵权法中“假如他知道其他行为人构成义务的违反并给予帮助或鼓动的话,……该人应承担责任”^[51]的共犯责任来追究包括实际控制人在内的其他人的共同连带责任,但在丹佛中央银行案后,美国最高法院认为《1933年证券法》第11条、第12条以及《1934年证券交易法》第10条(b)款[包括SEC的10(b)-5规则]都从来没有明示(expressly)规定所谓的协谋和教唆的共犯责任,因此只要存在误导和欺诈的事实,行为人都需要承担在证券法上的主要责任(primary liability)。^[52]2011年6月,美国最高法院在Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders案^[53]中重申了“只有制作虚假陈述的人才需要承担10b-5(b)规则项下主要责任”的司法观点。因此,一个显而易见的结论是:就实际控制人在证券法项下所承担的法律义务而言,《1933年证券法》第11条、第12条以及《1934年证券交易法》第10条(b)款均没有将公司作为实际控制人承担责任的组织屏障,不论是内部控制人还是外部控制人,都要对被其控制者(不论是个人或是公司)的证券违法行为承担起主要责任。^[54]这种主要责任而非共同责任的逻辑并非因为其具有的公司股东身份或者是基于股东身份而对股东权利的滥用,而是将实际控制人认定为雇用了“影子董事”进行不法行为的人、商号、公司或者其他主体,因此控制“名义董事”的这些主体就如同实际董事般地需要承担起证券法项下的全部责任,^[55]从而在尊重公司独立性的前提下将一项对于公司的法定责任要求引申到对于公司以外的实际控制人的行为约束。

• 153 •

由此,如果将目光转回到国内,对照本文第一部分表3中“有关新旧《证券法》实际控制人法律责任”的论述,我们可以发现在新《证券法》之前,我国对于公开发行、信息披露的发行人、上市公司采取的是严格责任的归责原则,而对于发行人、上市公司的控股股东、实际控制人采用的是过错责任原则,只有其被证明有过错,才需承担连带赔偿责任。^[56]在过错责任原则下,侵权责任法和民事诉讼法对原告施加了更高的证明义务要求,由此导致在实践中出现实际控制人法律责任的制度虚化状态。^[57]也正是因为司法实践中一直存在赔偿责任主体单一化的困境,证券监管部门才一直希望将完善证券侵权民事赔偿制度作为投资者保护工作的主要突破口,^[58]这使得在由中国证监会主导的本次《证券法》修法过程中,为了实现“追首恶”的目标而在实际控制人的法律责任方面引入了过错推定原则,并由此呈现出实际控制人与上市公司“连坐”的共同责任方式。

不可否认,共同责任方式在现有司法实践中会是一个在短期内具有一定司法威慑力的法律工

[50] 张巍:《资本的规则》(II),中国法制出版社2019年版,第18-24页。

[51] Section 876 (b) of the Restatement (Second) of Torts.

[52] See Central Bank of Denver, N. A v. First Interstate Bank of Denver, N. A and Jack K. Naber, 571 U. S. 164 (1994).

[53] Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders, 564 U. S. 135 (2011).

[54] 参见前引[45],陈舜文。

[55] See S. Rep. No. 47, 73d Cong., 1st Sess. 5-6 (1933); H. R. Rep. No. 152, 73d Cong., 1st Sess. 27 (1933).

[56] 参见周正庆、李飞、桂敏杰主编:《新证券法条文解析》,人民法院出版社2006年版,第172-174页。

[57] 参见杨城:《论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新》,载《证券市场导报》2017年第7期。

[58] 参见肖钢:《证券法的法理与逻辑》,载《证券法苑》第10卷,法律出版社2014年版,第3-5页。

具，但如果对照公司法项下实际控制人对于公司承担法律责任的基础，我们不难发现过错推定原则实际上存在着明显的逻辑漏洞：第一，在过错推定责任下，证券法直接把发行人（上市公司）的违法行为推定是为实际控制人进行控制的结果，这其实是在法律上提前假定了实际控制人对发行人（上市公司）的控制关系，因此是一种基于“人格混同”而非“人格独立”的“有罪推定”，这就与公司法上公司法人人格独立的要求发生冲突。第二，实际控制人法律责任的过错推定原则是一种在“侵权责任法”项下的连带责任的追责路径。如果依据《民法典》第178条“二人以上依法承担连带责任的，权利人有权请求部分或者全部连带责任人承担责任。连带责任人的责任份额根据各自责任大小确定；难以确定责任大小的，平均承担责任。实际承担责任超过自己责任份额的连带责任人，有权向其他连带责任人追偿”的规定，虽然过错推定的方式可能在对外的关系中解决了投资者“胜诉后无法获赔”的实践痛点，但带来的新问题却是在实际控制人与被控制人（发行人、上市公司）的内部之间会再次产生责任的认定与分配问题。所以它虽然解决了对外赔偿的责任主体选择问题，但并没有像美国法那样直接明了地将证券违法主体限定在法定的信息披露法定义务主体范围之内，这使得发行人（上市公司）在实际控制人控制下的违法责任是基于两个不同主体之间“不同违法行为造成同一后果”（即“多因一果”）的主犯从犯的共犯逻辑，而非“视为同一违法行为造成同一后果”（即“一因一果”）的主犯逻辑，这也从另一个侧面反映了立法者和监管层关于实际控制人对发行人进行了“实体控制”的预设立场。最后，虽然新老《证券法》对于董事责任也是遵从了“过错推定”的原则，但在“追首恶”的监管重心和舆论倾向向下，未来可以预见的司法和监管的优先选择将会是把责任板子的重心打在具有更多偿付能力的发行人、上市公司或者控制股东的身上，而那些代表着上市公司从事着非法行为或者放任实际控制人插手干预公司事务的“花瓶董事”却可能在责任承担方面“毫发无损”，这又反过来使得“收益（声誉）—成本”的市场机制失效，无法在制度层面真正激励董事作为“公司的代理人”而非“股东的代理人”进行勤勉履职。

• 154 •

四、结 论

在实际控制人的法律责任方面，我们固然能够理解我国现有公司主体的控制现状使得监管层更愿意优先采用公法上的权力干涉以实现私法上的权利保护效果，^[59]但我们还是主张应该认识并尊重公司法与证券法之间的监管边界：一方面，在证券监管的理念上，我们要对证券监管的对象、领域、手段有清醒的认识，不能动辄使用公司法或者其他限制私权的方式进行证券法项下的监管；另一方面，在公司监管的方式上，应该逐渐认识公司的本质，清楚地区分股东、董事、公司三者之间的关系，鼓励通过私法的救济手段而非公法的监管手段解决股东、董事、公司之间的纠纷，应让公司法成为公司治理结构（包括表决权纠纷）的准据法基础，证券监管在公司治理结构方面既不错位也不越位，由此在公司治理结构方面形成良好的公私二元互动结构。

[59] 比如本文所反映的首次公开发行项下对于实际控制人的要求，以及在上市公司收购过程中对于“蒙面收购”的持股人的表决权限制（比如原《证券法》第213条，新《证券法》第63条第4款）。

因此,对于实际控制人追责的改进,本文的核心观点反倒不在于如何把实际控制人套入侵权法的归责要件体系。证券法上对于实际控制人法律责任的追责关键点还是在于上市公司法人治理结构的真正落实,其核心要义仍在于公司治理结构中那个能够掌控公司运营义务的人(即董事)所应具备的行动准则和法律责任。也就是说,如果上市公司的董事责任无法真正落实,那么实际控制人操纵公司经营的弊端就难以根除,所有绕开“董事责任”而寻求的他方主体责任只是“治标不治本”的短期应对之道。如同对于公司法上董事责任的分析,证券法上同样需要在尊重公司法人人格基础上强调董事对于公司包括忠实、注意义务在内的勤勉义务,董事只有明白履职有风险,开始珍惜作为公司董事的个人声誉和个人责任,才有可能认真对待公司运营、股东和投资者,防范实际控制人操纵公司的前道防御屏障才有可能建立。在以“董事追责”为主体的证券违法行为追责体系中,在面对监管部门的行政处罚或者投资者发起的民事诉讼过程中,相关董事如果能够如实说明实际控制人的“控制事实”,那么其虽不可逃脱相应的行政处罚和民事责任,但在涉及可能的证券违法刑事处罚时,可以以此陈述作为刑事免责的依据。同时,在以前述方式固定实际控制人对于发行人或者上市公司违法行为具有控制事实的证据背景下,建议通过司法解释的路径相应变通《证券法》第85条有关“连带责任”的追责顺序,将实际控制人作为在诉讼意义上的“主犯”,鼓励投资者首先追究实际控制人的责任,从而弥补现有“追首恶”政策在公司治理结构上可能产生的法人人格混同的逻辑缺陷。

Abstract: Since 1980s, the target of SOE's reform is to establish an advanced system of modern company. On one hand, both of the law-maker and the scholars realize the importance of the legal independence on the incorporated company and emphasis on the separation between the controlling shareholders and the company, so it raised so many discussions on the fiduciary duty of the controlling shareholders in the level of corporation law. On the other hand, due to the target of protection of minority shareholder's investment interest, there are some misunderstandings on the border of the controlling person's fiduciary duty. The securities regulator stress too excessively on the liability of the controlling person to the company. It makes the boundary between the shareholders and the company vague in the practice of securities regulation. One of our suggestions is to split the governance rules of SOEs from the company law and enforce the director's liability in the common company in the legal practice. And we also suggest to convert the characteristic of the controlling person's liability from the tort liability into the statutory liability in the future reform of securities law.

Key Words: controlling person, legal personality, fiduciary duty, legal liability

股东对公司所控股公司的知情权

董新义*

内容提要：控股集团公司架构下，股东在特定情形下对公司所控股公司的知情权应予以保障。控股公司的股东作为所控股公司的核心利益相关者，对其知情权的保障具有正当性，这可从法人人格否认理论的扩大解释和股东查阅权穿越法理来阐释。与此同时应防止控股公司股东滥用查阅权，域外法律和实践均确立了控股公司的股东对所控股公司的知情权及其行使条件。我国在构建控股公司的股东对所控股公司的查阅权制度时，应明确查阅权的引入路径，限定控股公司的股东对所控股公司行使查阅权的法定事由，明确查阅的正当目的性、查阅对象信息的范围、查阅的时间和场所以及完善查阅权受阻的救济程序等，以合理平衡查阅权的保障和滥用规制之关系。

关键词：控股公司 查阅权 法人人格否认 股东穿越理论 正当目的

控股公司作为公司的一类组织形态，是现代公司股权多元化、股东法人化的必然结果。从其概念来看，它是指通过持有其他公司（所控股公司）^{〔1〕}一定比例以上的股份而掌握实际控制权的公司。由于存在着股权关系以及经营上的控制关系，控股公司作为控股股东对所控股公司享有控制权，具有诸如表决权以及董事、监事、高级管理人员等人员的任免权等多项经营管理权利。然而，现行《公司法》并未直接规定股东对公司所控股公司享有知情权。在控股团体体制已经成为新常态的当下，理论上亟需厘清控股公司的股东对所控股公司是否享有知情权。实践中，已有多起股东诉请对公司所控股公司行使知情权的案例，但相关法院的判决并不相同，有上下级法院作

* 董新义，中央财经大学法学院副教授。

〔1〕 在理论和实践中，存在“控股公司”与“所控股公司”、“母公司”与“子公司”等术语，它们只是在称呼的习惯上存在差异，“控股公司”与“所控股公司”相配套，而“母公司”则与“子公司”相配套，在本文中都是在同一种意义上使用的，敬请读者注意。

出相反判决的,〔2〕有上下级法院均予驳回的,〔3〕法律的缺位和裁判的不统一势必会对公司良性经营和司法权威树立带来消极影响。本文以法人人格否认理论的扩大解释为视角,以知情权的核心权利——查阅权——为具体研究对象,论证控股公司的股东在某些情形下对所控股公司享有知情权具有正当性,并在吸收域外实践经验的基础上,对我国中小股东对公司所控股公司的查阅权制度构建提出了方案,以求教于方家。

一、问题的缘起:控股团体体制下控股公司的股东权益易遭侵害

股东知情权的诞生旨在平衡利益相关者之权益。资本具有逐利性,公司股东、经营层等作为公司的利益相关者,均会谋求自身利益的最大化。首先,在特定情况下股东与经营层之间存在利益冲突,根据信义法理,中小股东与控股股东、股东与经营层之间是信义关系,其利益冲突产生的主要原因在于信息不对称,保障股东知情权是减少信息不对称的有力手段。而在控股团体体制下,控股公司的股东作为所控股公司的利益相关者,对其知情权的保障可以更好地强化所控股公司的独立人格,保障所控股公司及控股公司股东的利益。其次,在控股公司的股东内部,股东的投资额、持股比例各不相同,其对公司的实际控制能力存在差异,因此各股东在公司管理层选任和经营决策等重大事项中具有不同的影响力。一些大股东或控制股东为实现自身利益最大化,经常回避披露不利信息、擅自改变公司资金用途、肆意重组并购,此类违反信义义务的行为致使不知情的股东行使各项权利出现困难,最终,公司被大股东操控,中小股东的受益权受到损害,甚至完全被剥夺。由此可见,保障股东知情权得以实现确有必要。〔4〕

利益冲突的情况在纯粹控股公司〔5〕体制下更为严重。由于纯粹控股公司的经营活动主要是对所控股公司进行管理和控制,控股公司董事会代表控股公司行使对所控股公司的股东权,对所控股公司进行完全控制。传统的股东查阅权止步于控股公司而触及不到所控股公司,因此,在此种情况下,控股公司与所控股公司管理层串通合谋、背信弃义或怠于履行职责等一系列行为可能会肆无忌惮,从而损害控股公司及其股东的合法权益。〔6〕虽然控股公司与所控股公司是“命运共同体”,利益休戚与共,但股东对公司所控股公司却并不直接具有经营管理的权利,在此复杂

• 157 •

〔2〕例如,在2017年郭金林与金浦投资控股集团有限公司股东知情权纠纷案〔江苏省高级人民法院(2017)苏执监648号执行裁定书〕中,针对金浦投资控股集团有限公司股东郭永林对集团子公司的查阅请求,一审中南京市鼓楼区人民法院予以了支持,而二审中南京市中级人民法院又予以驳回,执行监督中江苏省高级人民法院又予以了支持。再如CROWN CANOPY HOLDINGS SRL与上海和丰中林林业股份有限公司股东知情权纠纷上诉案〔上海市高级人民法院(2014)沪高民二(商)申字第S158号〕中,一审法院认为公司章程中母公司股东知情权的对象仅及于公司及分公司,子公司不能作为股东知情权义务主体,而二审法院则认为应支持母公司股东查阅子公司的会计报表以及公司及分公司、子公司的会计账簿。

〔3〕例如,在鞠某某(系占有被告29%股权的股东)诉华诺翰博公司要求查阅其控股子公司苏州凯锋电子有限公司的财务状况一案中,一审、二审法院均驳回了其查阅子公司生产经营情况等的诉讼请求。案件详细情况参见爱企查官网,载<https://aiqicha.baidu.com/wenshu?wenshuid=7afcd408a9c5f62aabb76df2a7606d0aa89f76e>,最后访问时间:2021年3月10日。

〔4〕参见庞梅:《股东知情权:从利益平衡到法律适用》,载《法律适用》2007年第8期。

〔5〕按照控股方式的不同,控股公司可分为纯粹控股公司和混合控股公司。纯粹控股公司以控股为目的而不从事或基本不从事生产经营业务,只是凭借持有其他公司的股份,进行资本营运;混合控股公司除通过控股进行资本营运外,也从事一些生产经营业务。

〔6〕参见袁达松、王喜平:《股东查阅权穿越:母公司股东权益保护的利器——相关美国法理论实践及我国制度的构建》,载《东方法学》2010年第4期。

的股权结构下，难免出现利益摩擦，特别是在纯粹控股公司体制下，“股东权缩小”的问题十分突出。

从理论上来看，一方面，这种受限的股东知情权使得所控股公司层面的真实运营信息披露义务和管理层信义义务的遵守情况，很难被核心利害关系人得知，从而限制了控股公司的股东获取所控股公司信息的能力。控股公司与所控股公司之间的这种根本意义上的经济关系，如果强制性地被形式意义上的主体阻隔而分割开来，极有可能造成实质意义上的不公平，〔7〕从而让控股公司的股东丧失相应的知情权请求权基础。另一方面，除一般意义上的股东对公司所控股公司的知情权受限外，控股公司的中小股东知情权更是难以得到保障。大股东和控股股东尚有其他渠道和途径了解所控股公司的经营财务情况，但是在目前制度框架下，中小股东却无从得知所控股公司的经营状况与真实股权情况，从而难以维护自身的合法权益。

正因如此，我国个别控股公司相关法律规范已开始规制控股公司侵害所控股公司利益的问题。例如2020年9月由中国人民银行颁布的《金融控股公司监督管理试行办法》明令禁止金融控股公司干预所控机构经营以及损害其他股东的合法权益。〔8〕本文的基本观点是，解决前述问题的有效方法就是赋予股东对公司所控股公司的知情权。因为控股公司存在通过企业结构的调整来分割所控股公司，或者通过设立另外的所控股公司对业务部分进行概括式的转移，或者通过另行设立所控股公司从事不当行为等侵害控股公司股东权利的行为。在此情况下，控股公司股东为掌握所控股公司的经营状况，查阅所控股公司会计账簿成为必要途径，此时，允许股东对公司所控股公司的会计账簿进行查阅，可以成为监督和制约控股公司大股东或其董事滥用经营权的重要手段。

二、股东对公司所控股公司的查阅权及其滥用应受规制的理论证成

传统的公司法理论并不支持控股公司的股东对所控股公司的查阅权，主要是因为其突破了公司的独立人格，无论控股公司与所控股公司之间的联系是紧密还是松散，控股公司的股东对所控股公司行使查阅权的行为似乎都使得所控股公司成为控股公司的工具。〔9〕然而，理论和实践均表明，赋予控股公司的股东对所控股公司的查阅权，对于控股公司股东的权益保护具有重要意义。从学理上讲，法人人格否认理论的扩大适用及股东穿越法理等均能证明其正当性。

（一）股东对公司所控股公司享有查阅权的正当性

1. 法人人格否认理论的扩大适用

所控股公司法人人格独立，而对滥用股东有限责任和公司独立人格的行为加以规制，通常需

〔7〕 参见黄积红、王喆：《论母子公司架构下母公司股东查阅权扩张》，载《新疆大学学报（哲学·人文社会科学版）》2015年第5期。

〔8〕 该办法有两个条文明确提到了对这种行为的规制。第20条第2款规定：“金融控股公司不得滥用实质控制权，干预所控股机构的正常独立自主经营，损害所控股机构以及相关利益人的合法权益。金融控股公司滥用实质控制权或采取不正当干预行为导致所控股机构发生损失的，应当对该损失承担责任。”第36条第1款第1项规定：“金融控股公司及其所控股机构不得进行以下关联交易：（一）利用其实质控制权损害其他股东和客户的合法权益。”

〔9〕 参见王建文：《论我国股东知情权穿越的制度构造》，载《法律科学》2019年第4期。

要控股公司股东以法人人格否认理论为基础来主张权利。当母子公司被法律认定为关联公司时,由于母公司存在人格混同,因此其股东可以径行对子公司行使权利,这种直接参与权的法律依据也同于人格否认。^[10] 控股公司通过控制所控股公司以进行资本运营,所控股公司的经营决策和盈利分配都受控股公司的影响,即所控股公司的盈利状况与控股公司存在重大利害关系,直接对控股公司的资本运作造成影响。

鉴于此,控股公司的股东应该享有对所控股公司的知情权。如果不允许控股公司的股东了解所控股公司的财务账簿等信息,就相当于控股公司对自己的一部分资本投入放任自流,这对控股公司来讲会因“短板效应”而承担整个集团公司业绩下滑的风险,尤其在纯粹控股公司的情况下,控股公司不从事实际生产经营活动,存在沦为投资工具或所控股公司的“壳公司”的可能性,同时,控股公司的股东在控股公司中的绝大部分甚至全部投资的利益,实质上已经转移至所控股公司。当控股公司完全成为控股股东隔离其他小股东的“面纱”,所控股公司因其实际从事经营活动而成为承接控股公司所有业务的主体,控股公司的控股股东(大股东)滥用控制地位,就有可能通过所控股公司这一独立法人人格“面纱”损害其他股东利益。如果不加分别一律坚持法人人格独立的法理,忽视控股公司的股东特别是中小股东的权利,则会导致控股公司的股东对所控股公司经营状况等信息知情权的完全落空。正因为存在这种潜在风险,应采用法人人格否认理论,赋予控股公司的股东查阅所控股公司财务会计账簿、会议记录等的权利,以保障中小股东及时发现公司法人人格滥用行为,从而为中小股东维护自己的利益提供帮助。从更为积极的方面来理解,知情权并非单纯指股东获取公司日常经营信息的权利,还包括对其他股东、董事、高管的行为进行监督检查(right of inspection)的权利。^[11]

2. 股东穿越法理:一种特殊的法人人格否认理论

股东穿越理论(pass through theory)由美国艾森伯格(Melvin Aron Eisenberg)教授首先提出,最初源自股东表决权穿越。所控股公司股东表决权区分为两种形式,其一由控股公司行使,具体由控股公司的股东会操作;其二是由控股公司的股东行使表决权,即直接穿越控股公司转移到控股公司的股东。^[12] 查阅权的穿越则是由股东表决权的穿越发展而来的。该理论主要应用于公司集团中,类似于法人人格否认理论。当控制公司处于绝对支配或基本绝对支配地位,控制公司的股东需要穿越控制公司和受控公司的界限,直接就受控公司的重大事务行使股东权。^[13]

依据艾森伯格教授的观点,如果成立子公司,实质是为了剥夺进行投资的母公司股东的权利。此时既然子公司的法人人格存在被滥用的嫌疑,便可以允许母公司的股东穿过母公司直接向子公司行使权利。同理,查阅权亦应具备此种穿越能力。一个新的法人人格的设立,不应该以减损原有股东的基本权利为代价,不能使得母公司的股东对自己资产的去向和用途等信息掌握不充分、不及时。在母子公司之间,尽管不具有直接的法律联系,但不可否认的是存在密切的利益联

[10] See Nail Hawke, *Corporate Liability*, Sweet & Maxwell, 2000, p. 611.

[11] 参见施天涛:《公司法论》,法律出版社2018年版,第264页。

[12] See Melvin Aron Eisenberg, Megasubsidiaries: The Effect of Corporate on Corporate Control, 84 *Harv. L. Rev.*, 1577, 1588-1589 (1971).

[13] 参见赵志钢:《公司集团基本法律问题研究》,北京大学出版社2006年版,第75页。

系。为了防止法人人格被滥用，也为了最大化地保护母公司股东利益，穿越理论在实践中的应用具有重要作用。^{〔14〕}因此，在探讨控股公司的股东对所控股公司的知情权的问题时，完全可借鉴股东穿越理论。在实践中，如果缺少股东穿透控股公司的形式，那么控股公司的股东为确保管理层履行信义义务（忠实义务和注意义务）而存在的诸多实质性权利，将会因在所有人和管理层之间嵌入一层控股公司实体而丧失，控股公司的股东维护自身权利也只能成为口号，无法得到切实保障。

（二）股东对公司所控股公司查阅权滥用应受规制的理论基础

如上所述，虽然保障控股公司的股东对所控股公司的查阅权具有正当性和必要性，但与此同等重要的是，该权利的滥用行为必须受到规制。其理由在于，一般而言，虽然股东可自由行使所拥有的股权，^{〔15〕}权利之行使属于行为自由领域，法律不应无端干涉。但是，“凡是权利皆应受限制，无不受限制的权利”^{〔16〕}，任何权利都应被正当行使，且都存在被滥用的可能性。股东行使股东权必然要在一定界限内，若行使权利符合正义、公平，且不损害他人利益和社会公共利益，则将会受到法律保护。反之，超越该界限即为滥用权利，则会受到法律的惩罚，承担相应法律责任。^{〔17〕}控股公司的股东查阅权行使会给所控股公司带来负担。为此，我们可以从民法的诚实信用原则、禁止权利滥用原则出发，也可以德国法上的忠实义务、比例原则以及禁止权利滥用原则为切入点，对股东知情权行使的一般性限制^{〔18〕}予以解释。因此，盲目地坚持保护控股公司的股东权益而无限放大其查阅权也是极其危险的，必须对其加以限制。

三、股东对公司所控股公司查阅权的保障及滥用规制的域外实践

股东对公司所控股公司的查阅权具有理论的正当性和必要性，域外法实践也证明其具有可行性。美、日、韩等国的立法和司法实践既明确了控股公司的股东在一定条件下对所控股公司享有查阅权，又对其行使条件和滥用的规制做出了比较详尽的规定。

（一）美国

1. 股东对公司所控股公司查阅权的保障

在美国，股东知情权主要包括信息披露和股东查阅权两方面，其中，股东寻求知情权救济的主要方式为行使查阅权，美国的相关法律对此做出了比较详尽的规定。美国《示范商业公司法》（Model Business Corporation Act）中规定，股东知情权并不限于对会计账簿的查阅权，而是对包括会计账簿在内的账簿和记录（books and records）等进行查阅的权利，类似于我国公司法上对公司股东名册的查阅权。在其普通法和成文法中，尽管也对于股东对公司的账簿和记录的查阅权进行了认定，但是就股东对公司所控股公司是否也享有该权利的问题则存在不同的观点，部分

〔14〕 参见前引〔6〕，袁达松、王喜平文。

〔15〕 罗马法时代曾经有过“权利的行使对于任何人都不意味着非正义”的格言。（参见〔法〕雅克·盖斯旦丁、吉勒·古博：《法国民法总论》，陈鹏、张丽娟等译，法律出版社2004年版，第702页。）

〔16〕 王泽鉴：《民法总则》，北京大学出版社2009年版，第520-521页。

〔17〕 参见甘培忠：《公司控制权的正当行使》，法律出版社2006年版，第69页。

〔18〕 BGHZ 135, 48 (50); 152, 339 (344).

州的公司法是予以认可的。

从美国普通法来看,公司股东享有的股东查阅权适用范围很大,可查询的资料包括公司的账簿、记录、章程细则、合同、股份登记簿、公司日记簿、会计账簿,以及其他对于维护股东在公司中的投资利益与履行股东职责具有促进作用的各类信息。^[19]即便如此,普通法上并不将查阅权作为绝对权利(absolute right),而是认为它是一种必须满足“为了正当的目的、在合理的时间和场所”条件下的合格的权利(qualified right)。当股东请求符合以上限制时,查阅权将得到支持,反之则由公司承担查阅具有不正当性的举证责任。^[20]在成文法上,特拉华州作为美国公司法领域司法裁判的先行者,其有关股东查阅权的条款经过1967年修正,在制度设计上较为完备。根据修正后的《特拉华州普通公司法》第220节的内容,查阅权行使需满足三个要件:第一,提出主体为公司登记股东;^[21]第二,查阅以宣誓为前置程序且应提供公司在本州的主要营业地等信息;第三,正当目的是必要条件。^[22]与股东作为股东的利益存在合理相关性的目的称为正当目的[Delaware General Corporation Law, Del. Code Ann. tit. 8, section 220 (1993)]。

此外,一些州也对母公司的股东对子公司的查阅权进行了认可。比如,加利福尼亚州1977年公司法,也规定母公司的股东享有对子公司账簿的查阅权[Cal. Corp. Code § 1601 (a)]。《特拉华州普通公司法》同样允许母公司的股东查阅和复制子公司的股份记录、股东名册、其他账簿和记录以外的子公司的账簿和记录(Delaware General Corporation Law, Del. Code. tit. 8, § 220)。然而,美国《示范商业公司法》中仅对于股东的查阅权作出了规定。需要指出的是,成文法规定的股东的查阅权并非代替普通法上的查阅权,成文法是普通法的扩展,两者是并存性规定,且成文法是普通法的补充性规定。当某一制度无成文法规定时,即对依据普通法裁判持开放态度。^[23]

2. 股东对公司所控股公司查阅权的滥用规制

在美国学术界,对于母公司的股东对子公司是否享有查阅权存在赞成和反对的观点。其中赞成说认为,子公司存在不当交易等行为时,母公司的股东有必要提起代表诉讼。^[24]为了确保该诉讼制度的实效性,母公司的股东对子公司的账簿查阅权也必须被认可。^[25]在司法裁判中,同意股东对公司所控股公司享有查阅权大致有三种观点:首先,若母公司的股东对子公司账簿查阅权并未被成文法所规定,那么查阅行为将无法获得认可;^[26]其次,子公司只有在其相当于母公

[19] 参见闫博慧:《论侵犯股东知情权的法律责任制度》,载《河北法学》2010年第10期。

[20] See Fred S. McChesney, “Proper Purpose”, Fiduciary Duties, and Shareholder—Raider Access to Corporate Information, 68 U. Cin. L. Rev., 1202-1205 (2002).

[21] 在下述案件中该条件也被确认: Shaw v. Agri—Mark, Inc., 663 A. 2d 464, 468 (Del. 1995); Rainbow Navigation, Inc. v. Pan Ocean Navigation, Inc., 535 A. 2d 1357, 1360 (Del. 1987).

[22] 在下列案件中均确认了查询应具有正当目的: State ex rel. Waldman v. Miller—Wohl Co., 28 A. 2d 148, 153 (Del. Super. Ct. 1942); State ex rel. Miller v. Loft, Inc., 156 A. 170, 172 (Del. Super. Ct. 1931). 这些判例的核心内容包括:如果原告不能表明查阅目的,被告针对股东名册的查阅就可以原告具有不正当目的进行抗辩。

[23] See Steven L. Emanuel, *Corporations*, Aspen Publishers Inc., 2005, p. 97.

[24] See Phillip I. Blumberg, *The Law of Corporate Groups—Procedural Problems in the Law of Parent and Subsidiary Corporations*, Little, Brown, 1983, p. 373.

[25] 参见前引[24], Phillip I. Blumberg书,第373-374页。

[26] See Monte Panitz v. F. Perkman & Company, Inc. 173 S. W. 3d 421 (2004).

公司的代理人、机构和附属物时，^[27] 或者子公司是以欺诈的目的设立的情况下，^[28] 才能允许母公司的股东对子公司享有查阅权；最后，并不认定查阅权自身，而是以法人人格否认为依据，只有在子公司的法人人格的否认达到正当化程度、母公司对子公司予以充分控制的情况下，母公司的股东才对子公司享有查阅权^[29]。例如，2003 年，特拉华州最高法院在 Weinstein Enterprises, Inc. v. Orloff 案^[30]中，认为作为母公司的 Weinstein 公司可以利用其对子公司（Mays 公司）的“实际控制力”来要求子公司提交账簿记录等。对于实际控制力的判断，法院需要考量母子公司之间复杂的事实关系，如持股数量、董事情况等来具体作出决定。另外，美国法院在承认控股公司股东对所控股公司查阅权的案例中，进一步对查阅权的主体、主观状态和客观查阅范围一并以规范。

普通法列举了股东“正当目的”和“不正当目的”的情形，强调行使查询权的实体限制。“正当目的”的情形有：确认公司是否管理不当而提起诉讼；确认财务状况，以判断公司的分红是否合理，或确定在即将到来的选举中如何投票；判断股票的出价值或其他目的；因招募代理权、集体诉讼、行使表决权、向其他股东提出比公司管理层更高的价格而需要获得股东名册。“不正当目的”的情形如下：公开信息损害公司利益；压制股价；为牟取不正当利益，出售股东名册；竞业使用。这些“不正当目的”情形可被用于公司对股东的抗辩，但行使此抗辩时应由公司举证。需要指出的是，在美国，股东对公司相关事务进行检查或调查的权利并未被公司法所认可，同样，股东的检查人选任权也未被承认。

在制定法中，美国绝大多数州在吸收普通法上述法理后作出规定，而且将股东查阅权固定于成文法律中也逐渐成为一种立法趋势。一些州对母公司的股东对所控股公司的查阅权予以了认可，且在具体行使规则中设定了程序性限制。例如，《特拉华州普通公司法》第 220（b）条规定，在母公司对子公司的相关记录享有实际的占有和控制权，或者公司可通过行使对该子公司的控制权取得相关记录的情况下，所有股东本人或者授权其律师或其他代理人，通过书面通知并宣誓其目的后，为了所陈述的合理目的，可以在正常营业时间内对公司及其子公司的账簿和记录进行查阅。但是，自书面提出查验要求之日开始，股东对子公司账簿和记录的查验不得违反公司或子公司与其他非关联公司之间所达成的协定；而且，在法律上该子公司无权拒绝母公司的股东提出的对该等账簿和记录进行查验的要求。^[31] 此外，第 220（c）条中针对不同查阅对象的规定存在差异：查阅对象为股东名单或者股东登记簿的，举证责任在公司一方，由其证明股东存在目的不适当的情形；而查阅对象为公司其他账簿和记录的，则应当由股东承担证明责任，证明其查阅目的的适当与否。^[32] 《示范商业公司法》在第 16.02（C）节对“正当目的”的规定可做以下解

[27] See State ex rel. United Brick & Tile Company v. Wright, 339 Mo. 160 (1936); Pauley Petroleum, Inc. v. Continental Oil Company, 43 Del. Ch. 366 (1967).

[28] See Matthew A. Kitchen, The Right of A Parent's Shareholders to Inspect the Books and Records of Subsidiaries: None of their Business? 74 U. Cin. L. Rev., 1089, 1095 (2006).

[29] 参见前引 [24]，Phillip I. Blumberg 书，第 368 - 370 页。

[30] Weinstein Enterprises, Inc. v. Orloff, 870 A.2d 499 (Del. 2005).

[31] See Delaware General Corporation Law, Del. Code Ann. tit. 8, § 220 (b).

[32] See Delaware General Corporation Law, Del. Code Ann. tit. 8 § 220 (2003).

读: 股东应当在请求时阐明此次查阅和复制的善意目的以及查阅内容与目的达成间的直接联系。^[33] 根据《纽约州商业公司法》第 624 (b) 条, 所有股东为了个人的合理目的, 可以提前 5 天书面请求, 本人或其律师、其他代理人可以在公司营业时间内对股东会议记录、股东名册进行查阅, 并制作这些文件的摘要。例外情况是, 持有公司 5% 以上任意种类股票的股东或持有公司股票 6 个月以上的股东在行使对公司董事会会议记录、公司会计凭证和股东名单的查阅权时无须审查其目的是否正当。^[34] 同时法律在“正当目的”审查上对较大股东和较老股东作了些区别对待。

(二) 日本

1. 股东对公司所控股公司查阅权的保障

日本修订商法之前, 相关机构就股东对公司所控股公司是否应享有查阅权的事项在全社会范围内进行立法调研, 大多数学者认为应在一定范围内予以认可。^[35] 假设子公司的股份完全由母公司控制, 其在实质上已经成为母公司的一部分, 当二者在财产关系上浑然一体时, 母公司的股东可直接享有对子公司的会计账簿查阅的权利。^[36] 保护母公司股东的方法有两种: 其一是赋予母公司的股东直接请求查阅子公司的账簿的权利; 其二是增加董事会隔离程序, 由母公司股东向董事会提出请求, 在母公司内部查阅后, 将结果告知母公司股东。1998 年日本法务省发表了《母子公司法制等的问题》报告。该报告建议, 作为一种保护母公司股东的手段, 应当赋予母公司的股东参加子公司股东会、要求子公司信息公开、对子公司可以提起公司法上的诉讼等权利。最后对该方案进行表决时通过了赋予母公司股东前述权利的法案。^[37]

日本 1999 年通过修改商法确立了母公司的股东对子公司会计账簿的查阅权的相关规定: 母公司的股东持有发行股份总数 3% 以上的, 在法院许可的前提下, 可以对子公司的会计账簿进行查阅 (日本新《商法》第 293 条之 8)。^[38] 同时, 同等条件的股东在取得法院许可的前提下, 可以对子公司股东会议记录等进行查阅 (日本新《商法》第 244 条、第 260 条之 4、第 263 条第 4 款)。此外, 还规定了母公司的监事享有直接对子公司的业务和财产进行调查的权利 (日本新《商法》第 274 条之 3)。2005 年日本新颁布的《公司法》在第 433 条中继续沿用这一规定, 并把查阅范围进一步扩大到子公司的会计账簿。^[39]

2. 股东对公司所控股公司查阅权滥用的规制

1975 年, 日本从美国引进股东查阅权制度, 经历了 1995 年的调整, 最终在 2005 年的新《公司法》中呈现完整面貌, 体现出放宽限制规定的修法宗旨。关于查阅内容, 除股东名单、新股预约存根簿、会计账簿之外的其他公司记录的股东查阅权具有绝对性, 不再需要查阅正当性的相关

• 163 •

[33] 参见牛彬彬:《我国股东查阅权诉讼制度的完善——以“正当目的”为视角》,载《西南政法大学学报》2018 年第 6 期。

[34] 参见魏晓菲:《试论我国股东知情权的保护》,载《山东教育学院学报》2006 年第 6 期。

[35] 鸿常夫, 上柳克郎, 竹内克郎,『新版注释会社法 (9)』(有斐阁, 1988), 211 页参照。

[36] 近藤光男,“株主の会計帳簿閲覧・謄写権”,『商事法務』(1990), 1207 号, 12 页参照。

[37] 法务省民事局参事官室,“「親子会社法等に関する問題点」の公表および意見照会について”,『判例タイムズ』(判例タイムズ社, 1998), 第 974 号, 87-88 页参照。

[38] 参见王书江、殷建平译:《日本商法典》,中国法制出版社 2000 年版,第 93 页。

[39] 转引自前引〔7〕,黄积红、王喆文。

说明。而在必要情形下，母公司股东可以在说明该请求的理由并且获得法院许可的前提下，请求对子公司的会计账簿或者相关资料予以查阅或者誊写（日本《公司法》第433条第3款）。除了必须获得法院许可的条件之外，母公司股东行使查阅请求权的要件与查阅一般会计账簿的要求是一致的。设置取得法院许可的前置程序，并且中小股东被设定为查阅权的行使主体，是考虑到权利滥用的可能性。^{〔40〕}此外，根据日本《公司法》，当出现拒绝会计账簿查阅权事由的一般情形时，法院不得许可母公司股东的查阅权（日本《公司法》第433条第2款、第4款）。从这些规定可以看出，虽然日本认定母公司的股东对子公司的会计账簿具有查阅权，但对控股公司股东行使权利的范围严格把控，当不符合某些实体或程序性规定时，查阅权的行使就应当被排除。对于排除股东查阅的具体情形，日本法上只针对上述三种文件作出明确列举。对于公司在何种情况下能够以实质侵害公司利益为由拒绝查阅，理论界有不同看法。^{〔41〕}

（三）韩国

韩国商法尚未明确规定母公司的股东对子公司的查阅权，但是在学术界，多位学者一直主张在一定范围内应允许母公司的股东查阅子公司的会计账簿。^{〔42〕}其主要理由在于，由于母公司的经营和会计不得不与子公司相联系，而母公司的监事可以直接要求子公司提供营业方面的报告，也可以调查子公司的业务和财务状况，那么认可母公司的股东对子公司的会计账簿查阅权也具有合理性。^{〔43〕}

在韩国，虽然母公司的股东对子公司的会计账簿享有查阅权并未在商法中予以规定，但是法院判决认为，母公司股东查阅权的对象并不限于母公司自己所编制的资料以及公司保管的、为了掌握公司财务状况的基础性资料，在必要的时候，子公司编制的资料也可以成为被请求查阅的对象。^{〔44〕}但是该判决只是认可了控股公司的股东对保存于控股公司内部的公司账簿的查阅权，并未正面确认控股公司的股东对所控股公司直接享有查阅权。同时，还有韩国学者不认可所控股公司编制的资料成为被查阅的对象，他们认为，会计资料是会计账簿编制和补充的资料，因此作为母公司掌握子公司会计状况的基础性资料，子公司制作的资料无论截止到何时，到达何地，也只是子公司的资料，并不能视为母公司的会计资料。^{〔45〕}

而对于股东对公司所控股公司查阅权滥用的规制，虽然韩国也无法律规范和判例对其加以规定，但据笔者的研究，依据韩国民法和商法的一般原则，特别是通过详细列举或者解释商法中查阅权行使之“不当目的”条件等限制控股公司的股东对所控股公司的查阅权滥用行为，在韩国理论上并不存在障碍。同时考虑到韩国高频率修改商法的因素，未来韩国商法等法律规范和大法院判例大概率会迅速对控股公司的股东对所控股公司的查阅权及其滥用规制做出制度安排。

〔40〕 元木伸，『株式交換・移転制度の逐条解説』（中央経済社，2000），60頁参照。

〔41〕 有观点认为，股东目的中只要有一个有损公司或全体股东之利益即可拒绝。另有观点认为，主观上无而客观上有损也可以拒绝。（参见张德宽：《代表公司诉讼之股东权能与责任之研究》，辅仁大学法律学研究所2002年硕士学位论文，第135页。）

〔42〕 이상원, “주주의 경리검사권에 관한 제문제”, 『사법행정』 (한국사법행정학회), 제322권, 405면; 송민호, “장부·서류의 열람청구권에 관한 일고찰 [제남 강위두박사회갑기념 상사법논총]” (형설출판사, 1996), 364면.

〔43〕 광병훈, “주주의 회계장부 열람·등사권”, 『사법연구자료』, 법원도서관, (1999), 제25집, 66면.

〔44〕 대법원 2001.10.26. 선고 99 다 58051 판결.

〔45〕 정진세, “회계장부열람등사청구의 이유와 대상”, 『Jurist』 (청림인터랙티브, 2003), 제389호, 67면.

四、股东对公司所控股公司查阅权的制度构建思路

基于前述分析和论证,未来我国也应确立股东对公司所控股公司的查阅权制度,其构建基本思路如下。

(一) 确立查阅权请求权制度的立法路径

当前,全国人大常委会已将《公司法》修改纳入立法议程,值此修法之际,若有可能,可直接将控股公司的股东在一定条件下对所控股公司享有查阅权纳入《公司法》,其具体法律条文结构可设计为:“具有下列情形之一的,股东对公司所控股公司享有查阅权,但其具有不当目的的除外:(1)……;(2)……;(3)……。”此乃治本之策,无疑是最为理想的引入方案。若该条文在本次《公司法》修改中未能确立,可在未来制定或修改控股集团公司相关法律中规定该制度,以作为该项请求权制度的总规范。当然,作为一种解决燃眉之急的办法,为审理控股公司的股东要求查阅所控股公司信息相关案件,最高人民法院可以结合审判实际,根据前述理论和域外实践,通过颁布公司法司法解释或指导性案例的方式,就控股公司的股东对所控股公司行使查阅权的行使条件和程序确立操作性细则。

(二) 明确查阅权行使的触发机制

综合前述理论和域外实践,笔者认为仅在以下几种情形下,控股公司的股东可对所控股公司行使查阅权。

1. 控股公司的事业收入绝大多数来源于所控股公司

控股公司的股东和所控股公司之间的经济联系密不可分,特别是在前面提到的纯粹控股公司类型中,控股公司的经营资产集中于所控股公司之中,控股公司相当于一具空壳。此时,股东在控股公司中的投资利益实质上已经绝大部分甚至全部转移至所控股公司,所控股公司的经营管理状况将对控股公司的股东产生毫不亚于控股公司本身对其股东的影响。^{〔46〕}在这种情况下,所控股公司的经营状况和财务信息等相关信息直接影响着控股公司的股东的根本利益。在郭金林与金浦投资控股集团有限公司股东知情权纠纷案件^{〔47〕}中,江苏省高级人民法院和南京市鼓楼区人民法院的判决理由基于的法律事实就是符合这一主张的。两法院支持对所控股公司查阅的理由是,金浦集团系投资管理型公司,旗下有数家所控股公司负责具体的经营,其收入及大部分资产负债比当然来源于所控股公司,郭金林作为金浦集团的股东,为了解真实的财务情况,理应可以查阅金浦集团的全部财务资料。反观南京市中级人民法院的否定理由“知情权的行使范围是股东,郭金林非单体公司或金浦集团子公司的股东,不能对这些公司行使知情权和查阅权。……另外,郭金林没有证据证明金浦集团的财务制度不规范、财务信息不真实,其无权要求扩大查阅范围”,无视了控股公司事业收入绝大多数来源于子公司的特殊情况,且机械、狭隘地理解了股东查阅权,是不妥当的。

〔46〕 参见前引〔6〕,袁达松、王喜平文。

〔47〕 江苏省高级人民法院(2017)苏执监648号执行裁定书。

在当前母子公司架构模式盛行的环境下，所控股公司的重大决策与日常经营管理主要由控股公司的控制股东及经其选任的董事、高级管理人员实施，而控股公司的其他股东则常被排斥在所控股公司的治理之外，对于所控股公司的经营管理几乎不享有话语权。若所控股公司被上述控制股东利用，侵害控股公司的其他股东利益，受损的其他股东一方很难及时察觉。^{〔48〕}因此，当原本控股公司股东可以依据查阅权获得的信息由于“控股公司——所控股公司”架构的设置大大缩减时，控股公司的股东对所控股公司的查阅权应在法律上被认可，进而恢复查阅权应有的效力，维护股东的合法权益。

2. 所控股公司因受控股公司控制已丧失独立法人人格

如果控股公司完全控制所控股公司的经营活动和财务往来活动，所控股公司相当于控股公司的代理人、机构和附属物，那么实际上所控股公司已经丧失了自己独立的法人人格，只是控股公司的“傀儡”，其所有的经营活动完全表达了控股公司的意志。在控股公司与所控股公司实质上成为“单一实体”的情况下，赋予控股公司的股东对所控股公司的查阅权，是完全正当的。但是，对于何为“单一实体”的识别标准问题，美国哥伦比亚大学伯利（Berle）教授提出了“单一实体说”。他认为，在关联公司之间的关系足够密切的前提下，公司之间存在经营业务及利益和所有的一致性时，即可将它们视为一个商业体，由此判令揭开公司的面纱。^{〔49〕}该学说所称的“一致性”，与我国司法实践中的人格混同标准，其实质均为识破单一实体的虚假分割。

在“刺破公司面纱”的案件中，美国法上也存在称为“the alter ego analysis”的“另一自我分析”，在理论上用以表达公司人格实质上并不独立。^{〔50〕}在处理控股公司股东对所控股公司查阅权的案件中，美国很多法院采用这种分析方法，判断是否准许控股公司股东查阅权穿越。在美国，查阅权扩张未被成文法所明确之前，“控制说”往往被作为判断的标准。^{〔51〕}如果所控股公司被判定为控股公司的“另一自我”，则在法律上认定了控股公司的股东即所控股公司的股东，根据股东查阅权法理其查阅所控股公司的账簿记录便不存在障碍。此外，在美国实践中，法院在股东查阅权的案件中，相比于“刺破公司面纱”案件之认定标准，认定“另一自我”的标准要有所降低。笔者亦认同此处所控股公司人格否认的判断标准应较《全国法院民商事审判工作会议纪要》（法〔2019〕254号）中法人人格否认的判定要件标准^{〔52〕}略微降低。毕竟赋予控股公司股东查阅权并不会产生所控股公司的债务由控股公司承担等严重的后果。^{〔53〕}

3. 控股公司与所控股公司存在串通、欺诈行为等

如果所控股公司是以欺诈为目的设立的，或者在经营过程中，控股公司与所控股公司串通经营或者进行欺诈经营，损害股东或控股公司利益时，也能认可控股公司的股东对所控股公司的查阅权。“欺诈”一说始终存在于母公司股东查阅子公司的制度发展过程中。公司法上的知情权制度是以传统公司治理结构为基础的，而在“控股公司——所控股公司”架构下，该制度几乎不能给

〔48〕 参见前引〔9〕，王建文文。

〔49〕 参见关倩：《资本维持原则对隐形关联公司的限制》，载《人民司法（应用）》2015年第7期。

〔50〕 See Lowerdahl v. Baltimore & O. R. R., 247 App. Div. 144, 287, N. Y. S. 62 (1936).

〔51〕 参见前引〔7〕，黄积虹、王喆文。

〔52〕 参见《全国法院民商事审判工作会议纪要》“二、关于公司纠纷案件的审理”项下“（四）关于公司人格否认”规定。

〔53〕 参见前引〔6〕，袁达松、王喜平文。

控股公司的股东尤其是中小股东提供必要的保护。因为,如果控股公司与所控股公司合谋,合并财务报表也是先将被纳入合并范围的企业个别报表数据进行汇总,再结合其他相关资料,在合并工作底稿上经编制抵销分录,抵销企业集团内部交易的影响后形成的。如果侵犯公司利益的行为被控制在所控股公司内,并将非法行为记录保存在所控股公司内,那么控股公司的股东发现侵犯公司利益的行为会存在一定难度,要求违反信义义务的相关人士承担赔偿责任更是难上加难。^{〔54〕}

同时,当股东之间存在利益冲突时,控制股东可凭借在股东会决策中的决定权,以提案来通过设立所控股公司的决议,随后,控股公司的所有业务由即将成立的所控股公司负责,控制股东通过关联交易获得所控股公司的收益。这时,所控股公司完全沦为控制股东隔离其他股东的工具,对控股公司的中小股东的利益造成巨大的影响。在这种情况下,控股公司的股东要求对所控股公司的经营状况和财务信息享有查阅权是完全正当的。

(三) 确保查阅行为的“正当目的”

为确保控股公司的股东对所控股公司查阅权的正当行使,防止滥用,应进一步强化和完善查阅权行使的“正当目的”原则。

1. 明确“正当目的”的内涵

所谓正当目的,概括来说就是如果获取信息的目的与保护股东的利益具有直接关系,该种目的就是正当的。^{〔55〕}借鉴域外经验,结合我国现行《公司法》公司股东对自身公司查阅权行使的正当目的要求,可以在《公司法》或其司法解释中明确规定,控股公司和所控股公司即使未形成母子关系,在正当目的情形下,也应该赋予控股公司的股东该项权利。是否具有正当目的可以从以下两个方面来加以判断:第一,须维护的投资利益与自身具有密切关联,这是不可或缺的条件。具体可以参考《特拉华州普通公司法》中对正当目的的规定,即“与股东身份有关的利益合理联系的目的”。另外,美国《示范商业公司法》的“请求的善意、目的进行合理具体的说明”“行使查询权与达成的目的有直接关联性”等同样可以借鉴。第二,行使以必要性为要件。查阅权、质询权、诉权本质上均为非常态下的权利,非常态的权利行使须以用尽其他救济措施为前提,当用尽这些救济措施仍未能保护股东之合法权益时,才能行使非常态权利。

2. 明确“不当目的”的情形

为了防止滥用查阅权,可将审查权赋予法院,在得到法院许可的情况下才能进行查阅。此时,控股公司的股东可以直接以其所控股公司为对象,行使会计账簿查阅请求权。如果所控股公司认为控股公司的股东查阅存在不当目的,应当规定由所控股公司进行举证,拒绝的事由限于“不当目的”。而通常那些与自身作为股东的投资利益无关的个人利益以及促进社会目的和政治目的的查阅要求,被认为不具有正当目的。^{〔56〕}对于不当目的的具体情形,《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(四)》[以下简称《公司法司法解释(四)》]第8条以列举的方式,从竞业关系、对公司利益的影响、商业秘密等方面,规定了一些客观性的判断

〔54〕 参见前引〔7〕,黄积虹、王喆文。

〔55〕 参见赵旭东主编:《公司法学》,高等教育出版社2006年版,第314页。

〔56〕 参见〔美〕罗伯特·C. 克拉克:《公司法则》,胡平译,工商出版社1999年版,第76页。

标准，在法院确定股东行使查阅权是否存在不当目的的问题上发挥着不可替代的作用。

但是，这种列举方式本身存在着“挂一漏万”的问题，其能否涵盖各种不当目的的情形，值得怀疑。同时，《公司法司法解释（四）》第8条采取的以客观事实来推定股东主观不当目的的方式也会产生一些新的问题。本文认为可对《公司法司法解释（四）》列举的个别情形加以修改。例如，第8条第1款规定将“股东自营或者为他人经营与公司主营业务有实质性竞争关系业务”完全视为“不当目的”有失公允，因为《公司法》并未对股东的竞业活动进行限制。《公司法》第148条也只是对董事和高级管理人员的竞业行为进行了限制，因此，只是单纯地以股东从事竞业行为即认定股东具有不当目的显然是以偏概全。另外，第3款规定的“曾经通过账簿查阅损害过公司利益的股东”也会被推定为可能存在“不当目的”，这存在“贼永远是贼”的偏见。

（四）明确查阅信息对象的范围

可以将我国现有《公司法》的规定作为参照，来规定查阅的对象范围，对有限责任公司和股份有限公司进行差异化规定（现行《公司法》第33条和第97条）。另外规定，控股公司股东查阅权请求权的范围以所控股公司股东的查阅范围为界。与此同时，并不是所有上述资料都可以任意查阅，参考美国特拉华州的规定，控股公司的股东可以查阅的资料范围以控股公司实际控制的所控股公司资料或者控股公司能够利用控制权要求所控股公司提供的资料为限。

目前，对股东有权查阅的对象范围，我国各省在司法实践中存在一定的差异，根据公司类型，分别对股东的知情权边界进行确定，包括明确的边界和暗示（推定）的边界，但对所谓的暗示边界的范围理解仍存在着差异，仍需通过立法加以完善。另外，《公司法》对股东知情权界限的规定对司法行为缺乏约束效力。因此，法院可以以证据保全制度和主动调取证据的权利为基础，扩大知情权的界限，实现《公司法》无法实现的正义。^{〔57〕}

（五）明确查阅的时间、场所

控股公司股东查阅权请求权的产生是为了保护控股公司股东的权益，但是若允许控股公司的股东在任意的时间和场所行使查阅权，随意查阅所控股公司的账簿记录等信息，又无疑会对所控股公司的日常经营活动造成巨大的影响，同时也不利于公司相关经营、财务信息的保存与保管，更有可能导致所控股公司商业秘密的泄露。

所控股公司经营发生重大变化的时间应作为控股公司股东查阅权请求权的行使时间。一般来说，所控股公司的信息只能由股东进行查询，查阅请求权只有在所控股公司的事项对控股公司股东的利益产生重大影响时，才更有价值。其中，对控股公司有重大影响的事项范围，可以《公司法》第43、121、181条的规定为参照，例如所控股公司修改章程，增加或减少注册资本，公司合并、分立、解散或公司形态变更，及重大资产出售或担保金额超过所控股公司资产总额30%等事项。当然，对于查阅的场所也要有所限制，可规定在法定的营业时间到公司总部的办公场所进行查阅。这在保障股东知情权的同时，能够尽量减少给所控股公司造成的干扰。

（六）完善查阅权受阻的救济程序

为快速处理股东查阅权的请求权纠纷，可确立相关前置程序。根据股东不同的诉求，法院在

〔57〕 参见蒋大兴：《超越股东知情权的司法困境》，载《法学》2005年第2期。

受理案件前,对股东提供的证据进行审查,判断其是否符合相应的前置条件。前置程序只考虑控股公司股东请求查阅相应公司文件的形式条件是否成就,对于股东查阅的目的是否具有正当性,属于要审理的实体内容范围,不应属于前置条件审查的对象。^{〔58〕}同时,在对股东的查阅权进行救济时,可以适用简易程序,或者增加类似督促程序的特别程序,以保证股东的查阅权得到及时、有效的救济。

在所控股公司拒绝控股公司股东查阅相关文件凭证等信息的请求时,应当允许股东在合理范围内委托相关专业人士代为行使权利,即查阅代理人代为查阅公司会计账簿。为了尽可能解决查阅带来的公司商业秘密泄露问题,有必要限定股东委托的专业人士范围,也就是说,所委托的专业人士应与公司之间不存在利害关系,且具备注册会计师或律师的执业资格,要签订查阅相关保密协议。通过注册会计师、律师的行业执业纪律责任,解决有关商业秘密保护的问题。^{〔59〕}

(七) 一个延伸的问题:所控股公司的股东能反向查阅控股公司吗?

在本文已近尾声之际,笔者还想提出一个与本文主题相关联的延伸问题:所控股公司的股东对控股公司是否也享有查阅权。换言之,所控股公司的股东能否反向查阅控股公司呢?特别是在所控股公司实质丧失独立法人人格,即与控股公司混同,或者所控股公司与控股公司互相串通、合谋的情况下,对所控股公司和控股公司进行区分已无法律意义,两者在实质上是一个法律主体。因此,在这种情况下,所控股公司的股东根据法人人格否认理论,似乎同样可以主张对控股公司的经营或财务信息享有查阅权。

但此种认识误解了控股公司和所控股公司的法律关系,也曲解了法人人格否认理论。就所控股公司而言,除非它是控股公司的股东,即仅在控股公司与所控股公司交叉持股的情形下,所控股公司作为同一公司法人股东当然可行使法定查阅权,但这绝非所控股公司的股东对控股公司的穿越查阅。非交叉持股^{〔60〕}情形下,所控股公司并非控股公司的股东,既不参与控股公司的经营管理决策,也不参与控股公司的盈余分配,即所控股公司的股东并不与控股公司发生“直接”的经营、管理、盈利分配关系,其利益相关程度根本无法与控股公司股东和所控股公司之间的关系相提并论。因此,所控股公司的股东对控股公司的知情权也就无法理依据。虽然实践中也会出现所控股公司与控股公司混同为一个法律主体并且损害公司或股东利益的情况,但也不应寄希望于作为手段性权利的查阅权,此种情形下,参照控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员的信义义务法理予以处理更为适宜,例如可以依据《公司法》第151条或第152条提起股东派生诉讼或者股东直接诉讼来维护自己的合法权益。

五、结 语

在集团化经营已成为公司常态的当下,公司治理涌现出新的形式。在“控股公司—所控股公

〔58〕 参见李建伟:《股东知情权诉讼基本程序问题探析》,载《国家检察官学院学报》2010年第1期。

〔59〕 参见李建伟:《股东知情权诉讼研究》,载《中国法学》2013年第2期。

〔60〕 一些特殊领域的法律规范明确禁止母、子公司交叉持股,例如《金融控股公司监督管理试行办法》第18条第2款规定:“金融控股公司所控股金融机构不得反向持有母公司股权。”

司”架构下，所控股公司的经营状况与控股公司股东的投资利益紧密联结在一起，控股公司的股东作为所控股公司的利害关系人，赋予其在一定条件下享有查阅权，源于法人人格否认理论的扩大解释，使其能够打破母子公司独立个体之外壳，合理获知所控股公司相关经营信息，这不仅对解决公司纠纷具有重大意义，更突显了法律对于股东知情权最大限度的保障。另外，在加强权利保障之同时，应当对控股公司的股东滥用查阅权的行为做出规制，遵循不损及所控股公司法人人格独立原则，坚持查阅的正当目的原则，从实体和程序上对控股公司股东对所控股公司查阅权的行使作出规范，保障控股公司股东对所控股公司的查阅权，同时对其滥用进行规制，“两手都要抓、两手都要硬”，在保护控股公司股东的合法权益与保证所控股公司法人人格的独立之间实现平衡。

Abstract: With the development of modern social group companies, the right to know such as shareholders' inspection right of holding company to its subsidiaries should be guaranteed by law. The holding company's shareholder is a core stakeholder of a subsidiary, and it is justified to protect their right to know, which can be explained by theory of disregard of corporate personality and shareholder's pass through theory. At the same time, the abuse of the right to know should be prevented. Extraterritorial laws and practices stipulate the holding company's shareholders' right to know about the subsidiaries and its conditions of exercise. When establishing the system of the right to know of the shareholders of the holding company to the subsidiary, China should confirm the ways to introduce inspection right system, restrict the legal circumstances, clearly check the scope of the object information, clarify the time and place of the inspection, and improve the relief procedures when someone hinders the exercise of the right to access, so as to keep the balance of guarantee and prevention of abuse of inspection right.

Key Words: holding company, inspection right, disregard of corporate personality, pass through theory, legitimate intention

(责任编辑：周 游 赵建蕊)

公司归入权的体系定位与规范构造

周 淳*

内容提要：我国《公司法》要求董事违反忠实义务所得的收入归于公司所有。此规则源于英美法之信托法理，转接于我国民法典体系会面临体系不合与规范不调的风险。一方面，归入权以收入为对象，过于扩张，只有将收入限缩解释为净利益，归入权才能实现返还与交出的双重功能。另一方面，民法上的侵权、无因管理、不当得利均无法解释归入权的规范构造。将归入权定位为公司法对董事违反忠实义务之责任的特别规定，更具可操作性。归入的范围也可以受信关系的解释为基点，根据滥用公司财产与收取佣金回扣、自我交易和与公司竞争三种失信行为类型来区分确定。

关键词：归入权 推定信托 受信关系 返还 交出

• 171 •

一、问题的提出

世界银行在各国营商环境评估中，以控股股东担任的董事与公司之间进行关联交易为案例，通过问卷调查收集各经济体董事责任的有关数据，以评估各经济体保护少数投资者法规的完备性与有效性。我国《公司法》已置备有关规则，却因董事违反忠实义务责任的规范体系不够清晰、法律表述有失准确，在该指数上得分缺失。无论是本应有清楚含义的文字内核，还是在可能模糊的边缘地带，《公司法》第148条第2款的归入权规则均存在解释的不确定性。首先，收入的字面意思是经济利益的总流入，并不必然大于成本或费用。纯从文义解释“收入归公司所有”，可能构成对董事的惩罚，也可能意味着公司可从董事的不当行为中得利，与私法体系存在明显的不相容。其次，收入的范围与计算方式难以明确，收入是否可涵摄董事取得之财物与财产上利益、收入与失信行为之间是否要求因果关系等问题均有待解释。

* 周淳，浙江大学光华法学院讲师。

本文为教育部人文社会科学研究青年基金项目“上市公司反收购法律规制研究”（17YJC820069）、最高人民法院2020年度司法研究重大课题“营业信托纠纷案件审理中的法律问题研究”的阶段成果。

文义解释窒碍难通的原因在于归入权体系定位与规范意旨之晦暗不明。我国 1993 年《公司法》即有归入权规定，近三十年后归入权的适用依旧相当混乱，固然是因公司法体系安排与文义表述上的模糊不清，但更深层次的原因在于，归入权源于英美法上的信托法理，似与大陆法国家民事责任体系扞格不入。2020 年颁布的《民法典》对原本散落在《民法通则》和各单行法、司法解释中的民事责任重行体系化安排，也为精确解释公司归入权提供了契机。本文从董事违信责任的规范意旨出发，分析归入责任的本质，借鉴英美法和大陆法对董事返还违信所得的不同建构思路与处理方法，探索《民法典》时代公司归入权在我国本土化之操作方案。

二、董事归入责任的规范意旨与理论依据

学界对归入权之规范定位言人人殊。有观点认为归入权本质为公司对侵权行为人的损害赔偿请求权。^{〔1〕}也有观点认为归入权是不当得利返还请求权，^{〔2〕}或者虽不属于不当得利返还请求权，但为特殊类型的返还请求权，使本应属于公司的利益“物归原主”^{〔3〕}。还有观点主张归入权兼具侵权损害赔偿请求权和不当得利返还请求权的属性。^{〔4〕}另有学者指出归入权难以归类于既有的民法请求权谱系，系法律赋予公司的处罚权。^{〔5〕}也有主张提出归入权是公司对董事违信行为积极利益的没收，公司章程即可约定。^{〔6〕}观诸争议，主要聚焦于两点：一是归入权的立法目的在补偿公司所受损失抑或阻遏董事的违信行为，二是归入权的规范构成是以返还董事的不当得利为限，还是要求董事交出全部实际所得。一言以蔽之，即归入权的规范意旨是返还抑或交出。

（一）返还抑或交出：归入责任的双重面向

董事应当对公司承担之责任，从结果上看应是唯一且确定的；返还与交出，却在数值上呈现两种可能，且两种进路的理论基础也不相同。返还进路的基点是公司受保护之权益，目标是使公司之利益回复到董事未为违信行为的状态，故归入范围应以公司所受损害为限。交出进路的基点是董事行为的违法性，目标是使董事之利益状态回复到其为不当行为之前。在此进路下，公司不论自身实际遭受的损害如何，有权剥夺董事违反忠实义务的全部事实得利，似已超出损害填补的范畴。实践中，裁判文书对归入权的表述出现“赔付”“退赔”“偿付”等五花八门的用语，正反映了裁判者在这两种进路间的逡巡不定。

返还与交出两种进路之差异，如何体现于公司归入权之构成要件与计算方式，可通过违反忠实义务的不同行为类型说明。假设 A 公司之执行董事张甲有以下四种行为。

1. 【滥用公司财产】张甲挪用 A 公司款项 70 万，购买房屋一套，公司起诉时，该房屋市场

〔1〕 参见杨艳：《公司法上的利益归入：功能界定与计算标准》，载《浙江工商大学学报》2015 年第 6 期。

〔2〕 参见董方军：《论归入权的性质》，载《当代法学》2002 年第 3 期。

〔3〕 参见王保树、崔勤之：《中国公司法原理》，社会科学文献出版社 2006 年版，第 207 页。

〔4〕 参见朱岩：《“利润剥夺”的请求权基础——兼评〈中华人民共和国侵权责任法〉第 20 条》，载《法商研究》2011 年第 3 期。

〔5〕 参见伏军、孙晓光：《解读〈公司法〉第 60 条第 3 款——评最高院〈关于担保法若干问题的解释〉第 4 条》，载《金融法苑》2003 年第 3 期。

〔6〕 参见邓峰：《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。

价约为120万元。

2. 【收取佣金、贿赂】张甲代表A公司招标时,从供货商李乙处收取合同总额的1%即100万的“好处费”,并将该100万作为本金投入股市购买股票并卖出,获利30万。

3. 【从事自我交易】张甲将自己名下物业以230万的价格出售给A公司作为经营场所,市场上同等地段、类似面积的房屋市场价格为200万,张甲购入物业的价格为180万。

4. 【与公司竞争】A公司主营软件开发与销售业务,张甲兼为公司总经理。2016年1月,在为A公司争取重要客户C时,张甲创办一人公司B公司并担任B公司总经理。B公司经营范围与A公司相似,取得了与包括C公司在内的A公司潜在和既有客户,同时开拓了新的客户群。2018年4月,A公司将张甲、B公司诉至法院,请求归入张甲从2016年1月至起诉时从事竞业行为所得收入500万元(包括2016年1月至2018年4月张甲担任B公司总经理期间的薪酬、〔7〕2016和2017年度B公司的税前利润),并判令张甲向A公司转让其所持B公司股权。〔8〕

案型1中张甲挪用公司资金购买房产,案型2中张甲收受回扣并用于股票投资,公司对董事利用其不当行为之所得而产生的利益可否主张归入?案型1、2和4中,张甲得利均可能超出受保护之权益的客观价值,其中案型4之超出部分显然包含了张甲投入自身人力资本所对应的收益。以返还进路解,超出客观价值部分的归属存在争议。以交出进路解,公司从张甲的行为中得利,张甲面临“人财两空”的不利后果。

(二) 归入责任的交出面向

从归入责任的本源看,其强调交出而非返还,这也是归入责任在英美法上被认为是特别责任的原因。在英美法上,董事为公司的准受托人,类推适用信托法中受托人义务的规则。公司将其事务与财产交托予董事管理以实现经营目标,为防止个人利益诱惑影响董事行事偏离授权目标,法律要求董事不得利用职务为自己或他人获得未经授权的利益、不得将个人利益置于与所负职责相冲突的境地。依据衡平法传统,董事不能保有违反忠实义务而得的利益。

法经济学研究为衡平法的这一传统提供了有力支持。公司与董事之间存在利益不一致与信息不对称。公司的利益受制于董事的酌处权(discretion),这一开放性权力的行使高度依赖董事的专业知识、经验与判断力。商业经营的不确定性使人们很难确定公司的不良绩效是否与董事机会主义行为相关。因此,董事违反忠实义务的行为很难被发现,即便被发现,董事若不至丧失违信行为之全部利益,仍有相当动机为机会主义行为。〔9〕因此,无论公司是否实际受有损失,董事均应交出其从违信行为中所得的利益,以阻却机会主义行为发生。但此处之利益,准确表述应为积极利益或净利益,即董事净资产的增加。归入责任并不以惩罚董事为目标。〔10〕譬如,董事篡

• 173 •

〔7〕 封闭公司中常见对身兼公司职位的股东以发放高额薪酬的形式进行利润分配的实践,为简化分析,下文所称薪酬一律仅指以劳动为对价所取得的酬金。

〔8〕 该模拟案例系从两个实际案例演化而来,即“江苏乐辉医药科技有限公司诉谢芳等公司利益责任纠纷再审案”[江苏高级人民法院(2016)苏民再296号民事判决书]和“南京南华擎天资讯科技有限公司与辛颖梅、汪晓刚、张虹、南京擎天科技有限公司损害公司利益纠纷案”[江苏省高级人民法院(2015)苏商终字第00680号判决书]。

〔9〕 See Robert Cooter, Bradley J. Freedman, The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences, 66 N.Y.U.L.Rev., 1045, 1074 (1991).

〔10〕 See Restatement (Third) of Restitution and Unjust Enrichment § 51 (2011).

夺公司机会而与第三人交易所得之财产，公司行使归入权，应支付董事所支付的对价。

同出于阻遏目标，归入责任的构成不以董事的主观过错为要件。董事善意利用其受托地位获取个人利益，可能存在三种情形。其一，董事并非故意追求私利，而是在实现公司利益时附带获取了私利，且他善意地相信该利益的取得不以公司利益为代价。其二，董事取得之私利是公司不可能取得，或者董事无积极义务为公司取得的。其三，董事虽取得私利，但在取得过程中投入了个人资源，亦即私利部分源于个人资源，而非全部源于董事之职权。试以案型4为例说明，从事竞业经营之董事，若经营所分配之净利润与劳务所得薪酬全部归入任职公司，结果无异董事“竹篮打水一场空”“赔了夫人又折兵”。恶意违反忠实义务之董事，应承担付出无偿劳动的后果，正是违信责任阻遏功能的题中应有之义。^{〔11〕}

（三）归入责任的返还面向

阻遏目标或能证成所得剥夺之正当性，却无法证成归入权的返还面向。比较法上，对董事利益冲突交易，公司可行使撤销权以消除董事违信行为之影响，令公司利益回复到董事行为之前。^{〔12〕}在我国，董事自我交易的行为也可准用《民法典》代理人自我代理的规定。与否认交易相反，公司行使归入权之目标在于确认董事违信行为之结果归属于公司。

然而，董事行为之利益为何应归属于公司？在公司并无实际损失，或损失小于董事所得时，董事所得与公司所失的关联看似不复存在，归入责任脱离矫正正义的统辖，与私法之内在融贯性产生齟齬。^{〔13〕}特别在董事与公司竞争商业机会之情形，法官须在公司与董事之间界定系争机会和利用机会所得之利益的归属，有观点认为，这已进入分配正义的疆域。^{〔14〕}

归入责任并未脱离规范所得与规范所失相关联的基本结构。^{〔15〕}正确认识公司之事实所失与规范所失，须以公司与董事之间的受信关系为桥梁，链接公司之应得与所失。公司作为权利主体，享有改变以自身为中心的财产关系和契约关系，令自己与他人间的“请求权”与“自由权”的状态产生变化的能力。但公司本质上仍是法律的拟制，需要自然人经营管理并代之为法律交往，以实现事实上的行动力与控制力。故公司按照法律与章程授予董事以公司名义行事、相应创设公司责任的权力。此权力既然是从内在于公司人格的、公司之法律上能力所分离和授予的，^{〔16〕}董事自当排他性地为公司利益行使之。公司对利益冲突交易的撤销权，公司对特定交易充分知悉的同意有豁免董事违信责任之效力，法律对董事违反受信义务的救济以回复原状为核心，皆因董事只是“站在公司的脚上”行事。

但“原状”应如何界定？一方面，董事的职权既系公司授予，公司就对董事行使职权所获得之利益享有排他的权利。^{〔17〕}董事违反忠实义务，利用公司权力获得个人利益，侵害了公司初生

〔11〕 See Sarah Worthington, *Equity*, Oxford University Press, 2006, p. 128.

〔12〕 受益人对受托人利益冲突交易的撤销权，源于英国信托法。[See *Campbell v. Walker* (1800), 5 Ves 678.] 大陆法系部分法域在民法代理制度中也有规定，如《意大利民法典》第1394条。

〔13〕 参见张家勇：《基于得利的侵权损害赔偿之规范再造》，载《法学》2019年第2期。

〔14〕 See Matthew Harding, Constructive Trusts and Distributive Justice, in E Bant, M Bryan ed., *Principles of Proprietary Principles of Proprietary Remedies*, Thomson Reuters, 2013, pp. 19–36; Kathy Bennett, Distributive Justice and Proprietary Remedies Over Bribes, 35 *Legal Studies*, 302–322 (2011).

〔15〕 See Ernst Weinrib, *the Idea of Private Law*, Oxford University Press, 2012, p. 120.

〔16〕 See Wesley N. Hohfeld, Some Fundamental Legal Conceptions as Applied in Judicial Reasoning, 23 *Yale L. J.*, 16 (1913).

〔17〕 See Ernst Weinrib, Restitutionary Damages as Corrective Justice, 1 *Theoretical Inquiries in Law*, 1 (2000).

的权利 (primary right), 归入权是次生权利 (secondary right), 相应地, 董事负有将权力行使之后果交予公司的责任。另一方面, 对公司利益之救济, 存在至“董事未为义务违反”和“董事妥善履行义务”两个可能的终点。公司利益之圆满状态, 应指董事善意地、以合理谨慎与勤勉履行其对公司所负之职责, 且其判断未受到个人利益或其他因素的任何干扰。所以, 公司之利益依赖于董事的积极实现, 董事未为违信行为不同于董事履行了其对公司之义务, 填补董事违信行为之损害不足以周延救济公司的利益。以董事与公司从事同业竞争为例, 董事不仅可能窃取公司既有客户、商业秘密、资源和商誉, 也可能攫取公司潜在的商业机会, 还可能导致他人取得公司本可能取得的商业机会。董事善意履行义务时公司可能实现的利益, 是无法界定的, 其与公司实际财产总额状态之间的差值, 也无法精确计算。同理, 在董事并无损害公司利益之恶意、公司本无可能取得该利益, 或者董事对利益之取得亦有个人资源投入的情形, 公司或许没有事实上的损失, 但未必没有规范所失。

是故, 归入责任之返还与交出面向并非相互抵触, 而是相互融合的。董事与公司之间的受信关系决定了返还与交出融会的可能。董事对忠实义务的背离, 即为公司权益之受损, “使董事之利益回复到其未为违信行为时应有的状态”与“使公司之利益回复到董事履行义务时应有的状态”得在数值上相统一。

三、英美法上积极利益交出之实践勾勒

英美法上, 董事违信之利益交出与公司受损之利益复归的融合, 是通过推定信托与利润归入两种方式共同实现的。其中, 推定信托更侧重对公司财产的回复, 而利润归入作为无私利规则的回应, 更强调不当利益之交出。

(一) 推定信托作为董事违信的救济手段

推定信托是通过司法创制信托的方式, 使公司对董事之所得享有衡平上的所有权,^[18] 其本质是“对物救济”。英国法院恪守救济与权利的对应性, 公司成为衡平所有权人的前提是公司对董事之所得本就享有财产性权利。公司须向法院证明某一特定财产本应属于公司所有或源于对公司财产的不当利用, 故推定信托的适用情境一般限于董事滥用公司财产这一行为类型。对董事收受的贿赂、佣金应否视为公司财产, 英国法院的观点经过几次反复, 也引发学界数十年的持续争论。^[19] 于董事篡夺公司机会这一行为类型, 英国法认为只有公司对商业机会存在财产性权利时, 方可创设推定信托, 否则公司只能行使归入权。^[20] 相形之下, 美国法更为激进, 不独滥用公司财产、收受佣金贿赂、关联交易的情形, 在董事篡夺公司机会案件中也大量适用推定信托。在经典案例 *Guth v. Loft* 中, 特拉华州衡平法院认为投资与公司经营范围相关的事业为篡夺属于公司的机会,

[18] See *Keech v. Sandford*, 25 E. R. 223 (1726).

[19] See Roy Goode QC, *Proprietary Liability for Secret Profits—A Reply*, 127 *LQR*, 493, 493 - 495 (2011); Lord Peter Millett, *Bribes and Secret Commissions Again*, 71 *CLJ*, 583 (2012); Sarah Worthington, *Fiduciary Duties and Proprietary Remedies: Addressing the Failure of Equitable Formulae*, 72 *CLJ*, 720 (2013).

[20] See Simon Mortimore ed., *Company Directors Duties, Liabilities and Remedies*, Oxford University Press, 2009, p. 336.

董事违反忠实义务取得的股权应视为公司持有。^{〔21〕}

（二）英美法中的利润归入实践

除推定信托外，信托法上受托人利润归入责任也被类推适用于董事的违信行为。在公司无法对利益主张财产权或类财产权时，公司可行使归入权。衡平法上归入权的范围通常为董事从违信行为中所得的所有净利润，包括直接所得（股利、债息、天然孳息、处分财产所得对价等）与间接所得，即“任何可特定化、可计算的且不是不合理地遥远的使用利益、所得和由此取得的收益”^{〔22〕}。直接所得与违信行为之间无须建立条件因果关系或相当因果关系，也不受可预见性之限制。^{〔23〕}董事即便证明其不违反忠实义务亦能取得有关收益，仍负有交出收益之责任。^{〔24〕}同理，董事即使证明公司本不具有取得收益的可能性，也依然负有交出收益之责任。^{〔25〕}但是，对间接所得应与直接所得有条件因果关系，存在争议。如案型2中，董事投资股票所取得的盈利可能是多种条件共同作用的结果，如市场因素、董事个人才能甚至运气因素。

利润归入旨在使董事之资产回到未违反忠实义务的状态，即交出其个人净资产的增加部分。交出全部“净收益”可能使董事承受事实的不利益，此系归入责任阻遏性之所在。首先，仍以案型2为例，假设董事将公司资金100万与其他自有资金共同投入股市，盈利30万，其抗辩30万盈利不应全部归于公司，须证明其本可以其他方式取得该100万本金。因董事本有守护公司财产、防止其与个人财产混同的义务，应承担无法说明收益来源而丧失收益的不利后果。其次，收益可能源于董事的人力资本投入。董事篡夺公司机会或与公司经营同类业务的所得，源于个人时间、精力、知识、经验与能力的投入。董事为善意且利益冲突事实上不存在时，法院可能酌情允许其扣减必要的劳务费用。^{〔26〕}但恶意董事的劳务费用不得扣减。

（三）推定信托与利润归入辨异

推定信托与利润归入均能实现返还与交出功能，但各有侧重。二者的区别首先在对抗力。推定信托是物权性救济，使董事从违信行为中获得的财产或利益成为以公司为受益人的信托财产。据此，该部分财产独立于董事的个人财产，财产被处分时，公司享有追及权与追索权。若董事已将财产移转给第三人，且财产仍存在并可识别，除非第三人不知且不应知董事的受托地位，且已支付公平对价，否则公司可向第三人追索财产。如原物已经被处分而有替代物，返还的效力也及于替代物或价金；处分时董事获有利润的，利润也归公司所有，^{〔27〕}公司可选择要求替代物返还、请求法院对替代物进行变价或金钱赔偿。例如，香港政府因查处并没收某官员的受贿款进而取得该款项上的衡平权益，该官员曾用这笔受贿款中的一部分购买了新西兰一座农场。根据追踪规

〔21〕 See *Guth v. Loft*, 23 Del. Ch. 255 (1939).

〔22〕 Restatement (Third) of Restitution and Unjust Enrichment § 51 (2011).

〔23〕 See Graham Virgo, *Principles of Equity and Trusts*, Oxford University Press, 2012, pp. 602 – 603; Restatement (Third) Of Restitution and Unjust Enrichment § 51 (2011) cmt. e.

〔24〕 See *Murad v. Al-Saraj*, 2005 EWCA Civ 959.

〔25〕 例如，公司的控股股东和董事篡夺了属于公司的机会，董事主张，公司不可能取得该机会，因董事享有否决交易的权力。但法院依然判决董事应将机会取得的收益归于公司。[See *Thorpe v. CERBCO, Inc.* 676 A.2d 436 (1996).]

〔26〕 *Boardman v. Phipps* 案中，受托人始终诚信行事，用特殊的专业能力为受托财产和自己取得了所投资公司的控制权并妥善经营，法院仍认为受托人违反了受托义务，但允许受托人取得其劳务津贴。[See *Boardman v. Phipps*, (1967) 2 AC 46.]

〔27〕 参见前引〔19〕，Sarah Worthington 文，第720页，脚注110。

则，^{〔28〕}该农场可视为这部分受贿款的替代财产，香港政府从而取得该农场的所有权。

对物救济的强大效力得周延保护公司的利益，但可能对董事的其他债权人产生不公平的结果，也对与董事交易的第三人施以极高的注意义务，无益于交易安全。因此，恪守教义传统的英国法对推定信托的适用较为谨慎，推定信托依然是公司财产权的实现方式；但在美国法下推定信托已泛化为对董事违信的一般救济和对不当行为的纠正，无论公司的初生权利性质为何。对显然不利于董事债权人的情形，法官可能行使自由裁量权限制推定信托的适用，如对公司实际损失部分赋予公司就财物的衡平留置权。

推定信托与利润归入在功能上互相替代，公司只能择一主张。推定信托赋予公司以衡平所有权，公司得以介入董事与第三人之间，同时实现交易的归属与利益的返还。所以，推定信托并不以董事已经取得积极利益为前提，而更强调对公司财产状态的原样复归。譬如，公司希望租赁一个旺铺作为营业店面，公司董事在为公司洽谈时以自己名义租下合适商铺，即便董事并未从该交易中获利，公司可直接介入董事与第三人的租赁关系，请求其为租约的实际受益人。利润归入只发生在公司与董事之间，关注董事所得利益的交出，必然以董事因不当行为取得净利益为前提，否则在形式上即构成对董事的惩罚。惩罚性赔偿与衡平法传统相抵触，^{〔29〕}也违反矫正正义之基本原则。^{〔30〕}此外，利润归入的形式只限于金钱价值，若董事取得之财产或财产上利益并未转化为货币形式，则应予变卖或者以价额返还，但计算时点以判决时为准。

四、大陆法中归入权之解释进路探寻

• 177 •

英美法通过“一脚迈入财产法”的方式为利益有被损害之虞的受益人提供救济，以兼顾返还与交出功能。这与衡平法形成之历史根源、赖以延续之道德传统密切相关，^{〔31〕}也与信托制度的特有基因不无关联。诚如梅特兰所言：“受益人是被英国法理学宠坏了的小东西，一直备受偏爱，一些本应该受到严肃对待的法律原则和特征都因为他而遭到违背。”^{〔32〕}然而，大陆法系国家并无衡平法传统，董事受信义务纯是借法结果。接枝能否存活，取决于其理念精神和具体技术与本土法律体系的契合程度。我国现行体系无法容纳以双重所有权为前提的推定信托，公司财产的返还与董事利益的交出两项功能均须着落于归入权规则。但从《公司法》第148条第2款出发，归入权只能是债权请求权，其返还功能难以在民法传统的法定之债和意定之债的界域中寻找落点，其得利交出的功能对大陆法来说更为陌生。

〔28〕 See Att-Gen for Hong Kong v. Reid, [1994] 1 AC 324, 336.

〔29〕 See Matthew Conaglen, The Extent of Fiduciary Accounting and the Importance of Authorisation Mechanisms, 70 CLJ, 548 (2011).

〔30〕 同理，在推定信托的情形，公司主张董事移转财产的前提也是支付董事取得相应财产的成本和费用。该对价应为实际支付的价格，当然如公司能证明其本可以以更低价格取得，亦可支付更低价格。

〔31〕 See Mike MacNair, Equity and Conscience, 27 Oxford J. Legal Stud., 659, 672 (2007).

〔32〕 〔英〕梅特兰：《国家、信托与法人》，樊安译，北京大学出版社2008年版，第122页。

（一）法定之债

1. 侵权损害赔偿

董事失信责任为侵权责任，是目前较有影响力的一种主张。^{〔33〕}有观点认为，归入责任类似于侵权责任中的获利返还制度。^{〔34〕}这种观点可能受到美国法的影响，因违反受信义务也被视为商事侵权的一种。而且，从遏制和惩罚董事失信行为、周延救济公司与股东利益的角度，公司法特别规定以董事违反忠实义务的获利赔偿公司遭受的损害，在法政策上并无不洽之处。

然而，归入责任与我国现行侵权责任的规定存在显著不兼容。其一，失信责任所保护的、董事善尽义务时能实现的公司利益，未必是侵权法所保护的客体。从《民法典》侵权责任编可见，侵权法所保护之客体，均得被法律以权利形式明确归属，如人格权、财产权、债权。^{〔35〕}公司之目标在于整合各种形式的财产、资源与利益，通过董事会主导下的经营实现“整体大于部分之和”的长期价值。公司的营销渠道、商业机会、客户资源，均能产生经济利益，但确定性很低，也无法讨论归属。其二，即便得为法律明确保护，上述利益的损害也难以证明与衡量。虽然《民法典》确认了以得利为基准的损害赔偿计算，但该计算方式可否一般性地用于财产受侵害依然存在疑问，按照《民法典》第1184条财产受侵害时的损失计算方法，侵权法只保护公司在侵权行为发生时已经固化的财产的客观价值。以案型3为例，按照侵权法，公司至多可主张30万的损害赔偿，但按公司法的归入责任，公司可主张董事50万的净收益归于公司所有。

2. 权益侵害型不当得利之受益人返还

德国学界有少数学说主张，公司归入权的构造类似于不当得利法。^{〔36〕}与侵权法不同，不当得利法之目的在于回转欠缺法律原因的财货移转，其理论基础在于权益的归属，也就无需以受益人的故意或行为的违法性为要件。这与英美法归入责任不以过错为要件相呼应。但以不当得利作为归入权之理论基础看似省便，仍有不能洽和之处。

首先，不当得利之关注点在受益人保有利益的正当性，而该正当性来源于法秩序对权益的归属划分。权益加害型不当得利在绝对权受损之情形自无问题；但适用在董事、高管违反忠实义务损害公司利益之语境，未必无碍。忠实义务之核心，在防范和管理受信义务人个人利益与所负职责的冲突。滥用公司财产仅为违反忠实义务之一种类型，从公司获取财务协助、使用公司商业秘密，侵害了公司财产的利用权能，也可归于此类。但公司的信息、资源和商业机会不具有财产形态；董事、高管利用公司职位获取贿赂与回扣、从事与公司相竞争的营业行为、与公司发生关联交易，更难为不当得利法所容纳。

其次，权益加害型不当得利虽可构造使受益人返还所得的法律效果，但返还以权利人的损失

〔33〕 参见施天涛：《公司法论》，法律出版社2018年版，第408页。司法实践中也有这种观点，比如潘勇锋：《论公司董事的侵权责任》，载《人民司法》2009年第11期；最高人民法院公报案例“林承恩与李江山等损害公司利益纠纷案”，载《最高人民法院公报》2014年第11期。

〔34〕 参见前引〔1〕，杨艳文。

〔35〕 在《民法典》制定实施前，《侵权责任法》第2条明确规定：“侵害民事权益，应当依照本法承担侵权责任。本法所称民事权益，包括生命权、健康权、姓名权、名誉权、荣誉权、肖像权、隐私权、婚姻自主权、监护权、所有权、用益物权、担保物权、著作权、专利权、商标专用权、发现权、股权、继承权等人身、财产权益。”

〔36〕 Grigoleit/Schwenicke, 1. Aufl. 2013, AktG § 88, Rn. 14.

限度为限。受益人所得大于受害人受损时,受益人无需返还其全部所得,否则,则“反使受害人产生不当得利之结果”〔37〕。

再次,在原物无法返还时,受益人可返还其价额。但通说认为,该价额应为物的客观价值,而非物之实际交换价值,〔38〕而且,为了不使善意受益人承受不利益,善意受益人仅在现存利益范围内负返还义务,也得保留其因劳务或特殊技能取得的利益。即便是恶意受益人,也可以取得劳务费用和管理费用。易言之,董事滥用公司财产而财产灭失的,只需支付给公司客观价值,这与私人征收无异,公司被迫接受其本不愿加入的合约,再考虑到董事对公司的控制权,公司利益将沦于为董事予取予求之境地。

不当得利法只有矫正财产变动之功能,并不适用于评价董事失信行为。英美法上,因返还救济同时适用于不当行为法与不当得利法,也曾有学者尝试,以不当得利作为适用返还救济的所有规则的共通基础。〔39〕但这一进路无法统一回复财货移转的返还与交出不当行为利益的返还,〔40〕因二者债因完全不同。造成财货不合法秩序移转的行为未必具有违法性,可脱离行为的违法性与可归责性,却无法证成不当行为之收益交出后果。因而学者富有洞见地指出,“在不当得利法中引入行为视角并扩大返还范围以发挥其制裁功能,将扰乱其内在价值的一贯性”〔41〕。

3. 不法管理人之管理利益归入

有学者指出,以准无因管理下本人的利益返还请求权建构公司归入权,能更充分保护公司的利益。〔42〕我国《民法典》第980条规定,管理事务不属于第979条规定,但受益人享有管理利益的,受益人应当在其获得的利益范围内向管理人承担第979条第1款规定的义务。立法释义认为,不真正无因管理中的不法管理,虽然符合侵权、不当得利的条件,但侵权和不当得利不能充分保护权利人利益时,可以准用真正的无因管理返还制度,从而尽可能实现对本人的救济。〔43〕董事、高管从行使职权中获取私利,无论是侵占利用公司财产或资源、收取贿赂回扣的行为,还是从公司取得财务协助的行为,均可视为将公司事务当作自己事务管理。

但这一进路仍有不足。不法管理时,管理人系明知为他人事务,而以为自己事务管理,主观心态为恶意。但董事可能善意地违反忠实义务,例如董事诚信地认为商业机会不属于公司而自己利用,此时构成误信管理。管理人无为他人管理的意思,法政策上又不存在惩罚恶意管理人的必要,故误信管理完全不适用无因管理的规则,而应回到不当得利或者侵权行为的框架。

因此,无论是侵权、不当得利,还是无因管理,均无法在不突破既有体系,又不折损归入权之功能的前提下提供融贯的解释框架。不法管理或能提供大于侵权与不当得利的返还数值,但无法涵盖董事因疏忽大意或过于自信而失信的情形。

〔37〕 史尚宽:《债法总论》,中国政法大学出版社2000年版,第92页。

〔38〕 参见王泽鉴:《不当得利》,北京大学出版社2017年版,第169页。

〔39〕 See Goff, Jones, *the Law of Restitution*, The Commercial Press, 1998, p. 709.

〔40〕 See James Edelman, *Gain-based Damages*, Hart-Publishing, 2002, p. 36.

〔41〕 前引〔13〕,张家勇文,第65页。

〔42〕 参见赵廉慧:《作为民事救济手段的无因管理——从准无因管理制度的存废谈起》,载《法学论坛》2010年第2期。

〔43〕 参见黄薇主编:《中华人民共和国民法典释义》,法律出版社2020年版,第1784页。

（二）意定之债

归入责任与侵权、不得当利或无因管理均存在龃龉难合之处，将其定性为违约损害赔偿之替代或具体计算方式，或能减少对大陆法既有体系之冲击。这一进路回归大陆法系所界定之董事与公司关系的本质。德国、日本和我国台湾地区均认为董事与公司之间的关系为委托关系，董事忠实义务应为受托人所负之事务处理义务所涵摄。我国法学界也吸纳了这种观点。^{〔44〕}而且，民法委托合同中受托人利益交付义务等规定可以直接适用于部分失信行为，减少融合负担。

我国台湾地区“公司法”原只规定了董事竞业时公司的归入权，2011年修订中将归入权适用到公司负责人违反忠实义务的所有情形。该次修订明确公司负责人受托义务之规定延续自英美法及日本商法“公司与董事间之委任关系”的路径，并援引台湾地区“民法”委任合同中受任人的义务以说明。^{〔45〕}易言之，立法理由似将归入权视为民法上受托人对委托人交付利益与报告颠末之义务在公司法中的特别规定，但学界在法条的具体解释论上又受英美法归入责任的影响。学者认为“将该行为之所得视为公司之所得”系指董事应交付其由该行为所得之金钱、其他物品或薪酬或将所取得之权利移转于公司，^{〔46〕}其目的在于“不让违反忠实义务的公司负责人得以保有不法之利益所得”^{〔47〕}。对归入的范围，有观点主张是利益的增量，也有观点主张应为董事行为之“对价”。以董事为竞业行为为例，以为对价包括董事所得之薪酬，以达成“藉由事后惩罚发挥事前警惕效果之目的”^{〔48〕}，此论已远超出受托人利益交付义务的范围，因受托人之利益交付义务本以处理代理事务为前提，收受佣金、贿赂和从事竞争行为，均不在此限。台湾地区公司法学者解说扩张解释的理由为，“获利吐还不仅可以降低违反义务之诱因，亦可得衡平之果”^{〔49〕}。

德国法与日本法均将归入责任界定为董事债务不履行的损害赔偿赔偿责任。德国法通说认为，公司的介入权本质系损害难以证明时损害赔偿请求权的替代。^{〔50〕}日本《公司法》第423条第2款规定，若董事、高管从事交易涉及同业竞争，则董事、高管或第三人从上述交易中获得的利益数额推定为前款的公司损失数额。日本《公司法》这一规定与日本《信托法》保持一致，^{〔51〕}日本《信托法》修订时学界对应否规定归入责任进行了激烈争论，因归入责任与日本私法体系并不相容，^{〔52〕}最后以所得数额推定损害数额的方式进行规定，“是考虑到信托法与民法之间的平衡”^{〔53〕}。公司法亦同此理。但将董事所得“推定”为损害赔偿数额，意味着应以公司受有事实损害

〔44〕 参见王保树、崔勤之：《中国公司法原理》，社会科学文献出版社2006年版，第207-208页。实践中也有这种做法，见《上市公司治理准则》（2002）与《上市公司治理准则》（2018）。

〔45〕 参见中国台湾地区“立法院”《“立法院”公报》第100卷第49期，第401页。

〔46〕 参见柯芳枝：《公司法论》，三民书局股份有限公司2012年版，第307页。

〔47〕 刘连煜：《新修正公司法讲座第一讲：公司法2012及2011年新修正条文析论（一）》，载《月旦法学教室》第122期，第45页。

〔48〕 林国全：《董事竞业禁止规范之研究》，载《月旦法学杂志》2008年第8期，第232页。

〔49〕 曾宛如：《公司法法制——基础理论之再建构》，元照出版有限公司2017年版，第240页。

〔50〕 Henssler/Strohn GesR/Dauner-Lieb, 3. Aufl. 2016, AktG § 88, Rn. 9; MüKoAktG/Spindler, 4. Aufl. 2014, AktG § 88, Rn. 33.

〔51〕 日本《信托法》第40条第3款规定受托人违反忠实义务时，其与利害关系人所获得的利益额推定为信托财产的损失。不过，在商法学者拟定的《日本商事信托法纲要》中规定要求受托人返还利益并不影响损害赔偿，实则将归入责任与损害赔偿并行，而不是作为损害赔偿计算的一种方式。

〔52〕 〔日〕樋口范雄：《信托与信托法》，朱大明译，法律出版社2017年版，第107页。

〔53〕 姜雪莲：《信托受托人的忠实义务》，载《中外法学》2016年第1期，第191页。

为前提,董事若证明公司并未遭受损害,或者其遭受的损害与董事失信行为并无因果关系,将免于责任承担。此外,既然为“推定”,法官即有较大自由裁量权,这与英美归入权严格的所得全部交出不同,法官可以视公司受损害的状况、董事的得利与主观过错行使自由裁量权。在一则判例中,董事为其家属设立的公司从事竞业交易,法官裁判综合董事在第三人公司融资与经营中所起的作用和董事取得的利益,以董事及其家人在该公司所获的薪酬之50%作为公司的损害额。^[54]

委托关系说不能完全揭示我国法上公司与董事之间关系的本质。对董事之任职资格、职位设定、职权设置,我国《公司法》之规定均有一定强制性。董事之受信义务是法定义务,公司章程不得排除。因此,一般认为董事与公司的关系带有法定性,董事是法定职位,^[55]是“自成一类”(sui generis)的^[56]。而且,归入责任之规范意旨与传统违约损害赔偿之间的张力也须调适。其一,合同法中通常不存在以获益交出为目的的损害赔偿,违约方违背其合同义务时,仅须赔偿守约方预期利益的损失,不必然包括机会损失。所以,合同法并不禁止效率违约,也不特别阻遏故意违约。但归入责任的构造,是要求董事将全部净收益转移给公司,使董事的违约收益至少不大于董事的履约成本,以消灭董事个人利益的实现可能来杜绝董事对忠实义务的“效率违约”。其二,违约损害赔偿之目的在于使守约方复归合同义务未被违反、顺利履行的状态。^[57]董事与公司之间受信关系决定公司对委任合同的预期利益在缔约时无法明确,在董事违约时也很难界定。董事所行使之职权源于公司授予,而公司授权之目的在于提升公司利益。如果公司之“最佳利益”即为公司之预期利益,那么此预期利益是永远不可知的。其三,按照违约责任的原则,守约方的预期利益损失应在违约方可预见的范围之内,且与违约行为有因果关系,违约的损害赔偿范围与过错密切相关。但归入责任对因果关系之要求极为宽松,也不以董事之主观过错为前提。

• 181 •

五、归入权本土化方案之具体展开

公司归入权面临的难以在体系中妥当安放的困窘,是混合继受必然产生的疑难。表面上是技术问题,根本上是两大法律体系从根骨到枝节的差异。德国法和日本法皆采用民法损害赔偿为砧木、衡平收益交出为接穗的“嫁接”方式,由于两国均只对董事从事同业经营这一行为类型规定了公司归入权,嫁接的难度相对较低。^[58]而根据我国《公司法》第148条,归入责任概括性地适用于董事和高管违反忠实义务的全部情形,增加了转接与融合的难度(见表1)。^[59]当然,公

[54] 本案中,第三人公司常年处于资不抵债状态,因此法院未将第三人所获得的利益推定为公司的损害额。[参见名古屋高等法院平成20年(2008年)4月17日判决(金融商事判例第1325号,第47页)。]

[55] 参见前引[33],施天涛书,第368页。

[56] See Robert C. Clark, Agency Costs versus Fiduciary Duties, in John W. Pratt, Richard J. Zeckhauser ed., *Principals and Agents: The Structure of Business*, Harvard Business School Press, 1985, p. 56.

[57] 参见姚明斌:《〈合同法〉第113条第1款(违约损害的赔偿范围)评注》,载《法学家》2020年第3期。

[58] 这与德国法与日本法上早期均没有公司董事忠实义务的概括性规定,仅单独规定其竞业禁止义务有关。

[59] 从文义上看公司归入权并不适用于监事违反忠实义务的情形。当然,其中不能说没有体系解释的空间。笔者即认为,监事违反忠实义务的所得应类推适用第148条第2款归入责任的规定。同样,《公司法》第20条、第115条、第147条关于董事、高管忠实义务的规定,也应类推适用第148条第2款归入责任。为表述便宜,本文集中探讨董事违反忠实义务时公司的归入权,但公司的高级管理人员违反忠实义务时,其归入权之适用大体与董事相同,特此说明。

司法是民法之特别法，归入是公司法上对董事失信责任的特别规定，本来也不必削去个性以适应民法之一般规定。解释论的目标，也正是从忠实义务各行为类型下公司利益保护的“痛点”出发，尽可能于微观处融贯交出与返还，于宏观处兼顾公司法之特别性与体系性。

表 1 归入责任在忠实义务各类型的适用

行为类型	子类型	对应条款	突出争议
滥用公司财产	侵占挪用公司财产或资金	第 147 条第 2 款；第 148 条第 1 款第 1 项	董事、高管向第三人转让财产，公司得否主张财产返还；间接所得可否归于公司
	财务协助	第 148 条第 1 款第 3 项	
	使用公司资源、商业秘密	第 148 条第 1 款第 7 项	
收受佣金、贿赂		第 147 条第 2 款；第 148 条第 1 款第 6 项	间接所得可否归于公司
自我交易		第 148 条第 1 款第 4 项	公司选择承认合同的履行利益后，可否再主张归入
与公司竞争		第 148 条第 1 款第 5 项	董事投入个人劳务、能力与经验所得利益可否归于公司

（一）滥用公司财产与收取佣金回扣

对董事侵占、挪用公司财产等行为类型，公司可主张返还原物请求权。但在董事侵占公司财产并向第三人移转的情形，公司的返还原物请求权无法对抗善意且支付合理对价的第三人，公司可请求归入董事从交易中获得利益，包括交易价格高于财产之真实价值或市场价格的部分。至于间接所得，其系由失信所得之收益变得之财产所产生的收益，如前述案型 1 中董事购买房屋取得的利益，如原告得证明董事所得与其失信行为有直接因果关系，也应归于公司所有。按民法违约责任之规定，归入范围不应超过董事可预见之范围。但侵占挪用之行为类型，董事定然知道或应当知道其行为给公司造成损害，董事作为准受托人，负有善意经营公司财产，至少不将公司财产与个人财产混同之义务。^{〔60〕}对董事之恶意违约行为，突破可预见性原则并不会不合理地增加董事的风险负担，在公司与董事之受信关系中，也不存在以可预见性之约束促进交易之必要。

董事收取贿赂、回扣、佣金等利用职位获取私利的行为，应准用滥用公司财产有关规则。有观点认为，受托人所获利益如系第三人对受托人之个人赠与，无须交出，若是为贿赂受托人之目的，则应当充公。^{〔61〕}然而，管见以为，这一观点并未认识到受托人利益冲突的实质。董事与公司之间的契约是继续性的，第三人对董事个人的赠与，即便与当下的事务处理无关，也将诱使董事偏离为公司利益最大化行事的目标。对第三人的真实意图之辨识和证明成本太高，何况，无论佣金、回扣或贿赂，均为公司本可免于支付却实际支付的过高对价，实为公司财产对董事的支付。对利用职务便利收取的佣金、贿赂应否视为公司财产，英国法院和学界也曾犹疑不决。^{〔62〕}

〔60〕 我国《公司法》第 148 条第 1 款第 2 项规定的，董事、高管不得“将公司资金以其个人名义或者以其他个人名义开立账户存储”即当做此理解，不过由于立法技术有限，条文语义较为模糊。

〔61〕 参见前引〔37〕，史尚宽书，第 398 页。

〔62〕 参见前引〔19〕，Roy Goode QC 文，第 493 页；前引〔19〕，Lord Peter Millett 文，第 583 页；前引〔19〕，Sarah Worthington 文，第 720 页。

传统信托法将受托人利用职位获取的所有私利均视为为信托财产所有。从19世纪末始,为平衡董事债权人利益,英国法院着意区分不直接涉及公司固有财产的受信义务违反,认为贿赂、佣金若非来自公司财产,^[63]公司仅得行使归入权,而不能主张推定信托。^[64]但这一转变遭到来自学界的激烈批评,故英国最高法院在晚近回归传统立场,肯定了公司对佣金、贿赂衡平上的所有权。^[65]董事获取佣金、贿赂或回扣等私利,等同于挪用公司财产或本应由公司取得的财产。

(二) 自我交易

董事与公司自我交易之情形,试以公司授权董事购买某物,而董事将其所有物出售给公司为例(案型3)说明:若交易价格不高于市场价格,公司利益并无损害之虞;若交易价格高于该物的市场价格,公司可拒绝承认合同效力。问题是,若合同已经履行完毕或者交易物的市场价格发生波动,公司选择认可合同更为便宜时,公司可否再主张董事自出售中所获的利润?公司认可董事失信行为的效力并不当然豁免董事的失信责任,《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的规定(五)》第1条规定,公司对关联交易履行法定或章定的决策程序,董事仍要承担损害赔偿责任。案型3又可分为两种情形。若董事张甲是在获公司授权后取得该房屋并将之转手给公司,即便公司出于各种原因认可交易,董事仍应将其获得之利润(出售价与成本价之间的差额)交出给公司,因为董事本有义务以成本价为公司直接购得系争房屋。但若董事购入房屋时并不知公司欲寻找经营场所,唯其向公司出售时未披露本人利益,也构成忠实义务的违反。公司知悉利益冲突后如选择承认交易,即不能再主张其时房屋的市场价格与董事购入成本价之间的差额,而只能就公司购入价格与交易时房屋市场价格之间的差额进行主张。

而且,我国《公司法》对董事的直接自我交易与间接自我交易规定了不同的责任形态,^[66]也会导致内部人着意规避法律、公司利益受损的结果。将归入权视为损害赔偿的替代方式,则产生《公司法》第21条准用归入权的可能,从而将两类自我交易的法律后果同一化。

(三) 与公司竞争

在董事或者高管与公司从事竞争行为,包括篡夺公司机会或与公司经营同类业务时,归入范围计算尤为复杂。以案型4为例,公司向从事竞业行为的张甲主张公司经营期间的净利润、张甲作为高管所得的薪酬和公司股权等利益。公司股权不属于失信所得,因投资设立公司本身并不产生利益冲突,但B公司与A公司从事同类业务,违反了同业经营禁止条款。B公司已经产生之净利润,固然来源于从A公司窃取之客户与A公司之商誉,也有张甲的初始物质资本和张甲及其员工的人力资本贡献。张甲从公司取得的薪酬,不排除有实质的利润分配——这在封闭公司是常态,更主要是其人力资本之对价。此时,张甲未从事竞争行为时公司本应拥有的财产总额很难证明,但若直接将上述利益全部归入,又可能使公司反从张甲失信行为中获利。

司法实践中,此类案件存在严重的同案不同判现象。有法院裁判归入范围为董事担任所设立

[63] 例如,原告若能证明被告收取的贿赂或佣金实际源于公司向行贿者或佣金提供者支付的对价,则推定信托成立。

[64] See Sinclair Investments (UK) Ltd v. Versailles Trade Finance Ltd (In Administration), [2011] 3 WLR 1153.

[65] See FHR European Ventures LLP v. Cedar Capital Partners LLC, [2014] UKSC 45, [2015] AC 250.

[66] 参见《公司法》第21、148、149条。

实体（以下简称“竞业公司”）的董事高管所得的工资薪金，^{〔67〕}有法院主张应纳入竞业公司从事相竞争业务产生的税前利润，^{〔68〕}有法院确认归入范围包括竞业公司从事相竞争业务产生的可分配利润，^{〔69〕}有法院判决竞业公司的营业收入和董事所持有的股权增值之和均应归于公司所有，^{〔70〕}还有法院径行“酌情认定”归入的范围，却不予以任何具体说理^{〔71〕}。裁判不一致的根源在于无法确定与公司竞争时董事所得与公司所失的本质，继而无法理解归入权之正当性。董事、高管负有促进公司利益之法定义务，对公司利益的复归，应至董事履行受信义务时公司的利益状态方为完全。如前所述，董事权力来源于公司赋予，公司对董事行使权力所产生之利益享有权利。这是由董事与公司之间的受托关系所决定，也与商业世界中臂距交易的双方相区别。

以篡夺公司机会为例，公司对某些商业机会虽无对世性权利，却可对抗董事，其缘由在于董事系因职权知悉机会或受托为公司寻找机会。“属于公司之机会”仅在公司与董事之间成立。再以同业竞争为例，任何公司都不具有在一定地域和行业內排除竞争的合法权益，但公司之所以排除董事、高管从事同业经营，既是为保证董事、高管对公司事业的精力投入，也是为防止其与公司竞争的风险。当然，董事与高管的情形略有不同。董事，特别是非执行董事，并无禁止兼职之义务，但公司高管一般负有投入其全部人力资本而使公司利益最大化的义务。而且，高管与公司经营有关之知识、信息、技能与经验，虽转化沉淀为个人资本，但至少部分源于公司职务。易言之，因公司事实上之可得利益无从确定，故法政策将董事、高管从失信行为中所得视为公司之应得，虽可能无法实现数值上绝对客观之对等，但在规范上并未超出损害填补的框架。^{〔72〕}所以，在案型4中，公司对张甲同业竞争行为之归入权，与对其篡夺公司交易机会（C公司）之归入权发生竞合，公司得向张甲主张B公司经营期间的税后净利润和张甲取得的薪酬。

六、结 语

英美法中，失信责任从理念、原则到构成要件均有别于违约责任和侵权责任，违反受信义务也是独立于违约之诉和侵权之诉的诉由。推定信托与利润归入互为补充，以实现补偿公司和震慑

〔67〕 如“沈阳东方银座国际酒店有限公司诉王哲公司利益责任纠纷案”[辽宁省沈阳市大东区人民法院（2016）辽0104民初13508号民事判决书]，“恩平市汉邦陶瓷有限公司与刘福来损害公司利益纠纷上诉案”[广东省韶关市中级人民法院（2014）韶中法民二终字第81号民事判决书]。

〔68〕 如“江苏乐辉医药科技有限公司诉谢芳等公司利益责任纠纷再审案”[江苏高级人民法院（2016）苏民再296号民事判决书]，“济南南方管道设备有限公司与李家庄、济南南方泰威机械设备有限公司损害公司利益责任纠纷案”[山东省高级人民法院（2015）济商初字第38号民事判决书]。

〔69〕 如“烟台众联实业有限责任公司与烟台瑞和丰家纺有限责任公司、王光村损害公司利益责任纠纷案”[山东省烟台市中级人民法院（2015）烟商二终字第109号民事判决书]。

〔70〕 如“南京南华擎天资讯科技有限公司与辛颖梅、汪晓刚、张虹、南京擎天科技有限公司损害公司利益纠纷案”[江苏省高级人民法院（2015）苏商终字第00680号民事判决书]。

〔71〕 如“深圳犹迈网络科技有限公司诉马润杰公司利益责任纠纷案”[广东深圳市宝安区人民法院（2016）粤0306民初11671号民事判决书]。

〔72〕 仔细辨析可以发现，董事经营同类营业，未必给公司造成竞争风险，例如，董事经营之“竞业公司”与公司虽处在同一行业，但不在同一省域，就两公司之经营规模与业务情况观之，不存在任何竞争的可能性。此时，以董事之所得等同于公司之应得，有可能导致公司的不当得利。此时更可行的方法是对《公司法》第148条第1款第5项进行限缩解释。竞业行为之构成已超出本文讨论的主题，此处不再赘述。

董事的双重目标。但我国的实定法体系无法容纳推定信托，实践中归入权的适用也窒碍重重。“水土不服”是法律继受难以避免的问题。唯有超越规则的“复制粘贴”，寻找功能应合与规范调和的方法，方能实现借入规范的微观适应。^{〔73〕}

《民法典》颁布对《公司法》的进一步修订与完善提出了挑战，也提供了契机。法条所采之“收入”表述，不符合矫正正义，将构成公司的不当得利，应修订或限缩解释为“净利益”，即董事、高管违反忠实义务所得的利益增加。利益能涵摄所得之财产与财产上利益，而限于货币形式。如此，则毋庸对董事取得之财物进行变卖或拟制计算，得更周延实现公司利益的复归。以此为前提，归入责任的返还与交出面向完全交融。董事的权力源于公司，董事之事实所得即为公司之规范应得，并未超出损失填补的框架。

但在具体的规范构造上，现行法下侵权、不当得利、无因管理和违约责任之规则，均无法妥适地提供归入权的安置方案。公司法上董事责任也本应有自己的原理和构成。公司治理之目标在于实现权责利相统一。董事责任不仅是简单的利益、损害与因果关系计算，更是公司善治的实现之道。公司的营利性、董事权力的酌处性和商业经营的风险性，决定董事责任的计算不可能有完全客观、答案唯一的数值，必然需要法官的价值判断。观吾东邻，日本《商法典》在20世纪50年代新增了第254—3条董事忠实义务，^{〔74〕}但在长达四十年的时间里，该规则从未被单独适用过，直到20世纪90年代后，才成为“活的法律”。^{〔75〕}在司法裁判的经验积累与学术研究的反复探讨中，逐渐深化对公司的组织特质、董事地位与责任的理解，大约是董事受信义务本土化无法绕过的迢遥路途。

• 185 •

Abstract: Article 148 of Company Law provides that all income a director receives in breach of duty of loyalty should be disgorged to the corporation. The account of profits remedy was transplanted from equity in England, however, the transplantation has caused incoherency to current domestic rules. On one hand, “income” shall be interpreted as “net profit” to fulfil the remedy’s function of disgorgement and restitution. On the other hand, none of the tort, *negotiorum gestio* or unjust enrichment provides a feasible framework to adopt account of profits. Account of profits as an alternative of compensation for breach of fiduciary duty should be a more favorable solution. And the calculation formula of profits may be established on a more concrete categorization of disloyal behaviors.

Key Words: account of profits, constructive trust, fiduciary, restitution, disgorgement

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)

〔73〕 参见汤欣：《法律移植视角下的短线交易归人权制度》，载《清华法学》2014年第3期。

〔74〕 日本《商法典》第254—3条规定：“董事负有遵守法令或章程规定及股东会决议，为公司忠实执行其职务的义务。”（王书江、殷建平译：《日本商法典》，中国法制出版社2000年版，第66页。）

〔75〕 See Hideki Kanda, Curtis J. Milhaupt, Re-examining Legal Transplants, The Director’s Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law, 51 *Am. J. Comp. L.*, 887 (2003).

《公司法》修订中的资本制度路径思辨 ——以委托代理理论构建我国授权资本制

白牧蓉 张嘉鑫*

内容提要：2013 年我国《公司法》针对公司资本制度进行了大幅度修改，通过降低门槛和认缴制适用等变革淡化了资本三原则的决定性作用，但仍沿用了法定资本制。在全球经济下行及我国经济转型背景下，以《公司法》修订为契机，公司资本制的路径选择及发展中的制度体系再度引发了研究思辨。公司的本质在于外部财产管理中委托代理关系的组织化构建，应当充分发挥董事会作为受托人的专业能力和作用，授权资本制是更能体现信义关系并符合效率价值的资本制度。结合对英美完全授权资本制和日本折中授权资本制的述评，分析我国公司资本制的历史沿革与当下的市场环境可知，未来我国公司资本制度应当最大程度激发公司活力，逐步向授权资本制过渡。基于委托代理理论，可以通过外部监管与内部治理的双重策略规制逐步放宽公司资本制度，控制可能增加的代理成本，实现各方利益均衡与市场健康有序发展。

关键词：委托代理理论 公司资本制度 授权资本制 信托理念

曾有经济学学者对中国经济 2019 年之后的发展形势进行预测，认为随着经济下行压力的加大，宏观调控应以“稳”字为主，将工作重点转向深化改革和重振市场信心。^{〔1〕}2020 年初开始，新冠疫情对我国经济造成了不容忽视的影响，如上半年全国税收收入总计 81990 亿元，同比下降 11.3%；非税收收入总计 14186 亿元，同比下降 8%。^{〔2〕}激发市场活力、发展市场经济变得尤为重要。除了国家与地方层面实施的各项中小企业保护应急政策之外，已经提上修订日程的《公司

* 白牧蓉，兰州大学法学院副教授；张嘉鑫，兰州大学法学院硕士研究生。

本文为 2020 年度国家社科基金青年项目“我国区域营商环境协调发展的法治化路径研究”（20CFX048）、2020 年度甘肃省哲学社会科学规划重点项目“甘肃省全面优化营商环境研究”（20ZD010）的阶段性成果。

〔1〕 参见李平主编：《2019 年中国经济形势分析与预测》，社会科学文献出版社 2018 年版，第 83 页。

〔2〕 数据来源于中华人民共和国中央人民政府官方网站，载 http://www.gov.cn/xinwen/2020-07/17/content_5527703.htm，最后访问时间：2020 年 10 月 8 日。

法》亦应当充分发挥作用。一个好的公司资本制度有利于实现效率与公平的价值追求,优化市场资源配置,让市场重新焕发生机。我国公司资本制度运行与改革至今,尚存一些有待明确和完善的问题,特别是方向与路径的选择需要进一步讨论思辨,使之满足经济社会的发展需求。

一、问题缘起

2013年我国《公司法》针对公司资本制度进行了大幅度修改,将此前一个阶段的改革成果予以固化,修改内容包括对绝大部分公司取消最低注册资本限额、〔3〕由实缴制改为认缴制(包括不再限制股东或者发起人首次缴纳数额以及分期缴纳期限)、〔4〕取消验资要求和证明、〔5〕对设立与登记制度做出了相应的修改〔6〕等方面。信用公示制度逐渐取代实缴制以达到确定资本之目的,〔7〕通过降低准入门槛在一定程度上激发了公司在市场中运营的活力,让更多的资本可以流入市场,越来越多的创业者选择使用公司模式来进行商业活动。学者将上述公司资本制度的修改内容称为“自主认缴制”。〔8〕部分学者认为这一改革标志着中国资本制度可能向着授权资本制方向发展,但究其本质,当前的制度选择依旧是法定资本制。〔9〕该类制度下,仍然要求股份一次发行完毕,增资仍然是股东会的权能,有观点认为当前公司法上的认缴制仅仅确立了注册资本的分期缴纳制度。〔10〕此项改革从诞生之日起就存在争议,且其中蕴含的风险催生了认缴资本加速到期等补充性制度,但公司资本的运作安排应当由公司自行决定,法律予以介入是为了维护交易安全。通过厘清公司组织形式之中的委托代理关系来解决矛盾,立法者应当从公平、安全、自由、效率角度出发,来抉择市场需要哪种资本制度。〔11〕

• 187 •

公司法调整的是在公司运作中理性经济人之间发生的经济关系,利益最大化是每个理性经济人的趋同性目标。〔12〕可见,公司法一方面调节主体之间的法律关系,另一方面尽可能满足各主体目标,为他们营造良好的经营环境。我国公司资本制从极为严格的法定资本制修改至今,一直向着尊重市场主体地位、最大程度激发市场活力的方向发展。然而,如今的认缴资本制依旧存在其局限性。施天涛认为,对比美国和欧盟的相关资本制改革,我国已经取得了巨大的进步,但股东中心主义短时间内无法得到改变,只能将授权资本制的建立和放宽资本维持的限制视为长期奋斗目标。〔13〕徐强胜认为,我国认缴资本制的问题在于股东和公司之间财产归属陷入了混乱,公

〔3〕删除了原《公司法》第59条。

〔4〕新《公司法》第26条、第80条彻底废除了一般公司法定资本额限制,改由股东认缴、归公司自治。

〔5〕按照原《公司法》第29条,验资程序是公司设立必不可少的基本条件。

〔6〕参见施天涛:《公司资本制度改革:解读与辨析》,载《清华法学》2014年第5期。

〔7〕参见李建伟:《公司资本的核心概念疏证》,载《北方法学》2016年第1期。

〔8〕参见朱锦清:《公司法学》,清华大学出版社2019年版,第79页。

〔9〕参见甘培忠、吴韬:《论长期坚守我国法定资本制的核心价值》,载《法律适用》2014年第6期。

〔10〕参见甘培忠、周淳、周游:《企业与公司法学》,北京大学出版社2021年版,第199-201页。

〔11〕参见王文宇:《简政繁权——评中国大陆注册资本认缴制》,载《财经法学》2015年第1期。

〔12〕参见罗培新:《公司法研究的法律经济学含义——以公司表决权规则为中心》,载《法学研究》2006年第5期。

〔13〕参见前引〔6〕,施天涛文。

司自身信用无法保证，由此需要建立相关信用制度来弥补认缴制的缺陷。^{〔14〕}刘燕认为目前几次资本制修改，我国一直未能摆脱“放松出资监管、便利企业设立”的大陆法系改革范式，需要尽快建立和完善催缴出资规则，并进一步完善工商登记程序，重视“实缴资本”和“认缴资本”的区分，将信息更新系统与公司公示系统相结合从而方便查找。^{〔15〕}刘凯湘认为，2013年的公司资本制改革并没有解决股份发行和增资程序两个问题，并且过分从保护债权人的角度来考虑公司资本制度，这背离了该制度的核心，单纯从片面、静态视角研究公司资本制度也会导致研究结果缺乏行动力。^{〔16〕}甘培忠认为，英美的授权资本制是基于其系统的法律配置和文化，当前的法定资本制有利于保护债权人利益，是我国应当长期选择的资本制度。^{〔17〕}事实上，早期学者大多持此类观点，认为法定资本制符合客观发展规律，我国制度运行环境并不适合授权资本制的建立和发展。^{〔18〕}

认缴资本制已经在我国适用了7年，学界对其褒贬不一，但基本肯定了该制度对经济的贡献。然而没有一项制度是可以一成不变的，资本制度亦需要发展完善。在全球经济下行、国际政治经济关系局势复杂、外部事件频发的背景下，国民经济需要市场主体充分发挥主观能动性予以盘活。以《公司法》的本次修订为契机，公司资本制的路径选择及发展中的制度体系构建需要再次被拿到台面上进行研究和辨析。

二、公司的本质与资本制度的选择

• 188 •

无论是股东向公司投入资产的过程中，还是公司向股东分配利润的过程中，债权人和股东的利益都具有一定的相对性。普通法和制定法对于“法律资本”这一概念的讨论，便是立足于调节双方的利益冲突。^{〔19〕}当然因公司资本引发的冲突并不限于债权人与股东这一层委托代理关系，它还包括大股东与小股东、股东与经理人这两层委托代理关系。在此基础上，从行为决定论角度探究各主体的行为模式，可以得出授权资本制的优势所在。

（一）公司的本质——委托代理关系

公司由法人人格、有限责任、股份自由转让、董事会结构下的集中经营管理以及出资者共有所有权这五个基本要素构成。^{〔20〕}法律人格是法律赋予公司法律意义上的拟人化主体地位。与之配套的制度则是有限责任制度，该制度让投资者敢于将资金投入市场，这是公司最为核心的制度，也是公司制度可以在近现代被发扬的最重要原因。股份自由转让制度则为股权的流转及股东

〔14〕 参见徐强胜、王亚需：《从个人信用走向制度信用——基于公司法认缴制改革的观察》，载《经贸法律评论》2019年第1期。

〔15〕 参见刘燕：《公司法资本制度改革的逻辑与路径——基于商业实践视角的观察》，载《法学研究》2014年第5期。

〔16〕 参见刘凯湘、张其鉴：《公司资本制度在中国的立法变迁与问题应对》，载《河南财经政法大学学报》2014年第5期。

〔17〕 参见甘培忠：《论公司资本制度颠覆性改革的环境与逻辑缺陷及制度补救》，载《科技与法律》2014年第3期。

〔18〕 郭富青：《公司资本制度：设计理念与功能的变革——我国公司资本制度立法观念的转变与路径选择》，载《法商研究》2004年第1期。

〔19〕 参见 Bayless Manning、James J. Hanks Jr.、后向东：《法律资本制度》，载《商事法论集》2007年第1期。

〔20〕 See R. Kraakman, J. Armour, et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2017, p. 5.

的退出提供了基础,提高了优化配置资源的效率。董事会结构下的集中经营管理以公司所有权与经营权的分离为根基,股东即公司所有者拥有两方面权利,一是控制公司的权利,二是获得公司净收益的权利,前者的一部分即剩余控制权授予董事会及其衍生的管理层,但后者即剩余索取权却并未进行授予,这与各主体对组织的贡献差异与组织结构的设立目的密切相关。正因如此,股东与董事会、管理层之间形成了隐含委托代理关系的实质契约,公司多项制度的构建宗旨在于降低其中的代理成本,这一委托代理关系在英美法体系之中更加接近于衡平法确立的实质意义上的信托关系或信义关系,董事会、管理层乃至监事会及其他内部人作为受托人的信义义务由此而生。

通过对基本要素的分析,可见公司的核心通过一种类似于委托代理或信托关系的外部财富管理组织模式,可以通过契约更为合理地实现社会资源配置,五个基本要素的演变都以此为方向,核心目标在于为股东盈利。然而没有限制的趋利公司最终会发展为完全的竞劣主体,会导致市场秩序混乱,公司法应运而生。公司法的功能除了界定公司形式以及遏制公司参与方之间的利益冲突之外,还需要在制度层面专注于追求股东回报最大化,从而体现公司组织形式中的委托代理或信托理念。通常情况下,这也是实现公司增进社会整体福利这一更宽泛目标的最佳手段。以我国为例,随着法治化营商环境与服务型政府的构建,公司与企业领域的法律制度也从最初公法色彩浓厚的规制法逐渐向以股东权利保护和促进为核心的自治法转变,进而实现为全社会利益服务的总体目标。近些年间,越来越多国家的立法者希望将公司法修改成真正意义上可以服务于公司的法律,以受托人的权利与义务为核心,以效率为主要价值追求的授权资本制在这样的逻辑下被越来越多的国家所接受。

• 189 •

(二) 相关主体的行为模式推动授权资本制的选择

行为决定论意图解决人们在做决定时容易出现的系统性偏离理性的问题。公司依照其成员的意志做出决定时并非如传统的经济学分析假设的那样完全理性,难以排除信息不对称等因素带来的交易成本,因此无法避免因个人偏好以及简单的启发式倾向使公司决定偏离理性路线,公司法律制度需要在一定程度上考虑到这个问题,并且通过制度思考和设计尽量避免该情况的发生。

诚如前文所述,从公司结构视角下观察,公司的核心是董事会结构下的集中经营管理及出资者共有所有权,因此出资者和董事会的内生性矛盾难以避免。尽管双方的最终目的都是希望公司经营发展情况良好从而使各主体利益最大化,但是管理层最大化公司利润,并且将股利以现金形式分配给股东,更符合股东的意愿。^{〔21〕} 出资者更关注自己的剩余索取权(股东利益最大化以及同股同权),而董事会似乎更加关注公司利益最大化及控制性利益。历史经验证明经营权和控制权的分离有益于公司发展,虽然董事会和股东会都会出现偏离绝对理性的情况,但与董事会相比,股东会偏离理性的可能性更大。一方面,公司制度的大量内容以分权制衡及内部人监督为主,在严格规制之下,作为受托人群体的董事会比股东会的决策更加倾向于理性。另一方面,股东作为委托人和受益人,在信息接收处理、专业理性决策等方面存在偏差。进行决策行为时,股东可能因为自身的确认偏差、记忆限制以及过分乐观从而易于接受支持他们初始假设的证据及重

〔21〕 参见〔美〕罗曼诺编著:《公司法基础》,罗培新译,北京大学出版社2013年版,第249页。

要结论，当控制股东、大股东由此做出决策时，其他股东再想提供那些反对此结论的信息就变得非常困难。加之股东自身对公司的信息源不敏感，可能会过分关注自身了解到的信息和解释，被这些信息和解释所锚定从而产生问题。^{〔22〕}人们往往喜欢设定目标作为参照点，在决策过程中存在着当下享乐偏误，缺乏自我限制和自我控制机制，^{〔23〕}因此股东往往会产生过度自信的判断。同时，股东的虚假共识效应让他们更相信和自己处在同一地位的股东的信息和解释，从而导致决策趋同，加之自利偏差属性，使得他们会偏向于收集、分析、回忆对自己有利的信息，这样以股东个体利益最大化为目标的决策实质是追求私益的产物。

股东决策会时常出现失误，并且是无法避免的，现代公司架构也由此而生。那么股东的这些问题是否也会在董事会中存在？董事会的基本组成人员，除了外聘独立董事外，主要由股东构成，从逻辑上来说问题具有相似性。然而公司制度发展至今，由信托理念衍生的董高监信义义务已相对完善，实务界和学术界也对董事会的作用达成了共识。董事会作为公司内部治理结构中最为核心的组成部分，远比股东会更适合对公司进行集中经营管理，并且可以最大程度上避免决定偏离系统性理性。若董事违背了相关义务则需承担相应责任，^{〔24〕}董事会进行经营管理时远比股东会要更加小心谨慎，并依靠自己的专业做出最有利于公司的决策。

行为决定论证明，好的行为政策设计具有成本可忽略而效果显著的特点。授权资本制通过公司股东决定公司的资本总额及其构成、公司资本分次认缴（发行）以及董事会决定授权资本的后续发行的方式将会是避免股东会非理性决策的方式之一。与股东会相比，董事会更了解公司，且更可能意识到自己在公司经营中的行为偏差并予以修正。更重要的是，董事在公司中发挥的关键作用是确保公司管理层为增进股东利益而行事，^{〔25〕}这也是董事会结构下的集中经营管理的体现。在此框架下，董事会发挥三大功能，一是监督，二是帮助公司争取并保护外部资源，三是帮助公司战略形成。^{〔26〕}授权资本制下，股东会信任董事会从而降低增资等程序中的制度性成本，此时董事会和股东会的相互信任可以得到量化衡量，从而达到一种互惠效应。尽管其效果长期可能减弱，但减弱部分并不会影响制度性成本的降低，以及信任所带来的好处，^{〔27〕}这可以让公司资本被最大程度地利用，例如当股东出资义务出现瑕疵时董事会有义务要求出资瑕疵股东履行义务，这样的设计更有效率，更符合公司发展的客观规律。

（三）委托代理关系下授权资本制的合理性

不同主体视角下审视授权资本制有不同的判断标尺，可以发现其不同的制度优势，具体内容请参见表 1。

〔22〕 参见〔美〕克罗斯、普伦蒂斯：《法律与公司金融》，伍巧芳、高汉译，北京大学出版社 2011 年版，第 104 - 105 页。

〔23〕 参见科林·F·凯莫勒、乔治·罗文斯坦、马修·拉宾主编：《行为经济学新进展》，贺京同等译，中国人民大学出版社 2017 版，第 64 - 88 页。

〔24〕 参见《公司法》第 148 条。

〔25〕 See Sanjai Bhagat, Roberta Romano, Empirical Studies of Corporate Law, in A. M. Polinsky, S. Shavell ed., *Handbook of Law and Economics*, Elsevier, 2007, pp. 945 - 1012.

〔26〕 See Donald C. Langevoort, The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms and the Unintended Consequences of Independence and Accountability, 89 *Georgetown Law Journal*, 797 (2001).

〔27〕 参见〔美〕大卫 R. 贾斯特：《行为经济学》，贺京同等译，机械工业出版社 2016 年版，第 325 - 340 页。

表 1 不同主体视角下的授权资本制

比较视角	股东视角	董事会视角	债权人视角
判断标尺	成本、监督与利益	公司运作的空间	债权人保护
授权资本制优势	成本低，成立公司门槛低，事后审查，投资回报依托市场，退出通畅，作为委托人及受益人保留监督与获得最大利益的权利	董事会通过商业判断选择何时进行公司融资，董事会作为受托人，拥有较大的运营空间，股份认购可以选择一次性或分期缴纳	将债权人利益保障重任合理配置在公司资本制度之内与之外，通过其他制度保护债权人，平衡保护债权人和公司之间的委托代理关系

授权资本制的合理性之一是有利于解决公司融资与融资成本之间的矛盾问题。公司融资受到公司外部融资能力和公司贷款能力影响，^{〔28〕} 具体而言，公司融资的效果取决于公司资金流动性和风险管理、自由现金流、长期融资的情况以及外部的产品市场和收益预期，而授权资本制的优势在于降低公司融资成本。研究显示，相比于债权融资，公司更倾向于选择股权融资。^{〔29〕} 将权利授予董事会，让董事会根据公司内部实际经营情况和公司外部市场环境决定如何发行剩余资本，毫无疑问将会提高融资效率和成功率、降低融资成本。

通过对基本特征的描述可得，授权资本制是公司法上委托代理关系的一种体现。公司法一方面通过规制策略，尤其是强制性规则的规定，直接约束受托人的行为，规范委托人与受托人的关系；另一方面通过治理策略确认一套制度框架，以便委托人可以更便捷地监督和激励受托人，受托人较为自由的财产管理权限及扩大委托人范围的职能都需在信义义务的限制之下行使，这些都是构建授权资本制的基础。可以将股东会与董事会之间视为一组委托代理关系，通过研究事前事后的规制策略和治理策略，可以为授权资本制的实行提供理论基础和制度保障。

授权资本制是当前公司资本制度类型中灵活性较大的资本制度。我们一般认为的授权资本制是以英美为主要代表国家的完全授权资本制，指公司设立时资本总额记载于公司章程之中，股东仅仅需要认足或发行资本总额中由公司章程规定的部分即可，并且授权给董事会，让董事会根据公司实际经营情况和外部市场环境决定如何发行余额资本的制度。^{〔30〕} 授权资本制中的“授权”是其与法定资本制的根本区别，赋予了公司高度自治的空间，可以最大化地实现公司资本筹集的灵活性。这样的灵活优势加之美英经济体的市场化主流影响，以及经济周期性下滑等情况，^{〔31〕} 使得许多大陆法系国家纷纷选择效仿授权资本制，例如日本、韩国通过公司法改革已经将本国的公司资本制度转向授权资本制。我国学者将日本和韩国的资本制度称之为折中授权资本制或折中资本制，^{〔32〕} 但是根据日韩学者对折中授权资本制的表述可见，他们认为本国实行的就是授权资

〔28〕 参见〔法〕让-梯若尔：《公司金融理论》（上册），王永钦等译，中国人民大学出版社2014年版，第308-348页。

〔29〕 参见廖志敏、陈晓芳：《法律中的经济力量》，法律出版社2015年版，第53-54页。

〔30〕 参见袁碧华：《我国公司资本制度改革研究》，中国政法大学出版社2016年版，第21页。

〔31〕 参见甘培忠、周游：《注册资本认缴登记之语义释疑及制度解构》，载《中国工商管理研究》2013年第5期。

〔32〕 参见刘永光：《日本公司资本制度改革的立法实践及其对我国的启示》，载《法商研究》2004年第1期。

本制，只是比英美的授权资本制施加了更多的限制条件。^{〔33〕} 为了区分，我们不妨将英美的授权资本制命名为完全授权资本制，而将日韩的授权资本制命名为折中授权资本制，两者都基本符合授权资本制的内容或精神。

三、域外授权资本制发展评析

各国的公司资本制度构建都以公司隐含的委托代理理论或信义关系为基础，彼此之间的差异很大程度上取决于该国对公司组织关系及利益权衡的理解侧重点不同，选择适用授权资本制的国家往往更加关注委托代理理论践行中的公司效率及全体股东的利益。

（一）英美的完全授权资本制

范健认为，授权资本制是起源于英美法系的产物。^{〔34〕} 美国自 1969 年旧《示范公司法》取消了最低资本规定条款后，各州公司法总趋势是取消公司章程中有关资本的各类强制性要求。在仍然保留最低资本要求的州法中，约束理由是可以让董事对缺失的部分资本承担连带责任，并不是为了提高公司成立的门槛。^{〔35〕} 对于新设公司的要求也比较简单，仅需要向州务卿办公室提交公司章程备案，文件形式正确即可，若内容虚假仍然申报即可构成犯罪。^{〔36〕}

相较于美国，英国在使用授权资本制时奉行“商业自由透明度”的理念，在公司设立环节管制有限，重视信息披露以及避免“折价发行”，将更多的制度内容设置于公司对股东的分配环节。^{〔37〕} 对于股东的认缴出资行为，英美建立了以董事会为中心的股东出资催缴机制，当股东出资义务出现瑕疵时董事会有义务要求瑕疵股东履行义务，同时英国公司法上有部分实缴股份制度，可以在登记公司时向登记机关声明自己的实缴数额。^{〔38〕} 在英美授权资本制度下，章程载明的资本额可以分次发行，股东对于自己认购的公司股份可以选择一次性或分期缴纳。授权资本制核心在于董事会通过商业判断来选择何时进行股权融资，股东会通过章程提前授权董事会可以发行的资本数量，不用通过股东会决议及变更公司章程这样繁琐的流程，给予了董事会一定的运作空间，降低了公司的增资成本。

叶林曾对授权资本制给予高度评价，认为授权资本制是适应公司股权高度分散化特征而设计的资本制度，有助于避免少数股东操纵公司事务，并提高公司运行效率，同时授权资本制度的弊端是可能加剧内部人控制和滥用公司资本制度的现象。^{〔39〕} 这些弊端的确存在，但并不意味着授权资本制一无是处，相反该制度正因为为公司预留了自治空间而得到了广泛支持，且因为英美国家成熟的市场机制和根深蒂固的信托理念，制度对交易安全的保障功能并不逊色，也影响了大陆

〔33〕 参见邹海林、陈洁主编：《公司资本制度的现代化》，社会科学文献出版社 2014 年版，第 77 页。

〔34〕 参见范健、王建文：《公司法》，法律出版社 2018 年版，第 236 页。

〔35〕 参见〔美〕罗伯特·W·汉密尔顿：《公司法概要》，李存捧译，中国社会科学出版社 1999 版，第 37-38 页。

〔36〕 参见前引〔11〕，王文宇文。

〔37〕 参见前引〔15〕，刘燕文。

〔38〕 参见前引〔14〕，徐强胜、王亚霏文。

〔39〕 参见叶林、王世华：《公司法定资本制的检讨》，载《法律适用》2005 年第 3 期。

法系多个国家和地区公司资本制度的变革。

值得注意的是授权资本制并非一直被英国所采纳。一方面,公司实际发行的资本额与章程规定的资本额往往出现很大差距,资本信息具有欺骗性,如果设置了很高的授权资本数额(英国公司的通常情况),则授权额并不会对董事构成明显的约束;^[40]另一方面,董事会要根据授权额发行资本,有时授权额的限制会导致授权资本制与法定资本制无异。英国2006年《公司法》放弃授权资本制转而选择声明资本制,后者更加开放和自由,取消了授权资本限额,公司只需声明发行资本总额,股东认购即可成立,无需部分实缴。该制度继续扩大董事会的权利,董事会完全可以自主决定发行股份数量,可以说是现阶段给予董事最大自由的制度。^[41]英国立法者对于授权资本制的批判是合理的,实际上,英国公司法赋予了公司股东通过对公司宪章施加更强的控制来保护自身权益的机会,而不需要通过授权资本制度。^[42]但考虑到不同国家的市场基础不同,声明资本制的使用要极为慎重,拥有市场规模较大且复杂背景的国家并不适合进行盲目的公司资本制度自由化改革,声明资本制需要在极为成熟的授权资本制基础上探索适用。

分析英美的资本制度时需要意识到公司注册竞争的情况。这种情况在美国尤为突出,各州为了地方政府的财政税收必须考虑为公司运营提供最为舒适的市场环境,最终让创业者选择在本州进行公司注册。从这个角度来说,美国的公司资本制度在大陆法系国家看来如此激进也是有一定原因的,但这样的竞争是将公司资本制度的选择权交还给了市场,市场中真实的声音便是其商业领域改革的方向。以特拉华州为例,从1960年至1980年,该州的公司注册税费收入占总收入的比重可以达到15.8%,其他大多数州的税收收入难以与之相比,由此得出一个结论,公司注册税费占该州总收入的比例与该州公司法对公司需求的回应能力呈正相关,^[43]良好的公司法会助推州政府财政收入提高。除了注册税费,公司成立后的税费也是一个州的巨大收入来源。州公司法赋予公司董事会越来越大的权利进行公司运营,源于董事会对公司的了解以及决策和行为的效率,可以最大化地增加各种税收。因此,无论授权资本制还是声明资本制,对英美两国而言都是市场与立法相互作用的结果,这两种公司资本制度在英美本土并不会出现水土不服,可以说是一种自下而上的改革成果。

(二) 日本的折中授权资本制

折中授权资本制的本质是被设置限制的授权资本制,一般是指公司设立时章程中必须载明资本总额,公司成立只需该资本部分发行和认足,针对未发行的部分,公司授权给董事会根据具体情况后续发行,法律会对授权发行的部分在比例或时间上进行限制。日本1950年引进授权资本制,根据日本《商法》第166条规定,章程仅须记载公司发行股份总数,设立时发行的总数不得

[40] 参见〔英〕保罗·戴维斯、莎拉·沃辛顿:《现代公司法原理》(上册),罗培新等译,法律出版社2016年版,第279-280页。

[41] 参见黄辉:《现代公司法比较研究:国际经验及对中国的启示》,清华大学出版社2020年版,第71-84页。

[42] 参见〔英〕保罗·戴维斯、莎拉·沃辛顿:《现代公司法原理》(下册),罗培新等译,法律出版社2016年版,第857-882页。

[43] See R. Romano, The State Competition Debate in Corporate Law, 8 *Cardozo Law Review*, 709 (1987).

少于发行股份总数的 1/4。^{〔44〕}另外，因公司章程变更而增加既存的授权股票数量时，增加的上限为已发行股票总数的 4 倍，但非公开公司作为例外不受此限。^{〔45〕}公开公司就发行募集事项可不经股东大会决议而由董事会进行决议。^{〔46〕}神田秀树认为之所以对授权资本制进行如此限制，原因一是防止董事会权利滥用，二是无限制的授权资本制并未体现出授权后未来股东的意思，三是需要明确因新股发行稀释原股东持股比例的底线，防止侵害股东权利。^{〔47〕}可见，日本公司法对于授权资本制设置一定限制，不仅吸取了授权资本制的优点，亦弥补了授权资本制被人诟病的缺陷。结合战后日本的背景，折中授权资本制是一种自上而下的改革成果，其是在当时国际形势与日本国情相结合的基础上建立的。日本的折中授权资本制自建立以来一直沿用至今并得到我国台湾地区的效仿，足以证明授权资本制的生命力。

2005 年日本将《公司法》从其《商法》的“第二编公司”中剥离出来，该法第 445 条第 1 款对资本金进行了规定，认为资本金是设立或者股份发行时股东向股份公司缴付或给付的财产总额，并在之前折中授权资本制的基础上，废止了通过 1990 年《商法》修改创立的最低资本金制度。^{〔48〕}同时，日本《公司法》根据净资产额限制利润分配，即在净资产不足 300 万元时，不得对股东进行盈余分配，^{〔49〕}一定程度上限制了董事和股东滥用授权资本制。为了保障债权人利益，日本《公司法》规定若发生侵害债权人的事实，债权人可以向董事等第三人追责，^{〔50〕}或通过法人人格否认制度来实现权利救济。为了弥补授权资本制的瑕疵，山本为三郎认为日本的资本制度需要与会计监查、会计信息披露紧密结合，希望通过内部监督的监事行为与外部监督的审计活动有效完善公司的内部治理体系。^{〔51〕}

日本的公司资本制度不断向授权资本制发展的同时，学理上的资本原则内容也在持续更新，原有的资本确定原则因 1950 年《商法》修改不再十分严格。所谓的不变是相对而言的，实际上是指不得随意减少资本金的原则，但这并不意味着对资本减少的绝对禁止，而是要求资本的减少必须经过极其严格的法定程序。^{〔52〕}当前日本《公司法》所描述的资本原则指资本充实与维持原则以及资本不变原则。^{〔53〕}资本充实原则体现为实物出资需要验资以及出资额的全额缴付制度等，^{〔54〕}但因为授权资本的存在，上述规定在现实中并未发挥多大作用，至少在一些学者看来，甚至与资本充实原则并无联系。资本维持原则具体体现在针对股东的分配规制以及有偿取得自己股份时的财源规制等制度。^{〔55〕}上述两种原则并未在日本《公司法》中明确规定，都是学者提炼

〔44〕 参见袁田：《反思折中资本制——以公司资本制度的路径选择为视角》，载《北方法学》2012 年第 4 期。

〔45〕 参见日本《公司法》第 113 条。

〔46〕 参见日本《公司法》第 201 条。

〔47〕 参见〔日〕神田秀树：《公司法的理念》，朱大明译，法律出版社 2013 年版，第 122 页。

〔48〕 参见〔日〕前田庸：《公司法入门》，王作全译，北京大学出版社 2012 年版，第 18 页。

〔49〕 参见日本《公司法》第 458 条。

〔50〕 参见日本《公司法》第 459 条。

〔51〕 参见〔日〕山本为三郎：《日本公司法精解》，朱大明等译，法律出版社 2015 年版，第 31 页。

〔52〕 参见〔日〕近藤光男：《最新日本公司法》，梁爽译，法律出版社 2016 年版，第 352-353 页。

〔53〕 参见前引〔48〕，前田庸书，第 19-21 页。

〔54〕 参见日本《公司法》第 33、34、46、63、93、207 条。

〔55〕 参见日本《公司法》第 446、461 条。

的结果,这样的抽象归纳与日本是大陆法系国家有一定关联,他们认为资本制度需要在这些原则的引导下进行。同时日本公司法建立资本制度的重要出发点是保护债权人利益,所以在权衡利弊后以及多方因素的作用下,日本公司法选择折中授权资本制是必然结果。然而这似乎显现出了制度制定中的思维悖论,一方面希望发挥授权资本制度的作用,另一方面对授权资本制的安全表现出深深的怀疑。换言之,日本在制定公司资本制时似乎被迫移植了英美的授权资本制,实质还保有法定资本制的思维逻辑,与其说上述内容是资本原则的一种体现,倒不如说是对于授权资本制度的不合理限制,这是对于企业价值理论的错误理解和阐述。正如施天涛所言,“资本三原则”存在固有的三个缺陷,即违背交易自由原则、不符合交易效率原则以及难以实现交易安全目的。^[56] 授权资本制的广泛适用意味着资本三原则的衰落,大陆法系诸国公司法都已经逐渐转向授权资本制或折中授权资本制,继续坚持法定资本制的国外立法例极其罕见。^[57] 相信随着公司资本制度在全球范围的现代发展,以保护债权人利益为宗旨的法定资本制终将成为公司资本制度的一种历史形态。^[58]

折中授权资本制在日本已经运行了近70年,日本本土已经拥有授权资本制度生存的环境,近几次的《公司法》修订体现出立法机关对于完全授权资本制度的倾向和青睐。随着经济社会的发展,日本立法机关也已意识到折中授权资本制越来越无法适应“金融资本+信息时代”的社会背景,可以预见未来日本的折中授权资本制度可能会发展成完全的授权资本制度。

四、我国授权资本制度发展环境的历史与现状

• 195 •

我国立法者长期执着于对法定资本制的坚持,即使在2013年全民创业、万众创新的政策背景下,我国《公司法》对注册资本制度进行大幅度修订、取消各项限制并采用认缴制时,仍未能采用授权资本制的相应内容。其中既有观念意识和理论基础的因素,也源于市场环境的限制,有必要对这些因素进行分析,探索我国当前发展授权资本制的可能性。

(一) 市场环境层面

曾有学者系统阐述了我国不宜采用授权资本制度的原因主要在于缺乏授权资本制的生存土壤,包括与授权资本制对接的经济基础、成熟资本市场与法治环境。^[59] 尽管授权资本制在效率、专业性等方面具有明显优势,但市场与制度环境的限制使之蕴含着较大的风险。然而,随着我国经济社会的发展,这样的风险已经逐渐减弱。

从经济基础与市场环境角度看,我国经济总量已经远超许多适用授权资本制的国家,公司数量、规模及所处行业的广泛性都较为可观,并且培养出了大量的优秀经营管理人才。信息技术的进步为公司授权资本制度的实行和发展提供了技术保障,公司信息公示问题不再是制度建设的障

[56] 参见施天涛:《公司法论》,法律出版社2018年版,第169-170页。

[57] 参见叶林:《公司法研究》,中国人民大学出版社2008年版,第256页。

[58] 参见前引[33],邹海林、陈洁主编书,第61页。

[59] 参见雷兴虎:《认可资本制:中国公司资本制度的最佳选择》,载《甘肃政法学院学报》2004年第1期。

碍，仅仅需要提供相应的技术和平台就可以得到很好的解决。与此同时，我们必须意识到当前的资本市场现状和我国经济发展目标。在全球外需低迷的压力下，国内基本建设投资的生产过剩问题再度出现，即使没有疫情的影响，经济增速也明显下降，投资拉动增长失灵，加剧了资本全面过剩的情况，经济结构与社会结构不匹配，经济发展出现了潜在危机。为了应对危机，政府选择了艰难地朝向生态文明进行转型，并确立了通过“内循环”最大限度开发国内经济潜力的方针。^{〔60〕}

在这场转型中，我国现行公司资本制度理念已然变革，公司资本信用逐渐向公司资产信用转化，市场在资源配置中起决定性作用，通过给予公司更多的自治空间从而释放市场内生活力，由市场主体决定公司的优胜劣汰。^{〔61〕} 资本的本质属性为追求增值，^{〔62〕} 公司制度需要完成的任务是通过自身的变革在保障市场安全的前提下进一步为市场注入活力，增加公司价值，恰好授权资本制的特点可以适应这样的需要。例如针对如何重构集体经济的问题，有学者提出将集体组织的资金变股本、资源变资产、村民变股东的战略思路，实现该方针的基础便是推动农村集体经济的公司化改制，^{〔63〕} 而授权资本制提供的制度灵活性和自由性与集体经济的特点较为契合，可以极大地发挥集体经济的优势。

（二）制度环境层面

尽管仍然属于法定资本制的范畴，但是认缴资本制以激发市场活力为目标，缓和适用了法定资本制并淡化了过于严格的资本三原则，为授权资本制的改革提供了实践经验与制度基础，展现出了向授权资本制度变革的自由化趋势。

与之相适应的是，自 2012 年商事制度改革试点，及 2013 年党的十八届三中全会首次提出打造法治化营商环境开始，除公司资本制本身的变革外，以商事登记制度为代表，市场主体从诞生到注销全过程中制度性成本的降低以及市场力量的充分发掘业已成为我国商事制度改革的核心，也成为优化营商环境的关键。2014 年 2 月 7 日发布的《国务院关于印发注册资本登记制度改革方案的通知》（国发〔2014〕7 号）中明确指出资本制度的改革要在坚持便捷高效、规范统一、宽进严管的原则下，通过“放松准入管制，优化营商环境”“严格主体监督，依法维护市场秩序”以及其他保障措施来完成促进市场主体加快发展、提高监管效能、增强经济发展内生动力的总体目标。^{〔64〕}

在此过程中，商事主体设立、变更登记等具有公法属性的程序以便利市场主体为目标进行了渐进式的变革，增加了投资者的获利机会，并激发了市场活力，为建立授权资本制提供了配套设施。公司作为最主要的商事主体组织形式，其运行成本的降低、效率的提升是优化营商环境的关

〔60〕 参见《第二次生产过剩与国家战略转型》，载 <http://our-global-u.org/oguorg/en/>，最后访问时间：2021 年 4 月 26 日。

〔61〕 参见王德山：《公司法问题研究》，中国政法大学出版社 2018 年版，第 104 - 108 页。

〔62〕 参见金晓文：《中国公司法原理与适用》，中国法制出版社 2017 年版，第 38 页。

〔63〕 参见 2020 年 8 月 27 日举办的“第四届国仁乡村振兴论坛——集体经济发展与乡村治理工作专题研讨会”上的温铁军专题讲座文字整理稿。

〔64〕 参见法律出版社法规中心编：《公司企业法律指引实用全书》，法律出版社 2018 年版，第 280 - 283 页。

键所在,营商环境的重要建设目标是为市场主体提供便利、自由、公平的发展环境,其保护对象是法律框架内的自由。契约自由使私人企业成为可能,并鼓励人们负责任地建立经济关系。^[65]在经济关系中,除了对交易规则进行明确规定的保护当事人意思自治的合同法律法规之外,在保障企业构建及自治方面,体现较为突出的是公司法对章程的相应制度设计,章程既是公司成立的必备条件,又是公司治理的重要依据,公司法通过章程制度将公司的自治规则成文化,从而尽可能地保障企业自由发展。无论是形式上,还是内容上,公司制度都在朝着便利公司经营者及尊重公司客观运行规律的方向发展,通过制度变革培育公司自治能力,而这恰恰就是授权资本制的价值追求。

在我国台湾地区引入“授权资本制”时,就有学者认为:资本三原则已漏洞百出,无法保护债权人。当下应当全面检讨资本三原则,设计另一种资本制度,甚至考虑完全的授权资本制。^[66]授权资本制的价值追求符合当下“降低门槛、鼓励创业、投资便捷”的公司法制度理念。法定资本制通过改良创新,能够更大程度上容纳授权资本制所具有的“便捷灵活”与“运营效率”优势。2013年修改后的《公司法》已经建立了较为完善的资本制度,例如有关注册资本的规定、^[67]足额缴纳出资的规定、^[68]禁止股东抽逃出资的规定^[69]等,为后续中国式授权资本制的建立提供了制度条件。有学者认为,或许我国未来的公司资本制度的基本形式,将由“认缴资本+授权资本”构成。^[70]综上,我国已具备实行授权资本制的制度土壤。

(三) 观念意识层面

传统观点认为公司注册资本决定了公司信用,这也是法定资本制及资本三原则在制度中根深蒂固的主要理论基础。数年的探索后,人们逐步认识到注册资本在证明和维持公司信用中的作用有限,且可能影响资金的使用效率,这一观念的改变推动了我国最低注册资本门槛的取消及认缴制的改革。然而仍有观点认为自主认缴制或授权资本制的适用很可能滋生公司设立中的欺诈和投机等非法行为,无法妥善保护债权人的利益,不利于维护交易安全。

有学者认为资本制度是调整股东与债权人之间利害关系的制度,^[71]但事实上,将债权人保护寄托在公司资本制上是不现实的,甚至可以说是资本制度的错误理解。债权人同公司、股东、董事一样都是商业活动的参与者,他需要也必须拥有可以匹配商业活动的商业判断,在商业活动中没有任何一个合格的商主体会不经过任何思考调查做出交易决策。同时亦无实证结果表明公司资本制度对于经济社会的贡献与其对债权人保护的水平和正相关,现实往往是资本制度在保护债权人利益上的贡献甚至不如法人人格否认制度等其他制度,严格的法定资本制反而增加了公司的运营成本。企业的价值取决于净资产、现金流及可预测收益甚至账面体现的偿债能力,而不是

• 197 •

[65] 参见王利明:《负面清单管理模式与私法自治》,载《中国法学》2014年第5期。

[66] 参见王文宇:《公司法论》,中国政法大学出版社2004年版,第221-222页。

[67] 参见《公司法》第26、80条。

[68] 参见《公司法》第27、28、30、83、89、93条。

[69] 参见《公司法》第35、91、200条。

[70] 参见前引[33],邹海林、陈洁主编书,第66页。

[71] 参见前引[51],山本为三郎书,第29页。

注册资本。公司资本制度与债权人的关系没有我们曾经想象得那么密切，不能将资本制度幻想成为保护债权人的最有力手段。在当前经济背景下，公司资本制度的首要任务是发挥公司资本的最大效用，若将“是否能够保护公司债权人利益”作为公司资本制的首要讨论内容，便无法满足市场经济的要求。应当充分发挥公司资本制度在促进资源转换效率和经济增长中的作用，让更加专业的交易规则和交易安全保障制度全方位地为债权人提供保护。

长期以来，我国政府职能以管理型为主，对市场的干预力度较大。如今，建设服务型政府这一改革目标已成为多方共识。^{〔72〕} 优化企业营商环境的中长期战略是强化从非均衡发展转向平等竞争的基础条件，充分尊重个体权利，^{〔73〕} 故而政府该项工作的价值追求是保护市场主体权益。市场主体作为生产经营的直接参与者、社会财富的创造者，最重要的活动目标是获得收益，在此目标的指引下，合法权益有所保障、自由意志得到充分发挥是其从事企业经营、实现规模扩张与开展创新活动的坚实后盾。公平正义是法治的基本理念，私权保护是民商法的主旨所在，而政府公权力的限制则是行政法的重要追求。因此，在营商环境法治化建设背景下，公权力不宜过度介入私法领域，创新与自由化也应在资本制度中予以体现。

五、委托代理视角下我国授权资本制的未来方向与制度路径

基于前文论述，无论从委托代理理论或信托理念出发，还是考虑到域外制度趋势与我国当前的发展环境，由法定资本制向授权资本制的过渡都是有必要的。^{〔74〕} 委托代理视角下的授权资本制需要解决的是大股东与小股东、股东会与董事会以及债权人与公司之间的关系。其中，股东会与董事会的关系为授权资本制之核心问题，通过设计制度内容来控制可能增加的代理成本，实现各方利益平衡与市场的健康有序发展。^{〔75〕} 相应的法律对策主要包括“监管策略”和“治理策略”，^{〔76〕} 即通过具有规范性质的监管策略规制双方行为，同时以治理策略加强委托人对受托人的控制能力。

（一）监管维度的制度构建

监管策略中有关约束的内容需通过明确规则标准与设定责任的方式进行，在股东会与董事会代理关系中，核心理念在于对受托人的监管和股东的出资义务。其中，除《公司法》的规定外，在“公司合同束”理论框架下，受托人之义务可以从民法之委托代理关系中找到内容基础。我国《民法典》合同编第二十三章规定了受托人义务，例如受托人应当按照委托人的指示处理委托事

〔72〕 参见刘熙瑞：《服务型政府——经济全球化背景下中国政府改革的目标选择》，载《中国行政管理》2002年第7期。

〔73〕 参见刘志彪：《平等竞争：中国民营企业营商环境优化之本》，载《社会科学战线》2019年第4期。

〔74〕 参见张旭昕、房绍坤：《资本认缴制下的公司信用保障》，载《烟台大学学报（哲学社会科学版）》2017年第2期。

〔75〕 委托代理视角下的授权资本制中，大股东与小股东和债权人与公司之间的关系既非授权资本制的核心问题，亦非授权资本制着重解决的问题，两者应当通过其他公司制度予以解决。但是两者的策略理念和股东会与董事会之间关系的策略理念相同，因此以下关于股东会与董事会之间关系策略理念的论述对大股东与小股东和债权人与公司之间的关系治理具有重要的借鉴意义。

〔76〕 参见前引〔20〕，R. Kraakman、J. Armour，et al. 书，第31页。

务的义务、受托人的报告义务、受托人亲自处理事务的义务等。^{〔77〕}除此之外,信托法之信托关系亦可以提供内容基础,我国《信托法》规定了受托人的义务,具言之,为信托文件遵守义务、忠实义务、谨慎义务、分别管理义务、亲自管理义务、记录报告和保密义务、支付信托利益的义务和清算义务。^{〔78〕}虽然具体内容在《公司法》中的表现并不与《民法典》和《信托法》一样,而是更应将其归纳为信义关系这一理论层面的上位概念,但授权资本制中的受托人需要满足上述基本义务理念,亦要满足《公司法》有关规定和公司章程中合意规定的事项。

具体而言,一方面,事前制定规则要求董事会发行资本时不得有损公司、股东、债权人的利益,同时股东需要满足公司的出资义务以及其他有关公司资本的要求,通过明确的法律制度将规则以成文法确定下来,让董事会和股东予以遵守。事前制定规则的具体内容可以借鉴日本《公司法》的相关规定,例如净资产额限制利润分配、设立时发行的总数不得少于发行股份总数的1/4等。单独的事前规则策略无法规范授权资本制下的复杂情形,明确事后责任可以补正其不足,对违反规则者予以处罚,并向董事等第三人追责,实现相关主体的民事权利救济。^{〔79〕}

另一方面,设定准入与退出的条件策略能够为董事会和股东会之间的委托代理关系及信义义务的履行奠定基础。准入策略旨在通过强制披露信息等手段从股东或外部人员之中筛选出具有良好专业素养的董事,不会让倾向于投机主义和冒险主义的股东或外部人员作为独立董事进入董事会之中,^{〔80〕}被选择的董事可以基于专业能力和合理信息做出最适合公司的股本发行决策。退出策略使股东得以摆脱肆意妄为的董事,如《公司法》上的股东退出机制一样,股东一方面可通过市场将流通股交易转让,另一方面无法以正常交易转让的,法律赋予股东收回其投资价值的权利,这样的制约与威慑能够尽量避免董事会滥用公司资本制度损害股东利益。

综上,授权资本制建立的根本动因在于寻求长期投融资的机动性与便利性,制度体现为弱化股东大会的权限,强化并丰富董事会的职能。^{〔81〕}该制度下监管策略的核心目标是确保董事会基于商业判断发行公司资本、确保公司资本总额及其构成符合股东设立公司时的初衷及股东权利的实现,公司资本可以根据章程如实缴纳,约束策略与准入退出的条件策略都为这些目标而构建。

(二) 治理维度的制度对策

授权资本制下,董事会决策在公司资本制度中居于核心地位,其目的在于通过提议权和批准权的分离达到降低代理成本的效果。^{〔82〕}监管策略的功能更多在于保护公司、股东、债权人以及公共利益免受侵害,而治理策略特别是股东对董事的任免与考核机制及相关主体的分权制衡能够

〔77〕 参见《民法典》第922、923、924条。

〔78〕 参见《信托法》第25、26、27、28、29、30、34、58条。

〔79〕 当前法律规范会对事前制定规则和事后责任规则的研究提供构建基础和经验,例如《公司法》第149、150、151、152条。

〔80〕 关于股东激进主义,参见Steve Klemash, David Hunker, What Boards Need to Know About Shareholder Activism, Based on their EY memorandum, 2021.

〔81〕 参见傅穹:《重思公司资本制原理——以公司资本形成与维持规则为中心》,中国政法大学2003年博士学位论文,第32-33页。

〔82〕 See Eugene Fama, Michael Jensen, Separation of Ownership and Control, 26 *Journal of Law and Economics*, 301 (1983).

更好发挥市场力量在委托代理关系中的作用。

内部人的任免与考核是控制公司的关键治理策略，这项策略在公司资本制度中居于非常核心的地位。投资者的所有权和委托经营管理构成了治理公司的基础，前者决定了公司的某些重大事项保留给股东大会，后者决定了将公司大量事务的决策权赋予董事会。此时，如果股东能够有效地行使任免（尤其是罢免）董事的权利，这将是控制可能增加的代理成本最为有效的方式。^{〔83〕}根据行为经济学理论，人很多时候表现出的善意和做出的互惠行为，更多是出于社会形象的考虑，董事不仅在乎自己的社会形象，更在乎自己在公司中的形象，这一形象极大影响了董事的职业生涯与发展前景，因此其许多行为会受到社会评价压力的约束。任免与考核策略可以直接约束董事会各董事的行为，但又不会直接干预董事会的决策，董事会仍然拥有根据商业判断决策的完整权利。相比于其他治理策略，考核任免制度的效果更加直观，出于对权利和地位的珍惜，董事们希望通过自己勤勤恳恳的工作换取丰厚的回报与良好的职业声誉。将股本发行效果纳入考核任免条件这一策略不仅可以让董事会审慎地进行公司资本运作，同时可以激励董事会监督股东缴纳公司资本，此时董事比外部债权人更加希望股东的资本能够按照章程约定及时缴纳，这样可以推动债权人利益保护、员工权益保障、社会责任践行的正向外部效应实现。

治理策略的另一个关键是依赖于法律制度来保护委托人的决策权利，以尊重公司资产，^{〔84〕}通过公司内部制度完善授权资本委托人、管理人和保护人制度。可以通过信托原理来思考治理策略，在公司这一组织模式中，可以认为董事会是受托人，公司及全体股东既是委托人又是受益人，公司资本类似于信托财产，委托人、受托人和受益人因信托法律关系产生权利和义务，其中受托人的义务主要在于为受益人利益最大化而努力，做出符合受益人利益的决策。在公司实务中，最典型的受托人是独立董事，尽管无法证明独立董事是否会促进公司业绩的增长，^{〔85〕}但是独立董事并不会从公司资本制度中获取个人私益，他们会更加受到荣誉、声誉以及专业知识的影响做出恰当的判断和决策。从某种意义上来说，独立董事制度的运行情况将会是决定授权资本制是否能够良好运行的关键。

同时，可以通过激励策略促进董事忠实勤勉地为公司服务，尽管激励策略机制的效应长期来看可能呈现边际递减。在激励策略之中，需要注意的是不合理的强势激励很有可能会使董事过度自信、过度竞争交易或者对公司未来发展预期盲目乐观，从而对公司资本的发行做出错误判断与决策偏误。

通过监管策略和治理策略合理设计的授权资本制度将会最大程度地重振市场信心、激发市场活力、发展市场经济，优化市场资源配置。

〔83〕 See e.g. Marco Becht, Julian Franks, Colin Mayer, Stefano Rossi, Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund, 23 *Review of Financial Studies*, 3093 (2010).

〔84〕 See Oliver D. Hart, Incomplete Contracts and the Theory of the Firm, 4 *Journal of Law, Economics, and Organization* 119, at 123-5 (1988).

〔85〕 See Renée B. Adams, Benjamin E. Hermalin, Michael S. Weisbach, The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey, 48 *Journal of Economic Literature*, 58 (2010).

Abstract: In 2013, the Company Law of China substantially revised the company capital system, weakened the decisive role of the three principles of capital by lowering the threshold and applying the subscription system, but still adopted the statutory capital system. In the context of global economic downturn and China's economic transformation, the revision of the Company Law as an opportunity, the path selection of corporate capital system and the developing institutional system once again triggered research and discussion. The essence of a company lies in the organizational construction of the principal-agent relationship in the external property management, and the professional ability and role of the board of directors as the agent and trustee should be given full play. Authorized capital system is a capital system that can better reflect the fiduciary relationship and conform to the value of efficiency. Based on the review of the fully authorized capital system in Britain and America and the compromise authorized capital system in Japan, and analysis of the historical evolution of China's corporate capital system and the current market environment, it is concluded that China's corporate capital system should activate the vitality of the company to the greatest extent in the future and gradually transition to the authorized capital system. Based on the principal-agent theory, the company capital system can be gradually relaxed through the dual strategy of external supervision and internal governance, so as to control the possible increase in agency costs and realize the balance of interests of all parties and the healthy and orderly development of the market.

Key Words: principal-agent theory, company capital system, authorized capital system, concept of trust

• 201 •

(责任编辑: 周游 赵建蕊)

论公司对赌义务履行的绝对性 ——以反思“九民纪要”第5条为线索

山茂峰*

内容提要：股权回购与减资绑定的裁判路径容易侵损公司法人独立性、扭曲合同机制。法官裁判对赌协议履行可能性容易造成司法过度介入公司。对赌失败后，投资方作为目标公司的小股东和债权人，与目标公司及其原始股东利益对立，所以董事会、股东会也均不应为协议履行可能性的判断主体。主张由董事会判断的观点亦存在混同投资方权益与优先股、误读意思表示理论的法理缺陷。基于债的履行障碍法的体系秩序，资本维持原则不宜作为合同程式中履行不能的法律原因。是故无需判断协议的可履行性，法院应直接判定协议的履行，以避免对公司形成过度保护。应对实在的而不是抽象的债权人进行保护，让债权人参与到程序中：对于股权回购型对赌，公司应履行减资程序；对于金钱补偿型对赌，公司应偿还债务，具体根据破产标准和履行是否损及股本，呈现公司进入破产程序、完全履行、部分履行（一时不能）三种状态。

关键词：对赌协议 履行可能性 资本维持原则 债权人保护

一、问题的提出

投资方与目标公司对赌的司法争议引起了理论界和实务界的广泛关注。2019年11月，最高人民法院印发《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“九民纪要”），对对赌协议的效力及履行问题做出了重要安排。“九民纪要”生效之前，学界之于对赌协议的争议主要停留在效力层面，^{〔1〕}“九民

* 山茂峰，中国社会科学院大学法学院博士研究生。

本文为国家社科基金项目“公司双重股权结构司法审查标准研究”（19BFX132）、中国社会科学院大学（研究生院）研究生科研创新支持计划项目“‘对赌协议’裁判规则研究”（2022-KY-41）的阶段性成果。

〔1〕 参见潘林：《“对赌协议第一案”的法律经济学分析》，载《法制与社会发展》2014年第4期；唐英：《甘肃“对赌协议案”判决之评析——以法律方法的运用为视角》，载《法学论坛》2015年第1期；刘燕：《对赌协议与公司法资本管制：美国实践及其启示》，载《环球法律评论》2016年第3期。

纪要”第5条第1段明确对赌协议原则上有效之后，^{〔2〕}学界争议则转向履行层面^{〔3〕}。“九民纪要”第5条第2段和第3段分别明确了对赌协议履行问题的两个裁判路径：一是，投资方请求目标公司回购股权的，法院依据《公司法》第35条或第142条进行审查，目标公司未完成减资程序的，驳回投资方请求；二是，投资方请求目标公司承担金钱补偿义务的，法院依据《公司法》第35条和第166条进行审查，根据公司利润情况，驳回、支持或部分支持投资方请求（可另诉）。实际上，这两种处理路径均一定程度上脱离了公司、合同规范体系，无法实现逻辑自洽、功能自足。学界以董事会作为协议履行可能性判断主体的观点，^{〔4〕}也面临深层的法理障碍。本文认为，并不存在适格的判断主体（法院都不适格），并且履行障碍是否真正存在也面临疑问，^{〔5〕}对赌协议的履行有着坚实的正当性基础。

二、股权回购型对赌处理路径之质疑

“九民纪要”第5条第2段将股权回购与减资绑定，并由公司全权负责减资，造成的理论迷失和实践困窘如下：

（一）组织法层面：侵损公司法人独立性

减资的刚性配置意味着股东会减资决议的必然性，此配置可能产生损及公司法人独立性的后果。从对赌协议投资方溢价出资的典型情况来看，投资方所占公司股权比例不可能达到减资所要求的代表三分之二以上表决权。^{〔6〕}或许正因如此，实践中投资方往往同时与目标公司及其控股股东或全体股东对赌。他们决定着减资决议这一回购义务履行的重要程序是否可以通过。从逻辑上来讲，如果参与对赌的股东不是回购义务人，那么决议将难以通过，因为投票通过减资决议的后果是公司履行义务；如果参与股东是回购义务人，参与股东反而更愿意通过决议让公司承担债务，否则投资方会径直诉诸参与股东履行回购义务。这样，参与股东是否为回购义务人直接决定着公司是否履行义务，那么在是否履行协议问题上，体现的是参与股东的意志而非公司意思。

股权回购与减资捆绑的裁判实践却并非如此，而是通过增加股东与公司财产混同的风险，更

〔2〕“九民纪要”第5条第1段规定：“投资方与目标公司订立的‘对赌协议’在不存在法定无效事由的情况下，目标公司仅以存在股权回购或者金钱补偿约定为由，主张‘对赌协议’无效的，人民法院不予支持，……”

〔3〕参见刘燕：《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于PE/VC与公司对赌场景的分析》，载《法学研究》2020年第2期；贺剑：《对赌协议何以履行不能？——一个公司法与民法的交叉研究》，载《法学家》2021年第1期；张保华：《对赌协议下股份回购义务可履行性的判定》，载《环球法律评论》2021年第1期；王毓莹：《对赌纠纷裁判的法律适用逻辑与诉讼体系定位》，载《华东政法大学学报》2021年第5期。

〔4〕参见秦涛、张旭东：《对赌协议裁判的理想进路：合同法与公司法的嵌入与并存》，载《学习与实践》2018年第2期；潘林：《股权回购中资本规制的展开——基于董事会中心主义的考察》，载《法商研究》2020年第4期；李安安、范鑫：《公司实质参与对赌协议的合法性解构：合同自由与公司规制》，载《中国矿业大学学报（社会科学版）》2020年第1期；前引〔3〕，刘燕文。刘燕以美国案例为蓝本，比较了司法商业判断和董事商业判断的优劣，虽未言明我国应采董事商业判断，但从优势对比上来看，似乎更倾向于后者。

〔5〕有学者将目标公司能否履行协议的问题概括为履行障碍的实体标准与履行障碍的判断主体两个层面。参见前引〔3〕，刘燕文。实际上，履行障碍及其判断主体应当是同步存在的，没有障碍当然无判断主体，没有适格的判断主体也就意味着障碍是否真正存在是存疑的。

〔6〕参见朱慈蕴：《中国公司资本制度体系化再造之思考》，载《法律科学（西北政法大学学报）》2021年第3期。

为直接地呈现出侵损公司法人独立性的倾向。公司为增资型对赌的主要权利人,而对赌失败触发回购条款时,股东和公司同为回购义务人的,投资方往往直接起诉股东。^{〔7〕} 理论上讲,直接承担回购义务的股东势必要向公司追偿,而囿于股权回购与减资捆绑的存在,追偿并不会顺利(公司本可以无限期拖延协议的履行进程)。特别是,对赌失败公司资产状况往往不佳的情况下,公司不履行协议义务具有一定的正当性基础,股东向公司追偿也同样意味着公司资金流向股东,这会损害公司利益,陷债权人于不利地位,这同样面临资本维持原则的检视。然而,实践中,对赌之目标公司往往封闭性较强,所有与经营分离程度较低,在全体股东、控股股东参与增资型对赌的情况下,股东追偿反而可能比较容易实现。这使得公司与股东的财产关系纷繁复杂化,无论股东是否追偿成功,都可能创生股东与公司财产混同的风险,特别是当回购义务股东仅为公司控股股东时。如是,将股权回购与减资捆绑并将减资完全定位为公司自治范畴,可能造成以股东自治替代公司自治的局面、混同股东财产与公司财产的风险,使得公司法人独立人格面临受损的境地。

(二) 交易法层面:扭曲合同机制

股权回购与减资捆绑的司法应用对合同机制产生以下两方面的影响:一是产生合同无效比有效更利于债权人的价值悖论。合同有效是合同当事人的合理期待,也是法律对合同的正向评价,而无效乃是合同瑕疵形态中最严重的制裁手段。^{〔8〕} 相应的,一项有效的合同应当带来正向的社会激励。然而,司法实践中,常常存在投资方主张合同有效反而不如主张合同无效更易达致诉讼目的的情形。“海富案”中,二审法院认为增资溢价款部分明股实债,合同无效,延此路径,应返还的本金和利息已超出合同有效应返还的金额。^{〔9〕} 当然,作为个案,此案可以说是合同期限和补偿条款约定下的巧合,并且进入裁判视野的无效案件和有效案件具有异质性,裁判时点和裁判者亦不同,个案对比得出合同无效比有效更利于债权人的结论有失妥当。但是,“九民纪要”之后,类似案情下我们可能难以找到与公司对赌的协议效力被否决的情况。合同有效并不意味着投资方不能收回投资,但其面临着减资方案制作、减资决议、债权人要求担保等诸多不确定性因素。但如果合同无效,则可以径直遵从合同法机制,投资方至少可以收回本金。即便目标公司是股份公司,因为溢价出资的现实,投资方以股东身份转让股权也很难收回投资本金。不可不察的是,司法实践中投资方主张解除合同进而行使不当得利返还请求权亦能收回本金。^{〔10〕} 而合同解除机制是合同法为债权人在合同目的不能实现时设置的救济手段。至此,我们可以发现,对赌协议的无效、解除相比于有效更利于投资方(债权人)。

二是产生目标公司作为担保人不如作为债务人更有利的逻辑异化。作为回购义务主体的目标

〔7〕“佛山夏彦案”中,协议约定投资方有权在回购条款触发时选择要求目标公司或全体股东回购,投资方仅起诉了股东。参见北京市第二中级人民法院(2020)京02民终4004号民事判决书。“浙江弘丰案”中,投资方也仅起诉了大股东。参见嘉兴市南湖区人民法院(2019)浙0402民初6323号民事判决书。其他类似情形有:杭州市西湖区人民法院(2020)浙0106民初839号民事判决书;杭州市中级人民法院(2020)浙01民终3219号民事判决书;北京市第三中级人民法院(2020)京03民终6006号民事判决书;北京市第三中级人民法院(2020)京03民终6007号民事判决书等等。

〔8〕参见黄忠:《比例原则下的无效合同判定之展开》,载《法制与社会发展》2012年第4期。

〔9〕参见最高人民法院(2012)民提字第11号民事判决书。

〔10〕“上海德在不当得利纠纷案”中,法院认为目标公司及其股东实际不能达到合同约定标准,构成预期违约,不能履行合同主要义务,支持了投资人解除合同的请求。参见上海市松江区人民法院(2019)沪0117民初19930号民事判决书。

公司因公司法程序的阻隔无须直接承担责任，而作为回购履行担保人的目标公司，却可以直接对投资方承担责任（尽管是连带责任）。〔11〕“九民纪要”之前，最高人民法院也有再审案例——“瀚霖案”，通过改判形式认定作为担保人的目标公司应对投资方承担连带赔偿责任。〔12〕在公司担保的情形下，投资方与目标公司系债权人与担保人的关系，但投资方同时也是股东，这和投资方直接请求目标公司股权回购没有本质区别，同样是公司资金流向股东，债权人面临同样的风险。概言之，意思自治下的合同条款须经受公司法强制性规则的检视，难免使得结果处于不确定状态，一定程度上造成合同权益的错配，但若严重扭曲合同机制，将是对公司法、合同法私法本质的背弃。

总而言之，合同程式和公司法组织规则的交错适用，使得公司独立地位这一基础性共识面临不确定性冲击，使得我们不禁要怀疑裁判规则的合理性。最高人民法院人士认为，这（回购+减资进路）旨在提供预期，引导事前防范风险，并无不公。〔13〕裁判规则的首要取向应当是争议解决，立足当下的同时提供指引，而不是单纯的勾勒未来。进一步地，此等裁判规则的引导后果不是阻塞投融资，就是加剧公司与股东财产混同的风险（诉诸参与对赌之股东回购），造成合同机制严重扭曲的局面。

三、金钱补偿型对赌处理路径之质疑

“九民纪要”第5条第3段中的司法裁判公司金钱补偿义务之履行可能性，亦存在一定缺陷。考察对赌实践及其直接对应的公司法规则会发现，司法裁判的逻辑有一定正当性。但如果环顾公司规范体系、深察理论逻辑、细究经济实践就会发现，司法裁判应有其必要的基础和前提。〔14〕对赌纠纷的司法裁判至少应在公司法的规范体系内演绎。

（一）理清基本事实：投资方的双重身份

对赌失败后，投资方实际上同时是目标公司的小股东和债权人，投资方与公司及其他股东是利益对立的。显而易见，作为目标公司的债权人，投资方与公司利益对立。投资方与公司其他股东也是利益对立的。因为，根据对赌协议的典型安排，投资方注资以后，是作为目标公司的小股东而存在的。大股东与中小股东的利益冲突，是公司法上的基本矛盾之一。〔15〕具体来看，对赌失败后投资方将优先于其他股东获得退出权利（金钱补偿也是撤资）。这不仅可能危及公司及其债权人利益，还可能损及目标公司其他股东的剩余索取权。更重要、更现实的是，这影响大

〔11〕 参见北京市第三中级人民法院（2020）京03民终6006号民事判决书；北京市高级人民法院（2020）京民终165号民事判决书。该案一审认为目标公司为担保人应承担责任，二审则认为是三方对赌，结果都是判决直接支持投资方对目标公司及其股东的回购诉求。

〔12〕 参见最高人民法院（2016）最高法民再128号民事判决书。

〔13〕 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社2019年版，第118页。

〔14〕 实际上，下文对赌协议应当履行的逻辑证成部分亦是显示司法判断仓促性的逻辑注脚。

〔15〕 早有论者观察到，利润分配请求权纠纷表面上是股东与公司的争议，背后实质上是大股东与小股东、股东与董事等内部人之间的利益分歧。参见杜万华主编：《最高人民法院公司法司法解释（四）理解与适用》，人民法院出版社2017年版，第277页。某种程度上，对赌协议的履行争议也是利润分配纠纷。

股东的控制权——公司资产减少，影响目标公司除投资方以外所有股东的“利益”。因为，原始股东的股价较低且份额较大，投资方溢价投资且份额较小，^{〔16〕}而对赌失败意味着公司股价被高估，如若投资方无法顺利退出，则全体股东可以一起“分享”投资溢价。质言之，对赌失败后，投资方与目标公司及公司其他股东（无论其是否为融资方）面临直接的利益冲突，争议的解决必须正视投资方的两个身份及相应的利益冲突。“九民纪要”第5条第3段的安排，可能一定程度上考虑到了这一点。

（二）法官判断的可能缘由

由法官判断公司金钱补偿义务之履行可能性可能出于以下考量：其一，董事会缺乏制订利润分配方案的动因。诚如前述，投资方与目标公司利益对立，而董事作为公司的授信者，具有维护公司利益的信义义务，那么，董事会将难以制订分配方案。其二，即使董事会制定分配方案，方案也难保公正。因为公司法利润分配规则财源限制的疏漏使得董事会权限十分宽泛。根据《公司法》第166条，税后利润弥补亏损后应计提法定公积金，而该条仅规定了计提法定公积金的最低限额——利润的10%，这样，如果由董事会相机决策，在“法定公积金累计额为公司注册资本的50%以上可以不再提取”的软约束下，其极可能会在最大限度内议定最小数额的分配方案。最小的分配数额意味着最少的现金补偿款、尽可能多的公司剩余财产，这符合作为公司授信者的董事的职能定位。此时如果公司利润很少而注册资本很大，那么投资方请求的现金补偿数额很可能被累计法定公积金与注册资本50%的空档所吞没。其三，股东会作为分配方案的决议主体，决议难以通过。因为，现金补偿是对投资方股东的“定向分配”，除章程特殊规定外一般需要股东会决议分配方案，而作为小股东的投资方与目标公司其他股东是利益对立的。其四，公司法持有保护中小股东利益的基本立场。为了公司正义的实现，“需要法官面对复杂案件，能够积极地发挥其主观能动性，切实弥补公司法漏洞，抛弃公司自治与司法干预对立的不正确观点”^{〔17〕}。司法直接审视目标公司履行协议的能力，亦属合乎公司正义的安排。但是，这一定程度上脱离了既有公司规范体系，是对形式理性的背离。

（三）法官判断的法理缺陷

法官作为对赌协议履行可能性之判断主体，应是底线。有学者认为，对赌协议的履行是否符合资本维持原则，不宜完全交由公司自行决定而应由法院（基于相应的程序规则）依职权判定，在程序规则上，法院可以要求公司提交资产状况的证据，并由投资方质证、无须查证。^{〔18〕}但这存在两方面问题：一方面，在对赌协议履行争议判定之前，法院首先要解决的可能是投资方暨小股东的知情权、查阅权问题及其与公司商业秘密间的张力。^{〔19〕}因为，小股东的知情权是其得以充分质证的信息和知识前提。另一方面，公司资产状况并不能代表公司经营情况，通过静态的资

〔16〕 溢价发行，认购股东和发行股东相比，对不可分配的比例贡献更大。参见邓峰：《资本约束制度的进化和机制设计——以中美公司法的比较为核心》，载《中国法学》2009年第1期。

〔17〕 梁上上：《论股东强制盈余分配请求权——兼评“河南思维自动化设备有限公司与胡克盈余分配纠纷案”》，载《现代法学》2015年第2期，第79页。

〔18〕 参见前引〔3〕贺剑文。

〔19〕 有学者充分洞察到，投资方往往是目标公司的小股东，缺乏便利的机会和条件及时获得目标公司的真实的财务与经营信息。参见前引〔3〕，张保华文。

产状况无法判定公司偿债能力。由法官判断公司是否适合履行金钱补偿义务，通常涉及公司应当承担何种程度风险的抉择，相当于由法官替代董事进行商业决策。^{〔20〕}此种进路安排，恐葫芦未按下，瓢又起，造成规则失范、组织失序。

公司法是一种“赋权”法律，它允许管理者和投资方按照他们自己的意愿，来建构公司治理体系，而不需要监管者去作大量的实质性审查。^{〔21〕}法官介入公司进行实质判断，应是例外，而不是常态。“尊重公司自治，尊重资本多数原则，是维系公司制度正常运行的基本准则。”^{〔22〕}这可以从《公司法》第182条强制解散规则的严格性上得到验证——第182条设置了“严重困难”“重大损失”“其他途径不能”“表决权10%以上”四重关卡，也可以从《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的规定（四）》第14、15条强制利润分配的严格限制上获得体系支撑。即使是不公的利润分配方案，也未提供司法介入公司的接口。只有在控股股东滥用权利不制定利润分配方案时，才允许司法介入公司，以保护中小股东利益。

前“九民纪要”时代，实践中有法官判定目标公司履行股权回购能力的典型实例，^{〔23〕}学界亦有法官介入股权回购可能性判断的呼声，^{〔24〕}但是，这种以价值为导向，以简单的对应性规则为依据的裁判思路，容易脱离制度的整体逻辑，陷入体系失调的困境。环顾整个司法体制机制，司法裁判应是公司法规范基础上的正义底线。法官判断是公司自治的戒尺，其在功用上是补充性的，在表达方式上是矫正性的，而不是管理性的。质言之，尽管公司法规范存在漏洞需要法院进行利益衡平，但必须秉持谦抑精神，尊重事实基础，在形式理性的逻辑框架内，坚守私法本质，审慎而为。司法判断公司履行能力存在以下问题：一是造成法官商业判断的困窘；二是陷入保障投资方作为目标公司小股东权益的逻辑困境；三是背离公司法体系严格限制司法介入公司自治的基本精神。

• 207 •

四、董事会判断协议履行可能性之质疑

与“九民纪要”的裁判思路不同，理论界察觉到董事会决策的优势。诚然，董事会判断有一定的功能优势，但对赌协议的履行情境却无法提供相应的理论土壤。

（一）董事会判断的优势

其一，董事同时了解公司财务和经营情况，其决策往往能突破公司经营表象及公司财务的形式性，避免其他主体决策时结果导向的误区。公司经营、分配等事项包含一系列商业判断，“即便是公司的财务报表数据本身，其会计处理也取决于一系列的判断”^{〔25〕}。其二，董事为公司的授

〔20〕 See Melvin A. Eisenberg, The Duty of Care of Corporate Directors and Officers, 51 *University of Pittsburgh Law Review*, 965 (1990).

〔21〕 参见〔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2页。

〔22〕 王妍：《法院判决公司解散——司法裁判权与公司自治的冲突与协调》，载《法学论坛》2006年第2期，第127页。

〔23〕 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再62号民事判决书。

〔24〕 参见前引〔3〕，张保华文；前引〔3〕，贺剑文。

〔25〕 前引〔4〕，潘林文，第124页。

信主体,以“权力—义务—责任”为逻辑线构建的董事信义义务制度的功能之一,即是分解股东间利益纠葛,而对赌语境下投资方股东与公司其他股东存在利益冲突。有学者敏锐地观察到投资方与目标公司原始股东的利益冲突,并将其总结为优先股与普通股的冲突,并认为,冲突之化解应回到程序层面。^[26]因为,“公司的本质在于社团性,而社团意志的特点在于程序,是由公司治理所确立的决策过程”^[27]。如是,“利益分配的困难会被规范的决策程序所吸收,利益分配的不公会被不当的决策程序所暴露”^[28]。这样,股东间的利益冲突,可以直接诉诸董事信义义务制度,在公司自治的形式理性之内实现实质正义,减少司法对公司自治空间的介入,一定程度上保证规则的稳定性、可预期性。但是,这一理论演绎的进路安排,忽视了一些基本前提和内在制因。

(二) 董事会判断的逻辑制约

倘若董事会可以作为对赌协议履行可能性的判断主体,那么其亦应当是协议订立主体。因为在公司内部权力分配上,董事会不能否决股东会的决定,若股东会决议协议的订立,则可以合理期待其希望协议如约如期生效并履行,若董事会针对生效、到期协议作出不宜履行的决定,无疑是对股东会职权的挑战。一般来讲,就某一特定事项而言,对外具有最终决定权的应是同一主体。拥有公司剩余权力的应当是董事会,这一点在2021年12月公布的《公司法(修订草案)》第62条得到了明确(董事会行使公司法和公司章程规定属于股东会职权之外的职权)。但无论公司内部何者负责协议的订立与履行,^[29]在外部关系上都是公司的意思表示。董事会作为协议履行可能性的判断主体涉嫌公司、董事会二次决断。董事会不宜作为判断主体,详据如下:

其一,董事会二次决断系对投融资方利益冲突的忽视。对赌失败后,投资方与目标公司处于利益对立的两极,投资方撤资将损及公司利益,董事作为公司的授信者,具有维护公司利益的信义义务,在仅依据合同法和对赌协议公司应当履行义务,与依据公司法、合同法、对赌协议公司履行义务可能违反公司法规定从而免于履行义务之间选择时,董事会往往倾向于后者而不去制定金钱补偿方案、股权回购方案,遑论支持协议履行。实践中,目标公司的控股股东往往亦是融资方,公司股权结构集中,控股股东与董事重合或高度关联,^[30]而投资方(小股东)与控股股东利益对立,并且,二者的利益纠葛已然明了,无须再通过董事会的决策程序予以化解、暴露。

其二,董事会二次决策系对投资方权益与优先股的错误混同。投资方并非优先股股东,其基

[26] 潘林认为,投资方为实质上的优先股,而优先股与普通股基于股权异质性始终处于利益冲突之中。参见潘林:《优先股与普通股的利益分配——基于信义义务的制度方法》,载《法学研究》2019年第3期。张保华也认为投资方类似于优先股。参见前引[3],张保华文。

[27] 邓峰:《代议制的公司——中国公司治理中的权力和责任》,北京大学出版社2015年版,第168页。

[28] 前引[26],潘林文,第101页。

[29] 从《公司法》第37条股东会职权的规定和第46条董事会职权的规定来看,对赌协议的订立和履行应当由何者负责,并非泾渭分明,论者实际上是将董事会作为公司决策中心。参见前引[4],潘林文。

[30] 目标公司往往是有限公司。根据2000年的一项不完全统计,在德国,有限公司中,股东在5人以下的占97%,其中,股东人数为一人的占40.8%,2~5人的占56.4%,另外,根据该统计,87%的有限公司由股东担任经营人,国内情形应该大体类似。参见许德风:《组织规则的本质与界限——以成员合同与商事组织的关系为重点》,载《法学研究》2011年第3期。

于对赌协议拥有的是金钱债权，^{〔31〕}而不是作为优先股的一项期待性的债权性请求权。我们不能将投资方权益视为优先股，协议订立伊始，投资方并不当然享有诉诸股权回购、金钱补偿的请求权，此等请求权是对赌失败后根据协议产生的，如是才使得投资方客观上拥有了优先于其他股东的权益。然而，如若对赌成功，投资方则仅是股东。这样，对于同样一份关于当事人权益的协议安排，不宜根据未来之情势而区分定性为普通股或优先股。对于请求利润分配的优先股而言，公司达到相应的盈余标准即应当支付，不达标不支付，优先股股东已经让渡公司根据盈余情况进行决策分配的权利；投资方作为债权人请求目标公司履行金钱债务的，其基本预设是公司应当给付，投资方并未让渡相应权利。

其三，二次决策系对意思表示理论的误读。《民法典》第134条首次以立法的形式确认股东会、董事会等公司决议为民事法律行为的新类型。对赌协议签订和履行的决策主体同为公司（董事会），将构成“合法的反言”。而且，《民法典》第208条、209条、215条、224条等明确的（物权法上的）区分原则，^{〔32〕}并不适用于对赌实践中协议效力与协议履行之区分。^{〔33〕}根据区分原则，协议订立包含让渡债权以使对方获得债权请求权的意思表示，协议履行内含让渡物权的意思表示。在对赌实践中，目标公司订立协议并融资后，其权利已然用尽。投资方则获得诉诸目标公司股权回购或金钱补偿的合理期待。如果说，协议之履行导致公司资不抵债，行将破产，那也是公司的正常经营风险或董事不当经营的内在风险。

总而言之，董事会不宜为协议履行可能性的判断主体。尽管决策过程的程序性是公司本质的体现，董事会是公司商业决策的最适主体，但投资方与目标公司其他股东的利益冲突是压制性的，所以矛盾不能通过质证与证明的交锋予以类型化分解。此为其一。其二，投资方与目标公司利益对立，董事会授信于公司，董事会二次决策系对投资方权益的漠视。其三，董事会二次决策实际是将拥有公司债权的股东与优先股错误混同的结果。其四，董事会二次决策亦与意思表示理论相扞格。

• 209 •

五、对赌协议应当履行的功能主义阐释

除法官、董事会外，股东会亦不应为履行障碍存在与否的判断主体。实际上，前文已基本表明股东会决议协议履行可能性的法理约束：忽视对赌投资方与目标公司及其股东的利益冲突从而抑制合理的金钱补偿方案、股权回购方案的通过；损及公司财产独立性的风险；与意思表示理论相悖（已有溢价增资决议）。此外，还可能产生混淆股东自治与公司自治的问题。股东会亦没有在对赌失败后决策协议履行与否的正当性权源。

诚如前述，包括法官在内的各主体都不是公司履行障碍存在与否的适格判断主体，那么，真

〔31〕 基于合同法理论中债务的性质分类理论，对赌（股权）回购义务和金钱补偿义务一样，都是金钱债务。参见前引〔3〕，张保华文。同样的，贺文中直接默认股权回购义务是金钱债务，并以之贯穿全文。参见前引〔3〕，贺剑文。

〔32〕 参见孙宪忠：《中国民法典采纳区分原则的背景及其意义》，载《法治研究》2020年第4期。

〔33〕 有学者认为，应当区分对赌实践中协议效力与协议履行。参见前引〔1〕，刘燕文；潘林：《重新认识“合同”与“公司”——基于“对赌协议”类案的中美比较研究》，载《中外法学》2017年第1期。

的存在履行障碍吗?问题的突破口在于,全面充分地把握对赌协议履行情境中投资方作为目标公司小股东和债权人的事实前提。下文将在尊重事实逻辑的基础上,进一步从法益平衡理念的证成、履行障碍法律原因的证伪、债权人保护目的的妥当实现等方面来论证对赌协议履行的正当性基础与实现路径。

(一) 理念先导:法益平衡理念的客观需要

法益平衡理念蕴含着丰富的哲学思维、经济学伦理及法的内在精神和普遍范型。其逻辑表达结构应是,以权利本位为基,尊重各法益,然后调整法益间的冲突与斗争,进而维持平衡之基本形态,同时激励正外部性的释放,从而促进社会的公平稳序发展。

第一,基于私法自治的价值理念,有效的对赌协议应当获得正向的法律激励。但现实的法律效果却是,投资方无论是主张合同无效,还是主张因合同目的不能实现而解除合同,都比合同有效却无法履行而继续困在公司更有利。从私法自治与经济体制的关系上来讲,崇尚意思自治的私法(民商法)是坚持市场经济体制、充分发挥市场决定性作用的基础性规范。权利本位、契约自由、私法自治对于在历史上长期经受管制的中国经济社会,具有特殊的意义。公司法本质上也是私法,对赌争议案件的处理应当遵循私法自治的基本理念。

第二,基于社会本位的哲学价值观,有效的对赌协议应当获得整体性的社会正向评价。对赌协议的裁判规则在平衡投资方、公司债权人、公司之间利益的同时应当注重社会整体利益的动向。^[34]当然,这里不是只注重总体利益而忽视个体利益的功利主义取向,而是在不损害最不利者的前提下,促进社会效用的提升。其一,目标公司不会受到无端损害,无须法律特殊保护。估值调整机制是在投融资双方信息不对称、代理成本等不确定性因素下合乎经济逻辑的理性选择。^[35]投资得失、输赢是市场的基本规律,行经投资失败,投资方当然可根据协议约定诉诸融资方补偿。“九民纪要”第5条的裁判思路恐怕是对目标公司的过度保护。其二,目标公司的债权人并非一定是最不利者。对赌协议的签订、履行,并非一定会违反资本维持原则,创生公司债权人利益恶化的风险,下文详述。对于对赌协议的裁判而言,鼓励投资、促进交易应是效益优先之商法价值本位的应有之义,^[36]亦应是法益衡平后整体性的价值旨归。

第三,基于风险与收益均衡的基本经济学观念,对赌协议的履行具有经济合理性。对赌成功,协议则如约履行,二者双赢;对赌失败,二者均败,则根据公司经济情况而定是否履行协议。这恐怕不能称为利益上的总体平衡。^[37]入股时,就入股价格而言投资方高于原股东,投资方事实上提前承担了风险,这也使得公司内部所有股东都提前享有了账面收益。^[38]实践中,对赌协议的股权回购或金钱补偿条款往往是合理的资金使用费用。从支持的案例来看,法院也会分

[34] “九民纪要”关于对赌协议的效力及履行的裁判思路明确,人民法院在审理对赌协议纠纷案件时,既要坚持鼓励投资方对实体企业特别是科技创新企业投资原则,从而在一定程度上缓解企业融资难问题,又要贯彻资本维持原则和保护债权人合法权益原则,依法平衡投资方、公司债权人、公司之间的利益。

[35] 参见彭冰:《对赌协议:未来不确定性的合同解决》,载《中国社会科学报》2012年11月28日,第7版。

[36] 参见赵万一:《后民法典时代商法独立性的理论证成及其在中国的实现》,载《法律科学(西北政法大学学报)》2021年第2期。

[37] 有专家认为,“九民纪要”第5条处理路径是为了利益上总体平衡的需要。参见前引[13],最高人民法院民事审判第二庭编著书,第119页。

[38] 参见范健:《商事审判独立性研究》,载《南京师大学报(社会科学版)》2013年第3期。

析资金使用费率安排的合理性，^{〔39〕}必要时进行适当调整。^{〔40〕}也就是说，只要投资方确实已将约定数额的资金投入公司，对赌失败条款触发时，投资方获得本金和相应的资金占用费用是合乎经济实践的。不可不察的是，在投资方溢价出资的现实条件下，公司将资金用于扩大经营、增加公司资产，由此带来公司整体升值，而作为小股东的投资方获得的股权价值增值十分有限，直到公司拥有可观的经济利润，投资方也仅能获得相应的资金占用费。诚如是，拖延协议的履行进程而容忍公司扩大经营将构成对投资方的利益侵夺，有违风险与收益均衡的经济学原理。

（二）障碍排查：履行障碍法体系无公司法接口

债法履行规则体系内不存在对赌协议履行不能的公司法接口，协议并非法律上或事实上履行不能，或仅为一时的履行不能。根据《民法典》第579条、580条，金钱债务无履行不能。“华工创投案”中，法院创生了协议在法律和事实上履行可能性的分析进路。^{〔41〕}而根据《民法典》第180条和第590条，事实上的不能，指基于自然法则的不能，^{〔42〕}此处恐无合同规则的调适空间。有学者认为，对赌协议情境下，为避免合同法与公司法冲突，只能承认“法律上的自始一时不能”。^{〔43〕}而我们认为，“原始不能，为关于债务成立之问题，嗣后不能，为关于债务履行之问题”^{〔44〕}。原始（自始）不能的判定前提是，履行能力不具备之状态自始客观确定。如果仅因公司法管制性规则，即为自始不能，那么，对赌协议何以成立？循此逻辑，此处仅是管制规则和事实结合使得履行（效果）具有偶然性、不确定性。若此处为自始不能，应当探讨的是债务成立之问题而不是债务履行问题。并且，一时不能是指债务给付期或债务人得为给付之期间，履行之一部分有障碍。^{〔45〕}也就是说，一时不能仅发生在嗣后。即如若公司资金短缺，则相应的履行不能是嗣后不能，而且，只要公司仍然存续，一般在时间上是一时不能，那么只能发生履行迟延的问题。^{〔46〕}

亦有论者认为，此处为法律上的履行不能，^{〔47〕}并指出，公司法组织规则对合同交易规则牵制的具体体现是，投资方对目标公司的股权回购款金钱债权，相对于目标公司普通债权人的债权而言，是次级债权，不得有损于后者而先行受偿。^{〔48〕}这种观点存在一定的逻辑硬伤。一是，优先权具有法定性，基于物债二分民法体系的基本原理，我国目前只在特定程序中存在特定的法定

• 211 •

〔39〕 支持约定合理的资金使用费率的案例，参见成都市中级人民法院（2019）川01民初4333号民事判决书；北京市高级人民法院（2020）京民终165号民事判决书；北京市第三中级人民法院（2020）京03民终6006号民事判决书，等等。

〔40〕 利率超过民间借贷规定的酌情调整，参见宁波市中级人民法院（2019）浙02民初830号民事判决书。

〔41〕 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再62号民事判决书。

〔42〕 参见史尚宽：《债法总论》，中国政法大学出版社2000年版，第384页；韩世远：《履行障碍法的体系》，法律出版社2006年版，第85页。

〔43〕 参见前引〔3〕，贺剑文。

〔44〕 前引〔42〕，史尚宽书，第382页。

〔45〕 参见前引〔42〕，史尚宽书，第385页。

〔46〕 参见前引〔3〕，王毓莹文。

〔47〕 也有论者认为，法律上的履行不能，是指基于法律规定的履行不能，属于民事内容违法的内容。参见前引〔42〕，韩世远书，第85页。

〔48〕 参见前引〔3〕，张保华文。

优先受偿债权。^{〔49〕} 二是,若此处援引衡平居次原则,则同时作为公司股东的公司债权人,只有在公司破产财产分配时才居次。换言之,仅以“公司普通债权人存在的可能性”不足以阻碍投资方债权之实现。投资方作为债权人,相对于普通债权的次级债权之定位,仅存在于公司资不抵债的实然状态——公司进入破产程序。质言之,基于债的履行障碍规则体系的教义学解释,无法解释出容纳对赌协议在法律上或事实上履行不能的具体规则。

(三) 脱虚向实:直面实然的债权人

基于禁止抽逃出资规则的功能定位与规制逻辑,将股权回购和金钱补贴请求视为股东的请求权,是对投资方债权人身份的忽视,这反而真正损害公司所有债权人的利益。“公司的债权人面临着由公司形式派生出来的独特风险。”^{〔50〕} 但是,公司债权人并非一定面临对赌协议履行带来的利益冲击而需要特殊保护。在应然层面,如果允许对公司定价附条件,根据估值调整机制,公司向投资方返还溢价,只不过是公司将公司增资后形成的资产回归到其本来应该具有的公允水平。相比投资时可以确定公允定价的情形,债权人的地位并没有恶化。^{〔51〕} 在公司法规范层面,“九民纪要”第5条将资本维持原则项下的禁止抽逃出资规则作为债权人利益保护的底线规则。但选用此规则以在对赌纠纷处理中保护债权人利益,恐怕是一个错误的选择。一方面,若将对赌方的撤资行为完全置于股东的制度框架内,似乎偏离了禁止抽逃出资规则的规制逻辑。考量禁止抽逃出资规则的利益结构,可以发现,作为股东的投资方不可能抽逃出资。因为,股东抽逃出资时,将同时损害公司、债权人和正常履行出资义务股东的合法权益。也就是说,债权人、正常履行出资义务的股东和抽逃出资的股东是利益对立的。对赌失败后,投资方与目标公司原始股东利益对立,所以作为小股东的投资方很难掩人耳目的抽逃出资。而根据协议,股权回购或金钱补偿请求权的配置确实存在出资抽回的可能。另一方面,从禁止抽逃出资规则的功能定位上来讲,债权人保护并不是其直接目的。根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(三)》第12条,公司权益损害为认定抽逃出资行为的损害要件。结合该司法解释第14条债权人的请求权配置来看,债权人与抽逃股东之间始终隔着一个公司,也就是说,债权人在获得保护之前,必然需要先对公司进行保障。而就对赌裁判而言,援引公司法规则对作为合同相对人(债务人)的公司进行保障则欠缺正当性基础。所以,不宜援引禁止抽逃出资规则对债权人进行保护,否则,将对公司形成过度保护。

对赌裁判应将抽象债权人的保护,转化为实然债权人的保护,权衡现实的利益冲突。有论者认为,在贯彻债权人保护规则的前提下,对赌协议有效,应由目标公司提交充分的证据,证明其并无可用资金用于履行对赌回购义务。^{〔52〕} 循此逻辑,公司既然无可用资金履行债务,那么公司

〔49〕 我国优先权立法采纳了德、瑞等国关于优先权性质的观点,参照其立法例,将一些需要特别保护的债权分散归入包括程序内容的特别法律之中,以债权的清偿顺序和破产清算程序之规定赋予其优先受偿的效力,以此实现对特殊社会关系的保护,同时,又维护了物权与债权的基本分类。参见向逢春:《质疑税收优先权》,载刘剑文主编:《财税法论丛》第11卷,法律出版社2010年版,第116页。

〔50〕 〔美〕莱纳·克拉克曼等:《公司法剖析:比较与功能的视角》,刘俊海等译,北京大学出版社2007年版,第71页。

〔51〕 参见张先中:《私募股权投资中估值调整机制研究——以我国〈公司法〉资本规制为视角》,载《法学论坛》2013年第5期。

〔52〕 参见前引〔3〕,张保华文。

何不破产。一方面，如前所述，尽管履行迟延附随违约责任，但公司继续存续往往造成公司及其股东对投资方的利益侵夺。另一方面，公司既然已无可用资金履行债务，容忍公司存续岂不是对所有普通债权人利益的漠视？吊诡的是，根据公司破产规则，公司资不抵债即应进入破产程序，而公司进入破产程序即不能从事开创性的经营活动，只能“善后”，其基本逻辑是，公司已不能清偿到期债务，继续经营将使债权人处于更风险的境地。难道种种努力仅是为了维持孱弱的公司躯壳？^{〔53〕}

我们不能以保护债权人为由，将资本维持原则作为屏障，保护虚幻的债权人，同时偏袒独立人格的公司，使其躲在资本维持原则身后，而无须严守契约、遵循诚信。我们应当立足于投资方的债权人身份研判对赌纠纷的处理进路，更多从合同法律关系出发思考问题，在债权人保护具有紧迫性、现实性时，再考虑公司组织如何影响合同，从公司法律关系的视角忖度裁判理路。

（四）靶向治疗：功能进路的裁判逻辑与程序实现

对赌协议是否以及何时会造成债权人损害，应从公司债权人切实面临损害处入手，保护实然的债权人。最好的办法是，让债权人参与到程序中来。对于股权回购型对赌，法院应判决目标公司循《公司法》第142条第1款第1项先减少公司注册资本再回购股权，通过《公司法》第177条减资程序实现债权人保护。此处的减资程序不应包含《公司法》第37条规定的股东会减资决议。投资方与目标公司其他股东利益对立，股东会往往不会通过减资决议。在“九民纪要”前的“华工创投案”中，案涉对赌协议约定的股权回购条款激活数年，目标公司、有回购义务的股东仍未履行与股权回购有关的作出股东会决议等事项，而法院在分析公司资产状况暨履行能力之后，直接判决公司支付回购款项并完成相应程序。^{〔54〕}公司支付回购款并不当然地损害债权人利益，股东会减资决议并非债权人保护的针对性举措。第177条减资程序中的债权人保护程序才是“九民纪要”第5条第2段裁判路径目的之所在。根据对赌协议，公司同意股权回购的意思表示应当可以包括公司同意通过股东会减资决议等各种方式回购股权。此处仍强调减资程序是公司自治范畴、强调减资程序应包含股东会减资决议从而防止司法介入公司，^{〔55〕}未免有失妥当，这很可能会形成对公司及其股东的过度保护。

不仅股份公司，有限公司也应遵循该债权人保护程序。实践中，在对赌失败触发回购条款时，目标公司可能仍然是有限公司。^{〔56〕}针对有限公司，《公司法》第74条虽然规定了异议股东股权回购请求权，但其实际上是因有限公司人合性，而为客观或主观（与公司的重大财产安排意见相左）上持续持股将对股东利益造成损害（风险）时的股东提供法定救济权利。从已列举的三项回购事由来看，也无一与对赌回购具有可比性或相关性。所以从规范目的和条文逻辑

〔53〕 有专家认为，不能出现打一个官司死一个企业的恶果，裁判要服从金融服务实体经济的大局。参见前引〔13〕，最高人民法院民事审判第二庭编著书，第119页。此论有待商榷，破产制度本身即是市场优胜劣汰的重要法治保障机制，人为的维持公司躯壳反而损害债权人、抑制投资积极性，从而制约商业这一实现社会资源配置最重要机制的发展，损害整个市场经济。

〔54〕 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再62号民事判决书。

〔55〕 最高人民法院人士认为，司法不宜介入减资程序这一公司自治范畴。参见前引〔13〕，最高人民法院民事审判第二庭编著书，第120页。

〔56〕 参见最高人民法院（2020）最高法民申1191号民事裁定书；北京市高级人民法院（2020）京民终165号民事判决书；浙江省杭州市西湖区人民法院（2020）浙0106民初839号民事判决书；新疆维吾尔自治区高级人民法院（2015）新民二终字第280号民事判决书；江苏省常州市新北区人民法院（2018）苏0411民初5635号民事判决书，等等。

来看,很难将对赌回购纳入第74条的规制范畴。所以,正式成文的“九民纪要”隐去了其征求意见稿适用《公司法》第74条的提法。这样,从“九民纪要”条文本身来看,有限责任公司的股权回购似乎无所凭依。最高人民法院在其裁定文书中指出,虽然《公司法》第142条规定是在股份有限公司的标题项下,但并未禁止适用于有限责任公司,并认为,“九民纪要”第5条在总结以往审判经验的基础上也认为《公司法》第142条可以适用于有限责任公司。^[57] 本文认为,在债权人保护的导向下,股权回购型对赌的裁判路径区分股份公司与有限公司并无实益。而且,有限公司的人合性、封闭性以及股东和董事身份的高度重合性使得债权人面临更大的机会主义风险。对赌裁判中的有限公司也应先遵循减资程序中的债权人保护程序再履行回购义务。

在债权人保护程序中,债权人不同意减资且公司不能清偿债务或履行担保的,在公司未进入破产程序之前,对赌协议为一时的履行不能。此时的债权人不应包括投资方,因为减资判决即是根据投资方诉求作出的判决,投资方不能在债权人保护程序中再次表达意思并因此获得债务清偿。尽管此时的对赌协议履行迟延附随相应的违约责任,但囿于公司资金状况和财产清偿顺序(见下文破产分配顺序),投资方一般也不可能获得更多的债务清偿款。此状态仅为中间过渡状态,因为不清偿债务或提供担保的公司面临债权人起诉的现实压力,直至其清偿债务或进入破产程序。公司进入破产程序后,破产分配时作为股东的投资方债权因禁止股权滥用原则、平等原则、诚实信用原则而衡平居次。^[58]

对于金钱补偿型对赌,法院可以依据破产法的破产标准,根据目标公司提交的财务报表等信息,选择是否公告债权人,以使相应债权人因与案件审理结果有法律上利害关系而有机会作为第三人参与到诉讼中,以保障其程序权利。目标公司达到破产标准的,经法院释明,由对赌投资方申请,对赌协议履行之诉转入破产程序,破产分配时投资方的债权衡平居次。公司资产负债情况尚未达到破产标准的,分两种情况:协议履行不损及实缴资本的,直接判决履行;对于尚未达到破产标准而协议完全履行又损及实缴资本的,判决部分履行以最大程度尊重协议并使协议履行刚好免于损及实缴资本。此为一时的履行不能。当然,这里的实缴资本应指公司的所有实缴资本。之所以选择实缴资本作为标准:一是未损及实缴资本的股东从公司获取资金的行为,不构成抽逃出资,^[59] 不当然现实地损害债权人利益;二是若以注册资本为标准,则可能会对公司形成过度保护,因为注册资本往往高于实缴资本;三是虽不及注册资本的公示效果,但根据《企业信息公示暂行条例》第10条,实缴的出资额也是应当及时通过企业信用信息公示系统向社会公示的,也具有一定的公信力。综合来看,实缴资本作为标准是现行法下衡平对赌方、公司、公司债权人法益的应然选择。

至于作为资本公积金的投资溢价部分为什么可以用于债务清偿而不构成抽逃出资或违法分配,系因为投资方是基于债权,而不是基于股权的债权性请求权诉诸协议履行,对于公司来讲,

[57] 参见最高人民法院(2020)最高法民申1191号民事裁定书。

[58] 参见赵吟:《论破产分配中的衡平居次原则》,载《河北法学》2013年第3期。

[59] 参见刘燕:《重构“禁止抽逃出资”规则的公司法理基础》,载《中国法学》2015年第4期。股东抽逃出资意味着债权人利益受损的现实性,而不损及股本的违法的利润分配和股权回购并不当然现实地损害债权人利益。

这根本不是“分配”，而是根据债权债务关系清偿债务。从经济逻辑上来讲，溢价作为资本公积金的部分，在入股时因债务人公司取得现金注入相应增加了债务偿还能力，缩小了公司债权人债务风险，倘若这部分资金仍在资本公积金的账户内，那么允许此部分资金脱离账户，对于债权人来讲也只是债务风险归位，而不是风险增加。^{〔60〕}而且，从商事外观主义的法理层面来看，此资本公积金账户资金并未公示，即未产生公司增信以使债权人产生依赖的公信力。所以，就用途而言，资本公积金并无债权人保护的现实必要性，却有偿还投资方债权的紧迫现实性。投资方的股东身份仅应在其与公司一般债权人面临直接的利益对抗时予以考虑。

总而言之，法益平衡理念、合同与公司规则体系、债权人保护目的等维度都可以证成对赌协议履行的正当性。首先，无论是基于意思自治的私法理念还是基于社会本位的哲学价值观，抑或风险收益均衡的经济学观念，对赌协议都应当履行。其次，对赌情境下履行障碍法的规范体系内不存在金钱债务履行不能的解释空间。对赌协议之履行不能，不是事实不能，亦不是法律上不能，更不是自始不能，只能是一时不能、嗣后不能。因而，合同法的规则体系不能提供判定协议履行可能性的接口。再次，基于禁止抽逃出资规则的功能定位与规制逻辑，对赌纠纷的处理不宜选用此规则保护债权人利益，以免对公司形成非必要的保障。最后，应让债权人参与到程序中，裁判协议如约履行。股权回购型对赌中的公司应履行减资程序；金钱补偿型对赌中的公司应清偿债务，具体根据破产标准和履行是否损及股本，呈现公司进入破产程序、完全履行、部分履行（一时不能）三种状态。

六、结 语

• 215 •

法律制度是事实、逻辑与价值的结合体。^{〔61〕}我们必须首先明晰对赌协议的体系性安排，从全局看投融资方权益，充分认识其特殊性，进而认清投资方在对赌协议履行中是公司小股东和公司债权人的基本事实。这样，投资方与目标公司及其原始股东的利益冲突图景便和盘托出，董事会、股东会都不宜作为履行障碍存在与否的判断主体。其次，必须在私法规范逻辑体系内审慎地进行规则解释适用。公司法管制性的债权人保护规则是司法规制合同机制的通道，但必须秉持谦抑理念，坚持形式理性优先，尊重私法自治。“法治所要求的和禁止的行为应该是人们被合理地期望去做和不做的行为。”^{〔62〕}尊重合理期待，不断扩大意思自治，是市场发挥决定性作用的应有之义。将公司法上的债权人保护规则视为合同程式中“法律上的履行不能”，脱离了履行障碍法的规范体系，背离了私法自治的基本精神。对赌争讼中债权人保护目的之落实，不宜选用资本维持原则或禁止抽逃出资规则，以免撕裂对赌债权债务关系的利益结构，形成对公司的过度保护。最后，价值判断应在事实基础上和逻辑体系内演绎，否则公司正义将是无本之木。着眼于微观公平根据公司履行能力情况裁判协议履行与否，可能造成资不抵债之公司的继续存续，如是，反而真正损害债权人利益。与公司立法不同，司法裁判中的债权人利益保护应是现实需要而不是抽象

〔60〕 参见前引〔38〕，范健文。

〔61〕 参见〔日〕北川善太郎：《日本民法体系》，李毅多、仇京春译，科学出版社1995年版，第3-4页。

〔62〕 〔美〕约翰·罗尔斯：《正义论》，何怀宏等译，中国社会科学出版社2009年，第260页。

想象。立基于此，或可最大程度地促进契约精神的尊重和债权人利益保护的协同实现。毕竟，司法裁判应立基于案件事实，从法律层面作出规范性评价，而不是根据可能的裁判后果“以果为因”勾勒形而上的想象王国。

Abstract: The judging approach of the binding of stock repurchase and capital reduction is easy to damage the independence of corporate and distort the contract mechanism. The judge determines the possibility of performance of valuation adjustment mechanism (VAM) is easy to cause excessive judicial intervention in the company. After the failure of VAM, the investor has the dual identities of the target company's minority shareholders and creditors. The interests of the investor are opposed to the target company and the original shareholders of the company, therefore, neither the shareholders meeting nor the board of directors should be the qualified body of judging the possibility of fulfilling VAM. Therefore, there is no need to judge the performance of the agreement, the court should directly judge the performance of the agreement, so as to avoid excessive protection of the company. It should protect real creditors rather than abstract creditors and let creditors participate in the procedure. For the share repurchase type VAM, the company should perform the capital reduction procedure. For the money compensation type VAM, the company should repay the debt. According to the bankruptcy standard and whether the performance would cause loss to the paid-in capital, three states will be presented: the company into bankruptcy proceedings, full performance, part performance (temporarily unable).

Key Words: valuation adjustment mechanism, possibility of performance, doctrine of capital maintenance, creditor protection

(责任编辑:周游 赵建蕊)

国有企业走出公司法的新路径： 以《国有资本投资运营公司法》建构为核心

王鹤翔*

内容提要：在《公司法》修订的背景下，学界已经意识到对国有企业施行公司制改革并不等同于国有企业必须接受《公司法》的调整，反而应当借助设立特别法的方式将国有企业剥离出《公司法》的调整范围。这类“剥离说”是对于传统的“商事公司说”矫枉过正的反思，但在立论基础上同样陷入与传统观点类似的“从属性出发”建立国有企业与公司种属关系的主观性路径，且与我国的历史实践相违背。在借助法律形式主义与法律工具主义、法律权威与政治权威之间关系演变分析再度得出剥离国有企业的必然性后，对代表性剥离方案进行系统地审视，发现《公共企业法》方案未能与“国有企业过度商事化”的问题相匹配，无法“撩开国有企业的商事面纱”；而《国有公司法》方案则因国有公司概念的解读困境，不能满足立法中对核心概念的规范性需求，并且可能在立法后对国有企业的国际法地位与公司制改革成果产生不利影响。为实现对传统观点、《公共企业法》方案与《国有公司法》方案的超越，提出以《国有资本投资运营公司法》的建构为核心的全新剥离路径，进而以投资公司与运营公司制度的分立为基本架构，逐次明确各主体间的法律关系、两种公司的权限范围及其治理结构，并借此立法契机初步展望国有资本监管权与国有资本所有权的分离。

关键词：国有企业 公共企业 国有公司 公司法 国有资本投资运营公司

• 217 •

国有企业制度的存在是一个普遍现象，即使在最为追求自由市场经济的美国也在联邦法律层面设立有与国有企业相似的政府公司，^{〔1〕}而在新加坡、^{〔2〕}法国、德国以及日本等发达市场经

* 王鹤翔，西南政法大学经济法学院博士研究生。

本文为国家社会科学基金重点项目“创新社会治理背景下社会企业法律规制研究”（18AFX018）、重庆市研究生科研创新项目“《公司法》修改背景下董事会实质化问题研究”（CYB21147）的阶段性成果。

〔1〕《美国联邦法典》第31编下属第91章即“政府公司”的规制专章。参见顾功耘主编：《当代主要国家国有企业法》，北京大学出版社2014年版，第10页。

〔2〕参见王怀勇、王鹤翔：《描述与重构：国有资本投资运营公司外部董事独立性研究》，载《商业研究》2021年第3期。

济国家也广泛存在着与自身经济基础、文化氛围以及社会需求相适应的各类国有企业法律制度。^{〔3〕}在我国，国有企业制度更是作为《宪法》第7条规定的“全民所有制”的实现方式，^{〔4〕}与国有资产法形成“主体—客体”^{〔5〕}的全民所有制法律谱系，彰显着社会主义的理念与价值。

可以认为，国有企业在制度层面并不面临存在性焦虑，^{〔6〕}真正让人们疑惑不定的是国有企业制度的存在方式，又或者说，国有企业应当栖身于何种法律。在《公司法》修订的背景下，学界已经敏锐地意识到对国有企业施行公司制改革并不必然等同于国有公司须受《公司法》调整，一种既往出现过的“公司法帝国”想象或难成就。以《国有公司法》、^{〔7〕}《公共企业法》^{〔8〕}等立法动议为代表的理论观点放弃了纯粹公理式思考，不再仅仅关注以“公司”为核心的概念树的建构，回归了法学应有的实践性与论题学取向。^{〔9〕}是故，即使已有方家论述的珠玉在前，考虑到中国国有企业改革的恢弘历史，仍有本土资源有待发掘和思索。本文便乘此“问题而非主义”的学界东风，对国有企业如何走出公司法略论一二，以回答国有企业与公司法相分离的必然性并提供更加多样的理论路径。

一、缘何出走：剥离国有企业动机的三阶思考

传统观点认为，“所有制企业法与企业组织法并存”是我国企业立法体系的结构性缺陷，^{〔10〕}尤其在公司法上，应当“遵守市场主体平等理念，不应因公司资本来源的所有制不同而区别对待”^{〔11〕}，换言之，构建普适平等的公司法规则，抹平国有企业缘于所有制形成的优势地位方能解“中国公司之谜”。这一方面要求公司法中不再有关于所有制的独特表述，删除国有独资公司的特别规定；另一方面需要公司法树立至高无上的权威，排除各类法规规章、政策文件对国有公司的行政化治理与针对性调整。然而，问题在于，国有企业虽然需要接纳公司治理改革，但并不等同于必须接受公司法的调整。近年来学界便展现出对传统观点的反思，并提出了反公司法帝国的呼吁，建议新设单行法对国有企业进行单独规制。这类“剥离说”的立论基础是对我国现实情形的体察与肯认，迈出了构建回应型国有企业法律制度的关键一步。但其对我国国企改革的认识较多关注制度表象，未能注意到制度选择背后的深层动因，为公司法对国有企业的再度捕捉留下了空

〔3〕 参见王保树：《完善国有企业改革措施的法理念》，载《中国法学》2000年第2期。

〔4〕 参见李忠夏：《“国家所有”的宪法规范分析——以“国有财产”和“自然资源国家所有”的类型分析为例》，载《交大法学》2015年第2期。

〔5〕 蒋大兴：《超越国企改革的概念谬误》，载《中国法律评论》2016年第10期，第227页。

〔6〕 在早期“国有”与“全民所有”关系的讨论结束后，这一问题便不再出现在理论视野中。参见江平：《国企改制与〈公司法〉的诞生（上）》，载《中国经济周刊》2013年第5期。

〔7〕 《国有公司法》的提议又区分为两种：一是纯粹组织法模式（参见胡改蓉：《〈公司法〉修订中国有公司制度的剥离与重塑》，载《法学评论》2021年第4期）；另一是综合组织法与资产法的模式（参见郭富青：《论公司法与邻近法律部门的立法协同》，载《法律科学》2021年第6期）。

〔8〕 参见蒋大兴：《公司法改革的“社会主义逻辑”》，载《中国流通经济》2020年第7期；蒋大兴：《国企为何需要行政化的治理——一种被忽略的效率性解释》，载《现代法学》2014年第5期。

〔9〕 参见舒国滢：《寻访法学的立场——兼论“论题学”法学的思考方式》，载《法学研究》2005年第3期。

〔10〕 参见李建伟：《中国企业立法体系的改革与重构》，载《暨南学报（哲学社会科学版）》2013年第6期。

〔11〕 方流芳：《试解薛福成和柯比的中国公司之谜》，载梁治平编：《法治在中国：制度、话语与实践》，中国政法大学出版社2002年版，第284页。

间。是故，尚需借助对剥离动机的进一步追问，得出剥离的必然性。

（一）表象：国有企业与公司的种属关系之争

“清晰界定国有企业的法律属性是相关法学理论研究的起点。”^{〔12〕} 传统观点认为国有企业的性质应当是“商事公司”，甚至就是“股份有限公司”。^{〔13〕} 这种认识下，国有企业自然被包含于公司，由之纳入，并受公司法调整。这实际反映的是市场经济建立之初，法学家对市场中的国有企业的期待，并因之作出了符合时代需求的理论贡献。同时，从目前的实定法来看，国有企业也确实几乎尽数委身于公司之下，其法律构造是沿着“民事主体—法人—营利法人—公司—国有公司”的逻辑理路梳整而出的，公司在形式上是国有企业的上位概念，国有企业被公司所规定。为此，传统观点中的其他制度建议，如实现两权分离、政企分开，实际便是对这一种属关系的具体落实。

但在近年来“后市场经济时代”的语境下，学界开始重拾国企的公共性价值，形成了“特殊公司法人说”^{〔14〕}“公共企业说”^{〔15〕}与“私法化的行政组织说”^{〔16〕}等彰显国企公共面向的法律属性理论。迥异的法学主张背后反映的是不同的社会现实：一方面国企分类改革产生的公益类国有企业使得“商事公司”的构想独木难支；另一方面自由市场经济走下神坛，使得国有企业的公共性，或称社会性，再度得到学界的理解与支持。新的关于国有企业本质的观点将国有企业与公司法中的公司平行，因而为“剥离说”创造了基础。“剥离说”的其余论据，如公司法的私法性质，也是该平行关系的延伸而已。

“剥离说”所依仗的“平行论”确实更能回应国企改革的本土性。但一方面，其与传统观点依靠的“包含论”相同，来源于法学家对某种经济体制与公司法理想的情愫，具有一定的主观性，不能客观确证国有企业应当独立于公司法。另一方面，我国公司法的历史也不为“平行论”背书。众所周知的是，我国第一部《公司法》是为国企改革服务的，立法目的在于使国企从计划经济下的政企合一体制转向适于在市场经济中生存与发展的现代企业。这种“为他人做嫁衣裳”的基因仍保留于现今的《公司法》中，《公司法》第3条规定的“法人财产权”即是与国家分享的双重所有权中的下阶所有权。^{〔17〕} 可以认为，《公司法》至少在核心的产权安排上，仍然由人们对国有企业的认知来定义着。这便从历史的角度对“平行论”的真值性提出了质疑。因此，“从属性出发”的理论路径确实可以对传统观点提出挑战，为国有企业剥离公司法提供可能，但不能确证其必然性。

（二）追问：法律工具主义与法律形式主义的历史演变

隐藏在种属关系之争背后的是两种立法模式之间的矛盾：一种被称为法律工具主义，指代法律不能独立于政策甚至应当与之等价的立法思想。^{〔18〕} 如前文所述，《公司法》的制定实际上就是

• 219 •

〔12〕 何源：《国有企业法律属性的困境与出路》，载《南京大学学报（哲学·人文科学·社会科学）》2021年第1期，第125页。

〔13〕 参见王保树：《国有企业走向公司的难点及其法理思考》，载《法学研究》1995年第1期。

〔14〕 参见顾功耘、胡改蓉：《国企改革的政府定位及制度重构》，载《现代法学》2014年第3期。

〔15〕 参见前引〔8〕，蒋大兴文，《国企为何需要行政化的治理——一种被忽略的效率性解释》。

〔16〕 参见前引〔12〕，何源文。

〔17〕 参见前引〔6〕，江平文。

〔18〕 参见郭锐：《抽象理论与现实关怀——以法人概念研讨和中国经济转型为例》，载《中国政法大学学报》2016年第5期。

相关经济社会政策在法律方面的落实，《公司法》中的公司实际由政策规划的国有企业所定义着。另外一种被称为法律形式主义，本意是指不考虑立法目的与适用后果而仅仅应用逻辑推理来进行司法审判的法律适用方法。^{〔19〕}但也被学者用以描述使法律与政策相分离的立法思想，如“一旦把企业看作是法人，法律必须保障企业的这些特征。保障企业的独立性与党和国家的政策关系不大，而是出于法人概念本身的需求”^{〔20〕}。这种意义上的法律形式主义源自人们对现代法律的呼唤，认为现代法律自有其目的，即“使人类行为服从于一般性规则的指导和控制”^{〔21〕}。

传统观点萌生的时代，正是法律工具主义退场、法律形式主义来临的立法区间。彼时学界更多关注既有法律因与计划经济政策的紧密关联而缺乏主体性与现代性的显著缺陷，期待借助私法的逻辑体系对之予以矫治。“商事公司说”就是对“公司实际被国有企业定义”的对症施治，期待以前者容纳后者的方式实现《公司法》的纯洁性。但随着《公司法》在几次修订中不断完善，尤其是2005年的修订对国有公司产权安排、设立规则、融资规则的修正与删除，^{〔22〕}《公司法》已然形成较为完备的自治体系，政策的色彩已经不再浓厚，传统观点期待法律形式主义的前提已然不复存在。也是在这一时期，功能主义、^{〔23〕}回应型法^{〔24〕}等关注法律实效与社会需求的法律思想开始被学界接受。同时，随着私法立法的热潮褪去，诸多重要的经济单行法与行政部门法推行，人们也不再认为私法品格是现代法律的唯一选择，“剥离说”的理论与现实论据逐渐充分，期望通过构建特别法满足国企治理的现实需要，服务于国有企业的改革走向。如果认为《公司法》确实因为归属于私法而有必要保留逻辑至上的法律形式主义的立法模式，那么一部具有工具主义倾向，独立于《公司法》的特别法便是调整国有企业所必需的，国有企业的剥离也因而具备了必要性。

（三）真相：法律权威与政治权威之间的协调

不同的立法思想为国有企业走出公司法提供了论据，但仍然与具有决定性的立法动机有一定距离。在法律形式主义与法律工具主义背后，分别是法律权威与政治权威^{〔25〕}在发挥实际作用。即使近现代法学已经不再将权威视作法之为法的唯一条件，但在我国，“法律是主权者的命令”的经典论述仍然具有解释力。如《公司法》便是立法机关的命令，并凭借立法机关的权威得以施行，其对于法律逻辑的崇尚与其说是法律形式主义使然，不如认为是立法机关的权威使其得以与政策相独立。与之相对，国有企业改革的决策者是党的领导集体，作为一种有别于传统认识中的主权者的领导者，其命令发挥着实际效力。这正是《公司法》对国有企业的调整屡屡面临“外部冲击”的真实原因。在这种政治权威的领导下，调整国有企业的法律必然与政策更加亲密。

传统观点在根本上是希望借助《公司法》对国有企业无差别的调整树立法律权威至高无上的地位。但正如学者总结出的，具有中国特色的立法过程是“一群学者的执着坚守、一次对立学派

〔19〕 参见陈锐：《法理学中的法律形式主义》，载《西南政法大学学报》2004年第6期。

〔20〕 前引〔18〕，郭锐文，第111页。

〔21〕 〔美〕富勒：《法律的道德性》，郑戈译，商务印书馆2005年版，第170页。

〔22〕 参见前引〔7〕，胡改蓉文。

〔23〕 参见马姝：《论功能主义思想之于西方法社会学发展的影响》，载《北方法学》2008年第2期。

〔24〕 参见图依布纳、矫波：《现代法中的实质要素和反思要素》，载《北大法律评论》1999年第2期。

〔25〕 此处采取的是周永坤教授对两种立法模式与两种权威之间关系的认识。参见周永坤：《论中国法的现代性十大困境》，载《法学》2006年第6期。

的绝地反击、一位领导人的重要指示，然后是一场旷日持久的学术争论的偃旗息鼓”〔26〕，立法中发挥决定性作用的仍然是政治权威，尤其在国有企业制度领域，“政治规制与法律规制”的竞争殊为明显。〔27〕为此，如何用一种立法方案协调存在于《公司法》中的两种权威的矛盾，便是理论界对“中国公司之谜”的新解。是故，只有剥离国有企业，使其走出公司法的调整范畴，用单独的法律承载政治权威的命令，才是最为合适的出路。

二、国有企业走出公司法的既有方案及其评述

在坚实的立法思想指引下，国有企业走出公司法才终于拥有必然性。而学术界目前提出的剥离方案中，以《公共企业法》与《国有公司法》方案最为体系化与完善，对两种方案予以评述，一方面证明该提议本身具有可证伪性，符合证伪主义中对科学性的判断与要求，因而具有理论价值；〔28〕另一方面有助于进一步开拓视野，在法律可能性的范围内寻找更加符合改革目的的剥离路径。

（一）《公共企业法》方案评述

我国学术话语中的“公共企业”可分别指向两种不同的企业。一是以产品属性为界定标准，“为社会提供具有公共性质的产品与服务”〔29〕的公用企业。〔30〕二是以所有制为标准的公营企业，“是指所有权或控股权归属于政府，并受其直接控制，具有企业法人地位的经济实体”〔31〕，实际上就是我国的国有企业。而《公共企业法》方案指向的实际是前一种含义——“制定统一的《公共企业法》，统一规范私营与国有的公共企业”，并进一步利用该法构建了公共企业的各项制度，包括厘定非营利目标、建立严格的审批设立程序、采纳公共董事与商事董事的混合治理、适用财务监管与信息披露并在退出机制上施行听证解散制度。〔32〕可以认为，这一方案代表着学界对国有企业商事性质定位的反思与公共性价值的重拾，然而，正是因为该方案将公共企业解读为公用企业，使得作为问题的“国有企业商事化”与作为答案的《公共企业法》之间产生了口径的偏离。

1. 商业性国有企业何去何从

为“撩开国企的商事面纱”，就必须对全部存在过度商事化的国有企业进行调整与矫正。但在“公用企业”的实质意蕴下，学者设计的《公共企业法》却无法与这一需求相匹配。具体而言，自从国有企业实施分类改革以来，国有企业便区分为商业性（或竞争性）与公益性两类。如果切实设立《公共企业法》，那么碍于公共企业的概念取向在于产品属性而非所有制，会使得那些在行为与产品属性上并未体现公共性，但又在治理结构与产权安排等方面极为特殊的商业类国

• 221 •

〔26〕 周大伟：《追忆：佟柔先生与中国民法学》，载《南方周末》2007年3月8日，第D29版。

〔27〕 参见陈晓华：《国有企业法律规制与政治规制：从竞争到融合》，载《法学论坛》2019年第6期。

〔28〕 参见张华夏：《波普尔的证伪主义和进化认识论》，载《自然辩证法研究》2003年第3期。

〔29〕 胡改蓉：《论公共企业的法律属性》，载《中国法学》2017年第3期，第145页。

〔30〕 参见孙晋：《竞争性国企市场支配地位取得与滥用以及规制的特殊性》，载《法学评论》2016年第1期。

〔31〕 朱柏铭编著：《公共经济学理论与应用》（第2版），高等教育出版社2013年版，第259页。

〔32〕 参见前引〔8〕，蒋大兴文，《国企为何需要行政化的治理——一种被忽略的效率性解释》。

有企业仍交由《公司法》进行调整。也正因如此，在《公司法》内外会继续广泛存在着两种权威之间的冲突，无法实现“剥离说”的立法使命，凸显了该方案的未竟之功。

2. 私营性公共企业规制障碍

同时，也是由于公共企业的概念取向，《公共企业法》方案不得不将私营性公共企业纳入调整范围，并一概取用国有公共企业的标准进行调整，这将面临一系列问题与障碍。如一律需要“向各级人大报告其运营状况”，并在解散时“经过各级人大或其常委会核准”，这对于国有企业是极其妥善的制度建设，有利于减少国有企业的代理链条与代理成本，^{〔33〕}但同时要求私营公共企业履行这一义务便存在法理上的障碍，至少与前者义务的实质——接受“人大股东”的监督——绝不相同。再如设立不予分配利润的目标，这对于国有企业确实能够减少内部人私分利润的渠道，但对于私营公共企业而言无疑等同于扼杀举办人与投资人的创办热情，不利于其发展。再如引入政府机构指派的公共董事的措施，在国企中既是司空见惯的事实，也是制度建设的方向，但在私营公共企业中尚有讨论余地，并非理所应当，完全可以借鉴日本公共企业中第三方社会组织监督的做法。^{〔34〕}总而言之，在这一点上，再度体现出《公共企业法》方案存在明显的“对象错误”。

（二）《国有公司法》方案之评述

《公共企业法》方案的核心是利用与商事公司相异的公共企业的概念重塑国有企业，但却未能考虑到其与国有企业或是国有公司是实质平行的关系，因而调整范围对内无法融入商业性国有企业，对外错误纳入了私营性公共企业。这提供了一个启示——应当尽量以国有企业或是国有公司本身为核心概念构建剥离的法律路径。在这一点上，《国有公司法》确实是更加匹配的立法方案，但也存在无法解决的立法疑难与不可低估的立法影响。

1. 何为“国有公司”：立法技术的疑难

什么是“国有公司”？这是《国有公司法》方案需要首先回答的问题。如果首先将国有公司等值转换为公司型的国有企业，那么问题也将等值转换为“什么是国有企业”。对此，实定法尚未“认真对待过”^{〔35〕}。《国有公司法》方案对之采取了兼顾“所有权”与“控制权”的认定标准，即“国有资本直接或间接持股半数以上，以及虽然持股比例少于半数，但对公司享有实际控制权的”^{〔36〕}企业，便是国有企业。该种界定符合目前的制度实践，也与理论主流观点保持一致。但对之仔细观察，便能发现该种界定标准面临边界不清的适用困境。

（1）国际性难题：国有企业的“控制权标准”

《国有公司法》方案认为对企业享有的实际控制权主要是指“对公司主要事项具有重要影响力，如企业重大事项的决策、半数以上董事会与监事会人员的任免等”，这一标准可以识别实质的国有企业，但难以回答如下追问：首先，实际控制权的边界在何处？即究竟怎样判断该企业已经被国家或出资人代表机构控制？如果按照“对主要事项具有重要影响力”的内涵界定方式，怎

〔33〕 参见蒋建湘：《委托代理视角下国企公司治理的改进》，载《法律科学》2014年第6期。

〔34〕 参见陈美颖：《日本公共企业经营治理的制度改革及其启示》，载《现代日本经济》2019年第5期。

〔35〕 前引〔5〕，蒋大兴文，第227页。

〔36〕 前引〔7〕，胡改蓉文，第138页。

样区分“主要事项”与“非主要事项”、“重要影响力”与“一般影响力”？如果按照类型划分的方式，在掌握重大事项决策权、董事会与监事会人事权以外，还有哪些典型的类型？立法是否能够周延地规定这些类型？其次，对实际控制权的判断是个案的还是普遍的？如企业的某次决策、某项人事任命被国家或出资人代表机构控制，是否可以认为其掌握了该公司的实际控制权？最后，实际控制权判断的逻辑是“后于行为的”，但《国有公司法》的适用逻辑是“先于行为的”，也即实践中只能依据国家以及企业已经作出的行为及其效果认定是否被实际控制，但《国有公司法》的适用却要求首先确定企业是否为国有，这之间的时差矛盾如何处理？

如何判断被国家或政府实际控制不仅困扰中国学术界，域外学者对之的态度也十分消极。在美国，表面上仅存在所有权界定标准，联邦层面的《政府公司控制法》规定的“政府公司”仅包括政府混合所有权与政府全资公司两类，^{〔37〕}但实际上也存在大量私人所有，并接受政府支持（sponsor）的实质“政府公司”。一般而言，这种支持非常模糊，其形式也十分多样，其中最为典型的一类，如著名的房地美与房利美公司，^{〔38〕}会接受政府提供的隐性债务担保，从而大幅减少融资成本，但其经营方针也必须与政府的政策协调一致。因此，美国学界一般称美国政府是这些公司的担保人（guarantor）。^{〔39〕}可以看出，这一类实际控制便十分脱离人们对控制权的典型认识，以至于美国学者指出，（美国）政府公司的存在远比外界观察到的更普遍。^{〔40〕}此外，在国际法领域，如何判断某机构（包括企业）受该国政府的实际控制也是莫衷一是，众说纷纭。并不仅仅考虑“政府拥有多数股权”的“政府控制说”，认为“政府官员在该实体的董事会中任职、政府能够控制该实体行为、该实体响应政府政策或利益追求”是认定实质控制的关键要素。而“政府权力说”则认为只有该机构被赋予了政府权力，才形成“有意义的控制”。^{〔41〕}综上所述，“实际”“控制”这两种本身含义模糊的概念所组成的偏正短语必然难以得到细致的解释。

（2）本土性疑虑：国有企业的所有权标准

依据《国有公司法》方案中“持股半数”的规定，国有企业将包括国有独资公司、国有全资公司与国有控股公司，而不包括国有参股公司。这是对出资人权利与出资人份额等比例相关的法律常理的遵从，但却面临国有企业治理制度的质疑。如最近推出的《国有金融资本管理条例（征求意见稿）》就将国有金融机构的穿透式管理对象界定为“各级控股及参股企业”。虽然在总则部分将国有金融机构类型化为国有独资、全资、控股与实际控制四种，^{〔42〕}但无疑在上述“穿透式管理制度”的具体规定中，参股企业被纳入到了特殊治理规则下，实际上已然是国有企业。^{〔43〕}与中央法规层面经常以“分则与总则”打架的方式将国有参股企业实质认定为国有企业不同，地方出资人代表机构往往更直接地规定国有参股企业归属于国有企业行列，诸多地方文件

〔37〕 参见《美国联邦法典》第31编第4卷第91章第一节；前引〔1〕，顾功耘主编书，第10页。

〔38〕 参见缪因知：《从国企到公共企业的法律调整与所有权调整》，载《交大法学》2017年第3期。

〔39〕 See Micheal Froomkin, Reinventing the Government Corporation, 47 (3) University of Illinois Law Review 543 (1995).

〔40〕 参见前引〔39〕，Micheal Froomkin文。

〔41〕 参见陈卫东：《中美围绕国有企业的补贴提供者身份之争：以WTO相关案例为重点》，载《当代法学》2017年第3期。

〔42〕 参见《国有金融资本管理条例（征求意见稿）》（2020）第2条。

〔43〕 参见王怀勇、王鹤翔：《国有金融机构穿透式管理之见疑》，载《现代经济探讨》2022年第3期。

对国有参股企业的董事会与监事会人选、^{〔44〕} 股东权益保护、^{〔45〕} 企业决策规则与财务管理^{〔46〕}等事项进行的特殊规定，使之与国有企业无异。面对上述这些超出所有权标准的实践，《国有公司法》应当如何应对？若仍然排除国有参股企业，或许很难得到中央层面出资人代表机构与相关部委的支持，进而导致在中国独特的部委立法体制下，《国有公司法》很有可能只停留于理论的构想。

2. 过于特殊的国有公司：立法影响的疑虑

（1）对国际法地位的影响：《国有公司法》与《私有公司法》的分立

《国有公司法》方案对公司型国有企业进行特别调整，极有可能影响这类国企的国际法地位。从目前国际贸易仲裁的实践来看，该举有可能使国有企业被识别为 WTO《补贴与反补贴措施协议》中的“公共机构”（public body），从而被直接认定为补贴提供者，在调查与争端解决中处于极其被动的地位。具体而言，该协议认为补贴提供者有三类：政府、公共机构与私营机构。^{〔47〕}但碍于国际法对“公共机构”缺乏明确的定义，国家或政府全资或控股的企业如何定性仍然未形成统一做法。在美国多主张运用的“五要素分析法”中，“是否依据法律成立，以及依据何种法律成立”^{〔48〕}具有重要的判断作用。如果确实颁布《国有公司法》，将使得原《公司法》成为实质上的“私营公司法”，一“公”一“私”形成强烈对比，加之五要素分析法中的其他四项，即“政府所有权”“政府官员在该实体的董事会中任职”“政府能够控制该实体行为”“该实体响应政府政策或利益追求”，国有企业多数占尽，其如“希腊船方诉中国案”中被认定为公共机构^{〔49〕}或将成为常态。

（2）对公司制改革的影响：脱离《公司法》的“保护”

《国有公司法》方案对国有企业的另一影响，是有可能阻碍其公司制改革。此前由《公司法》作为调整公司型国有企业基本法的做法，虽然造成了诸多矛盾，但也正是因为《公司法》的辖制，国有企业的公司制改革获得了法制保障，即使在部分领域受到了外部规范性文件的侵袭，进行改革的国有企业仍然保持了公司的基本要素，形成了所有权与经营权相分离的现代企业基本架构，与“新三会”为代表的公司治理结构。出资人代表机构欲伸展权力，加强行政性治理，始终不得不忌惮《公司法》的制度刚性。但如果将公司型国有企业尽数剥离，在特别法内进行统一调整，就很难继续维持这一局面。在我国特别的部委立法体制下，行政权力很大程度上与立法权力有所重合，由出资人代表机构草拟或参与的《国有公司法》，势必体现其对公司型国有企业的治理理念。这一点在国资委起草的《公司法》建议稿中就有所体现，该稿建议赋予国资委对二级以下国企的跨越式监管权力以及国企内部的特别调查权力，^{〔50〕}这就很大程度上已经突破了基于“出资—被出资”形成的股东与公司之间的层级关系。由此，面对维持公司制改革的正确方向、

〔44〕 参见《海口市国有及国有控股、国有参股企业领导人员管理暂行规定》。

〔45〕 参见上海市《章程示范条款（国有参股股东权益保护）》（沪国资委法规〔2018〕371号）。

〔46〕 参见《萍乡市人民政府关于印发萍乡市国有参股公司管理暂行规定的通知》（萍府发〔2018〕12号）。

〔47〕 参见刘雪红：《“国家资本主义论”下的国企投资者保护——基于投资协定革新的视角》，载《法学》2018年第5期。

〔48〕 前引〔41〕，陈卫东文，第21页。

〔49〕 参见刘纪鹏、曾斌：《从“希腊船方诉中国案”看国企改革的基本模式》，载《中国政法大学学报》2012年第4期。

〔50〕 参见国务院国资委法规局撰写的《公司法》修改建议稿（内部资料）。转引自前引〔7〕，郭富青文。

保留公司制改革成果的立法任务,《国有公司法》或难承其重。

综上所述,《国有公司法》方案确实更加切题,是对国有企业法律调整模式改革的有益尝试。但一方面国有公司与国有企业认定标准的不确定性使得该方案无法满足立法中确立核心概念的规范性需求,另一方面该方案也或将造成不利于国有企业发展的立法影响,故而不能称作是剥离路径的最优设计。国有企业如何走出公司法,仍然可以有其他的回答。

三、执两用中:针对国有资本投资运营公司的有限剥离与适度重构

国有企业走出公司法,一是需要回归问题的本源,成功协调法律权威与政治权威之间的矛盾,完成“剥离说”的立法使命,从而对传统观点与《公共企业法》方案实现超越;二是必须克服或是避免《国有公司法》方案在核心概念规范性方面的力有不逮与立法影响方面的无心之失。这并非理论不能胜任的构想,在授权经营体制改革的背景下,针对国有资本投资运营公司进行的有限剥离与适度重构是为最佳的立法路径。

(一)《国有资本投资运营公司法》方案的提出

所谓《国有资本投资运营公司法》方案,是指构建特别法,专门调整国家直接出资的国有资本投资运营公司,同时搭配对普通国有企业相关法律法规的清理,删去《公司法》关于国有独资公司的特殊规定,使之仅受《公司法》中普适的组织规则与《企业国有资产法》中的资产规则的调整。这一方案绝非故意标新立异。一方面,在国际上,对国家直接出资企业施行特别法管控,而对这些企业下属的国家间接出资企业通过普通商事企业法进行调整的做法非常普遍。如美国《政府公司控制法》中的“政府公司”便仅指政府直接出资设立的混合所有权公司与全资子公司。^[51]再如加拿大法律中的“国有企业”虽然同时指代“国有企业母公司”及其“全资子公司”,但也同时要求对子公司的调整必须符合其章程,此外也仅有内阁总理有权力要求某全资子公司直接适用国有企业的特殊规定。^[52]这是对全资子公司适用国有企业特殊规定的双重限制,致使其在一般情况下只被认定为普通公司。再如新加坡也在《宪法》中明确,受到特殊规制的仅包括列明的政府直接出资的国有控股平台企业,如著名的淡马锡控股有限公司等,这些公司下属的企业则依照商业规则与普通公司法施行自治。^[53]另一方面,该方案确实具有超越《公共企业法》与《国有公司法》方案的可能,并且其本质就是对新一轮授权经营体制改革的实现。

1. 对《公共企业法》方案的超越

《国有资本投资运营公司法》方案创造了国有资本投资运营公司(以下简称“平台公司”)这一法律概念,并借助规范性文件的清理与梳整,使组织法意义上的公司型国有企业概念消弭于《公司法》之中。新增的平台公司概念归属于特别法,并不因为采取公司制而受到《公司法》调整,这就使得平台公司可以与《公司法》的私法属性保持距离,不需要在资本制度、治理结构、决策规则等方面与《公司法》中的公司发生纠缠,保留政治权威的介入空间。同时,《公司法》也不

[51] 参见前引〔1〕,顾功耘主编书,第10-13页。

[52] 参见前引〔1〕,顾功耘主编书,第71页。

[53] 参见前引〔2〕,王怀勇、王鹤翔文。

必再因为包含所有制成分而饱受政治权威的侵扰，得以借助法律权威的力量塑造符合市场经济逻辑的理想公司，实现本次《公司法》修订中“为中国企业的创新创业保驾护航，提升国际化的竞争力”的立法目标。这种剥离方案一方面与传统观点有所关联，彻底消除了国家间接出资的国有企业的特殊地位，有助于实现国有企业向现代企业转型；另一方面也避免了《公共企业法》方案仍然陷于两种权威纠葛的立法结果，为两种权威之间的协调提供了路径，实现了“剥离说”的立法使命。

2. 对《国有公司法》方案的超越

平台公司作为三级授权经营体制改革的中间一级，其识别标准相当明确，不会出现类似国有企业的界定难题，因此满足立法中对核心概念的规范性需求。平台公司由国家直接出资设立，在立法中完全可以将“国家直接出资”作为其核心规定。同时，出于授权经营体制改革仍在继续，既有两级体制（出资人代表机构—国有企业）在部分领域有所保留，为与这些领域中的国家直接出资企业相区别，还需要将平台公司特殊的功能定位纳入定义。其中国有资本投资公司的功能是针对市场失灵、社会民生以及重要战略领域通过产业投融资，实现政府的政策性目标；国有资本运营公司的功能则是通过资本运作与资本整合相结合的方式，在市场机制中推动国有资本的保值与增值。^{〔54〕}借助国家出资方式与功能定位的双重标准，平台公司概念便可拥有明确的指向，《国有资本投资运营公司法》的调整范围也较为稳定。

在立法影响的维度，《国有资本投资运营公司法》方案没有改变间接出资国有企业受《公司法》调整的现状，同时削弱了《公司法》的所有制色彩，不会影响其国际法地位，也不会使国有企业的公司制改革成果付之东流。因此，相比《国有公司法》，一部针对国有资本投资运营公司进行有限剥离的法律更接近“剥离说”的最优设计。

3. 新授权经营体制改革：《国有资本投资运营公司法》方案的实质

以平台公司为纽带，连接出资人代表机构与国有企业的三级授权经营体制存在“出资人代表机构与国有资本投资运营公司之间”“国有资本投资运营公司与国有企业之间”的两组法律关系。对于前者的性质，学界仍然莫衷一是，而对于后者，则一致认为属于股权关系。^{〔55〕}《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》（国发〔2015〕63号）指出国资委通过授权的形式将政府授予国资委的“出资人职责”向平台公司授出，而平台公司对于下属国有企业仅行使股东权利。这便表明，在授权经营体制改革的顶层设计中，对后一种关系的认识与学界保持了一致意见，而前一种关系则被认为是一种有别于信托、代理等私法法律关系，更具有公共特征的特殊法律关系。因此，抹去普通国有企业的特殊性，统一交由《公司法》调整，使其解脱于传统的行政治理，只由国有资本投资运营公司进行股权管理，便是对顶层设计中股权关系的确认与落实；而把国有资本投资运营公司从《公司法》的管辖下剥离出来，借助特别法承载特殊的法律关系，也是实现授权经营体制改革的题中之意。《国有资本投资运营公司法》方案绝非毫无基础的“万丈高楼平地起”，更不是简单宣介域外经验的“海客谈瀛洲”，而是实现授权经营体制改革的必要途径。

（二）《国有资本投资运营公司法》方案的基本架构

方案的两方面中，对普通国有企业法律调整模式的塑造并不复杂，仅需要删除《公司法》中

〔54〕 参见何小钢：《国有资本投资、运营公司改革试点成效与启示》，载《经济纵横》2017年第11期。

〔55〕 参见赵旭东、王莉萍、艾茜：《国有资产授权经营法律结构分析》，载《中国法学》2005年第4期。

的国有独资公司条款,以及排除包括《企业国有资产法》在内的其他规范性文件中对国有企业组织规则的规定即可。较为困难并充满争议的是《国有资本投资运营公司法》的构建,为此需要进一步阐明该法的基本线索与重点问题。

1. 国有资本投资公司制度与国有资本运营公司制度的分立

两种公司制度应当分立还是统合,是《国有资本投资运营公司法》需要首先解决的问题。现实中,许多地方筹建了统一的平台公司。然而在相关政策文件的顶层设计中,两种公司的功能迥异。其中,投资公司专注于实现政府的政策性目标,克制市场失灵、保障社会民生、扶持战略产业;运营公司则是借助市场机制实现国有资本的交换价值,促进国有资本的保值增值。^[56] 顾耘教授也曾判断:“政府也可以对这两种公司实行必要的分工,比如一个重点投资公共领域,一个重点投资竞争领域。”^[57] 如果对两种公司制度统合立法,势必再次在同一制度、同一类组织中重现国有企业普遍存在的经济性与公共性之间的经典矛盾。^[58] 也正是这种属性之间的差异,为两种公司的制度构建与权责配置提供了“他治”与“自治”的立法指引。

2. 在分立的基础上明确法律关系

明确两类公司分立后,还需要明确出资人代表机构与平台公司之间的法律关系。对于此前学界盛行的“委托代理”说,已有学者指出其仅是经济学话语的复述,只关注代理人与被代理人之间的内部合意,远远宽泛于法律中的代理。^[59] 而更符合法学口味的“信托关系说”^[60] 一方面并未得到官方政策文件的承认,与现实有着严重的背离;另一方面也仍然是传统观点“商事公司说”的延续,旨在构建政府与国有企业之间平等的私法关系。实际上,国有企业的法律改革并不排斥行政监管,人们忌惮的是这种监管权与经营权混为一体时展现的非中立性。而两种公司的设立目的就在于将经营权分离出来,使监管权恢复公平的本色。为此,可以将国资委与平台公司之间的法律关系界定为规制法意义上的监管与被监管关系。考虑到运营公司更加具有商业性,国资委对之的监管可以秉持一种“包容审慎”的理念,采取正面列举的方式缩小监管范围,并在监管方式上更强调柔性的指导与劝诫;而投资公司的公共性则要求国资委对之施加更加严格的“行为监管”,对投资公司的重大决策实施覆盖,在监管方式上着重加强前端的审批与控制。

3. 在分立的基础上明确两种公司的权限范围

依据顶层设计的安排,平台公司承接的是从国有资本监管权中剥离出来的国有资本经营权。^[61] 为此,国有资本经营权的范围就是平台公司的权限范围。国务院2019年颁布的《改革国有资本授权经营体制方案》围绕战略规划和主业管理、选人用人和股权激励、工资总额和重大财务事项几方面对国有资本投资运营公司进行了授权规划,但却未进行分类授权安排。具体而言,投资公司必须实现公共性,国家对之投入的资本是为公益性国有资本,因此在权限范围上应当体现受到监管权限制而表现出的保守,与基于对下属公益性国有企业管理的需要体现出的扩张。因

[56] 参见前引[54],何小钢文。

[57] 顾耘:《论国资国企改革的政策目标与法治走向》,载《政治与法律》2014年第11期,第85页。

[58] 参见前引[14],顾耘、胡改蓉文。

[59] 参见前引[55],赵旭东、王莉萍、艾茜文。

[60] 参见前引[55],赵旭东、王莉萍、艾茜文。

[61] 参见王志强:《基于“保持距离型”理论的“管资本”为主的国资监管新框架》,载《江西社会科学》2019年第5期。

此，应当取消其战略规划与主业管理方面的权限，加大其对下属国有企业委派董事与监事的力度，并将公司工资总额备案制恢复为审批制。而运营公司更加偏向商业性，国家对之投入的资本则是商业性国有资本，其经营权范围以及公司权限范围则应当与投资公司相反，体现出对“上”偏强，对“下”偏弱。是故，应当限制甚至取消其对于下属国有企业强制委派董事与监事的规则，交由下属公司股东会按照《公司法》规则自行决定；同时扩展更多授权范围，使运营公司的资本制度、决策规则与治理结构更符合市场经济的要求。

4. 在分立的基础上区分建立治理结构

作为公司制企业，投资公司与运营公司应当具备公司治理的制度基础，由董事会掌握决策权、监事会掌握监督权、经理层掌握具体执行的权利。在这种共同的基本架构下，还应当根据两种公司不同的属性作出区别式的安排。对于投资公司应当建立治理重心更加偏向“外部”的治理结构，保证其尽职尽责地实现公共性职能。这首先要求在董事会中建立外部董事占多数的结构，并进一步在外部董事中引入更多由出资人代表机构选出、并对之负责的股东董事，^{〔62〕}保障决策权不因内部人控制而异化；其次，强化董事会对经理层的监督职能，保证以经理层为实质治理中心的夹层主义不在投资公司中出现；^{〔63〕}再次，恢复对投资公司设立外派监事会的规定，强化来自出资人代表机构的监督；最后，充分落实党组织对投资公司治理结构的嵌入，构建党委会职能的确权路径，保障党委会在投资公司中担当领导核心。对于运营公司，则必须尊重其自治需要，建立治理中心偏向“内部”的治理结构。这首先需要运营公司在董事会的外部董事中为既独立于出资人代表机构，又独立于公司内部独立董事^{〔64〕}保留更多席位，通过决策权的独立使自己不被出资人代表机构与内部人掌控；其次，应当进一步加大经理层的社会化程度，拓展其权限范围；再次，明确要求运营公司设立内部监事会，结束政策变动后运营公司内部监管权力空白的局面；^{〔65〕}最后，指出党组织在运营公司中所发挥的领导作用偏向政治维度，不对公司的日常经营与商业决策进行领导。

5. 以修法为契机促进国有资本监管权与所有权的分离

将其他国家机构引入国有企业与国有资本治理领域的提议始终不绝于耳，如“公共企业说”中认为公共企业负有向人民代表大会报告的义务。^{〔66〕}另有学者指出，应当建立与人民代表大会同质性的人民代表股东会制度从而减少国有企业代理成本。这不禁引人追问，这些机构参与对国有企业的治理的权利基础是什么？

与此同时，理想构型下的平台公司承担国有资本经营权，而以国资委为代表的监管机构则掌握国有资本监管权，这便使得应然层面的国有资本权力链条产生了断裂，由谁来行使本源性的权利——国有资本所有权？将两种问题综合考虑，不难发现，人民代表大会或是人民代表股东会与

〔62〕 关于政府董事的概念参见肖海军：《政府董事：国有企业内部治理结构重建的切入点》，载《政法论坛》2017年第1期。

〔63〕 关于“夹层主义”的概念参见蒋大兴：《公司董事会的职权再造——基于“夹层代理”及现实主义的逻辑》，载《现代法学》2020年第4期。

〔64〕 关于此处独立董事的概念参见前引〔2〕，王怀勇、王鹤翔文。

〔65〕 参见蒋大兴：《国资监管职能的重组——如何应对国企外派监事会的取消》，载《南开学报》2019年第3期。

〔66〕 参见前引〔8〕，蒋大兴文，《国企为何需要行政化的治理——一种被忽略的效率性解释》。

国有资本的真正所有者——人民——距离最近，由之代理产生的链条最短、成本最低，这是政府机关永远无法比拟的优势，因而是最为适宜的国有资本所有权代理者。然而，目前国有资本改革的实际情况是国资委被授予的出资人职责中混合了监管权与所有权，使得整个国有资本权力的分布呈现两点一线的线状结构——国资委权力过重，而平台公司受到国资委单方面的管控，有产生行政异化的风险。是故，应当借《国有资本投资运营公司法》建构的契机，正式在法律中规定国有资本所有权及其归属，形成国有资本权力的三角结构。当然，在具体规定形式上可以有所折衷，仅要求平台公司在部分事项上对所有权代理机构负责，而非向国资委负责即可，以换得立法过程的平稳进行。在具体代理机构的选择上，新设国家机构的做法成本或许过高，涉及《宪法》与我国根本体制的调整，因此仍然以既存的人民代表大会为最佳。

Abstract: In the context of Company Law revising, the academia circle had realized that the corporate reform of SOEs was not equal to force SOEs to accept adjustments of the Company Law. On the contrary, SOEs should be separated from the adjustment scope of the Company Law by means of establishing special laws. This kind of “stripping theory” was a reflection on the over-kill of the “commercial company theory” upheld by the traditional viewpoint. However, it also falls into a subjective path on the basis of its arguments, and goes against the historical practice of our country. After analyzing the evolution of the relationship between legal formalism and legal instrumentalism, legal authority and political authority, the inevitability of divesting state-owned enterprises is again drawn. Through a systematic review of the representative divestiture plan, it is found that the “Public Enterprise Law” plan fails to match the problem of over-commercialization of state-owned enterprises. However, the “State-owned Company Law” program cannot meet the normative needs of legislation due to the difficult interpretation of the concept of state-owned companies, and may have an adverse impact on the status of state-owned enterprises in international law and the results of corporate reform. In order to achieve the transcendence of the above point of view, a new stripping path is proposed with the construction of the “State-owned Capital Investment and Operation Company Law” as the core.

Key Words: state-owned enterprise, public enterprise, state-owned company, company law, state-owned capital investment and operation company

证券虚假陈述中因果关系认定与 损害赔偿数额计算的日本模式 ——以东芝案为例

朱大明*

• 230 •

内容提要：在虚假陈述民事赔偿制度中，因果关系的认定与损害赔偿数额的计算是最核心的问题。我国法制度中的基本立场是严格区分交易因果关系与损失因果关系，力求精确计算损害赔偿数额。但是由于虚假陈述本身所具有的高度复杂性，从结果上来说事实上存在许多的不确定性。日本法从理念上与我国存在巨大不同，在因果关系的认定以及具体损害赔偿数额的计算上大量采用了推定的方式，从某种意义上讲，可以说牺牲了精确性、提高了制度的效率。发生在2015年的东芝虚假陈述案是日本近年来发生的一起具有重大社会影响的案件。2022年3月福岡地方法院对东芝公司虚假陈述案做出的判决非常立体地呈现出日本虚假陈述民事赔偿制度的立法理念与具体的法制度，为我国在虚假陈述民事赔偿的相关问题的处理上提供一个全新的视角。

关键词：虚假陈述 因果关系认定 日本金融商品交易法

一、序言

2021年康美药业等一系列虚假陈述民事赔偿案件给证券市场带来了巨大的冲击。特别是巨额的损害赔偿判决额在令市场震惊的同时，也带来了很多的问题。在虚假陈述赔偿案件中，如何确定投资者的损失是其中极其关键的问题。2022年1月21日颁布的《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（以下简称《虚假陈述司法解释》）对此进行

* 朱大明，东京大学法学政治学研究科教授。

本文在形成过程中，中央财经大学法学院缪因知教授给予了大量的帮助并提供了诸多宝贵的意见，在此表示衷心的感谢。本文的全部文责由笔者承担。

了规定，但是，对于虚假陈述损害赔偿数额的计算方式，我国学术界仍然存在许多争议。

在日本，近年来也发生了多起重大的虚假陈述案。2015 年在日本具有象征意义的东芝公司被曝光存在大量的虚假陈述之后，日本社会受到了巨大的震动。目前围绕东芝公司虚假陈述正在进行的民事赔偿诉讼在日本全国有 37 起。

2022 年 3 月 10 日福冈地方法院针对 21 位一般投资者提起的民事赔偿诉讼做出的判决〔1〕是这一系列案件中最先针对一般投资者保护做出的（以下简称为东芝案）。〔2〕在该判决中，福冈地方法院对虚假陈述中相关问题的处理，特别是在因果关系的判定与投资者赔偿数额的计算方法等问题上所采用的方法与我国证券法的规则存在显著不同。

虽然福冈地方法院的判决仅是一审判决，审级较低，其中众多的争议问题还没有形成最终的结论，但是其可以为我们提供一个非常全面、完整的日本处理虚假陈述的方法，让我们看到日本在制度本身以及制度的设计理念上与我国的显著差异，为我国相关问题的处理提供一个解决问题的全新视角。

笔者希望以日本《金融商品交易法》〔3〕为基础，通过全面、深入地分析东芝案，使我们了解到日本法中虚假陈述的相关规则与法律实践的处理方法，为我国完善虚假陈述的相关法制度做出贡献。本文如果没有特别说明，讨论的范围仅限于交易市场的虚假陈述行为。〔4〕

二、东芝案的事实概要与判决

• 231 •

（一）事实概要

2015 年 12 月 21 日，原告向福冈地方法院提起诉讼，认为被告东芝公司从 2008 年至 2014 年之间连续七年在年度报告书等披露文件中存在虚假陈述，造成了原告的损失，因此，要求东芝公司以及东芝公司的 5 名董事向原告赔偿损失以及律师费等相关费用。福冈地方法院在审理本案时决定将 2016 年 3 月 28 日以及 2016 年 8 月 9 日针对上述同样的事实提起的损害赔偿诉讼进行合并审理。本案的事实概要按照时间的先后顺序整理如下。

2015 年 2 月 12 日，日本证券交易等监视委员会〔5〕突然对东芝公司的大型项目财务会计处理标准等问题进行了现场检查，同时依照《金融商品交易法》第 26 条的规定命令东芝公司向其

〔1〕 参见 2022 年 3 月 10 日福冈地方法院判决 [2015 年（ウ）第 3936 号]，载 https://www.courts.go.jp/app/files/hanrei_jp/086/091086_hanrei.pdf，最后访问时间：2022 年 10 月 12 日。

〔2〕 在东芝虚假陈述系列案中，针对机构投资者保护的第一份判决是东京地方法院于 2021 年 5 月 13 日做出的 [东京地方法院 2017 年（ウ）第 32404 号]。

〔3〕 日本的《金融商品交易法》是 2006 年由《证券交易法》更名而来的法典。换言之，《金融商品交易法》的前身是《证券交易法》。本文为了避免读者出现误解，除了有特别说明的地方，不对《证券交易法》（2006 年之前）与《金融商品交易法》（2006 年之后）进行区分，而统一使用《金融商品交易法》。关于 2006 年《金融商品交易法》形成的相关中文资料，可以参考朱大明、陈宇：《日本金融商品交易法要论》，法律出版社 2019 年版，第 6 页；〔日〕近藤光男、吉原和志、黑沼悦郎：《金融商品交易法入门》（第 3 版），梁爽译，法律出版社 2021 年版，第 13 页。

〔4〕 在日本法中，关于虚假陈述民事赔偿制度严格区分了发行市场与交易市场，这一点与中国法存在显著不同。

〔5〕 日本证券交易等监视委员会是根据日本《国家行政组织法》第 8 条设置在金融厅内的一个独立的证券监管行政机关，其主要职能是对证券市场上的不公正行为进行监督，换言之就是监督市场的规则是否被遵守的专门监督机关。拥有独立的权限与独立的地位。关于日本证券交易等监视委员会的组织结构与具体权限可以参考其官方网站 <https://www.fsa.go.jp/sesc/>。

报告相关的情况。

2015年4月3日,东芝公司决定设立特别调查委员会,成员包括公司的高管以及外部专家,对2013年基础设施大型项目的财务会计处理标准等相关问题进行了调查。

2015年5月8日,东芝公司发布了《关于设置第三人委员会的通知》《有关本年度利润分配的通知》《关于修改公司业绩预测的通知》。在这三个通知中主要记载了以下内容:首先,特别调查委员会认为东芝公司在大型基础建设项目财务会计处理标准中,存在少计项目成本、项目损失没有及时计算等问题。特别调查委员会认为,除了应当对大型基础建设项目的财务会计处理情况进行检查以外,还应当按照日本律师联合会制订的指引,设置由外部专家组成的第三人委员会来负责对其他项目进行全面调查。其次,根据特别调查委员会的调查结果,2013年以前的财务决算报告中也存在需要修改的可能性。因为这些情况将会对2014年度的财务会计决算产生重大的影响,所以2014年度财务会计决算的最终报告推迟到2015年6月之后公布。此外,东芝公司决定设立第三人委员会,同时还决定2014年度东芝公司不分配利润,并将2014年度的业绩预测修改为不确定。

2015年5月13日,东芝公布了《修改现阶段已经确定的过往年度需要修正的数额以及关于设置第三人委员会的补充说明》。在该文件中,第一,在现时点上,特别调查委员会认为,在过去的财务会计决算中,已经查明需要进行更正的数额,从2011年开始至2013年之间预测将会超过500亿日元。该预测的金额可能会和新设置的第三人委员会的判断存在差异。第二,特别调查委员会认为,除了应当对大型项目的财务会计处理进行调查以外,东芝公司还有必要对包括项目会计处理的时期以及数额的妥当性、经费处理时期的妥当性、库存评价的妥当性等问题进行调查。第三,对于上述第二项内容,特别调查委员会认为在应当进行调查的科目中,存在出现需要对过往年度的决算报告进行订正的可能性,如果需要更正的话,会涉及多大的规模,目前尚不明确。

2015年7月20日,第三人委员会完成了针对上述记载的各个事项的调查报告书。^{〔6〕}次日,东芝发布了《第三人委员会调查报告全文的公开以及本公司今后的应对及经营责任的明确化》,并公开了《第三人委员会调查报告书》。

2015年8月18日,东芝公布了《新经营体制以及治理结构改革对策与过往年度决算修正概要及业绩预测的通知》,承认东芝过去的财务会计报告中需要进行订正的总额为2130亿日元。

2015年9月7日,东芝公司针对2012年、2013年、2014年、2015年、2016年第1期至第3期季度报告书,正式提交了《订正报告书》,对此前披露文件的主要的修改内容包括以下几个方面。

(1) 累计修改金额

《订正报告书》累计修改金额的总额为2248亿日元(以下金额均为日元)。其中,对之前每年年报的修改金额总额如下:2008年170期修改金额总计为764亿;2009年171期修改金额总

〔6〕第三人委员会调查报告书是第三人委员会在调查辅助人(律师或注册会计师)的辅助之下完成的。在制作的过程中,向公司经营者以及普通职员进行了询问,并调查了会计数据、采算管理数据、凭证、公司内部会议资料、公司会议记录、电子数据恢复的电脑内数据等资料。

计为 415 亿；2010 年 172 期修改金额总计为 71 亿；2011 年 173 期修改金额总计为 840 亿；2012 年 174 期修改金额总计为 847 亿；2013 年 175 期修改金额总计为 14 亿；2014 年 176 期第 1 季度到第 3 季度修改金额总计为 533 亿。

(2) 通过追加减损的订正数额

2008 年 170 期年度报告书，少计入 247.68 亿的损失；2009 年 171 期年度报告书，少计入 53.1 亿的损失；2010 年 172 期年度报告书，少计入 61.61 亿的损失；2011 年 173 期年度报告书，少计入 350 亿的损失；2012 年 174 期年度报告书，少计入 160.93 亿的损失；2013 年 175 期年度报告书，少计入 96.85 亿的损失。

(3) 通过重新编制并购报表的订正数额

2011 年 173 期，少计入 36.51 亿的成本；2012 年 174 期，少计入 1.67 亿的成本。

(4) 对当期纯利润进行订正的内容

对 172 期、175 期、176 期第三个季度报告为止的有价证券报告书的《当期纯损益》进行了订正，但是订正的内容是增加了当期纯利润。

2015 年 12 月 7 日，日本证券交易等监视委员会要求金融厅〔7〕对被告东芝在有价证券报告书中的虚假记载行为进行罚款。2015 年 12 月 24 日，金融厅针对东芝的虚假陈述行为，发布了处罚决定命令书，对东芝公司处以罚款 73.735 亿日元。该处罚决定命令书明确指出东芝公司的财务会计处理中，在大型项目中，存在少计损失、多计利润的情形；在映像事业、半导体事业、电脑事业的信息披露中，存在少计销售金额、少计费用的问题；同时还指出了相关各期有价证券报告书错计的具体数额，171 期将 539.43 亿的损失记载为 197.43 亿，173 期将 31.94 亿的利润记载为 700.54 亿，174 期将 134.25 亿的利润记载为 773.66 亿。

(二) 法院的判决

针对被告东芝公司的请求：对于被告东芝公司自认的虚假陈述行为，法院判令其对原告承担由于实施虚假陈述所造成的民事责任；对于原告的其他请求全部不予支持。针对被告东芝公司董事的请求：对于原告要求被告东芝公司的董事就虚假陈述承担责任的主张，法院不予支持。

首先，关于针对被告东芝的请求，原告认为，根据《金融商品交易法》的规定，被告东芝负有不进行虚假记载的注意义务，以及对过往年度提出的年度报告书等文件中存在的虚假陈述进行检查、订正、披露的注意义务。被告东芝在 170 至 176 期中都存在金额上百亿日元的虚假陈述，显然违反了《金融商品交易法》中规定的各项义务，应当按照《金融商品交易法》第 21 条之 2 承担损害赔偿责任。

原告还认为，被告东芝对影响投资者判断的重要信息负有及时披露的义务，被告东芝应当负有了防止存在虚假记载，对公司的违法经营行为进行监督的注意义务，以及发生不正当的会计处理时及时进行披露的注意义务。而被告东芝的行为显然违反了上述义务。

〔7〕 金融厅是根据日本《国家行政组织法》第 3 条在 2001 年设置的国家行政机关，其职能包括对证券、银行、保险等在内的整个金融领域进行监管。关于金融厅的组织架构与具体权限可以参考其官方网站 <https://www.fsa.go.jp/>。

法官认为原告除了《第三人委员会调查报告书》以外,没有提供其他的证据来证明自己的主张,因此法官认为由于证据不充分,所以不能支持原告的主张。〔8〕

其次,关于针对被告东芝公司董事的请求,原告认为,根据日本《金融商品交易法》第24条之4、第22条1款以及《公司法》第429条〔9〕的规定,被告东芝公司的董事应当对原告承担损害赔偿责任。被告董事与被告东芝一样,负有防止虚假记载的注意义务、对过去的年度报告书以及季度报告书进行监督、订正、披露的注意义务。董事应当承担对自己任期内和任期前提出的年度报告书以及季度报告书上的虚假记载及时发现、及时订正、及时披露的注意义务,并就违反注意义务的法律后果,承担民事损害赔偿责任。

被告东芝认为,原告没有进行具体的主张与举证,因此原告针对被告董事提出的请求的相关事实完全不清楚。

被告东芝的董事认为,被告东芝是一家规模非常庞大的公司,董事信赖各个部门有效并合法地履行了职务,同时,在自己所管辖的领域尽到了最大可能的注意,因此自己的行为符合“高度的注意”的要求,不构成日本《公司法》第429条规定的职务懈怠,也不存在侵权行为责任中所要求的主观故意或重大过失。此外,即使被告董事负有损害赔偿责任,从被告东芝提交存在虚假记载的年度报告书到提起诉讼的时间已经超过了5年,超过了日本《金融商品交易法》规定的虚假陈述诉讼的除斥期间。〔10〕

最终,法官认为,由于本案中除了被告东芝自认的部分,其他的不实记载没有被认定为虚假陈述,因此不存在讨论被告东芝董事等经营者责任的前提。此外,原告也并没有提供充分的证据(原告只提交了《第三人委员会调查报告书》),所以不支持原告的主张。

三、东芝案中因果关系的认定与损害赔偿数额计算的处理方法

因果关系的认定与损害赔偿数额的计算是虚假陈述民事赔偿中最为核心的问题。

(一) 是否存在虚假陈述的行为

1. 订正披露文件是否等于虚假陈述

原告认为被告东芝公司对年度报告书以及季度报告书的所有订正行为都应当属于虚假陈述。而被告东芝的抗辩分为两个部分。第一,东芝承认,在171期、173期、174期年度报告的合并报表中《当期纯损益》的部分确实存在虚假陈述(自认部分)。事实上,被告东芝公司承认的虚假陈述行为的范围与金融厅处罚决定书中认定的部分完全相同。第二,东芝认为在170期至175期的年度报告书中的当期纯损益对《减损损失计算的部分》进行订正的部分,以及173期、174

〔8〕虽然金融厅对东芝公司的虚假陈述行为进行了处罚,但是福冈地方法院在判决中明确指出该行政处罚对法院的裁判没有任何约束力。

〔9〕日本《公司法》第429条规定了董事对第三人的责任。具体而言,董事在履行其职务存在恶意或者重大过失时,如果造成了第三人的损失,那么该董事应当向第三人承担相应的损害赔偿责任。

〔10〕参见日本《金融商品交易法》第21条之3。

期年度报告书中的对《并购部分重新编制的内容》进行订正的部分不属于虚假陈述。主要理由为，首先上述的年度报告书中东芝通过订正报告书进行订正的部分确实属于不实记载，但是，这些不实记载，不论是会计处理行为本身还是具体内容全部符合业界公认的会计标准，并且完全是按照业界公认的会计标准来进行的，因此不构成虚假陈述。其次，原告除了《第三人委员会调查报告书》之外，并没有提出针对被告东芝不实记载中具体内容或具体行为存在违反注意义务的明确证据。最后，在更正内容中由于金额较小等原因根本不可能构成虚假陈述（不符合重大性的要求）。

2. 《第三人委员会调查报告书》的证明力

在本案中，原告提供的、主张被告东芝实施虚假陈述的证据只有被告东芝公布的《第三人委员会调查报告书》。被告东芝与被告东芝的董事等经营者认为，《第三人委员会调查报告书》虽然是被告东芝组织的调查，但是其本身不具有任何约束力，内容也与事实有许多出入，因此仅以此作为证据是不充分的，原告应当对自己的主张所针对的具体行为、具体情形进行举证说明，而不能仅通过《第三人委员会调查报告书》来宽泛地认为被告东芝与被告东芝的董事等经营者的行为违反了其对公司所负有的注意义务。^{〔11〕}

3. 法官的判断

法官认为，在《金融商品交易法》中是允许信息披露义务人对年度报告书等披露文件进行订正的，因此订正行为本身不能认定存在虚假陈述。在本案中，原告仅以《第三人委员会调查报告书》为证据主张被告东芝以及经营者存在虚假陈述行为，从证据上来看不足以证明被告东芝与被告东芝的经营者存在违反对公司负有的注意义务。因此法官在判决中没有支持原告的主张。

（二）因果关系的认定

1. 两种损害认定的路径

日本《金融商品交易法》中要求虚假陈述行为应当与损害之间具有因果关系。但是，对于如何认定因果关系并没有明确的判断标准。有日本学者主张将虚假陈述区分为“高额取得损害”与“取得自体损害”两种不同的类型，然后根据不同的情形进行综合判断。该学说被称为“两分论”（下文会详细说明）。^{〔12〕}虽然两分论颇有争议，^{〔13〕}但是日本的司法实践逐渐地接受了这样的理论，大量的虚假陈述案件中事实上采用了两分论的理论来进行判决。^{〔14〕}在东芝案中，法官也同样依据两分论的理论，认为本案属于高额取得损害理论所对应的情形。由于被告东芝自己承认存在虚假陈述行为，因此在本案中对于因果关系没有争议。

2. 两种损害的内容

在本案中，法官认为，除了由于投资者购买被告东芝股票的价格中含有虚假陈述行为造成的

〔11〕 关于《第三人委员会调查报告书》证明力的问题，笔者认为考虑到第三人委员会的性质以及《第三人委员会调查报告书》形成的过程，应当承认其作为事实证明的初步证据。由于这一点与本文讨论的重点无关，因此笔者不再展开说明。

〔12〕 黑沼悦郎『金融商品取引法』（第2版）（有斐閣、2020年）248頁参照。

〔13〕 例如，有学者批评，高额取得说中所主张的“买入时的差额”（买入价与真实价格之间的差额）在理论上并不能完全成为损害。神田秀树「上場株式の株価の下落と株主の損害」法曹時報62巻3号（2010年）14頁参照。

〔14〕 例如，在日本最高法院的判决中，奥林巴斯公司虚假陈述案、livedoor公司虚假陈述案等案件中都是以两分论理论为基础做出了判决。

水分所造成的损失以外,在虚假陈述的行为被发现后,公司信用毁损以及投资者过剩反应(挤兑交易)等因素也会造成股价的下跌,进而损害投资者的利益。因此,公司信用毁损以及挤兑交易所造成的股价下跌也应当属于投资者的损失,该损失与被告东芝的虚假陈述行为之间存在因果关系。

(三) 赔偿数额的计算方法

1. 法官自由裁量的适用

虚假陈述的损害赔偿赔偿责任追究中数额的计算可能会非常复杂,因此,日本《金融商品交易法》明确规定,如果案件内容极为复杂的话,可以适用《民事诉讼法》第248条的规定,^[15]由法官以推定的方式来确定损害赔偿的具体数额。^[16]在本案中,法官认为符合“极为复杂”的情形,因此适用了《民事诉讼法》第248条的规定,以推定的方式对具体赔偿数额进行自由裁量。

2. 具体的赔偿数额计算

在本案中,法官认为被告东芝的虚假陈述情形构成高额取得损害,原则上需要计算取得价格与股票真实价格之间的差额。由于股票真实价格的计算是非常困难的,因此在日本金融商品交易法的理论中就采取了一种推定的计算方式。具体而言,首先需要确定一个计算期间,来计算股价在虚假陈述揭露日后的下跌金额,其次以这个下跌金额为基础,从中扣除公司信用毁损、挤兑交易造成的股价下跌部分以及减去虚假陈述以外的原因造成的下跌部分。按照这个方式计算出的数就是虚假陈述造成的虚高部分(水分部分),也就是原告损失的具体数额。很显然,这种做法的本质就是以这种计算方式计算出一个金额,然后推定这个金额就是虚假陈述所造成股价的虚高部分。事实上,这种计算方法在日本金融商品交易法理论中存在着诸多争议,但是在日本金融商品交易法的实践中却被经常采用。在该计算方式中,如何确定一个合理的计算期间是其中的核心问题。关于这个问题,不仅理论上有不同的主张,在日本的司法实践中也有不同的做法(关于这一点在下文中会进一步说明)。^[17]

在本案中,法官也采用了上述的基本理念对本案中虚假陈述的具体赔偿数额进行了计算。具体而言,法官设定的计算期间的起始日为虚假陈述的揭露日。法官认为,被告东芝在2015年4月3日公布了由于需要调查会计处理适当性的问题,需要设置特别调查委员会。同时,在被告东芝的公告中也明确记载了可能会影响被告东芝的业绩。对于该公告,有多家新闻对此进行了报道。因此,对于一般投资者而言,4月3日就应该可以了解到被告东芝所存在的风险。在此之后买入股票的股东是在充分意识到这些风险的前提下进行的投资判断,因此即使由于虚假陈述而造成股价下跌也不能因为虚假陈述而进行损害赔偿。因此,法官认为将2015年4月3日确定为揭

[15] 日本《民事诉讼法》第248条的条文如下:在可以认定发生了损害的情况下,如果损害的性质以及损害的金额的举证极其苦难时,法院可以根据口头辩论的内容以及质证的结果,来认定一个妥当的损害赔偿数额。

[16] 关于日本《民事诉讼法》第248条的属性,一般认为“证明度减轻说”是通说,在金融商品交易法的理论中认为,虽然对于损害数额的举证责任被减轻了,但是并不是不需要举证了,只不过是对于证明程度的要求降低了。浅江贵光「金融商品取引法21条の2第1項に基づき損害賠償を請求する際の主張・立証方法について」東京大学法科大学院ローレビュー第4号(2009年)16頁参照。

[17] 例如在东芝虚假陈述民事赔偿系列案件中,2021年5月13日东京地方法院在对两家信托银行起诉东芝公司的案件做出的判决[2021年5月13日东京地方法院判决2017年(ワ)第32404号]中就是以更正日为计算期间的终止日的。

露日是合理而妥当的。

关于虚假陈述影响期间的终止日，法官认定 2015 年 9 月 29 日为终止日。被告东芝的股票在 2016 年 2 月 12 日为每股 155 日元，这是东芝股票在历史上的最低值。原告认为造成这个价格的原因就是被告的虚假陈述行为，因此应当以这一点为终止日。但是法官认为 2016 年 2 月 12 日距离 2015 年 9 月 7 日被告东芝更正虚假信息的时间点已经过去了 5 个月以上，很难认为虚假陈述的行为对股价的影响可以持续到这个时间。法官也没有直接采用被告东芝《订正报告书》的提交日（订正日）为终止日。法官认为在本案中，订正日之后被告东芝公司的股票价格仍然处于下跌的趋势，这种持续下跌的趋势一直持续到 9 月 29 日，从 9 月 30 日开始东芝公司的股价有一个持续反弹的过程。因此，法官认为在本案中，虚假陈述对股价所造成的影响到 9 月 7 日订正日为止，仍然还没有完全消除，在订正日之后到 9 月 29 日为止，在这个区间内仍然可以认为股价的持续下跌是由于虚假陈述造成的。因为 9 月 30 日开始东芝公司的股价出现持续上升的情形，所以法官最终认为将 9 月 29 日、即揭露后连续下跌的最低日作为本案计算期间的终止日是较为合理而妥当的。

如上所述，在本案中，法官确定的计算方式如下：

【计算期间的起始日与终止日的价格】

起始日的股价：2015 年 4 月 3 日东芝股价为 512.4 日元。

终止日的股价：2015 年 9 月 29 日东芝股价为 291.9 日元。

【计算公式】

买入价小于 512.4 日元，同时，卖出价低于 291.9 日元时：买入价减去 291.9 日元

买入价小于 512.4 日元，同时，卖出价高于或等于 291.9 日元时：买入价减去卖出价

买入价高于或等于 512.4 日元，同时卖出价低于 291.9 日元时：512.4 日元减去 291.9 日元

买入价高于或等于 512.4 日元，同时卖出价高于或等于 291.9 日元时：512.4 日元减去卖出价

（四）虚假陈述以外的原因造成的股价下跌

根据日本《金融商品交易法》的规定，如果作为被告的发行人可以举证证明确实存在由于虚假陈述以外的原因造成的股价下跌，那么法官应当予以支持，将这部分的下跌幅度从损害中扣除。^{〔18〕}对于这个部分的判断，法官拥有较大的裁量空间。在日本的司法实践中，法官对此的态度也不尽一致。^{〔19〕}

在本案中，法官认为，由于虚假陈述以外的原因造成的损失主要涉及两个部分，即同类公司的股价整体持续下跌以及在本案中由没有被认定为虚假陈述的不实记载所造成的下跌部分。以下对这两个部分进行详细说明。

1. 同类公司的股价整体持续下跌

在本案中，被告东芝分析了夏普股份公司、日立制造所股份公司、三菱电机股份公司、松下

〔18〕 参见日本《金融商品交易法》第 21 条之 2 第 5 项。

〔19〕 在日本的司法实践中有大量的案例涉及虚假陈述以外的原因造成股价下跌的问题，有支持的判决，也有不支持的判决，因此总体来说不论是理论还是实践仍然还没有达成统一的意见。

股份公司、三菱重工股份公司共五家与被告经营内容非常相似、同时具有代表性的以家电制造业等事业为经营内容的公司在上述的计算期间,即2015年4月3日(设立调查委员会日)至9月29日之间的股价,夏普股份公司股份的下跌金额为92日元(231日元—139日元,下跌率为39.8%)、日立制造所股份公司股份的下跌金额为239.4日元(831.4日元—592日元,下跌率为28.8%)、三菱电机股份公司股份的下跌金额为404.5日元(1467.5日元—1063日元,下跌率为27.6%)、松下股份公司股份的下跌金额为386日元(1565.5日元—1179.5日元,下跌率为24.7%)、三菱重工股份公司股价的下跌金额为150.6日元(667.1日元—516.5日元,下跌率为22.6%)。在此期间内,东芝公司的股价下跌总额为220.5日元(512.4日元—291.9日元,下跌率为43.0%)。被告认为4月3日至9月29日的计算期间中,事实上该行业主要公司都存在不同程度的股价下跌,因此主张在这一期间日本东京证券交易所市场第一部^[20]的市场中,与被告类型相似的公司存在整体下跌的趋势,对于该原因造成的股价下跌部分应当从上述计算方法得出的数额加以扣除。

法官支持了被告东芝的主张,认为上述的原因(可以说是一种系统性风险)确实造成了股价下跌。但是法官对于该部分的具体数额是以推定的方式自由进行的计算。具体而言,法官认为,到2015年9月29日订正报告书提出的时间点,存在虚假陈述的报告书至少都已经经过了2年了,可以说此时虚假陈述对股价的影响在某种程度上已经得到了消散。综合上述这些因素,法官酌定认为这些系统性的原因造成的股价下跌部分占下跌总额的60%。因此,本案在下跌总额中扣除60%,才是应当赔偿的具体数额。

2. 本案中没有被认定为虚假陈述的不实记载所造成的下跌部分

被告东芝存在大量的不实记载是双方都没有争议的事实。但在这些不实记载的内容中,只有一部分由于被告东芝自己承认,最终被法官认定为虚假陈述。法官认为,没有构成虚假陈述的不实记载,也会影响市场、影响股价。所以在计算虚假陈述的具体赔偿数额时,应当扣除该因素造成的股价下跌部分。

3. 公司信用毁损与挤兑损害在损害中的比例

法官认为,投资者的损害包括两个部分,由于买入价含有水分造成的损失和由于虚假陈述导致公司信用毁损以及挤兑交易造成的损失。从具体损害赔偿数额来看,在下跌总额中60%是与虚假陈述无关的原因造成的损失,剩下的40%才是由于虚假陈述行为造成的损失。在这40%之中包括了上述两个部分的投资者损失,关于这两个部分损失的比例,法官酌定认为,由于买入价中含有水分造成的损失为下跌总额的20%,由于公司信用毁损以及挤兑交易所造成的损失为下跌总额的20%。区分这一点的意义在于,法官认为在虚假陈述实施日之后买入、在揭露日之前卖出股票的投资者的损失中包括上述两部分,在虚假陈述实施日之前买入股票的投资者的损失中仅包括后者。

(五) 多年度虚假陈述的处理

在本案中,法官认定的虚假陈述涉及171期、173期、174期三个年度。法官认为,虽然按

[20] 东京证券交易所市场第一部类似于我国主板市场,不过从2022年4月4日起,东京证券交易所对各交易板块进行了调整,将所有的交易板块重新划分为优质市场、标准市场、成长市场。

照日本《金融商品交易法》的规定，上市公司的年度报告以及季度报告等披露文件应当保持至少公开5年的时间。^{〔21〕}同时，当年度的年度报告书中通常也会出现上一年度的财务会计相关的数据（一般是为了进行对比等目的）。但是，应当承认这些虚假陈述的信息随着时间的推移会影响逐渐减少，甚至消失。换言之，虚假陈述实施时间离当下越久远，对市场的影响就会越小，离当下越近，对市场的影响就会越大。因此应当从上述计算方式计算出的赔偿数额中，按照不同的年度所造成的不同影响，进一步予以区分。在本案中，法官认为投资者的损失仅限于与买入当期的虚假信息之间存在因果关系。因此多年度虚假陈述对市场价格造成影响的范围，仅限于对高额取得的部分所造成的影响。

在这种理念之下，在本案中法官的做法可以分为两个部分，首先，法官为了区分原告所受到的具体影响，对于存在虚假陈述的171期、173期、174期三个年度的年度报告书所对应的时间区分为不同的时间段，来确定原告买入被告股票的具体时间段。具体而言，171期年度报告书对应的期间为2010年6月24日（171期年度报告书提出次日）至2012年6月22日（173期报告提出当日）。173期年度报告书对应的期间为2012年6月23日（173期年度报告书提出次日）至2013年6月25日（174期报告提出日）。174期年度报告书对应的期间为2013年6月26日（174期年度报告书提出次日）至2015年4月3日（订正报告书提出当日）。

其次，以原告提起诉讼的时点为标准，按照距离这个时点久远的程度，来确定不同时间段内购买被告东芝公司股票时所受到的虚假陈述对其损害所产生的影响。在本案中，法官认为：174期对应的期间内买入被告东芝股票的，虚假陈述的影响程度为100%；173期对应的期间内买入被告东芝股票的，虚假陈述的影响程度为60%（其余40%是由174期年度报告书中的虚假陈述行为所造成的）；171期为30%（其余的70%是由173期与174期的年度报告书中的虚假陈述行为所造成的）。

也就是说，对上述法官认定的存在虚假陈述行为的三个年度报告书所产生的影响进行了区分。在按照上述计算方式计算出赔偿数额之后，如果是171期对应的期间内买入被告东芝股票的投资者，那么其损害赔偿数额最后要再乘以0.3（下跌总额 $\times 0.2 \times 0.3$ ），如果是173期对应期间内买入被告东芝股票的投资者，那么其损害赔偿数额要再乘以0.6（下跌总额 $\times 0.2 \times 0.6$ ），如果是174期对应期间内买入被告东芝股票的投资者，那么其损害赔偿数额乘以1.0（下跌总额 $\times 0.2 \times 1.0$ ），最后得出的金额才是原告在买入时由于虚假陈述造成股价虚高所受到的损失（不包括信用毁损以及挤兑交易造成的损失）。

（六）交易的相关费用

在本案中，原告认为损失应当包括买入、卖出的手续费以及消费税，信用交易的情况下信用买入的手续费以及消费税，信用交易的信用买卖决算的手续费以及消费税，信用交易的利息，信用交易中管理费以及消费税。被告认为，该部分的费用与虚假陈述行为之间没有因果关系，因此不当计入损害之中。

法官认为，在本案中原告的行为不构成“没有虚假记载就不会买入股票”的情形，因此可以

〔21〕 参见日本《金融商品交易法》第25条。

说原告的行为都是原告根据当时的状况按照自己的判断实施的股票交易行为（买入或卖出）。换言之，原告具有买入股票的意愿，只是由于虚假陈述在价格水分方面遭受了损失。因此，上述的这些与交易相关的费用与虚假陈述的行为之间没有因果关系，应当由原告自行承担。

四、日本法中虚假陈述民事责任追究制度的特点及对我国的启示

（一）日本法中虚假陈述民事责任追究制度的特点

1. 日本法的制度沿革与现状

在日本金融商品交易法的历史沿革中，将虚假陈述纳入规范范畴的时间还是比较早的。早在1971年日本《金融商品交易法》（当时为《证券交易法》）就建立了对虚假陈述的规制。^{〔22〕}2004年日本通过修改《金融商品交易法》，针对虚假陈述民事责任追究的问题建立了专门的规则。其中，一项重要的内容是将发行人责任规定为无过错责任。此后在2014年，一方面考虑到发行人的无过错责任对于市场影响极大，^{〔23〕}另一方面也考虑到行政罚款制度已经逐渐完善以及公司内部风险防范体系构筑机制的建立，对虚假陈述行为的规制已经有了更多层面的安排，因此日本《金融商品交易法》通过修改将发行人的无过错责任调整为过错推定责任。^{〔24〕}在2004年以后，特别是近十年来，日本出现了大量的案例，推动了理论的迅速发展，同时，理论的发展也反哺了司法审判，影响了案件的具体判决，这样的相互关系对推动日本虚假陈述规制的发展发挥了重要的作用。以下，根据现行日本《金融商品交易法》的规定以及司法实践与法学理论的情况，对日本的虚假陈述规制进行简要的说明。

（1）起诉权人与民事责任主体的范围

在日本《金融商品交易法》中，虚假陈述民事赔偿诉讼的起诉权人中包括虚假陈述实施日之后股票的买入者与卖出者。

虚假陈述行为责任主体限于三种类型，即发行人，发行人的董事等经营者，以及负责审计的注册会计师事务所。其中，发行人的董事等经营者的具体范围包括：发行人的董事、会计参与、^{〔25〕}监事、执行官、^{〔26〕}以及具有类似地位的其他主体。^{〔27〕}值得注意的是，在日本法中，发

〔22〕 在1971年日本《金融商品交易法》（当时为《证券交易法》）修改之前，对于流通市场中的虚假陈述只能依据民法中的侵权责任以及公司法（当时为商法）中的董事对第三人责任来对发行人以及公司经营者提起损害赔偿诉讼。前越俊之「有価証券報告書等虚偽記載に関する発行会社の民事責任——損害論からの考察」福岡大学法学論叢 63 卷 1 号（2018 年）134 頁参照。

〔23〕 例如，发行人无过错责任的制度安排已经影响到了新兴企业上市的积极性。山下友信・神田秀樹『金融商品取引法概説』（第 2 版）（有斐閣、2017 年）221 頁参照。

〔24〕 参见前引〔12〕，黑沼悦郎书，第 235 页。

〔25〕 会计参与是日本《公司法》在 2005 年引入的一种新的公司机关。会计参与是一种任意机关，可以由公司自由决定是否设置，会计参与的主要职能是负责公司内部各种会计文件的制作。担任会计参与的主体必须是注册会计师、由注册会计师设置的监查法人、税理士、税理士事务所中的任一主体。

〔26〕 执行官是公司在选择设置美国式单层制模式时必须设置的公司机关，主要负责董事会决议的具体执行。

〔27〕 参见日本《金融商品交易法》第 24 之 4 准用第 22 条、第 21 条第 1 款第 1 项。关于类似地位的其他主体，在判例中，包括与年度报告书的制作、提出相关，但是在年度报告书提交时已经离职的前董事或前监事。另外，子公司的年度报告书中存在的虚假陈述行为若是由于母公司董事做出了相关的指示，在这种情况下母公司的董事也被认为构成“与董事相类似的地位”的情形。参见前引〔12〕，黑沼悦郎书，第 254 页。

行人的董事等经营者以及负责审计的注册会计师事务所对发行人的民事赔偿责任并不必然承担连带责任。只有法官认为发行人的董事等经营者以及注册会计师事务所与发行人之间构成共同侵权的前提下，发行人的董事等经营者以及注册会计师事务所才可能会承担连带责任。

（2）举证责任分配

对于发行人的责任追究，根据现行日本《金融商品交易法》第 21 条之 2 的规定，采用过错推定责任的方式。

在日本《金融商品交易法》中，发行人董事等经营者责任采用过错推定责任，董事等经营者如果有证据证明自己尽到了应有的注意，那么就可以免除该经营者责任。值得注意的是，发行人的董事等经营者的损害赔偿责任并非是发行人的连带责任，而是一种独立责任。在追究董事等经营者虚假陈述民事损害赔偿的时候，投资者只需要证明虚假陈述与损害之间的关系，不需要证明董事等经营者违反注意义务与损害之间的因果关系。

对于虚假陈述，负责公司审计的注册会计师事务所如果提供了监查证明，^{〔28〕}那么应当对投资者承担损害赔偿（日本《金融商品交易法》第 24 条之 4）。注册会计师事务所承担的责任与发行人的董事等经营者相同，是一种独立责任，不是发行人的连带责任。^{〔29〕}如果注册会计师事务所可以证明自己没有故意或重大过失的话可以免除其责任。

（3）简易的责任推定制度

日本《金融商品交易法》第 21 条之 2 第 3 款对于虚假陈述所产生的损害赔偿金额的计算规定了一种简易的责任推定制度。在流通市场虚假陈述的责任追究中，虚假陈述的损害数额应当为取得价格与真实价格之间的差额。但是，事实上这个损害的计算非常难以举证。因此，在虚假陈述揭露后，在法律上设计了“下跌金额 \approx 买入时股价中的水分”的推定计算方式，不仅减轻了投资者的举证责任，同时对于在诉讼中迅速认定赔偿数额具有重要的意义。^{〔30〕}

关于责任推定制度的具体设计，有以下三点重要内容。第一，上述推定制度的适用有严格的限制，只有同时符合“投资者必须是实施日后、且在揭露日前一年之内买入股票的”和“投资人在揭露日后继续持有该股票”这两个条件，才可以适用。第二，责任推定制度的计算方式为，“以揭露前 1 个月之间的平均价格与揭露后 1 个月的平均价格之间的差额”为推定的损害数额。第三，责任推定制度作为一种特殊规则，也同样适用举证责任倒置的规则。

（4）责任限定制度

在日本《金融商品交易法》中，交易市场虚假陈述的责任追究中，对于发行人所承担的责任设定了上限。具体而言，根据差额说的基本理论，投资者买入股票的价格与提起诉讼时股票的市场价格（投资者持续持有的情形）或是股票的处分价格（在提起诉讼之前已经处分股票的情形）之间的差额为发行人责任的上限数额（日本《金融商品交易法》第 19 条第 1 款）。

关于设定发行人责任上限的原因，主要有两个方面，第一，责任限定制度是 2004 年日本《金融商品交易法》修改时建立的制度。在 2004 年《金融商品交易法》修改时将发行人责任规定

〔28〕 日本监查法人出具的监查证明类似于我国会计师事务所出具的审计报告。

〔29〕 参见前引〔12〕，黑沼悦郎书，第 256 页。

〔30〕 参见前引〔12〕，黑沼悦郎书，第 239 页。

为无过错责任,当时由于担心发行人责任过重,因此对发行人的责任进一步规定了赔偿上限。^{〔31〕}第二,考虑到如果交易市场中发行人承担的责任数额超过发行市场发行人承担责任的数额的话,会影响到制度之间的平衡。^{〔32〕}

(5) 损害确定

在虚假陈述中什么是损害本身就存在巨大的争议。在日本民法中一般认为,损害是指“如果没有侵权行为的话,被害人应当会拥有的利益与侵权行为实施后被害人所拥有的利益之间的差额”。如何将这种“损害”(差额)融入金融商品交易法的制度与理论中,也存在不同的理论主张。这些理论中除了“两分论”(包括“高额取得损害说”“取得自体损害说”)以外,比较重要的学说还有“下跌差额说”。^{〔33〕}但是到目前为止,“两分论”是主流的观点,在司法实践中也被广泛采用。

在“两分论”中,将虚假陈述的内容区分为“高额取得损害”与“取得自体损害”两种不同的类型,高额取得损害对应的情形为“如果没有虚假陈述,投资者可以用更低的价格购入股票”(高额取得损害理论),取得自体损害对应的情形为“如果没有虚假陈述,投资者就不会购买股票”(取得自体损害理论)。高额取得损害是虚假陈述中的常见情形,而取得自体损害是少数情形。

关于计算投资者损失数额的具体方法,虽然上述“两分论”作为理论基础在实践中被广泛采用,但是在日本的司法实践中并没有形成一致的做法,目前日本司法实践中主要的做法大致可以分为四种,①以“揭露日与更正日之间的价格差额”作为基本算式来确定损害的数额。其法理基础为上述的两分论中的“高额取得损害说”。②以“揭露日前一个月的平均价格与揭露日后一个月的平均价格之间的差额”作为基本算式来确定损害的数额。这是日本《金融商品交易法》第21条之2第3款中明确规定的推定方式(必须符合适用该条款的要求)。^{〔34〕}这种计算方式在本质上也是以两分论中“高额取得损害”作为基础的。③以“口头辩论终结的时间点为止的价格中投资者的总体财产所受到的损失”为标准来进行计算,该算式以投资者的总体财产价值作为标准,来计算投资者的损失。其法理基础为日本有学者提出的“市场下跌说”。^{〔35〕}④以“买入价格减去卖出价格之间的差额”作为基本算式来计算损害的数额。其法理基础有两种可能,第一,虽然依据《金融商品交易法》第21条之2第1款来提起诉讼,但是在确定损害的问题上不采用两分论,而是按照《金融商品交易法》第19条的规定来确定损害。第二,按照民法侵权责任的法理(《民法》第709条)提起的诉讼中其基本的算式与上述算式也是相同的。^{〔36〕}

〔31〕 神作裕之=弥永真生=大崎貞和『注釈金融商品取引法』(改訂版)(第1巻)(きんざい、2011年)366頁参照。

〔32〕 参见前引〔12〕,黑沼悦郎书,第238页。

〔33〕 “市场下跌说”是指投资者的损害应当是在虚假信息被揭露后股价的下跌造成的一种固有的损害。“市场下跌说”与“高额取得损害说”之间在外观上存在非常相似的地方,但是在根本上是存在不同的。具体而言,“高额取得说”的理论基础是投资者在买入股票时由于虚假陈述造成股价虚高而受到的损失,而“市场下跌说”认为投资者的损失是在虚假陈述揭露后造成股价下跌才形成的。参见前引〔13〕,神田秀樹文,第14页。

〔34〕 参见东京地方法院平成20年6月13日判决。

〔35〕 日本最高法院平成24年3月13日判决的livedoor公司虚假陈述案被认为是采用了股价下跌说的理论。

〔36〕 在虚假陈述中,按照民法侵权责任的法理追究发行人责任的时候,究竟采用何种方式来计算投资者的损害在日本金融商品交易法的理论中也存在争议,但是以买入价与卖出价之间的差额为标准的“差额说”是日本民法学界的通说。四宫和夫『事務管理・不当利得・不法行為』(下)(青林書院、1985年)434頁参照。

2. 日本法中虚假陈述规制的特点

(1) 《金融商品交易法》中的规定是民法的特殊规则

虚假陈述行为归属于民法中侵权行为的规范范畴。因此，金融商品交易法对于虚假陈述行为的规范从法律规范体系的结构上而言，毫无疑问是一种民法中侵权行为规范的特殊规则。值得注意的是，虽然金融商品交易法与民法之间被认为是“特殊规则与一般规则”的关系，但是这仅是指所规定内容在法理上存在的联系，并不意味着两者之间在适用上存在优先与劣后。因此，投资者除了可以按照金融商品交易法的规则来提起损害赔偿诉讼，也可以依据民法侵权行为的规则来提起诉讼。

(2) 发行人与投资者之间的平衡

在日本法中，作为民法的特殊规则，金融商品交易法对于虚假陈述行为进行的规范与民法规则之间存在显著不同。在金融商品交易法的制度设计中，举证责任倒置的安排、因果关系的推定以及损害推定的规则等制度显然是基于有利于投资者原则设计的。在另一方面，责任上限制度、因果关系的反证制度又显然是有利于发行人的制度设计。因此，从总体而言，可以明显感觉到，日本法虽然坚持以侵权作为基础来实现对投资者进行保护的基本立场，但同时还顾虑到在前文中已经说明的法理上发行人向投资者进行赔偿会造成的利益循环的问题，^{〔37〕}所以其实在制度的设计上明显考虑了在发行人与投资者之间的平衡问题。

(3) 推定制度的广泛适用

虚假陈述民事责任制度具有的高度复杂性，所以作为解决的方法，日本法大量采用了推定制度。其中典型的制度包括，通过虚假陈述类型化对因果关系进行推定，对赔偿数额的计算采用推定的方式，通过法官自由裁量对虚假陈述以外的原因所造成的损害数额进行推定等，事实上从根本上而言，在日本法的“高额取得损害说”等理论中可以清楚地看到损害本身其实也是一种推定。因为大量采用了推定的方式，所以精确性自然就会受到影响，这也是很多问题存在争议的最根本原因，但是在另一方面，大量采用推定方式无疑会降低判断的难度、提高诉讼的效率。

(二) 对我国的启示

日本法的理论以及司法实践中对于虚假陈述的处理方法与我国存在显著差异。以下笔者以东芝案为基础，聚焦于起诉的法律依据、因果关系的认定、损害赔偿数额的计算以及损害赔偿计算中法官的自由裁量权这四个问题来进行详细讨论。

1. 关于虚假陈述中可获得赔偿的投资者范围

在我国，可获得赔偿的投资者必须是在虚假陈述实施日后才开始交易的。交易行为发生在虚假陈述实施前，或者是在揭露或更正之后的，法院应当认定交易因果关系不成立，更不用说损失因果关系。

对此日本《金融商品交易法》中并没有进行明确的规定。但是在东芝案中，法官认为在虚假陈述实施日之前买入东芝公司股票的投资人受到的损失与虚假陈述之间存在部分因果关系，但是，该部分的投资人受到的损失仅限于在虚假陈述揭露后、由于公司信用毁损或挤兑交易造成的损失，而不包括由于买入价中包含水分所遭受的损失。这里的意思是在虚假陈述实施日前买入

〔37〕 加藤贵仁「流通市場における不实開示と投資家の損害」新世代法政策学研究 11 号（2011 年）341 頁参照。

股票的投资者虽然不能依照《金融商品交易法》提起诉讼,但是可以依照民法中侵权的一般规则来提起诉讼。关于这一点,在我国法中,虽然从法理上而言亦可以得出投资者可以选择适用《证券法》或《民法典》的结论,但是由于难以克服举证难的问题,在实践中基本没有不依据《虚假陈述司法解释》而起诉的案件。相比而言,日本法在这一点上具有极为清晰的体系,从保护投资者的角度来考虑,日本法显得更有层次。

2. 关于因果关系的认定

对照中日两国的虚假陈述制度,可以看到在东芝案中,对于因果关系认定的部分有以下两点值得注意。

第一,日本对于因果关系采用综合判断的方式,并不明确区分交易因果关系与损失因果关系,也并不要求必须同时具有交易因果关系与损失因果关系。换言之,日本的法官认为在不成立交易因果关系时,仍然可能由于存在损失因果关系,而认定存在因果关系。我国强调虚假陈述需要同时具有交易因果关系与损害因果关系。^{〔38〕}在东芝案中,法官采纳了高额取得损害理论,即认为“如果没有虚假陈述的行为,投资者可以用更低的价格买入股票”。尽管这意味着投资者可能并非由于虚假陈述而买入该证券,但因为日本金融商品交易法的理论对于因果关系采用综合判断的方式,所以仍然推定投资者由于虚假陈述所受到的高额损失与虚假陈述之间存在因果关系。其损失为买入股票时由于虚假陈述人为造成的股价升高而导致股价中存在水分。

此外,关于因果关系的具体认定,虽然在程度上存在不同,但是中国与日本都在一定程度上依赖推定的方式。相比而言,日本法中按照虚假陈述类型(两分论)来推定因果关系的做法相比我国《虚假陈述司法解释》第11条与第12条中规定的因果关系的认定方法,似乎更为立体,由于日本法中对因果关系的推定背后还连接了完全不同的赔偿理念与赔偿数额的计算方法,似乎更为精细也更具有理论说服力。

第二,日本不承认佣金与印花税的支出与虚假陈述之间必然存在因果关系。

我国《虚假陈述司法解释》第25条明确将股票交易的佣金与印花税包括在应赔偿的投资者损失中。在东芝案中,如前所述,法官认为不论是否存在虚假陈述,投资者都会买入该股票,所以法官认为虽然虚假陈述确实客观存在,但是,投资者交易的相关费用(包括佣金与相关税费)与虚假陈述之间不存在因果关系,因此,不能作为损失的内容。虽然可以说这是日本法下损失不以交易因果关系存在为前提的逻辑产物,但是《虚假陈述司法解释》第25条并不区分具体情形,而是明确将股票交易的佣金与印花税明确包括在投资者损失中的做法显然是存在讨论空间的。

3. 关于损害赔偿数额的计算方法

中日两国在虚假陈述赔偿数额计算的问题上,事实上都是以差额说理论为基础的,^{〔39〕}但是,

〔38〕 参见樊健:《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》,法律出版社2021年版,第1页;张子学:《虚假陈述案中民事司法与行政执法的协调衔接》,载《证券市场导报》2019年4月号。

〔39〕 差额说本身是来自于美国法的一种理论,但是中国法与日本法在参考借鉴的过程中形成了完全不同的做法,从这个意义上而言,关于虚假陈述的中日两国制度的比较研究是值得进一步深入探究的。关于差额说的含义存在不同的主张,其中最单纯的模型是指以买入价与卖出价之间的差额作为损失来计算的方式。我国《虚假陈述司法解释》第25条与第27条就是采用了这种方式。日本法虽然有不同学说主张,但是一般虚假陈述损害的学说都是以差额说为基础展开的。松尾直彦『金融商品取引法』(第6版)(商事法務、2021年)220页参照。

由于“损害”的计算本身极其复杂，甚至可以说是根本无法计算出准确的金额，在如何确立“损害”以及如何计算损害数额的问题上可以看到中日采用了不同的做法。^{〔40〕}日本的做法是希望确定一个近似值，将这个近似值作为损害来处理。这样的做法蕴藏着两个方面的要素，第一，有利于作为原告的投资者，因为确定损害会更为便利。第二，有利于作为被告的发行人，因此这种方式在一定程度上可以限定被告的责任。从这一点来看，可以说日本的做法本身也是充满矛盾的。

作为具体的计算方式，在日本法中，首先要区分不同的类型，以对应不同的情形，然后适用不同的计算方式。在前文中已经详细说明，日本的法律实务中目前所采用的主流做法是依据两分论的理论，将虚假陈述的情形区分为“高额取得损害”与“取得自体损害”。我国不承认无交易因果关系下的单纯高额取得损害。《虚假陈述司法解释》第27条规定的损害赔偿数额的计算方法为“买入价与卖出价之间的差额”（没有卖出价时按照基准日的价格进行计算），其基本思路是希望计算出“真实的损失”。从整体上而言，似乎更接近上述日本法中“取得自体损害”的处理方法。我国的做法从赔偿投资者损失的角度也许更为接近真正的损失，但是其反面也需要更精细化的技术支撑。值得注意的是，2021年以来在多起虚假陈述案件中法院在计算损害赔偿数额时引入了第三方鉴定机构的方式（虽然第三方鉴定机构目前一般只用于计算系统风险），一方面显示出我国司法实践中在计算损害赔偿数额时力求精确的发展趋势，另一方面这种发展方向也暗合了我国目前所采用的处理方法的特点。综合对照中日两国的做法，从总体来看，对于日本法中区分类型的做法虽然很难做出优劣的评价，但是至少从逻辑上来看，日本的计算方法相比我国而言显然更多样化，也有更大的空间去更为合理地对应不同的情形。

• 245 •

4. 关于损害赔偿数额计算中法官的自由裁量权

在东芝案中，可以看到法官在确定具体损害赔偿数额的时候，在“不同年度的年度报告书对股价下跌所造成的不同影响”“虚假陈述以外的原因所造成的股价下跌的具体数额”“公司信用毁损以及挤兑交易等原因所造成的损害在股价下跌中所占的比例”，这三个事项上进行了自由裁量。从法官的判决结果来看，仅“虚假陈述以外的原因所造成的股价下跌的具体数额”一项就直接从下跌总额中扣除了60%，与其说这个扣除比例很大，不如说法官在确定这个扣除比例上所享有的自由裁量权是巨大的。

在我国证券法以及《虚假陈述司法解释》中，对于上述第一个事项并没有进行明确规定，有待理论与实践的探索。关于第二、三个事项，《虚假陈述司法解释》第31条第2款中规定对于“他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定时间的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的损失”，如果被告对此可以举证证明的话，可以从损失中加以扣除。

总体而言，我国对系统性风险因素扣减的判决虽然较多，但是对非系统性风险因素扣减的判决相对较少，采纳“信用毁损及挤兑”这样的损害赔偿扣减理由更是罕见。我国关于系统风险因素扣减的多数判决是依据形式上客观的公式或算法得出，而不像日本法官这样高度依赖裁量取整

〔40〕 与日本的做法不同，我国一般采用交易价差算法。参见汤欣、杨祥：《虚假陈述损害赔偿的最新实践与法理——以万福生科与海联讯补偿方案为例》，载《证券市场导报》2015年3月号。

数比做扣除。有学者指出,试图“精算”系统风险的路径本身在技术上未必精确度更高,法官“斟酌”也并非一定会逊色一筹。^{〔41〕}

日本法因为意识到很难实现精确计算,所以明确规定可以由法官来自由裁量。这种做法并非是一种粗糙的表现,而恰恰是值得我国重视与思考的,这种做法也为我国的制度完善提供了一个思路。

五、结 语

虚假陈述民事损害赔偿是一项非常复杂的工程。证券代表人诉讼制度的推行带来了巨额的损害赔偿,使这个问题更彰显出其重要的意义。如何认定因果关系、计算损害赔偿的具体数额不仅是一个技术性问题,同时还会直接影响虚假陈述行为规制的效果。虽然本文着重介绍的东芝案仅是一审判决,可以说其中的许多争议问题还没有得到最终的答案,但是通过东芝案可以看到日本采用的是一种与我国多有不同的处理方式,为我国处理虚假陈述民事损害赔偿的问题提供了一个新的视角,这对于推动完善我国的虚假陈述规则是有意义的。

Abstract: The assessment of the causative relationship and the calculation of damages are two of the most important concerns in the civil compensation mechanism for false statements. Our legal system's fundamental principle is to strictly distinguish between transaction and loss causation and to strive for precise computation of damages. However, due to the exceedingly complicated nature of the false statement itself, the outcome is extremely unpredictable. Japanese laws are conceptually significantly different from ours, and there are a huge number of presumptions utilized in determining cause and calculating specific damages in Japanese laws, sacrificing precision while boosting system efficiency. The Toshiba false statement case, which occurred in 2015, is one of the recent events that has had a big social impact in Japan. In March 2022, the Fukuoka District Court's opinion in the Toshiba false statement case may offer the legislative concept and detailed legal system of Japan's civil compensation system for false statement to China, and provide a fresh viewpoint on dealing with issues linked to civil liability compensation for false statement in China.

Key Words: false statement, determination of causation, Japanese financial instruments and exchange act

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)

〔41〕 参见缪因知:《精算或斟酌:证券虚假陈述赔偿责任中的系统风险因素适用》,载《东南大学学报(哲学社会科学版)》2020年第5期。

证券虚假陈述赔偿中 审计人责任构成要件与责任限缩

缪因知*

内容提要：作为审计人的注册会计师事务所具有信息输出的不独立性、信用输出的独立性和责任承担的不独立性。我国《证券法》对审计人设定了基于积极防范义务的过错推定责任，这种责任模式重于以美国为代表的中介机构仅在知情、实质性地参与虚假陈述时承担责任的模式。当发行人和审计人存在实施虚假陈述的共同故意，或一为故意一为重大过失时，应视为主观的共同侵权行为而承担连带责任。若审计人只存在轻微的过失，可以仅就部分损失承担连带责任。审计人过错的认定应与勤勉尽责认定的层次性逻辑具有一致性。《审计赔偿规定》将“应当知道”违法而未指明的行为视为“明知”，是在程序而非实体意义上的审计人主观状态推定。实践中突出的问题是对过失性的审计程序不当行为的轻重缺乏衡量。审计人过错应当避免从虚假陈述的结果简单倒推。多种原因可能导致勤勉尽责的审计人未能在事前发现不实会计信息。应当坚持基于过错轻重区分的责任模式，审计人责任仍需坚持前置程序，并在过失时合理限缩为部分补充责任。

关键词：证券虚假陈述 审计人 注册会计师

• 247 •

自从立信会计师事务所在大智慧和金亚科技虚假陈述案中被判决承担连带责任以来，我国会计师事务所作为证券发行人财务报表审计人的风险逐渐上升，并在债券违约风潮中陆续出现“天价”赔偿。2020年11月，上海金融法院在中安科案的示范性判决中判定瑞华会计师事务所对投资者损失承担完全连带责任。2020年12月，杭州市中级人民法院在五洋建设债券案中判决大信会计师事务所对投资者损失7.4亿元承担完全连带责任。^{〔1〕}2021年1月底，北京市第二中级人

* 缪因知，中央财经大学法学院教授。

本文为中国注册会计师协会资助课题中期成果，未经中国注册会计师协会审定。

〔1〕 对五洋案判决的具体评论见缪因知：《债券违约案频发 中介机构该担何责》，载《经济观察报》2021年1月11日，商业评论23版。

民法院开庭审理合晟资产管理公司等多个持有富贵鸟债券的基金诉毕马威华振案，原告索赔 8800 万元。会计师责任飙升。

对此，笔者认为应当合理认识审计人的实际作用与法律地位，将其对证券虚假陈述的赔偿责任合理回归为部分的补充责任。

一、审计人在证券信息披露中的工作特质与法律地位

企业外部的独立注册会计师属于由法律授权、对企业实施财务监督的主体，在法理上被称为受委任（mandated）执法者。这主要体现为承担法律强制规定的企业审计义务。

我国《注册会计师法》第 14 条规定注册会计师承办审计业务。《证券法》也规定了股票上市时，应当向证券交易所报送依法经会计师事务所审计的公司最近三年的财务会计报告，证券发行人每年公告的年度财务会计报告应当经具有从事证券相关业务资格的会计师事务所审计。证券交易所上市规则还规定了公司拟在下半年实施若干重大财务安排时，半年报告也需要审计。

若上市公司财务会计报告被会计师事务所出具非标准审计意见，〔2〕会引发严重的市场反应和后续监管措施。《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 14 号——非标准审计意见及其涉及事项的处理（2020 年修正）》明确要求公司董事会对此作出专项说明。上市规则还规定：非标准审计意见涉及事项如属于明显违反会计准则及相关信息披露规范规定的，公司有义务及时披露经纠正的财务会计资料、审计报告、专项鉴证报告等材料。〔3〕

一方面，审计人（注册会计师）是证券发行人聘用的披露辅助人，而非原始信息的生产者。审计意见并未独立提供新的信息，而只是依据发行人提供的基础信息来发表意见，对公司披露的基础信息予以核查、验证、确认，具有“信息输出的不独立性”。发行人是否真实、准确、完整地向审计人提供信息，是配合还是阻挠审计工作的开展，将实质影响到审计质量。审计人无法独立做到信息披露的真实、准确、完整。

另一方面，审计人是证券市场的独立的信用源，甚至作为市场中数量较少的、专业的反复博弈者，审计人的信用有时会高于发行人的信用。应被审计但未取得标准审计意见的披露文件的市场价值是相当匮乏的。审计意见的出具会对投资者的交易决策产生实质性的影响。由此，审计人等市场中介服务机构具有“信用输出的独立性”，〔4〕它们也被称为投资者的“看门人”，起到了

〔2〕 非标准意见指注册会计师对财务报表发表的非无保留意见或带有解释性说明的无保留意见。非无保留意见，是指注册会计师对财务报表发表的保留意见、否定意见或无法表示意见。2020 年 8 月中审亚太会计师事务所对 ST 富控即出具了否定意见审计报告，认为公司明显违反会计准则，是近年来首例否定意见的审计报告。带有解释性说明的无保留意见，是指对财务报表发表的带有强调事项段、持续经营重大不确定性段落的无保留意见或者其他信息段落中包含其他信息未更正重大错报说明的无保留意见。

〔3〕 例如，《上海证券交易所股票上市规则》（2019 年修订）6.10 条。

〔4〕 值得注意的是，审计人的独立性比其他中介服务机构如律师事务所更强。律师兼有维护客户利益的一面，独立性低于会计师，律师可以创新性地提出新的法律安排，必须遵循的业务准则少于会计师。在安然等公司丑闻爆发后，律所受到了更小的波及。律师的声誉资本功能也低于会计师。（参见〔美〕乔纳森·梅西：《声誉至死：重构华尔街的金融信用体系》，汤光华译，中国人民大学出版社 2015 年版，第 115-125 页。）

对发行的监督作用〔5〕。

小结之，由于投资者对审计人可以产生的合理信赖，倘若审计意见由于可归责于审计人的原因而存在瑕疵，将直接导致投资者的误判。这是对审计人予以责任追究的法理基础。然而，审计人承担虚假陈述责任的前提是发行人承担虚假陈述责任，只可能发行人有责而审计人无责，不可能发行人无责而审计人有责。审计人责任具有“责任承担的不独立性”。

证券虚假陈述赔偿中审计人责任领域的理论和实务争议主要在于审计人“信息输出的不独立性”“信用输出的独立性”和“责任承担的不独立性”之间的合理匹配。具体的核心问题是：当经审计的披露信息被认定为存在虚假陈述时，如何判定审计人是否尽责。

二、定位：基于积极防范义务的过错推定责任

《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（下称《虚假陈述赔偿规定》）第27条规定：“证券承销商、证券上市推荐人或者专业中介服务机构，知道或者应当知道发行人或者上市公司虚假陈述，而不予纠正或者不出具保留意见的，构成共同侵权，对投资人的损失承担连带责任。”

中介服务机构的虚假陈述赔偿责任均属于过错推定责任。1999年《证券法》通篇未提及“过错”，第161条仅规定：“为证券的发行、上市或者证券交易活动出具审计报告、资产评估报告或者法律意见书等文件的专业机构和人员，必须按照执业规则规定的工作程序出具报告，对其所出具报告内容的真实性、准确性和完整性进行核查和验证，并就其负有责任的部分承担连带责任。”2003年2月起施行的《虚假陈述赔偿规定》第24条规定：“专业中介服务机构及其直接责任人违反证券法第一百六十一条和第二百零二条的规定虚假陈述，给投资人造成损失的，就其负有责任的部分承担赔偿责任。但有证据证明无过错的，应予免责。”2003年7月《最高人民法院关于审理虚假陈述侵权纠纷案件有关问题的复函》第四点将“有证据证明无过错”改为过错推定责任：证券承销商、推荐人、专业中介服务机构“如没有对虚假陈述内容予以纠正或保留意见，又没有证据证明其无过错（包括故意和过失），则其与发行人或者上市公司构成共同侵权，对投资人因此造成的损失承担连带责任。但专业中介服务机构及其直接责任人的民事责任限于其负有责任的部分”。

2006年《证券法》第173条采纳了过错推定的立场。现行2020年《证券法》第163条基本沿用了此条，仅文字略有不同：“证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”

〔5〕 See Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp., 332 F. Supp. 544 (E. D. N. Y. 1971).

所以，我国中介机构的责任基础不在于实质参与虚假陈述行为，也不仅在于对虚假陈述知情不报，还包括“应当知道”虚假陈述而未曾纠正或阻止。中介机构不仅具有“不参与虚假陈述”的消极义务，还具有“积极防范虚假陈述”的积极义务。

中国这种责任模式整体上较为严格，至少从文本字面上看，以美国为代表的证券司法实践最多只要求中介机构在知情、“实质性地参与”虚假陈述时承担赔偿责任。

在美国法下，会计对于非客户的责任始于 1931 年纽约上诉法院的 Ultramare 案，著名的卡多佐法官认为当一个高度接近于合同关系（closely approximated privity of contract）的特殊关系存在时，会计会由于过失而对非客户承担责任。^{〔6〕}但卡多佐的本意是通过划界来限制会计的责任。^{〔7〕}1994 年联邦最高法院在丹佛中央银行案判决中认为协助教唆人的行为不产生对外表达、不会令投资者对之产生信赖，故《证券交易法》下根本不存在对协助教唆责任的默示诉权。^{〔8〕}与之相符合，1994 年马萨诸塞联邦地区法院判决的 Kendall 广场研究公司案认为：会计师事务所对实施虚假陈述的发行人关于整个公司的税收、合并报表的大量建议并非向公众陈述可信赖的信息，不产生民事责任。^{〔9〕}1998 年联邦第二巡回区上诉法院则在 Wright 诉安永会计师事务所案判决中指出：中介机构等第二位的行为人只有做出实质性的虚假陈述或重大遗漏行为，才能产生反证券欺诈规则下的信赖和归责要件，以及《证券交易法》下的赔偿责任。^{〔10〕}

在一起中国概念股案例中，2011 年 4 月东南融通被做空机构揭露，在几个月内迅速垮台。2011 年 5 月德勤（Deloitte）会计师事务所也辞任该公司的审计师。2011 年 5 月一些投资者起诉德勤未尽到应有的职业关注和职业怀疑，未能发现相关异常的“预警信号”，如被隐瞒的一家关联公司在东南融通首次发行前很短的时间成立、公司名称中亦有“融通”等。

纽约南区联邦法院认为被诉公司已经做了相关必要的披露，公司毛利率超出市场水平亦非预警信号。审计师已经有过相关努力，如提出不少疑问、根据市场传闻与客户沟通、建议客户启动独立调查程序。事后看，至多只能说明若德勤执行了更有效的审计程序，就可能会发现欺诈行为。但基于成本效益而没有对客户的收入予以函证等并不明确违反审计准则，只意味着疏忽或懒惰，意味着其被审计对象欺骗，而非对欺诈的放任或有意无视（consciously disregard）。存在审计不到位的风险，不等于注意到了实际欺诈（notice of actual fraud）。只有审计师不真诚或理性地（genuinely or reasonably）相信自己表达的意见，才构成不合理的意见。原告未能证明德勤执行了轻率的审计程序。最后法院驳回了原告的诉讼请求。^{〔11〕}

不过，以联邦第九巡回区上诉法院为代表的少数法院则对追责持宽松态度，认为会计师事务所参与起草、讨论、编辑含有虚假陈述的披露文件并起到重要作用的，就应承担主要的欺诈责任（1994 年 Software Toolworks 案），或认为如果被告会计师事务所足够广泛地或实质性地参与制

〔6〕 See Ultramares v. Touche, 255 N. Y. 170, 174 N. E. 441 (N. Y. 1931)

〔7〕 See John C. Coffee Jr., *Gatekeepers The Role of the Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, 2006, p. 177. 该书中文译本见《看门人机制：市场中介与公司治理》，黄辉等译，北京大学出版社 2011 年版。

〔8〕 See Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U. S. 164 (1994)

〔9〕 See In re Kendall Square research corp. Sec. Litig., 868F. Supp. 26, 28 (D. Mass. 1994).

〔10〕 See Wright v. Ernst&Young, L. L. P., 152 F. 3d 169, 175 (2d Cir. 1998).

〔11〕 参见卓继民：《跨洋大鏖战：美国证券集体诉讼之中国概念股》，中国财政经济出版社 2013 年版，第 69-81 页。

作虚假信息,就会产生10b-5规则下的主要责任(1994年加州中区联邦法院ZZZ Best案)。^[12]这实际上给诉讼结果带来了不确定性,因为中介机构很难预判自身对披露文件提供的意见或参与是否属于重要或实质性的行为,在集团诉讼机制的巨额索赔额的震慑下,中介机构会趋向于风险规避,进而屈服和解,即便原告的诉求有时未必那么有道理。

为了分析我国的审计人责任是否适当,我们可以结合其责任构成要件做进一步分析。

三、审计人责任的侵权责任属性

在我国,通说认为审计人与购买证券的市场投资者之间只存在侵权责任关系,不存在合同责任关系,审计人责任为过错推定的侵权责任。除了《最高人民法院关于审理虚假陈述侵权纠纷案件有关问题的复函》第四点规定,《最高人民法院关于审理涉及会计师事务所审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》(法释〔2007〕12号)(下称《审计赔偿规定》)第2条第1款规定:“因合理信赖或者使用会计师事务所出具的不实报告,与被审计单位进行交易或者从事与被审计单位的股票、债券等有关的交易活动而遭受损失的自然人、法人或者其他组织,应认定为注册会计师法规定的利害关系人。”第4条第1款规定:“会计师事务所因在审计业务活动中对外出具不实报告给利害关系人造成损失的,应当承担侵权赔偿责任,但其能够证明自己没有过错的除外。”在大智慧、立信会计师事务所虚假陈述赔偿案中,会计师事务所曾主张投资者并非利害关系人,法院对此作了明确否定。^[13]

• 251 •

证券虚假陈述赔偿中的审计人责任必然与发行人/披露义务人责任同时出现。这种侵权责任关系类型存在如下三种可能性:

(一) 共同实施的共同侵权

“共同侵权以数人导致同一损害之发生为事实基础,以连带责任为效果特征。”^[14]2010年《侵权责任法》第8条/《民法典》第1168条规定:“二人以上共同实施侵权行为,造成他人损害的,应当承担连带责任。”最高人民法院、佟柔、王利明等各家通说认为,此条的规范范围指向共同过错。^[15]“共同实施”指行为人就侵权行为之实施有意思联络,相当于日本民法所谓“主观共同关系”或“主观的关联共同性”的共同侵权行为。^[16]主流司法意见认为,“共同实施”包括共同故意、共同过失以及故意和过失的结合。^[17]不过,本文赞同程啸的意见,认为共同实施的

[12] 参见耿利航:《美国证券虚假陈述的“协助、教唆”民事责任及其借鉴——以美国联邦最高法院的判例为分析对象》,载《法商研究》2011年第5期,第129页。

[13] 参见最高人民法院(2018)最高法民申5696号民事裁定书。

[14] 叶金强:《解释论视野下的共同侵权》,载《交大法学》2014年第1期,第141页。

[15] 参见曹险峰:《数人侵权责任规则的检索顺序及共同过失的认定》,载周江洪、陆青、章程主编:《民法判例百选》,法律出版社2020年,第442页。

[16] 参见梁慧星:《中国侵权责任法解说》,载《北方法学》2011年第1期。

[17] 参见全国人大常委会法制工作委员会民法室编:《〈中华人民共和国侵权责任法〉条文说明、立法理由及相关规定》,北京大学出版社2010年版,第35页。

侵权行为不应包括共同过失，否则将抹杀共同加害行为与共同危险行为的区别。^{〔18〕} 很难认为具有共同过失的行为人之间还存在意思联络。

审计人和发行人可能具有共同故意，也可能分别是违反专业准则的重大过失、故意。

（二）帮助、教唆型共同侵权

《侵权责任法》第9条/《民法典》第1169条规定：“教唆、帮助他人实施侵权行为的，应当与行为人承担连带责任。”无论审计人是在明知状态下应要求帮助发行人，还是主动教唆发行人，二者均应承担连带责任。

（三）分别实施的侵权

具有特殊性的是“帮助者可能存在无意而助他人致害之可能，此时，若帮助者有过失，系应当预见到对侵害行为的帮助效果的”，则可能依《侵权责任法》第11、12条/《民法典》第1171、1172条承担责任。^{〔19〕} 情形较复杂。

《侵权责任法》第11条/《民法典》第1171条被称为加害人不明的客观共同侵权行为的责任：“二人以上分别实施侵权行为造成同一损害，每个人的侵权行为都足以造成全部损害的，行为人承担连带责任。”此时各行为与损害之间确定地存在因果关系，只是各行为的因果关系贡献度不明，有的行为或许与损害无事实上的因果关系，但每一个行为均足以导致全部损害的发生。^{〔20〕}

《侵权责任法》第12条（《民法典》第1172条仅把最后的“赔偿责任”改为“责任”）是关于份额不明的竞合性侵权行为的责任：“二人以上分别实施侵权行为造成同一损害，能够确定责任大小的，各自承担相应的责任；难以确定责任大小的，平均承担赔偿责任。”梁慧星研究员认为，此等情形指“各个原因都不足以造成损害或者不足以造成全部损害，必须各个原因结合才造成全部损害”^{〔21〕}。但叶金强教授认为：能够分别确定责任大小的，也可包括各行为均足以造成全部损害的情形；难以确定责任大小，而判令平均承担责任的，则需以各行为均不足以造成全部损害为前提。^{〔22〕} 此时各行为均不可能造成全部损害，或者各行为的因果关系贡献度明确。^{〔23〕} 曹险峰教授也认为《民法典》第1171条只是第1172条的特别规定。^{〔24〕}

本文认为，发行人和审计人没有“共同实施”虚假陈述的“意思联络”时，存在虚假陈述的披露文件和审计报告可以认为是“分别实施”的。但责任承担的程度应当结合行为人的法律义务和过错程度予以适当评价。由于发行人是信息披露的本源、第一位的义务人、审计人的委

〔18〕 参见程啸：《论〈侵权责任法〉第八条中“共同实施”的涵义》，载《清华法学》2010年第2期。

〔19〕 参见前引〔14〕，叶金强文。

〔20〕 参见前引〔14〕，叶金强文。

〔21〕 梁慧星：《共同危险行为与原因竞合——〈侵权责任法〉第10条、第12条解读》，载《法学论坛》2010年第2期，第6页。

〔22〕 参见前引〔14〕，叶金强文。

〔23〕 参见前引〔14〕，叶金强文。

〔24〕 参见前引〔15〕，曹险峰文，第442页。

托人,也是披露基本信息的提供者,在任何情形下,披露文件本身符合“若无,则不”的事实因果关系判断。特别是当发行人自身声誉较高(如发行人是蓝筹股、指数成分股、中央国有企业、金融机构)、对审计人声誉的依赖度较低时,披露文件足以单独因其中的虚假陈述内容造成误导投资者的全部后果,即诱使投资者买入证券。

相比之下,由于注册会计师行业的高度集中化,审计工作的标准化、技术化、专业化、繁冗化,以及审计本身的法定强制性,审计人之间的区别在缩小,发行人已经很难再通过选择严格型的审计人向市场释放积极信号。审计人的声誉担保机制作用在缩小。^[25]

故而,即便投资者会在很大程度上信赖审计人对披露文件提供的声誉附加,但若投资者对披露文件本身无信赖,其不可能仅仅依据对审计意见的信赖而实施交易。相反,上市公司被出具非标准的审计意见后,虽然往往会产生股价明显下跌,但仍然会有买入。这说明披露文件可以独立地成为投资者交易的依据。审计报告对投资者的作用是独立地“叠加”于公司披露文件,不存在共同过失理论中的“结合点”,^[26]不应认为可能存在《侵权责任法》第10条/《民法典》第1170条^[27]下加害人不明的共同危险行为的事实情形,即公司财务报告对投资者的影响与侵害应当视为必然,其不可能未影响投资者、不造成损害后果。审计人责任中也不存在共同过失的情形,因为此处不存在“过失的共同”,即行为人的过失结合才能造成损害结果的情形。^[28]

在发行人就虚假陈述承担100%的责任之余,审计人由于疏忽等非重大过失而未发现虚假陈述,而无意思联络地、“无意”中借助自己的公信力为披露义务人的虚假陈述做了信用背书的“帮助”,而造成一定的损害后果时,须依据《侵权责任法》第12条/《民法典》第1172条对发行人和审计人的信用重合的部分承担责任。

换言之,由于发行人和审计人法律地位的不同,它们的侵权责任呈现“非对称”的结果。本来,当共同过错和可能因果关系这两个可正当化连带责任的基础均不存在时,法律效果可以表现为按份责任。^[29]但在证券虚假陈述赔偿责任中,即便二者无合谋,发行人也不能只承担按份责任,而审计人可以依据《审计赔偿规定》第6条“根据其过失大小确定其赔偿责任”,在具有无意思联络的过失时对部分损失承担连带责任。

小结之,当发行人和审计人存在共同实施虚假陈述行为的共同故意,或一为故意一为重大过失时,应视为主观的共同侵权行为而承担连带责任。但若审计人只存在较轻的过失,只是其审计报告客观上有利于虚假陈述实施的话,则可以仅承担部分的责任。

[25] 参见前引[4],乔纳森-梅西书,第111-112页。

[26] 关于结合点,见叶金强:《共同侵权的类型要素及法律效果》,载《中国法学》2010年第1期。

[27] 《侵权责任法》第10条/《民法典》第1170条(共同危险行为)规定:“二人以上实施危及他人人身、财产安全的行为,其中一人或者数人的行为造成他人损害,能够确定具体侵权人的,由侵权人承担责任;不能确定具体侵权人的,行为人承担连带责任。”

[28] 对“过失的共同”,详见曹险峰:《数人侵权的体系构成》,载《法学研究》2011年第5期。

[29] 参见前引[14],叶金强文。

四、审计人过错的认定：与勤勉尽责认定的层次性逻辑具有一致性

证券虚假陈述中，审计人的侵权行为可以被简单认为是在“知道或应当知道”披露义务人虚假陈述时仍然做出标准审计意见，但其过错就复杂得多。对投资者应负责任的损失部分也应存在区别。

（一）审计人的过错与未勤勉尽责具有一致性

专业中介服务机构因为服务文件中的虚假陈述而产生的民事责任是一种法定的过错推定责任，服务机构证明自己无过错的，可以免责。在《证券法》第163条（原第173条）和会计法的体系下，服务机构“证明自己没有过错”与证明自己“勤勉尽责”具有逻辑一致性。

从法理上而言，发行人之所以有义务保证披露信息在客观层面的真实、准确、完整，是由于它们是披露信息的直接生产者，是信息源、内部人。而审计人不独立生产原始信息，具有信息输出的不独立性，其只能在主观上做到勤勉尽责，无法保证公司披露信息在客观层面的真实、准确、完整。审计人只是外部人，不能将之与发行人同等看待。

《审计赔偿规定》明确其制定依据包括《公司法》《证券法》，不仅适用于证券虚假赔偿，也可适用于公司注册验资等其他场合。故其并未采用虚假陈述的概念，而是在第2条对会计“不实报告”做了界定：“会计师事务所违反法律法规、中国注册会计师协会依法拟定并经国务院财政部门批准后施行的执业准则和规则以及诚信公允的原则，出具的具有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的审计业务报告，应认定为不实报告。”

这里需要注意的是，《中国注册会计师审计准则第1101号——注册会计师的总体目标和审计工作的基本要求》第20条要求的是，注册会计师应当按照审计准则的规定，对财务报表整体是否不存在由于舞弊或错误导致的重大错报获取合理保证，即强调对重大错报而非一般错报获取合理保证而非绝对保证。因此，“不实报告”并非单纯以报告的结果中含有虚假陈述为判断标准，也并非单纯以报告的结果中含有重大虚假陈述为判断标准，而是要一并结合会计师事务所违反法律规则、职业准则等行为进行判断。

从民事责任的角度看，这是一种过错责任而非无过错责任。《审计赔偿规定》第4条第2款明确规定“会计师事务所证明自己没有过错时，可以向人民法院提交与该案件相关的执业准则、规则以及审计工作底稿等”。

从行政责任的角度看，责任的认定也需要与会计师事务所的行为相结合，2020年9月北京市第一中级人民法院在瑞华会计师事务所诉证监会案判决中指出：“由于审计存在固有限制，注册会计师据以得出结论和形成审计意见的大多数审计证据是说服性而非结论性的。因此，审计只能提供合理保证，不能提供绝对保证”，“如果提供了合理保证，则可认定其勤勉尽责”，“注册会计师的法律责任并不单纯以最终的审计结论来判断，而是要审查其审计行为，即审查其是否遵循了相应的审计准则，以及在审计过程中是否运用了合理的职业判断以及保持了合理的职业怀疑，并据此设计和实施了与之相适应的审计程序来降低审计风险，以此来判断注册会计师在审计过程中

是否勤勉尽责。”〔30〕

（二）审计人过错的层次性判断

审计过错之反向证明或勤勉尽责之正向证明需要层次性展开,《证券法》《虚假陈述赔偿规定》对此均未细化规定。结合《审计赔偿规定》,审计意见出现瑕疵、产生不实报告,即审计人对公司披露信息是否真实、准确、完整做出误判的原因有三类:

第一类是审计人故意配合披露义务人实施了虚假陈述。除了直接故意的合谋外,如果审计人因为懈怠、受到审计对象明示暗示等未采取必要的调查、审核步骤,导致其客观上不知道、未发现虚假陈述,但本来又应当知道,则属于间接故意。此时,审计人并非真诚或合理地相信(genuinely or reasonably believe)其出具的意见是合理的。

第二类是审计人过失导致了虚假陈述未被发现,即审计人主观上希望发现问题,但由于工作中的勤勉不足、疏忽大意而未发现。究竟是能力局限或工作态度轻度不认真导致的疏忽大意,还是故意放纵或工作态度严重不认真导致的放任,需要结合审计人的主观状态、具体涉及的问题、审计人是否遵循了工作准则等来判断。

第三类是审计人已经勤勉尽责,仍然未能发现披露信息中的虚假陈述。

对审计人应有的勤勉或不应有的过错,应当结合其职业规范来具体认定。按照《审计赔偿规定》第5条的规定,会计师事务所应当与被审计单位承担连带赔偿责任的情形有两类6种:

第一类是与被审计单位恶意串通的直接故意行为。

第二类是明知被审计单位对重要事项的财务会计处理与国家有关规定相抵触,而不予指明;明知被审计单位的财务会计处理会直接损害利害关系人的利益,而予以隐瞒或者作不实报告;明知被审计单位的财务会计处理会导致利害关系人产生重大误解,而不予指明;明知被审计单位的会计报表的重要事项有不实的内容,而不予指明;被审计单位示意其作不实报告,而不予拒绝。注册会计师按照执业准则、规则应当知道此等违法行为的,法院应认定其明知。

“按照执业准则、规则应当知道”指向的是一个具体的事实判断,法院需要结合个案证据,认定审计人应当知道本案中特定的重要事项的财务会计处理与国家有关规定相抵触、财务会计处理会直接损害利害关系人的利益或会导致利害关系人产生重大误解、会计报表的重要事项有不实的内容,方可构成“明知”。至于“被审计单位示意其作不实报告,而不予拒绝”,就更明显只能结合个案的信息沟通而“应当知道”这系要求其作不实报告的示意,而不会是基于过失未发现这系要求其作不实报告的示意。

从文义而言,上述“明知”被审计单位违法而不作为的情形,实际上是对审计人施加了揭露财务舞弊的义务。历史上,关于会计师是否需要承担揭露舞弊的职责,并非没有争议。〔31〕但我国实证法已然确认了审计人的此项义务。根据《独立审计具体准则第8号——错误与舞弊》,审计人无义务专门查找和发现被审计单位可能存在的、不具有重大性的舞弊行为,但是对于在审计过程中应当发现的重大舞弊事项仍然有揭露的义务。审计人“明知”而不作为的,若不构成恶意

〔30〕 北京市第一中级人民法院(2019)京01行初809号民事判决书。

〔31〕 参见刘燕:《会计师民事责任研究:公众利益与职业利益的平衡》,北京大学出版社2004年版,第47页。

串通的直接故意行为，也应理解为间接故意，即知道后不反对。这比疏忽大意的过失行为更为严重。疏忽大意的过失行为意味着审计人“不知情”此等违法行为，若“明知”的话，是会予以反对、指明、拒绝的。

《审计赔偿规定》将“应当知道”的行为视为“明知”，对此可以做两种理解。一种是在实体意义上的法律诠释，即把“应当知道，但由于疏忽大意而未能知道”的过失责任提高到了“明知”的故意责任。另一种是在程序意义上的审计人主观状态推定，即认真履行执业准则、规则的审计人不可能不发现相关问题，审计人需要自行举证其不知道违法行为的事实后果系由于过失，而非知道或应当知道。此第二种理解应被采纳。

从文义解释的话，“疏忽等于应当知道，等于明知”并不符合标准通顺的中文表达，第一种解释并不合理。

从功能解释的话，“疏忽等于明知”，意味着审计人既有故意导致的连带赔偿责任，也有过失导致的连带责任。对故意和过失不加区分，有失公正。

从体系解释的话，需要注意到《审计赔偿规定》第6条，该条规定：会计师事务所所在审计业务活动中因过失出具不实报告，并给利害关系人造成损失的，法院应当根据其过失大小确定其赔偿责任。注册会计师在审计过程中未保持必要的职业谨慎，存在下列情形之一，并导致报告不实的，法院应当认定会计师事务所存在过失：

- (1) 违反注册会计师法第二十条第（二）（三）项的规定；
- (2) 负责审计的注册会计师以低于行业一般成员应具备的专业水准执业；
- (3) 制定的审计计划存在明显疏漏；
- (4) 未依据执业准则、规则执行必要的审计程序；
- (5) 在发现可能存在错误和舞弊的迹象时，未能追加必要的审计程序予以证实或者排除；
- (6) 未能合理地运用执业准则和规则所要求的重要性原则；
- (7) 未根据审计的要求采用必要的调查方法获取充分的审计证据；
- (8) 明知对总体结论有重大影响的特定审计对象缺少判断能力，未能寻求专家意见而直接形成审计结论；
- (9) 错误判断和评价审计证据；
- (10) 其他违反执业准则、规则确定的工作程序的行为。

《审计赔偿规定》第6条列举的情形，措辞已经较为严重，但仍然符合对“过失”的一般理解，即审计人由于疏忽大意、专业水准低、“疏漏”“缺少判断能力”“错误判断”而结论出错。审计人主观上希望避免这些错误出现，而不是“明知”存在这些错误而仍然不作为。审计人出具意见时，仍然是真诚地相信其内容并无不当。

例如，瑞华会计师事务所诉证监会案中，法院认为瑞华未与公司治理层有效沟通，无法了解治理层是否能监督管理层对舞弊风险的识别和应对过程等，“从而无法有效了解被审计单位的内部控制运行状况以及由此引发的错报和舞弊风险”，“未能对函证保持控制，对函证过程中暴露出来的问题没有进一步获取审计证据以消除这些疑虑”，“采用期后盘点票据并倒轧计算票据期末余

额的方式进行审计,未能有效降低审计风险”,这些可以归类为《审计赔偿规定》第6条规定的过失行为。

实践中突出的问题是对过失性的、审计程序不当行为的轻重缺乏衡量。行政处罚书或法院判决书列举的审计程序不当行为,较之监管警示函列举的审计程序不当行为,甚至未引发行政处罚或监管措施的审计程序不当行为,存在的是质的差异,还是量的差异?即是由于具体行为的种类不同而导致了责任差异,还是同类行为在不同具体案例中的具体表现不同、涉及金额不同,从而导致了责任差异?会计概念中的“发现一个可能导致欺诈风险的因素”,和法律概念中的“发现一个实际欺诈”,如何区分?例如,瑞华因为“对函证过程中暴露出来的问题没有进一步获取审计证据”而受到了处罚。但有时候,“未关注银行函证的异常情况”“未说明函证地址异常原因”可能只会引发监管警示函。^[32]

财政部或注册会计师协会可以就此制定更为细致的规则,对不同类型的审计程序不当行为予以责任的格化,避免出现对同类行为后果认定的随意性和轻重失衡。

(三) 审计人过错应当避免从虚假陈述的结果简单倒推

《审计赔偿规定》下违规、过错行为的认定,应当基于行为实施时本身的状态,而不能仅由于最后确实发生了虚假陈述,从结果倒推审计人过错行为的存在。

审计责任不同于会计责任。会计责任指公司的会计人员依法真实、准确、完整地做出财务会计纪录的责任。而审计责任指公司外部的注册会计师依照法律法规、审计准则而对公司的财务会计纪录进行审查的过程。审计不是原始的信息生产过程,而是对已有信息进行评估、做出结论的过程。审计的作用对象是被审计人,但服务对象其实是有利益关系的第三人如拟投资于公司的主体。审计是被审计人委托专业审计人来对自身进行审查,从而增加其可信度的外部增信过程。

时至今日,审计已经成为一种复杂的、高度专业化的业务活动。审计具有“去伪存真”的功能,但不是一个必然能够发现财务不实之处的客观过程,而只能说是一个希望能发现财务不实之处的主观过程。即便是那些事后被认定不应出具无保留意见的审计报告的财务信息,审计人在事前未发现其中的不实会计信息,也未必可归责于审计人的不勤勉尽责。具体原因包括:

1. 审计工作具有自然规律和固有限制,受到审计成本、时间、人力物力、认知能力的制约,会预先假设客户可信而非不可信,^[33]会采取抽样检测方法,而非“全景式”的对所有被审计信息予以审查,无法保证必然发现真实。执法部门事后依据线索去有目的地查案所能发现的虚假陈述,不一定是审计人在事前必然能发现的。

2. 会计本身是一门技艺,而非精确的技术科学。^[34]对财务数据的审计并不像化学物质的鉴

[32] 参见北京证监局〔2020〕161号监管警示函,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/beijing/bjxyzl/bjxjgcs/202011/t20201102_385418.htm,最后访问时间:2021年2月1日。

[33] 参见前引〔11〕,卓继民书,第81页。

[34] 参见〔美〕普雷维茨等:《美国会计史:会计的文化意义》,杜兴强等译,中国人民大学出版社2006年版,第219-220页。

定一样是一个机械检验、答案唯一的过程，而涉及会计师的大量主观的专业判断，本身在理论上存在可争辩（arguable）之处。被一些监管人士视为不当粉饰报表的盈余管理现象蔚然盛行，但又不绝然违法，本身表明了会计处理弹性带来的广阔地带的存在。^{〔35〕} 2006 年我国实施新会计准则、审计准则后，由于新概念、新方法的引入，业界亦产生了更多困惑。^{〔36〕}

3. 审计结论的做出会依赖第三方主体的结论，例如政府部门、金融机构、公司客户对相应问题的回答或证明，但第三方可能会不配合审计。这可能是由于第三方与被审计人故意配合造假、实施“反审计”措施，向审计人隐瞒真实信息、妨碍审计人发现真实信息，也可能是因为不承担虚假陈述责任的第三方为了节省自己的成本，而怠于为审计人认真审核信息。

例如，实务中的一个突出问题是银行函证不可信。所谓银行函证，是指注册会计师在获取被审计单位的授权后，独立向银行业金融机构（以下简称银行）发出询证函，银行针对所收到的询证函，查询、核对相关信息并直接提供书面回函的过程。银行函证是注册会计师独立审计的核心程序之一，银行函证回函，对于注册会计师在审计中识别被审计单位财务报表中的错误与舞弊至关重要，直接影响审计质量和审计效果。然而，长期以来，银行函证一直是注册会计师审计实务中的一大痛点，存在部分回函信息不可靠、不完整、不及时等问题。可能出现银行个别客户经理与被审计单位串通给注册会计师提供虚假回函信息的风险。^{〔37〕}

4. 被审计的上市公司本身是审计人的委托方和付费方，审计人作为自负盈亏的商事主体，在付费方面天然地具有弱势，至少会有动因在弹性事项上屈从于被审计人，而非坚持不同判断。此外，上市公司的年报审计业务具有连续性，审计人会希望保留长期审计的资格；上市公司会以向注册会计师提供利润高、风险低的咨询业务为激励，进一步试图软化审计人的立场。这也不能以审计人“不能坚持原则”为由于简单批评，因为审计人立场若过度“坚持原则”，可能会直接在市场上无法立足，同样不能起到“坚持原则”的作用。

《审计赔偿规定》第 7 条的相关规定值得肯定，其规定：“会计师事务所能够证明存在以下情形之一的，不承担民事赔偿责任：（一）已经遵守执业准则、规则确定的工作程序并保持必要的职业谨慎，但仍未能发现被审计的会计资料错误；（二）审计业务所必须依赖的金融机构等单位提供虚假或者不实的证明文件，会计师事务所在保持必要的职业谨慎下仍未能发现其虚假或者不实；（三）已对被审计单位的舞弊迹象提出警告并在审计业务报告中予以指明；……”

2020 年 7 月《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》规定：债券承销机构尽职调查工作虽然存在瑕疵，但即使完整履行了相关程序也难以发现信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，可以视为无过错。这也可以成为审计人免责的借鉴思路。

一些司法判决已经正确地基于审计人能力的有限性，而予以了合理的免责。在芭田公司和大

〔35〕 美国证交会主席曾斥之为数字游戏。（See Arthur Levitt, The “Number Games”, available at <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>, last visited on Feb. 1, 2021.）

〔36〕 参见刘燕：《从财务造假到会计争议》，载《证券法苑》第 7 卷，法律出版社 2012 年，第 140 页。

〔37〕 参见《中注协就财政部银保监会联合发文规范银行函证工作答记者问》，载 http://www.cicpa.org.cn/news/202008/t20200828_52948.html，最后访问时间：2021 年 2 月 1 日。

华会计师事务所案中,深圳市中级人民法院指出:由于审计受其自身的审计技术、审计方法、审计成本等固有审计风险的限制,会计师事务所即使尽到了应有的职业谨慎,有时也有可能很难发现有错误或漏报行为。因此,只要会计师事务所尽到了勤勉谨慎义务、遵守执业准则以及诚信公允原则时,即便没有发现会计报表中的某些错误和漏报,也不应当承担责任的。^[38]

(四)应当坚持基于过错轻重区分责任的模式,明确承认部分责任

《审计赔偿规定》第5条和第6条明确区分了明知导致的连带责任、过失导致的酌定责任两个层次,这是否与2006年、2020年《证券法》规定的连带赔偿责任相冲突。

从法理上而言,任何行为的责任都应当与行为本身相匹配。倘若服务机构仅有微小的过失,就与披露义务人承担完全的连带赔偿责任,显然是不公平的。我国司法实践对同一份披露文件中不同的虚假陈述产生的赔偿责任,并不一定做细化区分,这意味着即便服务机构仅由于微小的过失而须对一处虚假陈述负责,也可能在实质上对同一份披露文件中所有的虚假陈述产生的股价波动及其造成的损失承担连带责任,更显不公。

事实上,1999年《证券法》第161条针对中介服务机构规定的本是部分连带责任。《虚假陈述赔偿规定》第24条、《审计赔偿规定》第6条因此也执行了“部分责任”路线,2006年《证券法》第173条、2020年《证券法》第163条在文义上虽然未强调“部分”,但在实质精神上应当认为并未违背之。若立法变为“要么完全连带责任,要么无责”的“100%或0”的极值二选一,显然是一个错误。在大智慧、立信会计师事务所虚假陈述赔偿案中,立信所主张未执行必要的审计程序属于轻微过失,但法院抽象地强调了审计报告对于投资者的行为具有重大的、甚至决定性的影响,认为《证券法》未区分故意或者过失,故在立信所不能证明其无过错的情况下,就必须承担责任。^[39]这显然属于一种简单化的思维。

• 259 •

五、法律因果关系确认应体现价值衡量

除了对过错进行考察外,我们还应该从法益平衡的角度来思考相关行为的法律因果关系。

科学视野中的因果关系研究旨在探究一项行为事实上对一项结果的原因力。而法学视野中的因果关系研究是责任理论的一部分,旨在探究一项行为需要在多大程度上对一项结果承担责任。这种探究建立在事实因果关系的基础上。若无自然意义上的原因力,当然就不会构成法律责任的因果关系。例如,隐瞒利好信息,不会对投资者的买入行为产生作用力。^[40]但有了自然意义上的原因力后,仍然可能需要“为了一定的法律目的”而阻止将损害视为行为的后果,^[41]即对其原因力造成的结果之分配进行一种价值判断。

[38] 参见深圳市中级人民法院(2016)粤03民初1300号民事判决书。

[39] 参见最高人民法院(2018)最高法民申5696号民事裁定书。

[40] 其他更复杂的情形,参见缪因知:《证券虚假陈述与投资者损失因果关系否认的司法路径》,载《证券法苑》第30卷,法律出版社2021年版。

[41] See H. L. A. Hart, Tony Honore, *Causation in the Law*, Clarendon Press, 1985, p. 110.

法学理论对因果关系有多种学说。其总体发展趋势是考察多元因素。欧洲侵权法组织 2005 年提出的《欧洲侵权法基本原则》（The Principles of European Tort Law）第 3：201 条规定：“若某一行为构成损害（damage）的原因，损害是否及在何种程度上可归责于一个人取决于下列因素：a）理性人于行为时对损害的可预见性，特别考虑到（taking into account in particular）致损行为与其后果在时间或空间上的接近性（closeness），或该行为的通常后果与该损害规模（magnitude）的联系；b）受保护利益的性质和价值；c）责任基础（损害是由于过错行为、异常危险活动或附属者的职能行为导致）；d）生活中通常（ordinary）风险的程度；e）被违反规则的保护目的。”〔42〕

侵权责任的法律因果关系判定，除了只着眼于发生了什么行为、什么损害后果，还需要考察损害后果所代表的法律权益的大小，行为人对法律、对自身违反的义务、对可能造成的损失的认识。法律的目的是为了通过控制人的行为，来防止法益损害结果的发生。这本质上是探讨如何协调一个人的行为自由、其他人的利益和社会利益之间的关系。社会利益因素包括因果关系认定难而导致的诉讼数量多少，这涉及对违法行为的震慑力、司法成本等因素。故而过错责任乃是侵权责任的标准配置。但过错要件本身的构造层次性不足，又缺乏量化、比例化的空间，所以这在实践中转化为了对因果关系强弱、责任范围大小的探究。〔43〕

因果关系在法律责任构成中的制度功能是实现校正正义，而非责任追究中的一个“装饰”。民法学者提炼认为，因果关系要件中的价值判断需要考虑的要素应具有逻辑相关性和价值相关性，但这些要素并无精确的边界，具体而言：原因力越大，责任应越大；行为社会有用性越高，责任应越小（限于过失类案件）；可预见程度越高，责任应越大；被侵害的利益越重大，责任应越大；过错程度越高，责任应越大。〔44〕

这对我们认识审计人责任的因果关系有丰富的启示。简言之，审计报告对投资者信赖虚假陈述具有原因力，但并不是全部的原因力。而投资者损失的产生更是会受到与虚假陈述无关的市场因素方面原因力的影响。〔45〕民法理论主张对财产损害的索赔，需要高度准确地预见损失结果，这主要是为了激励财产侵权的受害人事先投保，以及避免过高的财产损失带来的责任令人无法承受。〔46〕证券投资者虽然不能直接为虚假陈述风险投保，但还是能通过分散投资等方式来实现类似效果。与此同时，审计具有极大的社会有用性，其实施成本过高的话，会增加企业融资成本、减损全社会的福利。保障审计人不被过度追责，未必比令具体投资者获得赔偿不重要。

〔42〕 The European Group on Tort Law, available at <http://www.egtl.org/petl.html>, last visited on Feb. 1, 2021.

〔43〕 参见叶金强：《相当因果关系理论的展开》，载《中国法学》2008 年第 1 期。

〔44〕 参见前引〔43〕，叶金强文。

〔45〕 例如系统风险因素，参见缪因知：《精算抑或斟酌：证券虚假陈述赔偿责任中的系统风险因素适用》，载《东南大学学报》（哲学社会科学版）2020 年第 5 期。

〔46〕 See D. G. Cracknell, *Obligations: The Law of Tort*, Old Bailey Press, 2013, p. 171.

六、审计人赔偿责任需坚持前置程序

根据《虚假陈述赔偿规定》，虚假陈述赔偿诉讼的受理以针对同一行为的生效行政处罚或刑事判决为前置条件。前置程序实际上解决了证券虚假陈述民事案件原告的举证难问题，对民事诉讼是一大助力，而非一大障碍。

我们认为，对审计人（以及其他中介服务机构）的虚假陈述赔偿责任主张，无论是单独提起，还是与披露义务人一起提起，均有必要坚持前置程序。提出这一主张的理由如下：

一来，如果没有前置行政处罚或刑事判决，普通民事案件原告将很难证明相应的虚假陈述的存在及其对自身交易或损失的作用力。在美国的证券虚假陈述赔偿诉讼实践中，即便有证据开示制度的支持，原告仍然难以在不查阅审计底稿时证明审计人的失职。而审计底稿具有商业秘密属性，也不适宜被轻易公开。

二来，实践中尚有大量已被处罚的虚假陈述行为并未引起后续的赔偿诉讼，^{〔47〕}前置程序的制度潜能可谓尚未被充分发挥。

三来，审计人本来就不是虚假陈述的第一位行为人，前置程序要求有助于防止对它们提出的滥诉。

姚雪萍诉深圳市芭田生态工程公司、大华会计师事务所有限公司案是一个典型案例。原告在未能满足前置程序、也无权进入公司调查核对原始数据的情况下，自行采用外部数据和自选的计算方法，具体指控了芭田公司披露的、经审计的年报材料的数据与她自己计算得出的数据存在差异，涉嫌造假。深圳市中级人民法院一审判决以较详细的说理论证了原告的主张为何在实体上不能成立，广东省高级人民法院二审则直接判决原告因不符合前置程序而驳回起诉。但即便取消了前置程序，原告也难以完成其举证。

本案一审判决认为：根据大华公司、芭田公司和姚雪萍的陈述，其分别是以“功能分类法”和“性质分类法”这两种不同的分类方法对相关财务数据进行统计，且大华公司、芭田公司的统计对象是各项明细和原始数据，而姚雪萍的统计对象是两被告统计归类后的审计报告所记载的分类统计结果。姚雪萍在没有完整的财务数据的情况下，仅使用芭田公司用“功能分类法”统计并披露的有限财务数据、甚至采用推导方式得出相关数据，再用不同的分类法进行重构计算，得出的数据必然会产生差异。以此为由主张芭田公司财务资料作假、大华公司因过错而未能揭示或披露，证据不足。

而且，对于姚雪萍的举报，负有监管职责的深圳证监局未作出芭田公司有财务资料作假行为的认定。姚雪萍亦没有提供其他证据证明芭田公司财务资料作假，大华公司违反相应法规和职业准则。因此，姚雪萍应当承担举证不能的不利后果。

〔47〕 See Hui Huang, Private Enforcement of Securities Law in China: A Ten-year Retrospective and Empirical Assessment, 61 *American J. Comparative L.*, 757, 763-766 (2013).

综上，一审法院判决驳回姚雪萍的全部诉讼请求。^{〔48〕}广东省高级人民法院二审中指出：《审计赔偿规定》未对证券虚假陈述案件单独规定特殊的起诉前置条件，不应被认定为是对《虚假陈述赔偿规定》起诉前置条件的取消或否定。故裁定撤销一审判决，并驳回姚雪萍的起诉。^{〔49〕}

此外，不少裁判直接以未能提交行政处罚决定或刑事裁判文书为由驳回起诉，且法院未提及《审计赔偿规定》的适用，包括：江苏省高级人民法院 2017 年裁判的龙静文诉立信会计师事务所、科林环保装备股份有限公司案，^{〔50〕}顾元成诉江苏澳洋科技公司、江苏公证天业会计师事务所案；^{〔51〕}北京市第一中级人民法院 2017 年裁判的龙静文诉瑞华会计师事务所案（未起诉案涉上市公司），^{〔52〕}金松诉北京中科三环高技术股份有限公司、致同会计师事务所案，^{〔53〕}曾令奇诉北京兴华会计师事务所、北京数码视讯科技股份有限公司案^{〔54〕}。

浙江省高级人民法院 2017 年裁定认为：根据 2015 年 5 月 1 日起施行的《最高人民法院关于人民法院登记立案若干问题的规定》，相关起诉有明确的被告，具体的诉讼请求和事实、理由，属于法院受理民事诉讼的范围。^{〔55〕}

杭州市中级人民法院随后受理了无行政前置程序支持的案件，但并未对原告予以实体支持。天健会计师事务所案中，会计师事务所曾为中弘控股公司出具了对年报的标准无保留审计意见。投资者朱乔春起诉具体质疑了中弘控股的相关会计报表，认为存在较大的数据差异嫌疑等，请求确认天健所相关审计报告为不实报告，并判令天健所、中弘控股赔偿投资损失。

被告天健所答辩称：第一，朱乔春未能提交任何证据证明天健所实施了虚假陈述行为。其对年报的分析说明并非具有合法资质的专业中介机构出具，本身既无落款也无签字，不符合书证的形式要件，只构成当事人一方的陈述，不具备对争议事实的证明力。第二，法院对虚假陈述的认定应当以行政或刑事处罚为依据。被告中弘控股经法院传票传唤未到庭应诉。

杭州市中级人民法院认为，朱乔春主张天健所出具的案涉审计报告系“不实报告”，但仅有他自己对中弘控股年度报告的分析说明，系当事人的单方陈述，不足以完成该举证责任，故判决驳回朱乔春的诉讼请求。^{〔56〕}

值得注意的是，该院未就朱乔春提出的具体数据疑点予以任何回应，或许是由于原告的质疑纯以个人意见表达的形式出现，连专家证人都未提供，或许是由于法院仍然变相认为只有行政机构或刑事法庭的意见才具有权威性。

〔48〕 参见深圳市中级人民法院（2016）粤 03 民初 1300 号民事判决书。

〔49〕 参见广东省高级人民法院（2017）粤民终 2238 号民事裁定书。

〔50〕 参见江苏省高级人民法院（2016）苏民终 1364 号民事裁定书。

〔51〕 参见江苏省高级人民法院（2017）苏民终 817 号民事裁定书。

〔52〕 参见北京市第一中级人民法院（2017）京 01 民初 284 号民事裁定书。本案原告龙静文是下述曾令奇案的代理律师。

〔53〕 参见北京市第一中级人民法院（2017）京 01 民初 285 号民事裁定书。

〔54〕 参见北京市第一中级人民法院（2017）京 01 民初 286 号民事裁定书。

〔55〕 参见“金松诉浙江水晶光电科技股份有限公司、天健会计师事务所案”，浙江省高级人民法院（2017）浙民终 72 号民事裁定书；“金松诉重庆港九股份有限公司、天健会计师事务所案”，浙江省高级人民法院（2017）浙民终 73 号民事裁定书。

〔56〕 参见杭州市中级人民法院（2017）浙 01 民初 367 号民事判决书。

七、审计人责任应合理限缩为部分补充责任

（一）过重的责任无助于审计人强化监督，也不利于审计人社会功能的发挥

审计人虽然被赋予了信息验证者、市场看门人等具有重大社会价值的功能，但归根结底，审计是一个受民事委托产生的业务，无论是基于法学原理，还是基于商业事实，审计人对委托人的忠诚，以及与委托人维持良好关系的本能是根深蒂固的。注册会计师只是一个普通的行业，面对上市公司等被审计对象也处于弱势地位。仅仅由于其可能的社会功能就试图增强其社会义务，是不切实际的，也转嫁了监管者、被审计人甚至股东、债权人应有的责任。

即便是在市场经济更为发达、会计行业历史更为悠久且实力更为强大的美国，会计行业也在长达一个世纪的演变中，努力获取和维护行业自治性，限制自身的看门人责任，如缩减审计义务的范围，从而避免投资者对审计人产生不切实际的预期。^{〔57〕}

我国市场结构中，会计行业的自治程度较低，自我发声能力很弱，司法机构立场又容易受行政机构影响，故更要防范对审计人事前期待过高、事后“过度宰割”。已有研究表明：过于严厉的处罚对改进审计质量不利，反而造成了审计人的过度退出。^{〔58〕}过高的民事责任也是如此。

（二）过重的责任与审计人和投资者损失之间的弱因果关系不匹配

传统上，审计人等专业服务机构的民事责任承担对象并不包括委托人及其关联人以外的主体。将“利害关系人”扩张到证券市场投资者，本身是责任范围扩张的法制演进结果，故而责任也不宜太重。

耿利航教授曾指出：虚假陈述作为一种言论行为，并不直接破坏被欺诈人的财产，而是造成了一种普通法中所谓的纯粹经济损失。在欺诈市场理论推定交易因果关系的制度背景下，这令虚假陈述人很容易担上对大量投资者的巨额责任。此时如果再令作为协助者的中介机构承担责任，会令普通侵权法未考虑的过错与责任失衡的问题凸显。所以，即便要追究协助者责任，也应该限于行为严重者。但如前所述，协助者的具体行为的责任尚未被有效类型化、规则化，在集团诉讼机制的巨额索赔的阴影下，中介机构也不会愿意冒险接受司法机构的个案责任测试。它们在事后会选择和解，在事前则可能会规避对中小型发行人的服务，导致中小型发行人的披露文件质量出现恶性循环，损害市场整体利益。^{〔59〕}

我国证券虚假陈述赔偿制度同样借助欺诈市场理论推定了因果关系，而且，我国证券虚假陈述赔偿的原告无需像美国的原告那样证明虚假陈述和自身损失之间的因果关系，《虚假陈述赔偿规定》下符合前置条件的赔偿责任施加总体上属于“套用时间公式”的简单模式、直接通过司法解释推定。2020年7月我国又启动了证券代表人集团诉讼机制。美国证券市场实践中可能的过度

〔57〕 参见前引〔7〕，John C. Coffee Jr. 书，第5章。

〔58〕 参见王兵、李晶、苏文兵、唐逸凡：《行政处罚能改进审计质量吗？——基于中国证监会处罚的证据》，载《会计研究》2011年第12期。

〔59〕 参见耿利航：《美国证券虚假陈述的“协助、教唆”民事责任及其借鉴——以美国联邦最高法院的判例为分析对象》，载《法商研究》2011年第5期。

震慑、过度赔偿的风险，在我国可能也会有。

不少案件中，披露义务人的涉案披露行为发生在投资者买入很久以前，其披露内容对投资者决策也很难说有影响力。例如，大智慧和立信会计事务所虚假陈述赔偿案中，案涉信息发布后，股票价格半年内都处于下跌通道，原告基本上是在案涉信息发布一年后、公司另行发布资产重组信息后买入。故而，在此基础上追究审计人的连带责任，更显苛刻。相对次要的中介机构和投资者损失之间的弱因果关系应该配以限制性责任。

责任主体扩张导致过度震慑的制度缺陷早已使有识之士警惕，如郭雳教授指出：“被告范围不宜过分扩张、链条并非越长越好，否则不仅在技术上容易引起因果关系认定上的瑕疵，更有可能助长虚幻的安全感，诱发轻率的投资交易。”^{〔60〕}耿利航教授也指出：“证券欺诈民事赔偿集团诉讼规则允许聚合的索赔请求越大或判决扩张力延伸得越远，集团诉讼成本越低，执法不精确和区分程度差的问题就越容易被放大。为责任公平和防止诉讼成为合法‘敲诈’的工具，对原告告诉因应严格控制，被告承担责任标准应该更高、区分更明晰，责任范围限制应更严格。”^{〔61〕}

此外，证券法和破产法发展不同步的现象也需要关注。对并非主要责任人的中介机构施加连带责任的一项正当性基础在于把投资者的索赔成本转化为中介机构的追偿成本，终极责任人仍然是发行人。但我们在调研中了解到，由于某些地方的破产管理制度不完善，出现了发行人破产后大量应收账款未被收取、实际控制人脱债、中介机构最终承压的不合理局面。^{〔62〕}

对此，我们可以有如下思路：

一是坚持部分责任制。我国1999年《证券法》第161条对中介服务机构规定的是部分连带责任，《虚假陈述赔偿规定》第24条、《审计赔偿规定》第6条也执行了“部分责任”路线，即专业中介服务机构及其直接责任人在虚假陈述案件中给投资人造成损失的，仅就其“负有责任的部分承担赔偿责任，有证据证明无过错的，应予免责”，在过失的情况下，“根据其过失大小确定其赔偿责任”，即施行部分责任。

2006年、2020年《证券法》在文义上虽然未强调“部分”，但在实质精神上应当认为并未违背之。部分责任也与美国《私人证券诉讼改革法》中比例责任的经验相通。

二是实施补充责任制，即基于中介机构的有用性和中介行为的特殊性，将连带责任模式进一步缓化，虚假陈述赔偿责任应由发行人或者上市公司先承担赔偿责任，不足部分再由证券服务机构就其负有责任的部分承担与其过错程度相适应的补充赔偿责任。而会计师事务所仅在其不实审计金额范围内对一个或者多个利害关系人承担赔偿责任。^{〔63〕}司法实务中已经有中介机构承担部分补充责任的有益判决。例如，深圳市中级人民法院2019年在银信资产评估公司案中，即判决

〔60〕 郭雳：《证券欺诈法律责任的边界》，载《中外法学》2010年第4期，第639页。

〔61〕 前引〔59〕，耿利航文，第133页。

〔62〕 参见笔者2021年1月10日对中型证券公司D的法务高级管理人员的访谈记录。

〔63〕 《审计赔偿规定》第10条规定：“对被审计单位、出资人的财产依法强制执行后仍不足以赔偿损失的，由会计师事务所在其不实审计金额范围内承担相应的赔偿责任。会计师事务所对一个或者多个利害关系人承担的赔偿责任应以不实审计金额为准。”最高人民法院法函〔1998〕13号《关于会计师事务所为企业出具虚假验资证明应如何承担责任问题的复函》（现行有效）设定的也是补充责任，其规定：“在民事责任的承担上，应当先由债务人负责清偿，不足部分，再由会计师事务所在其证明资金的范围内承担赔偿责任。”

评估公司仅对虚假陈述人江苏保千里视像科技集团所负原告债务的30%部分承担补充赔偿责任。^{〔64〕}

三是扩大无过错的认定范围,证券服务机构工作存在轻微的程序性瑕疵,但即使完整履行了相关程序也难以发现虚假陈述的,法院应当认定其没有过错;证券服务机构的工作仅造成微小的数据错误、不至于对投资者决策或证券市场价格造成实质影响的,亦应认定为轻微瑕疵和无过错。

Abstract: When an accountant firm work as an auditor of securities disclosure documents, it has a non-independent information providing, an independent credit providing and a non-independent liability. Chinese laws set a fault-presumed liability model for auditors who should actively prevent a misrepresentation. Such model is stricter than the US style in which the intermediaries are liable only when they knowingly substantially participate in the misrepresentation. When the issuer and the auditor both have intentions to misrepresent, or when latter is reckless, they shall be deemed as subjective co-tort and bear joint liabilities. If the auditor is slightly negligent, its joint liability could be limited to partial losses. The different layers of fault of auditors should be judged in accordance with the degree of diligence exerted by the auditor. Audition Compensation Provisions classifies failure to identify a violation that “should be known”, which is a procedural rather than a substantive presumption of mental status of the auditor. There should be a more accurate weigh of negligent inappropriate auditor acts. Faults cannot be derived merely from the result of misrepresentation. Various reasons may lead to the failure of detecting accounting mis-statements. The compensation liability should be equipped with a prerequisite procedures and be a model based on the variation of faults. A partial complementary liability model should be set for the negligent cases.

Key Words: securities misrepresentation, auditor, certified accountant

• 265 •

(责任编辑:朱晓峰 赵建蕊)

〔64〕 参见深圳市中级人民法院(2018)粤03民初3866、3867、3869号民事判决书。

虚假陈述中介机构连带责任的检视与改革

任孝民*

内容提要：由监管主导的现行《证券法》对中介机构民事责任的配置主要基于监管政策目标考虑，即确保投资者充分获赔、威慑阻遏欺诈，但《证券法》简单刚性的连带责任规定对司法环节关注不足；法院处在监管导向的法律规定与自身“公平合理分配责任”的角色要求的拉扯困境中，开始在个案中尝试限缩连带责任给中介机构带来的过大风险敞口。中介机构连带责任之赔偿与阻遏功能设想存在问题：完全赔偿的价值导向有其视野局限，而通过连带责任最大化投资者赔付存在系统性的激励扭曲问题，影响市场稳健性；威慑阻遏功能在故意、明知与过失情形下的实现路径不同，连带责任的探查激励效果有情形局限。未来应修改《证券法》，剥离中介机构民事责任上的过度监管目标考量，回归司法裁判视角；结合侵权责任原理，分类限缩连带责任的适用，引入比例责任、修正的连带责任等多样化的责任形态与赔偿分摊安排，满足法院避免中介机构过责失衡的规则需要。

关键词：虚假陈述 中介机构连带责任 比例责任 完全赔偿 阻遏预防

虽然《证券法》明确规定了中介机构的连带责任，但近来法院在个案审理中开始分割、限缩连带责任。如在保千里、五洋债、华泽钴镍、中安科、康美药业等案件中，法院判决中介机构承担补充责任或特定比例内的连带责任，事实上挑战乃至突破了《证券法》上连带责任形式的标准要求。同时，在一些案件中，不同地区不同审级法院做出了截然相反的判决与改判，这不仅让实务界困惑，更反映出司法本身对此类案件责任分配的裁量困境。近期发布的《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（法释〔2022〕2号）（以下简称“新《虚假陈述司法解释》”）虽迂回地限缩连带责任适用，但碍于《证券法》的明文规定，并未直接触及中介机构的责任形式问题，司法困境并未从正面得到根本上的解决。法院做出不同于标准连带责任的责任安排，原因为何？深层冲突何在？应通过何种改进予以理顺？基于此，本文聚焦于探

* 任孝民，北京大学法学院博士研究生。

讨监管主导的《证券法》立法下,我国法院偏离《证券法》限缩连带责任的现实动因,并反思过往对中介机构连带责任的目标与功能的设想。

尽管学界已就改革中介机构连带责任进行了多角度讨论,但鲜少关注其背后的“监管与司法张力”问题。明确“中介机构民事责任本质上是民事司法的问题,而非监管政策工具”这一应然立场,可为理顺虚假陈述民事责任配置、重塑中介机构责任形态以解决司法裁判的困境,提供有益且必要的视角思路。行文具体结构为:首先,分析当前《证券法》关于虚假陈述中介机构连带责任的规则逻辑,解释其背后监管导向的政策目的。其次,介绍评析法院个案对《证券法》的偏离,尤其是限定比例的连带责任的判决做法,并从监管与司法的不同角色目标分析背后的动因,指出监管中心主义的《证券法》民事责任条款与其本身作为司法裁判依据之间的张力。然后,重新审视监管对中介机构连带责任在“赔偿”与“阻遏”上的功能假定,揭示其问题与局限:单纯强调完全赔偿投资者可能导致系统性的不当激励;而威慑阻遏的达成受制于中介机构成本收益的客观约束,在中介机构过失状态下,连带责任激励探查以阻遏欺诈的效果有限。最后,针对司法当前面临的困境,阐述中介机构责任配置要“去监管化”,剥离过度强调投资者获赔、阻遏欺诈的监管考量,关注民事司法层面的规则需要;在以“责任与过错相匹配”为原则限缩连带责任适用的整体思路下,从实体责任调整与形式路径选择两方面提出建议。

一、《证券法》下中介机构连带责任的规则与逻辑

(一)《证券法》的相关规定与问题

1. 多主体之全面单一的连带责任

证券虚假陈述行为及其民事赔偿往往涉及多个主体,包括上市公司及其董监高与其他直接责任人员、控股股东与实际控制人以及各类中介机构。基于共同侵权的学理构造,有关主体对投资者的赔偿系一种“多数人责任”。〔1〕我国《证券法(2019)》第85条与第163条首先规定了发行人、上市公司承担“无过错责任”,其次对控股股东与实际控制人、董监高等人员、保荐人、承销的证券公司及其他证券服务机构则规定了“过错推定”基础上的连带责任,即“与发行人、上市公司承担连带赔偿责任”“与委托人承担连带赔偿责任”,但能够证明自己没有过错的除外。

总体上看,《证券法》对中介机构规定的是全面且单一的连带责任。“全面”是指连带责任适用于所有过错情形,《证券法》未对故意、明知和过失等不同主观形态加以区分。“单一”体现在《证券法》除了连带责任,未提供其他责任形态以备选择。从文义表述看,连带责任的适用具有绝对性。此外,以第85、163条为基础,虚假陈述民事责任制度构建了以发行人、上市公司为“首要责任主体”,〔2〕以及各主体承担连带责任的赔偿安排,这一制度是以作为主要信息披露义务人的发行人与上市公司为核心的类型化、层次化体系,各主体并非简单的并列关系。〔3〕在虚

〔1〕关于多数人责任,参见阳雪雅:《连带责任研究》,人民出版社2011年版,第151-166页。

〔2〕参见杨城:《论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新》,载《证券市场导报》2017年7月号。

〔3〕参见刘磊:《虚假陈述连带赔偿责任分配的价值基础和实现标准》,载《证券法苑》第30卷,法律出版社2020年版,第96-115页。

假陈述的规制逻辑中，不同主体在上市公司虚假陈述行为中的角色、地位及其对投资者损失发生的原因力、作用大小不同。从动因上看，行为决策者通常是董事、高管或实质上直接行使了管理权的控股股东、实控人，故而也被视为“首恶”。〔4〕比较而言，中介机构处于公司的权力架构之外，以合同关系为基础，其职责在于核验、检查，除了与上市公司共谋协同、教唆帮助或明知情形外，中介机构过失状态下未能发现虚假系一种不作为，其角色与过错要弱于直接做出或指使公司虚假陈述的积极行为人。

2. 连带责任引发的层次解体与过责失衡

《民法典》第178条第1款规定：“二人以上依法承担连带责任的，权利人有权请求部分或者全部连带责任人承担责任。”在连带责任的标准定义下，被侵权人可向任一连带责任主体提出全部损失求偿，而后者无论过错大小都有对外全额赔付之义务。“任一责任主体的全额负担”意味着，不同主体在虚假陈述中基于权力角色、主观过错的层次区分，在赔偿的实际承担上被极大消解。这一意义上，“全面、单一的连带责任”与“多主体的层次性”间存在张力。

此外，尽管第178条也规定了连带责任主体内部的责任份额划分与超出自身责任份额的追偿权，但当被告有一方缺乏偿付能力时，连带责任会直接加重有偿付能力责任主体的负担，而后续追偿困难又会使先赔偿者成为最终的实际赔偿者，承担远超其责任份额的赔偿，背离“责任与过错相匹配”原则。〔5〕现实中，很多欺诈发行、虚假陈述的上市公司财务状况不佳，因欺诈而被索赔时通常已经或即将被退市；而控股股东、实控人、董监高等主要责任主体的偿付能力往往也存在问题，此时过错较小但资金实力相对可观的中介机构将最终承担远超其过错的赔偿额。〔6〕

（二）连带责任的正当化：契合监管目标

“任何人都只对自己的行为所引发的后果承担责任。”〔7〕背离“自己责任”“过失责任相匹配”等基本原则，是连带责任的固有争议。但多数人侵权中，责任的分配极其复杂，〔8〕侵权责任模式也往往内含特定时期的公共政策选择与价值偏向。连带责任在我国证券欺诈领域的适用亦如此。表面上，在“乱世用重典”的实用主义逻辑下，我国证券市场在发展初期规范性不足，投资者保护与证券欺诈责任制度不健全，这为严厉的连带责任提供了正当性支撑。但内在逻辑则是，“侵权行为法的重要机能在于填补损害及预防损害”〔9〕，关于连带责任的流行观点——连带责任能达致补偿与威慑功能的统一〔10〕——恰好与监管对强化投资者保护（赔付）的政治性强调、维护市场秩序目标下威慑效果的政策追求相契合。

首先，基于投资者保护在舆论、政治上的正当性，我国证券欺诈救济强调充分完全赔付投资者，而连带责任将更多主体作为赔偿来源的“钱袋子”，被认为可使无辜的中小投资者获得更充

〔4〕“追首恶”或“惩首恶”作为当前执法导向，旨在打击决策、指使的关键主体，一般指向控股股东或实控人，但证监会等部门并未给出明确定义与具体范围界定。“首恶”强调实质视角，理论上可指实际扮演了决策指挥者的任何主体。

〔5〕参见李明辉：《注册会计师的过失责任：连带责任抑或比例责任》，载《河北法学》2005年第4期。

〔6〕如五洋债案中，对五洋集团债务承担连带责任的实控人、承销商、会计师的实际履行结果分别是15万、5.75亿、1亿。

〔7〕程啸：《侵权行为法总论》，中国人民大学出版社2008年版，第172页。

〔8〕有关技术、理论争议可参见叶金强：《共同侵权的类型要素及法律效果》，载《中国法学》2010年第1期；杨立新：《多数人侵权行为及责任理论的新发展》，载《法学》2012年第7期。

〔9〕王泽鉴：《侵权行为法》（第一册），中国政法大学出版社2001年版，第34页。

〔10〕参见郭锋主编：《虚假陈述证券侵权赔偿》，法律出版社2003年版，第84、90页。

分赔偿。在新《证券法》修订前,我国缺乏可比拟于美国证券集团诉讼的程序机制,加之受理的行政前置要求,使得司法救济程序的可获得性显著不足,诉讼提起率较低。^{〔11〕}在民事赔偿落实困难的背景下,对投资者保护的整体政策性强调,反而增加了实体层面对更严格责任形态的需要,以平衡程序方面的不足:仿佛唯有连带责任才能对弱势投资者施以法律制度文本上的平衡性补偿。

其次,连带责任被认为更有市场震慑力,可敦促中介机构更积极地尽职调查并阻遏欺诈。承销商、保荐人以及会计师、律师等专业独立的第三方被赋予了“看门人”(gatekeeper or watchdog)之角色期待:以自身声誉为担保向市场提供核实鉴定服务,“通过不作为或不同意的方式来阻止市场不当行为”^{〔12〕},确保信息披露或相关预测的可信度,以减少资本市场中的信息不对称。一般认为,在过错推定下,中介机构为避免承担连带责任的大额赔偿风险,会更有动力对上市公司欺诈保持敏感,甚至主动探查,由此连带责任更具阻遏预防效果。同时,因我国证券市场发展时间较短,中介机构与发行人等的合谋造假时有发生,可责难性较高,连带责任也被视为落实中介机构主体责任的一种措施。

不过,一方面,连带责任之赔偿与阻遏功能看似契合监管目标,但其中存在诸多未经审视的“想当然”,忽略了中介机构连带责任潜在的问题与局限;另一方面,全面单一的中介机构连带责任规定忽视了民事司法裁判的需要。下文将予以详述。

二、司法实践对《证券法》的偏离

• 269 •

(一) 法院在责任划分上的创造性尝试

1. 限缩连带责任的个案处理

一方面,司法中的个案裁判并不完全符合《证券法》“全面、单一的连带责任”与“连带责任之任一责任主体的全额负担性”;另一方面,一些结果互异的改判案例也凸显了司法系统内缺乏统一认识。例如,保千里案中,法院对未共谋、非故意的资产评估机构,通过援引《最高人民法院关于会计师事务所为企业出具虚假验资证明应如何承担责任问题的批复》(法释〔1998〕13号)中对会计师“补充责任”的规定,最终判决其承担补充赔偿责任。^{〔13〕}此外,法院甚至创造了中介机构承担“特定比例内的连带责任”的做法。五洋债案中,一审判决五洋集团实际控制人、承销商、会计师对五洋集团的赔偿债务额承担连带赔偿责任,而对律师和资信评估机构,则考虑责任承担与过错程度相结合原则,酌定二者分别在5%和10%范围内连带赔偿。^{〔14〕}二审予以了维持。

对比而言,华泽钴镍案与中安科案中的一二审则出现了完全相反的判决结果。华泽钴镍案

〔11〕 参见何朝丹:《“虚假陈述证券民事诉讼”法律实效研究》,载《证券法苑》第2011年第2期。

〔12〕 〔美〕约翰·C·科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社2011年版,第2、3页。

〔13〕 参见广东省深圳市中级人民法院(2018)粤03民初3866、3867、3869号民事判决书。

〔14〕 参见浙江省杭州市中级人民法院(2020)浙01民初1691号民事判决书。

中，一审法院认为：华泽钴镍存在主观故意，应赔偿原告全部损失，而国信证券与瑞华会计师事务所是过失，应在各自过失范围内承担连带赔偿责任，分别为40%和60%。^{〔15〕}不过，二审中，四川省高级人民法院将中介机构责任改判为对全部赔偿承担连带责任。中安科案中，一审判决财务顾问与审计师均对中安科的相关赔偿义务承担连带责任。^{〔16〕}但上海市高级人民法院二审予以改判：连带赔偿责任并非仅限于全额连带赔偿，部分连带赔偿责任也是法律认可的责任形式；责任范围上应考量行为性质、过错程度以及与投资者损失之间的原因力等因素予以综合认定，认定二者分别对行政处罚中涉及的不同特定项目未能勤勉尽责，进而判决分别在25%和15%范围内承担连带责任。^{〔17〕}

2. 特定比例内连带责任的定性

保千里案中，虽然法院形式上突破了《证券法》的规定，也存在法律适用上的问题，^{〔18〕}但至少补充责任本身有法律依据。然而其他案件中，中介机构在特定比例范围内承担连带赔偿责任的判决，看似仍冠以连带责任，但其并非我国《民法典》与侵权法上被类型化的责任形式，也无直接条文表述与法律依据支持。当前《证券法》也并未特别规定或可间接推导出“可就损害赔偿进行部分连带”。

关于这种责任承担方式的定性归类，一种肯定性观点认为，连带责任并不意味着需对所有赔偿都连带，即便法律没有明确规定，部分连带也是连带责任的一种方式。^{〔19〕}但这种部分连带责任说在我国缺乏法律与法理支持，一是区分“全部”与“部分”，不符合连带责任概念中“各责任人均负全部给付之责任”的规范定义与法律效果，二是学理上也尚未构建出“部分连带责任”的正式法律概念。^{〔20〕}类似的“比例连带责任”之说法，亦有同样的概念含混与原理错误问题。^{〔21〕}

另有认为，我国法院似开始向美国证券欺诈诉讼中的按份责任或比例责任（proportional liability）^{〔22〕}靠拢。但该解释存在难以自圆其说的粗陋——虽有比例之外形却未贯彻比例责任的技术处理。以美国为例，判责之关键是确定原告及各被告的“过错比例”，^{〔23〕}以此确定各自的责任比例与赔偿数额，所有过错方的过错比例加总应为100%。然而，前述案例中所谓比例的确定近乎直觉，缺乏认定过错比例的论述和说理，也未在100%总和下精确划定“各方”的过错。如华泽钴镍一审判决券商与会计师分别在各自过失范围（即40%和60%比例）内对故意欺诈的上市

〔15〕 参见四川省成都市中级人民法院（2019）川01民初2202号民事判决书。

〔16〕 参见上海金融法院（2019）沪74民初1049号民事判决书。

〔17〕 参见上海市高级人民法院（2020）沪民终666号民事判决书。

〔18〕 一是该复函是在《证券法》颁行前做出的；二是该复函并未规定非虚假验资情况下是否适用补充责任。

〔19〕 参见丁宇翔：《证券发行中介机构虚假陈述的责任分析——以因果关系和过错为视角》，载《环球法律评论》2021年第6期。

〔20〕 参见傅远泓：《论“连带责任”责任效果的类型化及适用》，载《民商法论丛》2020年第3期。

〔21〕 实务界开始区分“全部连带责任”和“比例/部分连带责任”，并将1998年《证券法》规定的中介机构“就其负有责任的部分承担连带责任”作为后者的依据。但既然能区分“负有责任的部分”，且又限定于此，那么已然是比例责任，为什么又称之连带责任？反言之，在连带责任之任一主体的全额负担性下，又如何能仅就“负有责任的部分”连带？或因意识到该问题，2005年修法删除了“就其负有责任的部分”，直接规定“承担连带责任”。

〔22〕 参见前引〔5〕，李明辉文。

〔23〕 See Robert Mednick & Jeffrey J. Peck, Proportionality: A Much-Needed Solution to the Accountants' Legal Liability Crisis, 28 Valparaiso University Law Review 867, 867-918 (1994).

公司的赔偿金额承担连带责任,但该比例显然并非二者的过错比例。

综上,我国法院之创造,既非连带责任也非比例责任,实质上仅是对连带责任基于公平责任考虑所施加的一种“比例限制”或“限额”。直接动因则是法院在《证券法》刚性规定与遵循“责任与过错相匹配”这一公平裁判原则的张力下,面对上市公司被诉时普遍缺乏偿付能力的现实,为限缩中介机构最终的责任承担而不得不进行的粗糙技术尝试,系权宜之举,存在原理错误。

(二) 偏离动因:监管与司法间的张力

《证券法》被监管主导的立法现实及监管与司法间的张力,即不同的机构角色目标及所导致的对责任认定规则逻辑的不同偏好,是法院偏离《证券法》的深层原因。作为我国证券市场起步发展的法律保障,《证券法》的最初起草与历次修改主要围绕证券监管目标由监管机构主导,加之前期缺乏真实案件争议,很难预见性地对目前司法裁判所遇问题与规则需求予以考虑,故其对虚假陈述民事责任的立法选择主要受监管目标和诉求影响,而非基于司法裁判视角。

监管强调投资者赔付与司法以衡平为主基调的救济,看似都指向民事赔偿,但实则不同,因为监管机构的角色与司法系统的职责定位不同。美国1933年《证券法》颁行时,有学者就指出其监管导向的立法观:行政监管旨在促进合规,证券法本身的目的不在于为投资者提供法律救济,民事责任条款仅为实现监管政策目的——确保法律强制披露信息的准确性——的手段,规定民事责任重在预防(preventive)而非补救矫正(redressive)。^[24] 尽管相较而言,我国的监管一贯也强调投资者赔付,但因其机构职能并不针对民事赔偿层面,故其对民事责任也更多是出于功能性考虑,服务于监管政策目的:一是凸显投资者保护(充分赔付)的政治目标,二是实现威慑效果。例如2005年的《证券法》修订说明提道:“对投资者特别是中小投资者的合法权益的保护机制不完善,对损害投资者权益的行为缺乏民事责任的规定……过于原则,难以操作,不利于打击违法、违规行为,维护资本市场的秩序。”^[25] 可见《证券法》强化民事责任根源于高度监管导向的目标。

相较监管而言,民事司法则旨在妥善处理案件纠纷、定分止争,需以“责任与过错相匹配”为原则导向。虽然特定时期法院对特定问题也会有政策偏向,如“亲消费者”或“亲生产者”,但其目标侧重在原告投资者与各被告间公平分配风险与责任,这就需要综合考虑各方的利益平衡,而非偏重一方。由此,司法与监管对民事责任规则的需求侧重也就不同。

当前《证券法》的表述逻辑是“有过错即要承担连带责任”,过错与连带责任之间几乎划等号,以增进监管的功能性目的。然而,司法裁判的职责要求所导向的逻辑是“有过错→产生责任→对不同情形施以适合的责任方式,合理确定、分摊赔偿”,由此产生了《证券法》简单刚性的“有过错→连带责任”逻辑与法院“视情况选择责任安排”的灵活性需要之间的矛盾。

基于此,《证券法》虽是更高阶的法律,但司法系统内具体裁判规则的表述与其并非完全一致。例如《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》^[26]《最

• 271 •

[24] See Harry Shulman, Civil Liability and the Securities Act, 50 *The Yale Law Journal* 227, 227-253 (1933).

[25] 《关于〈中华人民共和国证券法(修订草案)〉的说明——2005年4月24日在第十届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议上》,载 http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/lfzt/rlyw/2015-04/23/content_1934300.htm, 最后访问时间:2022年2月22日。

[26] 如第24条规定:“专业中介服务机构……虚假陈述,给投资人造成损失的,就其负有责任的部分承担赔偿责任。……”

高人民法院关于审理涉及会计师事务所审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》（以下简称《会计师事务所责任若干规定》）^{〔27〕}等，均以“过失大小”“负有责任的部分”等字眼限定责任范围。《全国法院民商事审判工作会议纪要》也要求“责任承担与主观过错程度相匹配”。特别是，《会计师事务所责任若干规定》第10条明确了验资审计中会计师的赔偿责任顺序上劣后，同时对“与其过失程度相应的赔偿责任”设定了上限——“以不实审计金额为限”；第5条列明的连带责任适用情形也限于故意、共谋或明知，有关司法裁判立场是：应注意区分故意与过失，分别相应承担连带责任和补充赔偿责任，对共同故意或明知情形才适用连带责任。^{〔28〕}

三、中介机构连带责任的目标与功能检讨

监管导向下，中介机构连带责任的政策正当性在于“最大化投资者赔付”的赔偿目标与“威慑阻遏虚假陈述”的预防目标，但其中之设想未经检视。对其检讨涉及两个层面：一是目标本身的合理性，二是通过连带责任加以实现有何问题、局限。

（一）反思最大化投资者赔偿目标

理论层面，强调投资者充分赔付是“完全赔偿”价值导向的体现，但这种传统侵权法的补偿功能解读已无法适应与证券相关的复杂案件；商业现实层面，通过中介机构连带责任实现最大化赔付，会导致系统性的权责扭曲以及中介机构、投资者等多方主体的不当激励，最终影响行业持续良性运转，带来不良市场后果。

1. 价值导向的理论检讨

“完全赔偿”意味着填平被侵权人遭受的全部损害，即计算现状与未发生侵权时两种状态之差额。只要基于因果关系而论证责任成立，那么责任范围就单方面基于受害方的受损额，而独立于行为人的过错程度、可预见性等因素，^{〔29〕}因此法院的综合判断与自由裁量亦受到限制。但侵权法上，差额补足的完全赔偿原则并不绝对，其仅是偏向受害方的政策选择，存在多方面局限性，^{〔30〕}与其相对的还有限制赔偿模式。如在美国等广泛采纳比例责任、比较过错（comparative negligence）的国家，完全赔偿更多是纯理论概念，司法实践侧重以“过错程度与责任范围成比例”为导向，损害赔偿范围交由法院综合多种因素权衡决定，诸如原被告过错、过错要件满足度、因果关系盖然性与贡献度、利益保护力度、行为正当化程度、损害分散的可能性、风险控制便利度等。我国侵权法学界也已开始反思僵化适用完全赔偿带来的过错责任失衡问题。^{〔31〕}

本质上讲，随着社会经济互动复杂化与价值诉求多元化，侵权法已从朴素的“主补偿、辅预防”的功能解读中完成进化，转而在法经济分析中被视为一套社会风险分配机制。降低个体受害风险所需的行为自由之控制亦有成本，侵权法要调整的是行为人（自由价值）与受害人（安全价

〔27〕 如第6条第1款规定：“会计师事务所……给利害关系人造成损失的，人民法院应当根据其过失大小确定其赔偿责任。”

〔28〕 参见最高人民法院民事审判庭第二庭编著：《最高人民法院关于会计师事务所审计侵权赔偿责任司法解释理解与适用》（重印本），人民法院出版社2015年版，第217-265页。

〔29〕 参见郑晓剑：《侵权损害完全赔偿原则之检讨》，载《法学》2017年第12期。

〔30〕 参见前引〔29〕，郑晓剑文；徐银波：《论侵权损害完全赔偿原则之缓和》，载《法商研究》2013年第3期。

〔31〕 参见叶金强：《论侵权损害赔偿范围的确定》，载《中外法学》2012年第1期。

值) 两方, 旨在维持社会活动必要风险程度与救济受害人间的复杂平衡。^[32] 同时, 控制行为自由的成本由社会整体承担, 相对分散且难以货币化度量,^[33] 这些成本在立法过程中代表不足 (under-represented), 往往造成过度阻遏 (over-deterrence) 的次优选择。在此意义上, 强调对证券投资者完全赔偿, 实则将投资者参与投资的必要风险转嫁给中介机构及受其服务影响的其他市场参与者, 从而抑制后者的市场参与积极性, 过犹不及。此外, 结合证券市场复杂、独特的价格形成与交易机制, 精确的损失完全赔偿只是技术想象, 因此需警惕将完全赔偿绝对化。

2. 激励扭曲与市场后果

中介机构连带责任是“深口袋” (deep pocket) 问题的典型表现。深口袋是指“因具有较强资金实力而易被作为索赔对象的人或实体”^[34]。法院裁判也偏好让“钱袋子被告”承担更多的赔偿。^[35] 我国的连带责任规定下, 投资者发现上市公司通常缺乏偿付能力, 此时一并起诉具有一定资金实力的中介机构的情形愈来愈多; 监管推动的保荐人先行赔付更直接显示了监管的深口袋偏向。基于财富因素施加责任的结果是个案中责任与过错的错配, 连带赔偿致使过错责任“保证化”, “钱袋子被告”变相成为对所涉风险提供保险的保险公司。

若只是偶然承担加重的赔偿责任, 一次随机的责任错配对主体行为激励的扭曲并不严重, 但深口袋的真正危险在于, “钱袋子被告”具有“重复参与者” (repeat player) 属性。^[36] 作为市场中的重复参与者, 中介机构会因其“理想被告”身份常态化地成为主要的赔付资金来源, 这将系统地扭曲各类市场主体的权责激励。

首先, 可能诱发中介机构的行业危机。一方面, 中介机构会将额外的赔偿责任风险视为业务固定成本, 通过提价向上市公司与投资者转嫁, 或干脆减少向特定行业或初创公司等高风险企业提供服务, 这均会推高证券市场的信息获取成本。20 世纪 70、80 年代, 美国中介机构在连带责任与集团诉讼的双重挤压下, 为应对诉累而付出巨大成本, 一些会计师事务所甚至因过重赔付而破产, 得以存续者则避免为高风险公司提供审计服务。另一方面, 为中介机构提供职业保险的保险公司也提高了保费与赔偿条件, 乃至为避免高额保险赔付而退出有关业务领域, 中介机构因此丧失风险平滑转移途径, 进一步加剧了业务保守化。^[37]

其次, 将求偿重点放在过失的中介机构一侧, 使其承担连带责任下的额外惩罚, 而故意欺诈的上市公司及行使管理决策的董事高管、控股股东、实控人等首要行为人, 却可能因缺乏偿付能力而实际避开赔偿责任, 且不论其能否通过促进中介机构勤勉尽责而减少欺诈, 但对次要侵权主

• 273 •

[32] 参见前引 [29], 郑晓剑文; 王磊:《侵权损害赔偿范围的确定机制》, 载《法学》2021 年第 4 期。

[33] See Walter Olson, Overdeterrence and the Problem of Comparative Risk, 37 *Proceedings of the Academy of Political Science* 42, 42-53 (1988).

[34] Jonathan Wallace & Susan Ellis Wild, *Webster's New World Law Dictionary*, Wiley, 2006, p. 119.

[35] See Robert MacCoun, Is There a Deep-Pocket Bias in the Tort System? The Concern over Biases Against Deep-Pocket Defendants, RAND Corporation, 1993, pp. 1-6; Victor E. Schwartz, Phil Goldberg & Christopher E. Appel, Deep Pocket Jurisprudence: Where Tort Law Should Draw the Line, 70 *Oklahoma Law Review* 359, 359-404 (2018).

[36] See Janet Cooper Alexander, Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions, 43 *Stanford Law Review* 497, 497-598 (1991).

[37] 具体可参见前引 [12], 约翰·C·科菲书, 第 191-193 页; Eric R. Fencl, Rebuilding the Citadel: State Legislative Responses to Accountant Non-Privilege Suits, 67 *Washington University Law Quarterly* 880, 880-882 (1989).

体 (secondary wrongdoer) 过度制裁、对故意的积极行为人责任施加不足而导致阻遏不足 (under-deterrence)，反而会激励董事高管、实控人等的欺诈行为。^{〔38〕}

此外，会给投资者造成“反正有金主出钱兜底”的认知心理，减弱其投资谨慎度，乃至鼓励投机。^{〔39〕}当主要责任人缺乏偿付能力时，问题是如何对其不足额偿付风险重新分配。^{〔40〕}有主张认为，连带责任让有过错的其他被告承担个别被告无偿付能力的风险，显然比让无辜原告承担更公平合理。^{〔41〕}但即便存在金融消费者一说，投资本质上不同于消费，直面、甄别并承受风险是投资者的角色所在；如果疏于防范公司经营与财务上的风险，很难说投资者是无辜受害人。证券市场是一个复杂的博弈系统，其能有效运行、优化资源配置，是基于“投资者理性审慎”而非“投资者无知无辜”。家长主义的强投资者保护背离了促进市场在更高理性水平上博弈的目标，不宜过度强调最大化赔付、足额赔付而忽略其风险。

（二）连带责任阻遏预防的功能局限

连带责任对中介机构的激励效果并非固有、普遍的。数人侵权中，连带责任的预防功能有其实现的机理、条件，具有场景限定性，取决于能否产生与假定目标相容的激励倾向。“决定连带责任的，正是信息、惩罚和行为的特性。”^{〔42〕}

1. 阻遏预防的要素与路径

连带责任实现阻遏功能的前提在于成本端的“连通性”或行为端的“控制能力”。前者如古代连坐中，对亲属的惩罚等同于行凶者自己的成本。不过基于情感、血缘的亲属成本概念已基本被现代法废弃。后者则指在数人侵权中，基于各行为人对行为决策实施的实质影响力，即各主体均可通过作为或不作为，对行为或事件的发生施以一定影响或控制，进而可通过加大责任产生激励效果，促使一方对行为的发生或结果加以管控。因此，连带责任的作用以“现实能力” (competence) 与“心理动机或激励” (incentive) 为共同基础，且前者更为重要——若客观上已无力识别获悉欺诈，加大责任激励也将无济于事。

中介机构发挥影响力的方式有两种：第一种是在有意思联络的情况下，作为虚假陈述的参与者之一，对行为事态发展具有直接的积极控制力；第二种是在无意思联络的情况下，基于获悉欺诈的信息优势，具有纠正或向市场预警的能力。不同主观状态下，中介机构施加影响控制的现实能力和方式，以及连带责任的激励效果不同（如图1）。

“有意思联络”通常是指中介机构故意同公司共谋，或存在协同、帮助或教唆行为，各主体具

〔38〕 故而有学者认为，虚假陈述民事责任的求偿重点应是追究“首恶”责任，而非“看门人”责任。参见邢会强：《证券中介机构法律责任配置》，载《中国社会科学》2022年第5期。

〔39〕 See Ronald A. Dabrowski, Proportionate Liability in 10b-5 Reckless Fraud Cases, 44 *Duke Law Journal* 571, 593&604 (1994).

〔40〕 See Marc I. Steinberg, et al., Contribution and Proportionate Liability under the Federal Securities Laws in Multidefendant Securities Litigation after the Private Securities Litigation Reform Act of 1995, 50 *Southern Methodist University Law Review* 337, 380-381 (1997).

〔41〕 See Adam F. Ingber, 10b-5 or Not 10b-5: Are the Current Efforts to Reform Securities Litigation Misguided?, 61 *Fordham Law Review* S351, S371 (1993).

〔42〕 张维迎、邓峰：《信息、激励与连带责任——对中国古代连坐、保甲制度的法和经济学解释》，载《中国社会科学》2003年第3期，第101页。

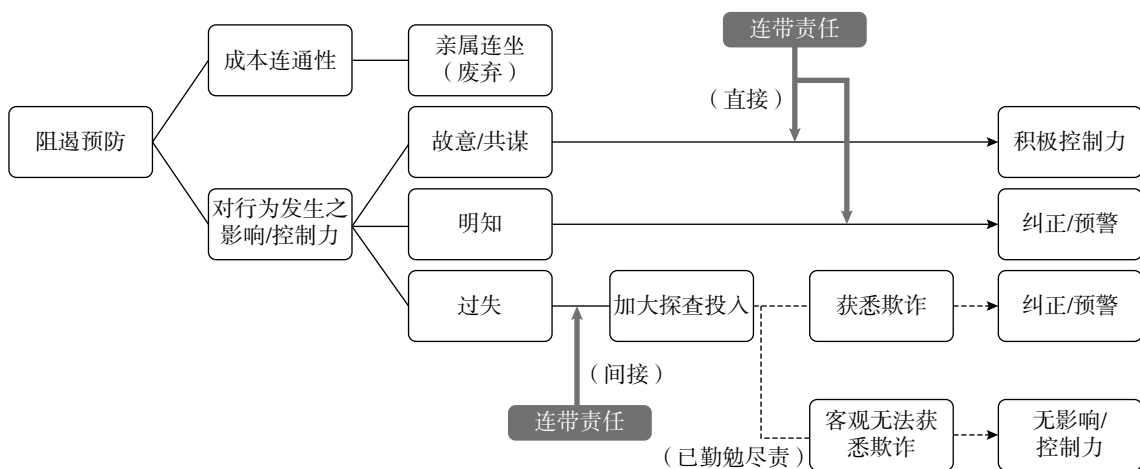


图1 中介机构连带责任威慑阻遏的作用路径

有主观上的关联性，均知晓欺诈。此时作为积极行为人的中介机构有直接管控的现实能力（即第一种）。动机上，虚假陈述的主要受益者通常是上市公司及其董事高管或大股东，中介机构仅收取固定业务费，通过对收益较小的中介机构施加连带责任，可对其产生激励进而实现阻遏效果。

“无意思联络”的主观状态包括明知与过失，此时中介机构的影响力表现为纠正或预警能力（即第二种）。在知情情形下，中介机构通过业务关系等已知晓欺诈，^{〔43〕}此时也具有纠正预警的现实能力。中介机构虽出于维护客户关系而具有忽视虚假的动机，但类似故意情形，连带责任的严厉惩罚往往超过该客户收益，可促使中介机构核实风险并采取行动——与公司沟通以阻止欺诈，或以不予出具专业意见、解除合同乃至报告监管机构等方式向市场传递信号。

不同于故意和明知，在过失状态下，连带责任阻遏预防的实现路径是间接的，需通过促使中介机构加大探查投入、提高注意水平进而识别欺诈。在是否加大投入的动机上，中介机构在具体业务中需在发现欺诈所需探查投入与未能发现欺诈所面临的赔偿责任（即发现欺诈所能避免的损失）间进行成本收益分析，其纠正预警能力特定情形下不具期待可能性，下文予以详述。

2. 成本约束与激励效果局限

《证券法》第163条要求证券服务机构“应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证”。但作为外部人员，中介机构核查验证均需公司配合，缺乏对过程的直接控制；加之技术手段难以完全映射现实，且客观上无法对公司的海量信息进行逐一还原式彻查。^{〔44〕}由此，信息获取上的成本约束了探查欺诈的边界，因为作为市场主体、“理性人”，中介机构不可能为求真相而不顾成本地无限投入。因此，除少数特别情形下中介机构的核查被赋予了一定保证色彩（如上市时保荐人的制度构造），勤勉尽责实际上并非“发现所有漏洞以杜绝

〔43〕 明知通常也包括程序上的主观推定状态，此处暂且忽略法律技术上的推定，强调事实效果上的“已知悉”。

〔44〕 有关执业活动的局限可参见刘燕：《会计师民事责任研究——公众利益与职业利益的平衡》，北京大学出版社2004年版，第23-78页。

欺诈，保证披露信息的绝对真实”〔45〕的结果性保证。

在探查激励的成本收益图（图2）中，由于边际投入效益递减，为获取信息每增加一单位探查投入的收益会越来越小，因此“发现欺诈所需探查投入 α ”曲线会加速上升，并无限趋近于为确保绝对真实所需的注意力水平 N 。此外，只有探查成本小于赔偿责任时，中介机构才有动力继续投入以求免责，而随着探查成本趋近赔偿责任，责任的激励效果会逐渐减弱至近乎无效。

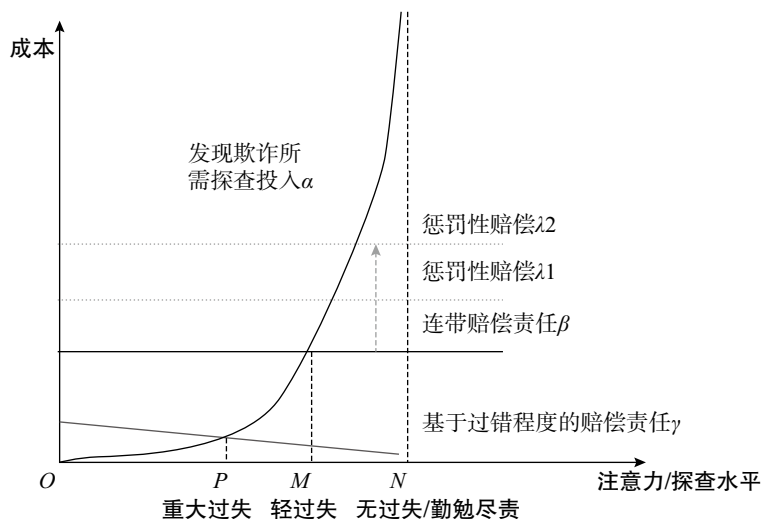


图2 中介机构连带责任探查激励的成本收益情况

• 276 •

具体而言，（1） P 点前，各种责任形式的赔偿均高于探查投入，中介机构提升注意力以求免责有正收益（ $\gamma - \alpha > 0$ ； $\beta - \alpha > 0$ ； $\lambda - \alpha > 0$ ），各类责任均有激励效果。（2） P 点后，探查投入超过基于过错程度比例的赔偿责任 γ ，该责任形式不再有激励效果，此时更高额的连带责任 β 仍有效。（3） M 点后，即便施加连带责任，事前提提高注意力仍是负收益（ $\beta - \alpha < 0$ ），此时连带责任也失效，除非采取不断加大上限的惩罚性赔偿 λ 。不过，不断加大的惩罚虽可通过减少虚假带来信息真实的收益，但极大的探查成本与过度阻遏导致的经济损失会更大，总体上仍是不效率的。（4）接近 N 点时，探查成本趋于无限，此时无法期待中介机构不计代价去探查不实，任何赔偿责任形式都将失去激励效果。

可见，连带责任的探查激励效果会随着已有注意力水平的增加而减弱，同时仅在有限情形下优于基于过错程度的赔偿责任（如比例责任）。因此，合理的责任安排应区分注意力水平与过失程度。对于中介机构“重大过失”情形，即本可通过较低成本进一步提升注意程度、探知虚假却未能予以揭露阻止而有违勤勉尽责，连带责任有效率，也是公平的。但是，对已在较高注意力水平上的“一般过失”或“轻过失”情形，客观成本约束下本就难以发现全部不实，连带责任缺乏激励效果，且由于责任与过错的严重错配，也会失去公平基础。

特别是，前述分析仅考虑了中介机构在业务中“加大探查投入”与“承担赔偿责任”间的选

〔45〕 郭雳、李逸斯：《IPO中各中介机构的职责分配探析——从欣泰电气案议起》，载《证券法苑》第23卷，法律出版社2017年版，第12页。

择,如果同时考虑中介机构在“探查投入+责任风险”与“业务收益”对比下“做业务”与“不做业务”的选择,那么连带责任过度阻遏导致中介机构服务供给不充分,会使市场整体福利受损。当前《证券法》单纯强调连带责任的功能而忽略其条件、局限与问题,不区分过错情形简单施加连带责任将难达预期。

以上结合证券市场与中介机构业务的特点,在“责任—激励—行为”分析框架下反思、揭示了中介机构连带责任之上的过度功能设想,从而提供了限缩中介机构连带责任的原理基础。

四、破解司法困境的路径建议

司法的困境,在个案中的外在表现是:存在限缩中介机构连带责任的现实需求却受制于《证券法》刚性绝对的表述,无所适从。其内在症结在于:中介机构民事责任本质上是司法环节的问题,但《证券法》上全面单一连带责任的规定却是监管逻辑主导的产物,且基于想当然的赔偿与阻遏之功能设想。简言之,是监管主导立法的《证券法》与强势监管逻辑对司法裁判需要的关注不足乃至挤出。破解司法的困境:理念上,需明确“民事司法”以及立法之“民事责任”安排与“行政监管”间的定位回归;具体制度规则上,需修改《证券法》,区分情形以限缩连带责任适用,借鉴引入域外侵权法上的其他责任形态与赔偿分摊安排,从而使中介机构民事赔偿回归“过错与责任相匹配”的基本原则。

(一) 中介机构民事责任配置的去监管化

首先,需提升民事司法之于监管的自主独立。过往,我国金融证券领域存在“强监管、弱司法”问题。受制于专业能力与经验积累不足,法院民事司法呈现对监管的“目标依附”与“技术判断依赖”。不过,新《虚假陈述司法解释》明确了前置程序的废除与法院在虚假陈述认定、重大性、因果关系、过错等要素上的判断标准。提升法院司法程序及要件判断独立性的改革正在推进,这为法院司法回归本职角色——基于过错、公平合理地确定并分配赔偿责任——奠定了基础。

其次,需扭转民事实体责任安排上的“监管中心主义”倾向,剥离中介机构责任配置上的过多监管考量。第一,在赔偿目标上,要弱化确保投资者充分获赔的监管政策强调,从风险分配视角理解侵权民事赔偿,修正受害者单方视角下不考虑行为人过错程度的“完全赔偿”之价值导向,转向行为人视角下遵循“责任与过错相匹配”原则,以公平分配中介机构赔偿责任、合理填补原告损失。第二,在威慑阻遏上,基于中介机构连带责任的客观局限,不应对其赋予过高的法律控制效果期待,遏制欺诈应交由监管执法。尽管监管的公共执法(public enforcement)与民事诉讼的私人执法(private enforcement)间有一定功能替代性乃至目标上的融合促进关系,^[46]后者对于实现监管目标也曾在我国法律制度借鉴时备受推崇,但值得注意的是,美国学界已在反思公司证券、反垄断法等领域的私人执法以及连带责任、惩罚性赔偿等民事责任安排的实际阻遏功效。^[47]在

[46] See J. Maria Glover, The Structural Role of Private Enforcement Mechanisms in Public Law, 53 *William and Mary Law Review* 1137, 1137-1217 (2012).

[47] See James D. Cox, Private Litigation and the Deterrence of Corporate Misconduct, 60 *Law and Contemporary Problems* 1, 1-38 (1997).

违法阻遏的经济分析中，行为人决策并不单纯取决于严厉连带责任带来的心理威慑，还受“受制裁概率”的影响，因此通过强化监管执法提高发现率去震慑市场，更为直接有效。^{〔48〕}尤其对中介机构而言，行政执法框架下因受调查带来的业务受理资格暂停、业务停滞等即刻不良后果，对业务经营影响极大，往往比私人诉讼中或然的民事责任威胁更能直接提高其执业谨慎性。

（二）责任形态重塑之实体安排

在取消前置程序与新《证券法》“特别代表人诉讼”机制不断提升救济程序可得性与便利度的背景下，为避免“高程序可得性+加重的连带责任”给中介机构服务的充分供给、稳健开展带来类似美国曾经历的行业困局，救济程序可得性与实体责任严格程度间的再平衡势必要求限缩中介机构连带责任。要实现限缩效果，一种思路是个案司法的“技术精细化”，即法院在侵权责任认定中，通过严格界定行为损害范围、因果关系等要件，更精确细化责任，间接实现中介机构损失赔偿范围与数额的实质限缩。目前，学界、实务界已就此展开了具体且针对性的讨论，如通过“重大性”解释扩大轻微瑕疵的“勤勉尽责”保护，通过因果关系的区分来限定损失范围等。^{〔49〕}不过，这一思路仅有个案意义，且难以突破《证券法》全面单一连带责任的硬性规定。因此，有必要从抽象立法层面直接限缩连带责任的适用情形，调整中介机构的责任形态，如以比例责任乃至引入修正的连带责任等更宽松的责任形态替代连带责任。值得注意的是，对于公开发行环节，有学者已指出保留中介机构连带责任的适当性，本文不再赘述。^{〔50〕}以下主要讨论公司IPO后虚假陈述中的中介机构责任应如何调整。

1. 一般过失适用比例责任

首先，对于故意共谋与明知情形，中介机构直接背离了自身职业角色，可责难性较高，连带责任也可直接起到阻遏预防效果，因此保留连带责任并无争议，这也与《民法典》第1168条标准共同侵权的规定契合。

实践中争议较大的是过失情形。虽然区分过错程度限制连带责任渐成共识，但具体如何调整，各主张则宽严不同。一种观点笼统认为，过失的中介机构应仅就其负责任的部分承担比例责任。另有观点认为，“重大过失”仍适用连带责任，一般过失、轻微过失才适用比例责任。^{〔51〕}其理由是，重大过失在侵权法原理上是一种“应知”或“有认识的过失”，即介于故意与普通过失之间但更接近故意，是一种行为人很大程度上可避免的、具有较强道德可责难性的过错形态，^{〔52〕}“表现为审验机构极端疏忽或极端懈怠的心理状态，欠缺一般专业机构起码的应当具备的注意程度”^{〔53〕}，因此原则上与故意情形适用相同的法律效果。对此，保留“重大过失”下的连带责任更加可取。因为连带责任此时较比例责任更能激励中介机构加大探查投入，且不会显著不公。当然，不同中

〔48〕 参见彭冰：《解构证券虚假陈述的民事赔偿制度——从先行赔付到投资者补偿基金》，载《商法界论集》第7卷，法律出版社2021年版，第39-64页。主张弱化对民事责任阻遏威慑的强调，行政责任和刑事责任才是对违法行为人更好的惩罚，能更有效遏制虚假陈述。

〔49〕 参见彭冰：《证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析》，载《法律适用》2022年第5期。

〔50〕 参见邢会强：《证券中介机构法律责任配置》，载《中国社会科学》2022年第5期。

〔51〕 参见陈洁：《证券虚假陈述中审验机构连带责任的厘清与修正》，载《中国法学》2021年第6期；缪因知：《证券虚假陈述赔偿中审计人责任构成要件与责任限缩》，载《财经法学》2021年第2期。

〔52〕 参见叶名怡：《重大过失理论的构建》，载《法学研究》2009年第6期。

〔53〕 前引〔51〕，陈洁文，第217页。

中介机构因各自职责角色、业务流程而构成重大过失的具体情形,应在个案中不断予以明晰、类型化,且应严格界定、不宜扩大化。

对重大过失之外的一般过失、轻微过失情形,应适用比例责任。其一,原理上符合当前侵权责任领域对非主观关联的共同侵权排除连带责任适用的整体趋势。作为侵权责任的具体适用场域,证券欺诈民事赔偿责任安排也受到侵权法在侵权责任功能导向、共同侵权问题上一般抽象的理论立场、模式选择的影响。随着侵权责任的技术处理发展与理论反思,严格的连带责任限制派主张“除非行为人有主观上的意思联络,否则不能让其承担苛刻的连带责任”^[54]。美国20世纪80年代侵权法改革大幅限缩废止了连带责任,1999年《第三次侵权法重述·责任分担编》建议,除故意侵权、共谋行为以及安全保护义务人的连带责任外,应在比较过错基础上,以比例责任为主、以连带责任为例外。其二,虽然《民法典》第1171条规定了无意思联络的共同侵权——分别实施造成同一损害且每个行为都足以造成全部损害——承担连带责任,但该条对中介机构涉及虚假陈述的情况不宜适用。因为投资者交易决策所依赖的信息有其直接的披露义务人,披露义务人之披露行为与中介机构对其所披露信息核查验证、出具意见的行为,两者并非单独、并列的“分别实施,且每个都足以造成全部损害”,而是具有从属关系,没有前一行为,就没有后一行为,两者的实质作用并不相同。其三,这也符合域外中介机构责任配置的一般做法。面对证券集团诉讼下滥诉问题与“深口袋”偏向下原告过度索赔问题带来的中介机构行业危机,美国1995年的《证券私人诉讼改革法》(The Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA)顺应侵权法限制连带责任的整体趋势,修改了1934年《证券交易法》关于虚假陈述责任的规定,以比例责任替代了“疏忽大意”(recklessly)下的连带责任,同时保留了“明知”(knowingly)的连带责任。^[55]相较于《证券交易法》的监管法色彩,PSLRA则侧重法院对虚假陈述赔偿责任认定分配的具体操作,更加司法导向。

• 279 •

不过,适用比例责任需避免我国前述案例中的技术误区。在美国以比例责任为原则、比较过错的背景下,责任分摊首先需要对包括原告在内的各方对损失之发生进行过错比例认定,过错主要依据行为的性质(故意还是过失)、因果关系的性质与强度加以认定,^[56]各方过错比例加总应为100%,^[57]再由过错比例决定责任比例,原告自身过错比例下的损失由原告自身承担,不能从被告处获偿。^[58]具体而言,法院需首先认定涉案上市公司、董监高、控股股东、实控人及各中介机构的过错比例,然后通过主观状态进行责任形式分流,故意、明知或重大过失的被告承担连带责任,一般过失的被告只承担其被认定过错下的比例责任。

至于补充责任,其并不适合证券虚假陈述中介机构的责任。一是,补充责任本身并不完全符合“责任与过错相匹配”,而是具有补充性、兜底性。二是,《会计师责任若干规定》中会计师的补充责任限于出资核验情形,且以不实审计金额为限,这一确定的不实金额与被侵权人(如无法

[54] 王利明:《侵权责任法研究》(上卷),中国人民大学出版社2010年版,第511页。

[55] See 15 U. S. Code § 78u-4.

[56] See Restatement, Third, Torts: Apportionment of Liability § 8. (2000).

[57] 参见前引[12],约翰·C·科菲书,第194页。

[58] See Restatement, Third, Torts: Apportionment of Liability § 7. (2000).

获偿的债权人) 损失之间有直接对应关系; 但在证券虚假陈述中, 投资者损失源自公司股价波动, 具有不可预测性且可能金额巨大, 与公司资产上的价值并不直接一致。

2. 原告无法获偿风险的再分配

比例责任会增加投资者无法充分获偿的风险, 对此, 美国法院可将无法获赔额在原告和各被告之间依其过错比例进行再次分配。PSLRA 也特别规定了精细复杂的平衡性赔偿分摊安排, 可予借鉴引入。具言之: 如果原告投资者最终无法从各被告处有效获偿, 过失的中介机构不因其比例责任而完全置身事外, 还需对原告未获赔付的赔偿数额 (uncollectible share) 承担如下“连带性”偿付义务:^[59] (1) 如果原告是小额索赔者, 即财富净值小于 20 万美元且案涉损失超过其净财富的 10%, 需对此类投资者的全部损失承担连带清偿责任; (2) 即便原告并非小额索赔者, 也需对原告未被偿付部分以其责任比例清偿, 但总额不超过按其比例责任赔偿的 50%。^[60] 如此, 既保证了风险承受能力较弱的中小投资者获得充分赔偿, 又限制了过失被告的总体赔偿责任风险, 实现了各方利益的相对平衡。

3. 引入修正的连带责任与责任限额机制

责任配置回归“过错与责任相匹配”原则并不局限于比例责任。美国侵权责任改革除限定连带责任于特定主观状态 (明知、共谋)、损害类型 (经济损失) 与案件类型外, 还构造了区分过错程度的“修正的连带责任” (modified joint and several liability), 以限缩过错较小被告的责任。一是, 可根据过错程度赋予不同责任形态。美国有些州规定只有过错超过一定比例的被告才承担连带责任, 否则只需承担比例责任。各州的比例设定不一, 比例越高, 对连带责任的限缩越强: 伊利诺伊和夏威夷要求 25% 及以上过错才承担连带责任,^[61] 爱荷华和明尼苏达要求 50% 及以上,^[62] 密苏里和威斯康星要求 51% 及以上,^[63] 而宾夕法尼亚则要求 60% 及以上。^[64] 如共计 100 元的损失, 若原告有 10% 的过错, 被告 A、B、C 分别有 55%、20%、15% 的过错, 那么 B、C 只对自身过错分别承担 20 元、15 元的比例责任, 而 A 则要对自身以及 B、C 的责任份额承担连带赔偿责任 (55+20+15=90)。二是, 可根据过错程度为连带责任设定上限 (caps)。如美国南达科他州规定“过错在 50% 以下承担连带责任的被告, 最多承担不超过 2 倍于其过错比例的赔偿责任”^[65]。就前述假设情形, 被告 B、C 的赔偿上限分别为 40 元、30 元。

综上, 要实现对不同行为角色被告过责相当的责任分配, 势必要求多元、立体的责任形态与赔偿分摊规则, 赋予法院区分处理的空间。我国当前的侵权责任形态相对扁平、有限, 借鉴前述域外做法, 不仅有助于理顺中介机构责任分配问题, 对处理其他复杂的共同侵权案件也有裨益。

(三) 责任形态重塑之形式路径

限缩连带责任适用, 形式上须直接修改《证券法》, 原因如下:

[59] 承担比例责任的被告看似又需承担额外赔付, 但并不影响初始责任分配上的“比例责任”性质。

[60] See 15 U. S. Code § 78u-4.

[61] See 735 Ill. Comp. Stat. 5/2-1118.; Haw. Rev. Stat. § 663-10.9.

[62] See Iowa Code § 668.4.; Minn. Stat. § 604.02.

[63] See Mo. Rev. Stat. § 537.067; Wis. Stat. Ann. § 895.045 (1). 283 Id.

[64] See 42 Pa. Cons. Stat. § 7102 (a.1).

[65] S. D. Codified Laws Ann. § 15-8-15.1.

其一,一方面,全面、单一的连带责任无法满足实践需要,也就无法杜绝法院基于公平考量的突破性尝试,最终使《证券法》的规定缺乏现实统摄力;另一方面,其他各类裁判规则中存在不同于连带责任的规定,司法实践也一直强调区分故意明知与过失适用不同责任形态,这些事实上的责任多样化也削弱了《证券法》的权威性基础。

其二,仅司法解释或下位规则的改动不足以解决问题。在现行《证券法》的刚性表述下,新《虚假陈述司法解释》以迂回方式限缩连带责任适用的做法,存在下位法与上位法规定间的解释摩擦。新《虚假陈述司法解释》第13条将《证券法》中的过错明确区分为“故意、明知”和“严重违反注意义务的过失”两种情形,^[66]以试图将连带责任的适用限于“重大过失”的过失。^[67]有学者评价此种限缩解释“明确了只有在故意与重大过失情形下……承担全部连带责任……是对现行证券法下不分主次、不区分过错状态的全部连带责任的重大修正”^[68]。但是,这种体系解释的说法无法避开来自《证券法》的质问——重大过失之外的一般过失、轻过失并未被《证券法》明确排除于连带责任的适用。此外,新司法解释也并未明确赋予其他过失情形以不同责任形态,是适用比例责任、补充责任,还是其他何种责任?未能彻底实现“一般过失、轻过失→非连带化”的明确分流,会始终面临《证券法》上“有过错→连带责任”表述逻辑的笼罩。

因此,未来《证券法》修改,需改变简单刚性的规定,限定连带责任仅适用于特定情形,即故意共谋、明知与重大过失;对此之外的情形,则突出原则性与可解释性整体导向,如规定中介机构“依过错程度对其应负责部分承担相应赔偿责任”,至于具体适用何种责任形态、是否设定赔偿上限机制,则可由司法解释区分情形加以规定。

• 281 •

五、结 论

不加区分的中介机构连带责任是监管目标导向下基于特定市场与制度环境的政策选择,但其建立在对连带责任赔偿与阻遏功能的不当假设与片面理解之上,也并未对司法适用中的潜在问题予以预见性考虑。过往证券诉讼处于受抑制状态,《证券法》中全面单一的连带责任规定未引发波澜,但证券欺诈民事诉讼改革的推进或将提升中介机构的风险敞口,使过责不匹配问题凸显,催生了限缩中介机构责任的调整动力与现实需求。华泽钴镍案中一审法院的创新尝试与二审法院的“悬崖勒马”,及其与中安科案二审法院相反方向的改判对比,呈现了司法裁判当下的困局。

中介机构民事责任问题的处理涉及两条问题线:一是监管与司法,二是证券法的特殊规定与侵权法之一般原理规范。就前一问题,《证券法》同时作为监管法与司法裁判依据,该双重角色间存在张力。目前监管主导的僵化规定无法满足司法实践需要,因此未来修改《证券法》之际,关于虚假陈述民事责任条款的设计,应扭转监管中心主义的立法倾向,首要考虑民事司法需公平

[66] 该两种情形具体为:行为人故意制作、出具存在虚假陈述的信息披露文件,或者明知信息披露文件存在虚假陈述而不予指明、予以发布;行为人严重违反注意义务,对信息披露文件中虚假陈述的形成或者发布存在过失。

[67] 参见林文学、付金联、周伦军:《〈关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定〉的理解与适用》,载《人民司法》2022年第7期。

[68] 陈洁:《虚假陈述民事赔偿制度的新发展理念及其规范实现》,载《法律适用》2022年第3期,第56页。

合理分配责任的基本目标与规则需要。在回归司法视角后，就后一问题，还需学界进行更为细致的辨析和讨论，兼顾一般侵权责任原理与虚假陈述民事侵权在主体、行为等方面的特点，同时考虑侵权责任的基本价值取向反思与功能侧重转变等基础问题模式转型的大背景。比如，如何从完全赔偿模式转向限制赔偿模式，侵权法如何为虚假陈述民事责任安排引入修正的连带责任、责任限额机制提供可能空间等。本文着重处理了第一条线，对于第二条线的问题，虽有涉及，但中介机构责任形式的重塑还需协同侵权法进行更为系统的审视与设计。

Abstract: The joint and several liability of intermediaries under the current Security Law, whose legislation is dominated by regulatory agency, is calculated to advance the goals of regulatory policies, that is, to guarantee investors a full compensation and deter securities fraud by pressuring intermediaries to be more prudent. Since the civil liability clause is substantially shaped by preferences of the regulatory agency, rather than the real need of the adjudication system, the judiciary seems to get stuck in confusion between the “domineering securities regulation” and its own inherent objective of apportioning responsibilities based on fault reasonably and fairly. There also emerges an interesting phenomenon, if not a trend yet, that some courts are going to limit the excessive risk exposure of intermediaries brought by joint and several liability of the Securities Law. Re-examining the presumptions underlying the functions of joint and several liability can shed light on the proposals to narrow joint and several liability. On the one hand, the full compensation to plaintiffs is not an absolute and incontestable claim and joint and several liability might create systematically distorted incentives among security market participants, undermining the robustness of securities markets. On the other hand, there are totally different paths to cause deterrence for “intentionally” “knowingly” and “recklessly” situations, and joint and several liability would not necessarily create and impose salient incentives on intermediaries to increase input for fraud detection in some scenarios. For the policy implication and legislation reform, undue regulatory concerns should be divided away from the civil liability clause. Also, diversified liabilities like proportional liability and modified joint and several liability should be included and the formulation of the Securities Law should be adjusted to give courts more leeway to apportion responsibilities more flexibly, by doing so, avoiding the disproportion of responsibilities to fault.

Key Words: misrepresentation, joint and several liability of intermediaries, proportional liability, full compensation, deterrence

(责任编辑：李 敏 赵建蕊)

科创板上市公司双层股权结构中的日落条款

樊 健 朱 锐*

内容提要：在双层股权结构下，上市公司创始人所拥有的特别表决权股的表决权数要远多于普通股。因此，创始人即使拥有少量的股份，依旧能够控制公司。该结构有助于创始人抵御敌意并购，实现公司的长期价值，达成创始人的愿景。与此同时，该结构也可能增加公司的治理成本，损害普通股股东的利益。日落条款的制定，有助于平衡创始人与普通股股东之间的利益冲突。我国规定了多种类型的日落条款，包括董事不能履职、创始人失去对特别表决权股的控制、公司控制权发生变更以及创始人持股比例低于10%等，但是还有完善空间。从实际情况来看，目前规定时间型日落条款的时机尚不成熟。创始人只有同时担任董事职务才能拥有特别表决权股的规定并不合理。当创始人将特别表决权股转让给其他创始人时，该股份不应当转换为普通股。公司章程可以规定，当创始人将特别表决权股转让给子女等近亲属（或子女等近亲属继承）或者转让给家族信托时，该股份不转换为普通股。对于因创始人委托他人行使表决权而发生股份转换的事由要做限缩解释，只有当委托人将特别表决权永久性地、不可撤销地委托给他人（非其他创始人）行使时，委托人所拥有的特别表决权股才转化为普通股。

关键词：双层股权结构 创始人 愿景 日落条款

• 283 •

一、问题之提出

在我国，关于是否应当允许上市公司设置双层股权结构（dual class share structure，也有翻

* 樊健，上海财经大学法学院助理教授；朱锐，北京国枫（上海）律师事务所管理合伙人。

译为双重股权结构)^{〔1〕}的争论,由来已久。^{〔2〕}尤其是当大量科技创新企业的创始人为了保持对上市公司的控制力,不得不远赴美国或者我国香港地区上市,以获得双层股权结构的时候,要求我国允许上市公司设置双层股权结构的呼声也就越发强烈。

关于双层股权结构的利弊得失,境外学者也存在针锋相对的观点,^{〔3〕}众多实证研究的结论也是不尽相同。^{〔4〕}在全球范围内,证券交易所(或国家/地区)之间为了应对日益激烈的竞争压力,吸引尽可能多的公司来到本交易所(或本国/本地区)上市交易,越来越多的证券交易所(或国家/地区)改变了原来“一股一权”(one share one vote)的上市规则,允许上市公司设置双层股权结构。最近的例子就是香港联交所重新修订上市交易规则,允许高科技上市公司设置双层股权结构。

在此背景下,证监会和上海证券交易所分别出台了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》(以下简称《实施意见》)和《上海证券交易所科创板股票上市规则》(以下简称《上市规则》),明确允许在上海证券交易所科创板(以下简称“科创板”)上市交易的公司设置双层股权结构。^{〔5〕}实践中,在科创板上市的优刻得科技股份有限公司成为我国证券市场上首个设置双层股权结构的上市公司。^{〔6〕}基于科创板的示范效应,如果科创板上市公司的双层股权结构实施效果良好,则极有可能所有上市公司,甚至包括“新三板”在内的所有公众公司等都将允许采用这种股权结构。^{〔7〕}

那么双层股权结构究竟有何魅力,使得如此众多科技创新企业的创始人“竞折腰”?双层股权结构又会产生何种问题,损害到普通股股东的利益?作为解决这些问题方法之一的日落条款(sunset provisions),即基于一定的事由,特别表决权股转化为普通股,甚至双层股权结构终止的条款,在我国的规定和实际运作又是怎样的?其又存在何种问题?如何解决这些问题?国内对此进行专门研究的文献尚不多见,^{〔8〕}本文将结合《上市规则》和《优刻得招股说明书》,在借鉴

〔1〕 按照《实施意见》第5条的规定,双层股权结构是指,上市公司依照《公司法》第一百三十一条的规定发行具有特别表决权的类别股份,每一特别表决权股份拥有的表决权数量大于每一普通股份拥有的表决权数量,其他股东权利与普通股份相同。本条所指的其他股东权利主要是指财产性权利,例如分配股利和分配剩余财产的权利等。

〔2〕 有学者从尊重公司自治、解决股东异质化等角度出发,认为我国应当引入双层股权结构,例如蒋学跃:《公司双重股权结构问题研究》,载《证券法苑》2014年第4期;金晓文:《论双层股权结构的可行性和法律边界》,载《法律适用》2015年第7期;冯果:《股东异质化视角下的双层股权结构》,载《政法论坛》2016年第4期;刘胜军:《新经济下的双层股权结构:理论证成、实践经验与中国有效治理路径》,载《法学杂志》2020年第1期。也有学者从我国证券市场的投资者结构、公司治理的实际情况等角度出发,认为我国目前尚不宜引入双层股权结构,例如李尚桦:《双层股权结构之法律评析——兼论其在我国之适用性》,载《金陵法律评论》2014年第2期;刘彦沅:《双重股权结构目前不适合中国》,载《董事会》2017年第4期。

〔3〕 支持双层股权结构的学者,例如 Bernard S. Sharfman, A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs, 63 Vill. L. Rev., 1 (2018); 反对双层股权结构的学者,例如 Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, 103 Va. L. Rev., 585 (2017)。

〔4〕 关于国外实证研究的总结,参见 Yvan Allaire, The Case for Dual-Class of Shares, 载 <https://ssrn.com/abstract=3318447>, 最后访问时间:2021年4月11日; Anita Anand, Governance in Dual Class Share Firms, 载 <https://ssrn.com/abstract=3104712>, 最后访问时间:2021年4月11日。

〔5〕 参见《实施意见》第5条;《上市规则》第四章第五节。

〔6〕 参见《优刻得科技股份有限公司招股说明书》(申报稿)(以下简称《优刻得招股说明书》)。

〔7〕 目前,深圳证券交易所创业板已经允许上市公司设置双层股权结构。此外,2020年11月1日起施行的《深圳经济特区科技创新条例》第99条规定:“在本市依照《中华人民共和国公司法》登记的科技企业可以设置特殊股权结构,在公司章程中约定表决权差异安排,在普通股份之外,设置拥有大于普通股份表决权数量的特别表决权股份。……”该条款允许非上市公司设置双层股权结构。

〔8〕 参见沈朝晖:《双层股权结构的“日落条款”》,载《环球法律评论》2020年第3期。

境外经验的基础上回答这些问题。

二、双层股权结构的功能与弊端

双层股权结构对于公司的创始人具有非常重要的价值，其能够保证创始人在公司上市之后依旧享有对公司的控制权，从而抵御敌意收购行为，实现公司的长期价值，最终达成其对公司的愿景 (idiosyncratic vision)。按照戈申 (Goshen) 和哈姆达尼 (Hamdani) 教授的理论，创始人的愿景是指创始人确信如果其商业计划等能够得到恰当的执行，其能够 (为普通股股东) 创造出高于市场的回报。^{〔9〕} 创始人愿景能够成功的主要原因在于，创始人拥有更多关于公司的内部信息，可能是由于该信息的保密性，或者投资者无法准确地对该信息进行估价，只有当创始人获得公司的控制权时，其才能有效地利用该信息，从而为普通股股东创造出更大的价值。如前所述，普通股与特别表决权股在财产性权利方面，并无差别。

同时，由于该种股权结构也会增加公司治理成本，其可能会损害普通股股东的利益。由于相关文献对于双层股权结构的利弊分析已经很多，^{〔10〕} 本部分仅就与本文主题紧密相关的内容进行分析。

(一) 双层股权结构的功能

1. 公开发行股票并上市后，公司创始人所面临的挑战

科技创新企业的创始人在公司股票公开发行之后的持股比例一般都会被稀释，包括私募基金在内的机构投资者和公众投资者将持有公司绝大多数股票。公司的创始人由于无法再确保其对公司的控制权，将会面临两大挑战：

第一，公司一旦成为上市公司，理论上所有的投资者都能购买公司的股份。投资者所拥有的股份数量越大，其对于公司的控制权也就越大。这样当外部投资者获得公司 50%，甚至 30% 以上股份的时候，公司的控制权就会发生变更，由公司的创始人转移至外部投资者。^{〔11〕} 迫于新控制人的压力，不少创始人会离开公司。由于我国上市公司抵御敌意收购的反收购措施极为有限 (例如无法实施“毒丸计划”)，如何抵御敌意收购是创始人在公开发行时首先要想办法解决的问题之一。例如，“宝能系”收购完南玻集团之后，在新控制人的压力下，南玻集团的管理层集体辞职。^{〔12〕} 这样，创始人关于公司的愿景，因控制权的变化而无法达成。

第二，在资本市场无情的压力下，公司创始人将被迫放弃对于公司的长期 (long-term) 价值创造和愿景，更加注重公司短期 (short-term) (如每个季度) 内的股价变化。^{〔13〕} 有实证研究

〔9〕 See Zohar Goshen, Assaf Hamdani, Corporate Control and Idiosyncratic Vision, 125 *Yale L.J.*, 560, 577 (2016).

〔10〕 例如陈若英：《论双层股权结构的公司实践及制度配套：兼论我国的监管应对》，载《证券市场导报》2014 年第 3 期；Shen Junzheng, The Anatomy of Dual Class Share Structures: A Comparative Perspective, 46 *Hong Kong L.J.*, 477 (2016)；Zoe Condon, A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy, 68 *Emory L.J.*, 335 (2018).

〔11〕 《上市公司收购管理办法》第 84 条规定：“有下列情形之一的，为拥有上市公司控制权：（一）投资者为上市公司持股 50% 以上的控股股东；（二）投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过 30%；……”

〔12〕 详情参见林金冰：《“宝能系”入主南玻调查》，载《财新周刊》2016 年第 46 期。

〔13〕 See Leo E. Jr. Strine, One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term, 66 *Bus. Law.*, 1 (2010)；Lucian A. Bebchuk, The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value, 113 *Colum. L. Rev.*, 1637 (2013).

表明, 股东短期利益压力引起的管理者短视偏差会显著影响企业投资行为。^[14] 这是因为, 如果公司创始人忽视证券市场对于公司股价短期内的期待, 则公司的股价会下跌。此时, 敌意收购方可能会出现并获得公司控制权。

2. 双层股权结构的价值

面对这两大挑战, 如果没有适当的保护措施, 科技创新企业很可能不公开发行股票, 转而通过私募基金或者银行贷款来获得资金, 这对于公司创始人和普通股投资者来说, 可能都是损失。因为, 公司的创始人将以比较高的成本来获得资金, 而普通股投资者则失去了宝贵的投资机会。

为了解决这一问题, 双层股权结构便应运而生。这种股权结构能够使科技创新企业的创始人在拥有公司少量股份的情况下, 依旧保持对于公司的控制权。根据《优刻得招股说明书》, 其三位共同创始人所拥有的设置特别表决权的股份合计为 97688245 股 A 类股份, 扣除 A 类股份后, 公司剩余 266343919 股为 B 类股份。因此, 三位共同创始人的实际持股比例为 26.84%。由于 A 类股份的表决权数是 B 类股份的 5 倍,^[15] 经折算后三位共同创始人合计拥有的表决权比例为 64.71%。很显然, 即使在公司上市之后, 三位共同创始人依然能够控制公司, 实现所谓的“上市公司治理有限责任公司化”^[16]。

通过双层股权结构, 公司的创始人能够牢牢地掌握公司的控制权, 不用担心敌意收购行为的存在, 也不用在意股价在短期内的波动情况, 能够集中精力关注于公司的长期价值创造,^[17] 从而达成其对公司的愿景。事实上, 有学者认为, 该种股权结构减少了股东(委托人)的治理成本(例如股东之间的合作成本),^[18] 是一种有效率的公司治理结构^[19]。最终, 创始人将“蛋糕”做大之后, 相比于未设置双层股权结构, 普通股股东将获得更大的回报。正如优刻得公司在招股说明书上所说的那样, “特别表决权的引入系为了保证公司的共同控股股东及实际控制人对公司整体的控制权, 从而确保公司在上市后不会因实际控制权在增发股份后减弱对公司的生产经营产生重大不利影响, 从而保护发行人全体股东的利益。公司 A 类普通股股东作为公司的创始人及核心管理团队能够集中公司表决权, 从而能够使公司治理效率提升”^[20]。不少实证研究也表明了双层股权结构公司的优异业绩表现。例如, 有实证研究表明双层股权结构公司比单层股权结构公司运营得更久, 规模更大以及效益更好。^[21] 也有实证研究表明, 实施双层股权结构的公司与其申请专利的数量正相关。创新性的加强抵消了创始人控制权对公司的消极影响。^[22]

[14] 参见王海明、曾德明:《管理者短视偏差对企业投资行为影响研究——一个基于股东短期利益压力视角的实证》, 载《财经理论与实践》2013年第1期。

[15] 根据《上市规则》, 特别表决权股的表决权数不能超过普通股的十倍。

[16] 前引[3], Sharfman文, 第31页。

[17] See Bradford Jordan et al., Growth Opportunities, Short-Term Market Pressure, and Dual Class Share Structure, 41 *J. of Corp. Fin.*, 304 (2016).

[18] See Zohar Goshen, Richard Squire, Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance, 117 *Colum. L. Rev.*, 767 (2017).

[19] See Dorothy S. Lund, Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance, 71 *Stan. L. Rev.*, 687 (2019).

[20] 《优刻得招股说明书》。

[21] See Ronald Anderson et al., The Dual Class Premium: A Family Affair, available at <https://ssrn.com/abstract=3006669>, last visited on Apr. 11, 2021; Martijn Cremers et al., The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation, available at <https://ssrn.com/abstract=3062895>, last visited on Apr. 11, 2021.

[22] See Lindsay Baran et al., Dual Class Share Structure and Innovation, available at <https://ssrn.com/abstract=3183517>, last visited on Apr. 11, 2021.

（二）双层股权结构的弊端

双层股权结构一方面能够使创始人掌握公司的控制权，另一方面也可能会损害普通股股东的利益。^{〔23〕}主要表现在三方面：^{〔24〕}

第一，双层股权结构具有强大的反收购功能，将使得公司的创始人不受资本市场力量的约束。当创始人损害普通股股东利益的时候，资本市场的约束将不会有任何效果（例如即使公司业绩再差，也不会被敌意收购方收购）。^{〔25〕}普通股股东只能通过诉讼等手段维护权利，这样的维权成本将极高，对于普通股股东很难有实质性的保护。^{〔26〕}

第二，双层股权结构使得创始人在公司的经济利益（持股比例）与其对公司的控制力（表决权比例）极不相称。创始人完全可能通过其对公司的控制权来获得私人利益（更多的薪酬或者没有效率的合并等），从而损害普通股股东的利益。^{〔27〕}例如 Sun-Times Media Group 的前 CEO 康瑞得·布莱克（Conrad Black）虽然仅拥有 30% 的股份，但是通过双层股权结构，却拥有公司 73% 的表决权。据此，他将好友选为公司董事，通过各种名目的费用和奖金等来掏空公司，普通股股东对此却鲜有能力保护自己的利益。最后，经过了三年多的纠纷，康瑞得·布莱克才承认自己从事了欺诈行为。^{〔28〕}

第三，经过一段时间后，创始人的愿景可能无法达成，又或者，在 IPO 阶段，创始人确实能够为普通股股东带来巨大的回报，但是随着时间的流逝，创始人的身体状态、创新精神和判断力等都会改变，甚至下降，难以保证其还会为普通股股东创造价值。^{〔29〕}在这种情况下，如果还允许创始人拥有控制权，显然与当初赋予其特别表决权股的目标不符。更有甚者，当创始人不能适当行使表决权，而成为所谓的“价值减损领导者”（value decreasing leaders）时，对普通股股东

• 287 •

〔23〕 在 IPO 阶段，虽然普通股投资者可以将双层股权结构对普通股价值的影响考虑在内，从而给出一个合理的对价，这样双层股权结构的治理成本可以通过市场机制而内在化（参见前引〔3〕，Sharfman 文，第 25-31 页），但是，双层股权结构的企业存在着非常显著的信息不对称性，所以投资者是否可以准确估价是个问题。即使在 IPO 阶段可以准确估价，但是之后创始人还有可能损害普通股股东利益，即存在道德风险（See Jeffrey N. Gordon, Dual Class Common Stock: An Issue of Public and Private Law, available at <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/02/dual-class-common-stock-an-issue-of-public-and-private-law/>, last visited on Apr. 11, 2021）。

〔24〕 有学者还认为，双层股权结构违反一股一权的证券市场基本原则，违反股东民主精神（shareholders democracy），因为创始人拥有的表决权数要远远多于普通股股东。然而，这种说法并不太具有说服力。股东民主的真意并非像选举民主那样一人一票，而是根据持股比例来行使表决权。因此，持股比例多的股东其表决权也就越多。这样，既然公司表决权并非按照最公平的人头原则来分配，则偏离一股一权的表决权结构很难说是不民主的，只要普通股投资者同意该种表决权安排。（See David J. Berger, Why Dual Class Stock? A Response to CII's Petition to Nasdaq For Mandatory Sunset Provisions, available at <https://ssrn.com/abstract=3365154>, last visited on Apr. 11, 2021；前引〔4〕，Allaire 文，第 2 页。）

〔25〕 See Daniel R. Fischel, Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock, 54 *U. Chi. L. Rev.*, 119, 141 (1987)。

〔26〕 在我国，就上市公司而言，股东为了维护公司利益而提出派生诉讼的案例只有一起。（参见黄辉：《中国股东派生诉讼制度：实证研究及完善建议》，载《人大法律评论》2014 年第 1 辑。）

〔27〕 这已被诸多研究所证实。（See Ronald W. Masulis et al., Agency Problems at Dual-Class Companies, available at <https://ssrn.com/abstract=1080361>, last visited on Apr. 11, 2021；Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, The Perils of Small-Minority Controllers, available at <https://ssrn.com/abstract=3128375>, last visited on Apr. 11, 2021；Henrik Cronqvist, Mattias Nilsson, Agency Costs of Controlling Minority Shareholders, available at <https://ssrn.com/abstract=418461>, last visited on Apr. 11, 2021.）

〔28〕 See Blair Nicholas, Brandon Marsh, Dual-Class: The Consequences of Depriving Institutional Investors of Corporate Voting Rights, available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/17/dual-class-the-consequences-of-depriving-institutional-investors-of-corporate-voting-rights/>, last visited on Apr. 11, 2021.

〔29〕 参见前引〔3〕，Bebchuk、Kastiel 文，第 602-606 页。

而言,更是灾难性后果。在美国,经常被学者提到的例子就是“雷冬石现象”。雷冬石(Sumner Redstone)通过双层股权结构,虽然仅仅持有Viacom和CBS两家公司8%的股份,但是掌握了近70%的表决权。他现在已经94岁了,法庭的诉讼显示,其已经不能站立、走路、书写或者完整地说话。^[30]像他这样的情况,显然已经无法有效地行使其控制权来为普通股股东创造价值。

(三) 创始人愿景与普通股股东利益之间的平衡

一方面,双层股权结构有助于公司的创始人抵御证券市场敌意并购的威胁和短期压力,达成其愿景,为普通股股东带来巨大回报。另一方面,双层股权结构也会极大地增加上市公司中的治理成本,可能会损害普通股股东的利益。对此,良好的制度安排应该是,既能实现公司创始人采用双层股权结构的目标,但又要适度;同时,能妥善地保护好普通股股东的利益,给予其一定的话语权,但又不至于直接干涉公司的经营管理。^[31]对此,《实施意见》和《上市规则》制定了不少条款,以实现法律制度除弊兴利的功能,例如详细的信息披露、^[32]保证普通股股东的表决权不会减少^[33]以及涉及公司重大决策时的平等投票权^[34]等。除此之外,《实施意见》和《上市规则》也制定了多种类型的日落条款来解决或缓解双层股权结构所产生的问题。正如有学者正确地指出,日落条款“对防止超级表决权的固有性是非常有意义的”^[35]。

三、我国日落条款的规定与分析

如前所述,所谓日落条款是指规定当法律或者公司章程规定的事由出现时,特别表决权股东所拥有的股份自动转换为普通股,或者双层股权结构终止的条款。在美国等境外发达证券市场,设置双层股权结构的公司IPO时,同时制定日落条款是比较常见的,例如在2000年之后在美国上市的公司中,有64%的公司制定了日落条款。^[36]本文认为,制定日落条款的主要理由有二:

第一,当双层股权结构的目标不能实现(例如公司控制权发生变更)时,就没有必要再赋予创始人特别表决权股。

第二,当双层股权结构的弊端显著增加(例如创始人的持股比例极低)时,如果依旧允许其拥有特别表决权股,则极有可能会损害普通股股东的利益,此时就应当考虑终止双层股权结构。

本部分,结合《上市规则》和《优刻得招股说明书》,来分析我国日落条款的法律规定(参见表1)和实践情况。

[30] See Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, The Lifecycle Theory of Dual-Class Structures, available at <https://ssrn.com/abstract=3300841>, last visited on Apr. 11, 2021.

[31] See Andrew William Winden, Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures, 2018 Colum. Bus. L. Rev., 852, 906 (2018).

[32] 参见《实施意见》第5条。

[33] 参见《上市规则》第4.5.6条。

[34] 参见《上市规则》第4.5.10条。

[35] 朱慈蕴、〔日〕神作裕之:《差异化表决制度的引入与控制权约束机制的创新——以中日差异化表决权实践为视角》,载《清华法学》2019年第2期,第23页。

[36] 参见前引〔31〕,Winden文,第870页。

表 1 我国关于日落条款规定

事由	相应条款	效果
创始人不能履行董事职责	《上市规则》第 4.5.9 条（一）	该股东所持特别表决权股转换为普通股
创始人丧失对持股主体的控制权	《上市规则》第 4.5.9 条（二）	该股东所持特别表决权股转换为普通股
创始人将特别表决权股转让给他人	《上市规则》第 4.5.9 条（三）	该股东所持特别表决权股转换为普通股
创始人委托他人投票	《上市规则》第 4.5.9 条（三）	该股东所持特别表决权股转换为普通股
公司控制权发生变更	《上市规则》第 4.5.9 条（四）	双层股权结构终止
全体创始人持股比例低于 10%	《上市规则》第 4.5.9 条（一）	双层股权结构终止

（一）双层股权结构的目标不能实现

双层股权结构的目标是让公司创始人通过控制权来为普通股股东创造价值，实现创始人的愿景。因此，如果创始人无法行使控制权或者失去控制权，则让其继续拥有特别表决权股即无必要。具体而言，这种日落条款在我国的规定是：

1. 创始人不能履行董事职责

由于上市公司的日常经营权掌握在董事会手中，^{〔37〕} 创始人只有担任公司董事时，才能具体地去规划和实施其对公司的愿景。所以，如果其不能履行董事职责，赋予其特别表决权股的目标也就不能实现了。据此，《上市规则》第 4.5.9 条（一）规定，持有特别表决权股份的股东不再符合该规则第 4.5.3 条规定的资格和最低持股要求，或者丧失相应履职能力、离任、死亡时，其所持有的特别表决权股转换为普通股。《上市规则》第 4.5.3 条规定的资格（有学者称之为日升条款，sunrise provisions）^{〔38〕} 是，对上市公司发展或者业务增长等作出重大贡献，并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体。

如果董事死亡或者离任，显然其不能履行董事职责，此时按照《上市规则》其所持有的特别表决权股应当转换为普通股。但是，所谓丧失相应履职能力应如何理解，即成为问题。本文认为，首先，如果创始人符合《公司法》第 146 条的禁止性规定，其当然失去了相应的履职能力。由于年纪等原因，当董事从具备完全民事行为能力变成限制行为能力甚至无民事行为能力时，按照《民法典》第 24 条第 1 款的规定，公司作为利害关系人可以向人民法院提出申请。其次，如果公司所处的行业规定对董事有专门的任职要求，创始人不能满足该任职要求时，其即不能担任董事职务。^{〔39〕} 再次，如果创始人被证监会实施市场禁入的行政监管措施，则其在禁入期内不能担任董事职务。最后，如果创始人被上海证券交易所认定为不适当人选，则其也不能担任董事职务。^{〔40〕}

2. 创始人失去对特别表决权股的控制

当创始人将特别表决权股转让给他人或者丧失对该股份的实际控制时，理论上其就不能通过行使表决权来决定或影响公司的经营决策，因此赋予其特别表决权股的目标也就无法达成。理由

〔37〕 虽然，学界普遍认为，我国《公司法》体现的是股东会优位主义，公司的重大决策应由股东会作出。但是，由于上市公司股权相对比较分散，股东大会不可能频繁召开，因此相比于有限责任公司，上市公司的董事会权力更大。（参见许可：《股东会与董事会分权制度研究》，载《中国法学》2017 年第 2 期。）

〔38〕 参见前引〔31〕，Windén 文，第 863-869 页。

〔39〕 例如《证券公司董事、监事和高级管理人员任职资格监管办法》第 9 条。

〔40〕 参见《上海证券交易所纪律处分和监管措施实施办法》（2019 年修订）第 8 条第 3 项。

在于,公司之所以赋予创始人特别表决权股,正是看中了该创始人个人(或者全体创始人)的能力、性格和品行等,以及未来其对公司可能做出的贡献。从公司的角度来说,赋予创始人特别表决权股也是一种将创始人牢牢地绑定在公司的方式。据此,特别表决权股与创始人之间具有较为紧密的人身依附关系。新的股权所有人或者实际控制人显然无法满足该要求,所以这些主体无法与创始人一样拥有特别表决权股。按照《上市规则》,具体而言分为三种情况:

(1) 创始人丧失对持股主体的控制权

根据《上市规则》4.5.3条的规定,享有特别表决权股的股东,除了创始人兼董事之外,还可以是该创始人兼董事实际控制的持股主体,包括公司、合伙企业以及信托计划等。《上市规则》4.5.9条(二)规定,创始人失去对相关持股主体的实际控制时,该持股主体所拥有的特别表决权股转换为普通股。实践中,如果持股主体是公司或者合伙企业等企业形式,通常以实质重于形式的要求,通过层层穿透来确定最终的实际控制人。如果是通过信托计划等非企业形式来实现控制,如何界定实际控制将会成为问题。在通常情况下,信托是由受托人来管理,因此,除非创始人兼董事担任信托受托人,否则其难以控制该信托计划。当然,创始人兼董事可以在信托合同中保留对于受托人的指示权。但是,如果这种指示权范围过大,以至于剥夺了受托人对于信托财产(股权)的管理权,则可能被认为是名义或者消极信托而无效。^[41]

(2) 创始人将特别表决权股转让给他人

《上市规则》4.5.9条(三)规定,持有特别表决权股的股东向他人转让所持有的特别表决权股,则该股份即丧失特别表决权。如前所述,由于特别表决权股与创始人之间存在紧密的人身依附关系,一旦创始人将特别表决权股转让给他人,该他人就不能继续享有特别表决权。在股份让与担保的情况下,通常认为担保权人仅仅是股份名义上的所有人,其表决权的行使会受到一定的限制。^[42]因此,股份让与担保并不属于本条规定的“转让”。此外,对于本条规定的“转让”应做广义的解释,除了自愿性地卖出之外,应该还包括因司法强制执行程序以及继承等特别表决权股归属发生变更的情况。但是,如何理解“他人”,则存在较多的问题,待后文详述。

(3) 创始人委托他人投票

《上市规则》4.5.9条(三)规定,持有特别表决权股的股东将表决权委托他人行使的,该股份应当转换为普通股。本规定的理由在于,如果创始人将表决权委托给他人行使,则该表决权体现的是他人意志而非创始人意志。如前所述,赋予创始人特别表决权股的理由就是普通股股东信赖创始人的个人能力(对产品、公司未来发展的判断等),因此当特别表决权表达的非创始人意志时,该受托人就不能像委托人那样继续享有特别表决权。由本事由导致创始人的特别表决权股转换为普通股所存在的问题较多,待后文详述。

3. 公司控制权发生变更

《上市规则》4.5.9条(四)规定,当公司的控制权发生变更时,上市公司已发行的全部特别表决权股均应当转换为普通股。由于公司发行了足够多的普通股,稀释了创始人的表决权等原

[41] 参见〔日〕新井诚:《信托法》,刘华译,中国政法大学出版社2017年版,第105页。

[42] 例如“王绍维与赵丙恒等股东资格确认纠纷再审申请案”[最高人民法院(2015)民申字第3620号民事裁定书]。另可参见蔡立东:《股权转让与担保纠纷裁判逻辑的实证研究》,载《中国法学》2018年第6期。

因，其他投资者可以通过购买普通股而获得公司控制权。此时，由于公司的重大决策等事项已经由其他投资者来决定，公司创始人已经不能再控制公司，通过赋予其特别表决权股而实现抵御敌意并购、达成创始人愿景的目标也就不能完成，因此所有创始人所拥有的特别表决权股都将转换成普通股。换句话说，在此情形下，双层股权结构将终止。

（二）双层股权结构的弊端显著增加

不少学者认为，如果特别表决权股的所有人拥有的股权比例过低，则其极有可能利用其表决权来谋取私利，公司治理成本将大大增加。^{〔43〕} 为了在一定程度上防止此类损害普通股股东利益的情况发生，^{〔44〕}《上市规则》第4.5.9条（一）规定，持有特别表决权股份的股东不再符合本规则第4.5.3条规定的资格和最低持股要求时，特别表决权股应该转换为普通股。《上市规则》第4.5.3条第2款规定，持有特别表决权股的股东在上市公司中拥有权益的股份合计应当达到公司全部已发行有表决权股份的10%以上。需要注意的是，此处的持股比例是全体创始人共同的持股比例，而非个别创始人的持股比例。这样，如果是全体创始人共同的持股比例低于10%，则该公司的双层股权结构将终止。

由于创始人必须至少拥有10%的股份，如果其作出有损于普通股股东利益的行为，至少也会承担10%的损失，通过这种“共担风险”的规定，可能会在一定程度上防止创始人做出侵害普通股股东利益的行为。但是，如果创始人从关联交易等行为中获得的收益大于该损失，其还是有经济上的动力去从事损害普通股股东利益的行为。所以，本条规定对于防止创始人从事损害普通股股东利益行为的作用有限。^{〔45〕}“实践中，稀释型日落条款的触发率低，很少有上市公司是因为触发该类日落条款而从双层股权结构恢复到一股一权结构，而是否触发该条款，则依赖于高投票权股东是否主动放弃上市公司控制权。如果高投票权股东不放弃上市公司控制权，则此类条款缺少被触发的可能性。”^{〔46〕}

本文认为，为了增加此类日落条款的有效性，《上市规则》应当采用所谓的“稀释条款”（dilution provisions），即当创始人的表决权比例低于30%时，双层股权结构终止。因为，此时公司的创始人已经无法确保其对公司的控制权，公司随时有可能发生控制权变更。此时终止双层股权结构的考虑基本上与控制权发生变更相同，只不过此时创始人可以通过购买普通股等方式来维持自己的表决权，从而防止触发本条款。通过这种方式能够较为动态地缓解因持股比例降低而产生的双层股权结构的问题，不至于像现在所规定的10%的最低持股比例那样，较为机械，无法适应每个公司不同的情况。^{〔47〕}

四、我国日落条款存在的问题及完善建议

根据第三部分的分析，我们可以看出，相对而言，《上市规则》考虑到了公司创始人与普通

〔43〕 参见前引〔27〕，Bebchuk、Kastiel文，第4-17页。

〔44〕 参见前引〔27〕，Bebchuk、Kastiel文，第46-47页。

〔45〕 参见前引〔3〕，Bebchuk、Kastiel文，第620-621页。

〔46〕 前引〔8〕，沈朝晖文，第76页。

〔47〕 相同主张，参见前引〔4〕，Allaire文，第20-21页。

股股东利益平衡的问题,设置了多种类型的特别表决权股转化为普通股或者双层股权结构终止的日落条款,以达到兴双层股权结构之利(加强创始人的控制力、实现其愿景)、除双层股权结构之弊(经济利益与持股比例不匹配、创始人丧失创造愿景的能力等)的立法目标。

然而,由于日落条款所涉及的情形和利益考虑较为复杂,我国之前对此尚无法律规定和实践经验可供参考,制定《上市规则》的时间也较为紧迫,《上市规则》关于日落条款的规定还存在不少问题,有相当大的完善空间。

本部分将分析以下四个问题,即是否应当增加时间型日落条款、特别表决权股控制人必须担任董事职务的合理性、转让给他人是否应当有例外规定以及对于创始人委托投票的限缩解释,并提出完善建议,以供上市公司、保荐人、律师或者上海证券交易所等参考。

(一) 是否应当增加时间型日落条款

如前所述,双层股权结构能够使公司创始人专注于公司的长期价值(例如新产品的研发与商业化),实现其愿景,因此,创始人所拥有的特别表决权股的存续时间应当足够长,才能实现该目标。例如优刻得公司就设置了永久性的双层股权结构(perpetual dual class share structure),“除非经发行人股东大会决议终止特别表决权安排,发行人特别表决权设置将持续、长期运行”。

但是,这种永久性的双层股权结构安排,可能会产生两个负面效果:第一,如果新产品的研发或者商业化失败,公司创始人无法实现其既定目标,那么再让其拥有特别表决权股就与当初授予其该股份的目标相违背。第二,即使公司在一开始的表现良好,但是随着创始人年纪的增加,其创新精神、判断力等也会下降,此时让其继续拥有特别表决权股可能会反而损害普通股股东的利益。^[48]有实证研究表明,实行双层股权结构的公司,其运营的前期表现会好于单层股权结构的公司,但是当公司成熟时,其表现会弱于单层股权结构公司,公司的代理成本会增加。但是,内部人不愿意在公司成熟之后取消双层股权结构,因此作者建议应当在事前就制定日落条款来解决该问题。^[49]对此,美国的机构投资者顾问(Council of Institutional Investors)^[50]建议纽交所和纳斯达克应当在上市规则中规定,双层股权结构的存续期最长不得超过七年。七年之后,可以再延长七年,但是应当由普通股股东来决定是否继续设置双层股权结构,否则即不允许此类公司上市交易。^[51]在美国,也有越来越多的公司采用这种时间型日落条款,例如,在2017年的美国IPO市场上,有23家上市公司设置了双层股权结构,其中有六家公司采用了时间型日落条款。^[52]

但是,这种“一刀切”(one-size fits all)的建议,也会产生以下三个问题:第一,具体存续时间的设定比较专断,无法保证七年的规定适合于所有公司。例如,有些新产品的研发与商业化开发

[48] 对此问题,参见 Robert J. Jackson, Jr., Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty, 载 <https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty>, 最后访问时间:2021年4月11日。

[49] See Hypotenuse Kim, Roni Michaely, Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Structures, available at <https://ssrn.com/abstract=3145209>, last visited on Apr. 11, 2021.

[50] 该组织由超过140家公共或私人养老金机构组成。(参见前引[3], Bebchuk、Kastiel文,第597页。)

[51] See Bernard S. Sharfman, The Undesirability of Mandatory Time-Based Sunsets in Dual Class Share Structures: A Reply to Bebchuk and Kastiel, available at <https://ssrn.com/abstract=3368476>, last visited on Apr. 11, 2021.

[52] See Council of Institutional Investors, Dual-Class IPO Snapshot: 2017—2018 Statistics, available at <https://www.cii.org/files/Board%20Accountability/2018Q1%20IPO%20Stats%20for%20Website.pdf>, last visited on Apr. 11, 2021.

需要十年，甚至更长的时间，因此创始人应当拥有至少十年以上的控制权来保证该产品的成功。^[53] 第二，具体存续时间的规定，可能产生负面激励，例如创始人在时间到来前，就将公司控制权以高溢价卖给他方。当然，相关法律可以规定，发生这种情况时，他人应当以相同的价格来购买普通股股东的股份，以保护其利益。但是，公司创始人可能以其他更隐蔽的方式来获得私人利益。^[54] 第三，公司的普通股股东显然并不愿意双层股权结构的存在，因此当其拥有机会否决双层股权机构时，其是否会继续支持设置双层股权结构，诚有疑问。^[55]

正反双方的观点都有一定的道理。双层股权结构，尤其是科技创新企业的双层股权结构，对公司业绩究竟有何影响，实证研究尚缺乏一致的结论，因此，很难讲到底是哪方观点占优。因此，本文认为，从我国的实践情况来看，由于双层股权结构刚刚起步，其具体会对公司产生什么样的影响，尚未可知，而且，每个公司的情况并不相同，一刀切地设定双层股权结构的存续时间，显得较为专断，也并无充分的合理性。^[56] 因此，本文建议，交易所等暂且无需对双层股权结构的存续时间进行规范，等取得一定实践经验之后，再对此进行规定（或不规定）。^[57] 当然，公司可以根据自己的情况来决定是否采用时间型日落条款。^[58]

（二）特别表决权股控制人必须担任董事职务的合理性存疑

从理论上讲，一般情况下公司的创始人都会担任董事职务。通过担任董事职务，创始人能对公司的日常经营活动产生影响力。如果创始人不能影响公司的日常经营活动，则公司授予其特别表决权股的目标也就不能实现，其所拥有的特别表决权股应当转换为普通股，这可能也是《上市规则》规定创始人只有在担任董事职务的情况下才能拥有特别表决权股的理由。

然而，本文认为，除了担任董事职务对公司产生影响力之外，创始人还可以通过在股东会上行使特别表决权来实现其影响力，尤其是重大性、战略性的影响力，例如选举认同其经营理念的董事，表决公司的重大决策等。通过在股东会上行使特别表决权对公司的影响程度显然要远大于创始人在董事会上对公司的影响。因此，《上市规则》强制要求创始人只有在同时担任董事职务的条件下才能够拥有特别表决权股，显然有失偏颇。有时，这样的规定反而会损害普通股股东的利益。例如，创始人身体欠佳，不适合担任董事职务，此时如果强行规定其所拥有的特别表决权股转化为普通股，则只能迫使其“带病上阵”。此时，该董事是否还能完成公司法 and 公司章程所规定的义务，实在值得怀疑。另外，公司创始人可能会被选为政府官员^[59] 或出任其他社会职

• 293 •

[53] See Jill E. Fisch, Steven Davidoff Solomon, The Problem of Sunsets, at 16 - 17, available at <https://ssrn.com/abstract=3305319>, last visited on Apr. 11, 2021; Zohar Goshen, Against Mandatory Sunset for Dual Class Firms, available at <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/02/against-mandatory-sunset-for-dual-class-firms/>, last visited on Apr. 11, 2021.

[54] See John C. Coffee, Jr., Dual Class Stock: The Shades of Sunset, available at <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/11/19/dual-class-stock-the-shades-of-sunset/>, last visited on Apr. 11, 2021.

[55] 参见前引 [53]，Fish、Solomon 文，第 19 - 20 页；前引 [4]，Allaire 文，第 18 页。

[56] 参见前引 [4]，Allaire 文，第 17 - 18 页。

[57] 反对意见认为，《上市规则》“没有引入期限型日落条款也是比较遗憾的”。（前引 [35]，朱慈蕴、神作裕之文，第 23 页。）

[58] 参见前引 [8]，沈朝晖文。

[59] 我国公务员法 [《公务员法》第五十九条（十六）] 规定政府官员不能从事经营活动，因此，根据下文建议，应当允许创始人委托其他创始人投票或者在创始人委托他人投票的情况下，仅仅是在委托期内，特别表决权股转化为普通股。

务,如果强行规定其所拥有的特别表决权股转化为普通股,绝大多数创始人可能就拒绝从事这类职务,结果是剥夺了创始人更好地服务于国家和社会的机会。

因此,本文建议,《上市规则》等不应当强行规定创始人只有同时担任董事职务时才能拥有特别表决权股。在美国等境外市场,也罕见类似的日落条款。^[60]当然,如果上市公司确实有这方面的需求,可以自行在公司章程中作出规定。

(三) 转让给他人是否应当有例外规定

由于特别表决权股与创始人之间具有极强的人身依附关系,一旦创始人转让其股权,受让人所拥有的股份即不能再享有特别表决权。但是,当该受让人具有特殊身份时,该理由是否还能成立值得讨论。

1. 受让人是其他创始人

《上市规则》以全体创始人的持股比例来计算双层股权结构的存续条件,因此创始人之间是以团队身份来共同控制公司的,《优刻得招股说明书》也明确规定创始人共同行使表决权。对于普通股投资者来讲,创始人团队因素也是其决定是否投资该公司的重要考虑之一。例如,投资者正是信赖 Snap 公司的创始人埃文·斯皮格尔(Evan Spiegel)和罗伯·特墨菲(Robert Murphy),才去投资 Snap 公司的。^[61]如果是创始人之间互相转让股权,由其他创始人继续享有转让创始人所拥有的特别表决权股,除了能够继续使创始人保持对公司的控制权之外,也与公司在 IPO 时设置双层股权结构的目标不相违背,同时也没有损害普通股投资者的合理信赖。

因此,本文认为,当创始人将特别表决权股转让给其他创始人时,其他创始人所拥有的该股份依旧能够享有出让创始人的特别表决权。该例外规定,也是美国实施双层股权结构公司的普遍做法。^[62]

2. 受让人是创始人的子女等近亲属或者家族信托

创始人希望能把企业做成一家百年老店,但是实现该愿景并非一代人所能完成,考虑到我国“子承父业”的传统,创始人希望子女能够掌管公司实现其愿景的需求是非常迫切的。有学者指出,在加拿大,实施双层股权结构公司的主要目的之一就是使家族来控制该公司。^[63]加拿大的实证研究显示,在 43 家家族控制的上市公司中,有 63% 的公司(27 家)设置了双层股权结构。^[64]或者创始人希望公司保持其独立的特色或者传统(尤其当该公司属于出版或者娱乐行业时),只有其后人或者由遵从其指令的家族信托来继续拥有特别表决权股,方能实现创始人的这一愿望。

基于上述考虑,如果创始人将其特别表决权股转让给子女等近亲属(或者由子女等近亲属继承),或者将该股份转让给家族信托,由专业的受托机构遵循创始人的指示来行使表决权,则其原来所拥有的特别表决权股不应当转换为普通股。在美国,虽然不少上市公司在章程中限制了创始人对外转让特别表决权股,但是一般都不禁止将该股份转让给子女等近亲属(或者由子女等近

[60] 参见前引 [31], Winden 文, 第 863-869 页。

[61] 参见前引 [3], Bebchuk、Kastiel 文, 第 589 页。

[62] 参见前引 [31], Winden 文, 第 863-869 页。

[63] See Anita Anand, Offloading the Burden of Being Public: An Analysis of Multiple Voting Share Structures, 10 Va. L. & Bus. Rev., 395, 400 (2016).

[64] 参见前引 [4], Allaire 文, 第 5 页。

亲属继承)。^{〔65〕} 境外的实证研究表明, 由家族控制的双层股权结构公司能够为普通股股东带来更多的回报(高出平均回报率 35 个基点)。^{〔66〕} 也有实证研究表明, 家族控制的双层股权结构公司不仅业绩表现优良, 而且经营得更久, 表现出更多元的公司目标, 能够抵御投机性股东的压力和短期社会经济形势对公司的影响。^{〔67〕}

需要注意的是, 当创始人通过双层股权结构将公司的控制权不断地在家族系统中继承时, 不少上市公司可能会一直由某个或若干个家族控制, 成为现代社会中的“门阀世家”, 这样可能会对社会的平等性和公平性造成一定的冲击。^{〔68〕} 本文认为, 此点涉及较为宏大的社会问题, 对此的详细分析和建议超出了本文的范围。但是, 从双层股权结构中日落条款的设计角度而言, 可以规定特别表决权股经过三代继承后转换为普通股或者信托存续时间超过一定年数后, 特别表决权股转化为普通股。^{〔69〕} 当然, 如果我国将来引入时间型日落条款, 对此无需过于担忧。

综上, 本文建议, 《上市规则》应当允许公司章程规定, 创始人将特别表决权股转让给子女等近亲属(或由子女等近亲属继承)或者家族信托时, 受让人或该家族信托继续享有特别表决权股。如果公司在章程中对此进行了明确规定, 投资者会有合理预期。并且, 基于我国重视家族传承的传统文化, 投资者对于此类章程条款也不会感到意外。

(四) 对于创始人委托投票的限缩解释

本文认为, 对于委托情形下的特别表决权股转化为普通股, 须做限缩解释。^{〔70〕} 首先, 如果创始人对受托人如何行使表决权给出了明确的指示, 受托人行使表决权体现了委托人意志, 此时特别表决权股不应当转化为普通股。其次, 如果创始人之间互相委托行使表决权, 如前所述, 此时并未改变特别表决权股与创始人之间的人身依附关系, 特别表决权股也不应当转化为普通股。最后, 如果创始人将特别表决权在一定时间内(例如一年)全权委托给他人(非其他创始人)行使, 该特别表决权股也仅仅是在该特定时间内转换为普通股。期限届满, 创始人所拥有的股份还依旧享有特别表决权。

综上, 只有创始人将特别表决权永久性地、不可撤销地委托给他人(非其他创始人)行使, 此时创始人所有的特别表决权股才转化为普通股。

五、结 论

双层股权结构有助于创始人牢牢掌握对于公司的控制权, 抵御敌意并购, 实现公司的长期价值, 达成其愿景。与此同时, 该股权结构也可能增加公司治理成本, 损害普通股股东的利益。日

〔65〕 参见前引〔31〕, Winden 文, 第 863-869 页。

〔66〕 See Ronald Anderson et al., The Dual Class Premium: A Family Affair, available at <https://ssrn.com/abstract=3006669>, last visited on Apr. 11, 2021.

〔67〕 参见前引〔4〕, Allaire 文, 第 11-13 页。

〔68〕 参见前引〔48〕, Jackson 文。

〔69〕 就信托领域的该争议, 参见 Scot Andrew Shepard, Which the Deader Hand: A Counter to the American Law Institute's Proposed Revival of Dying Perpetuities Rules, 86 *Tul.L.Rev.*, 559 (2012)。

〔70〕 在美国等境外市场, 很少有此种类型的日落条款。(参见前引〔31〕, Winden 文, 第 863-869 页。)

落条款的规定,有助于平衡创始人与普通股股东之间的利益冲突。

我国《上市规则》规定日落条款的主要理由是双层股权结构不能实现授予创始人特别表决权股的目标与公司治理成本显著增加。具体而言,包括董事不能履职、创始人失去对股权的控制、公司控制权变更以及创始人持股比例低于10%等,但是也存在相当大的完善空间。

从实际情况来看,由于我国刚刚实施双层股权结构,相关经验尚不充分,规定时间型日落条款的时机尚不成熟。《上市规则》强制要求创始人担任董事职务才能拥有特别表决权股,并不合理。只要创始人拥有特别表决权股,其就能行使特别表决权,与其是否在公司担任董事(或者其他)职务无关。当创始人将特别表决权股转让给其他创始人时,特别表决权股不应当转换为普通股。公司章程可以规定,创始人将特别表决权股转让给子女等近亲属(或由子女等近亲属继承)或者转让给家族信托时,该股份不转换为普通股。对于创始人委托他人行使表决权,特别表决权股就转化为普通股的事由要做限制解释。如果创始人对如何投票作出明确指示、将投票权委托给其他创始人行使,特别表决权股不转换为普通股。创始人将特别表决权在一定时间内全权委托给他人(非其他创始人)行使,该特别表决权股只是在该特定时间内转化为普通股。期限届满,委托人所拥有的股份依旧享有特别表决权。只有创始人将特别表决权永久性地,不可撤销地委托给他人(非其他创始人)行使时,创始人所拥有的特别表决权股才转化为普通股。

Abstract: In dual classes share structure, the voting rights vest on founders through special shares are more than those of ordinary shares, thus even founders hold a few shares, they can control the corporations. Such structure helps founders to resist hostile takeovers, realize the long-term value of corporations and fulfill their idiosyncratic visions. At the same time, such structure may add the agency costs of corporate governance, and hurt the interests of ordinary shareholders. The sunset provisions are useful to balance the interests of founders and ordinary shareholders. In China, we have several types of sunset provision, such as directors losing their capability to manage corporations, founders not controlling the special shares, the shift of corporate control and the ratio of founders' shares less than 10%, but there is room to improve. From a practical standpoint, it is not good time to enact time-type sunset. It is unreasonable to allow founders to enjoy super voting rights only when they act as directors. When founder transfer the special shares to other founders, special shares shall not be changed to ordinary shares. Charts can allow the founders to transfer the special shares to their heirs or family trusts. Only founders permanently and irrevocably authorize others (not other founders) to vote, their special shares shall be changed to ordinary shares.

Key Words: dual classes share structure, founder, idiosyncratic vision, sunset provisions

(责任编辑:朱晓峰 赵建蕊)

美国“蓝天法”对科创板发行审核 裁量权边界的启示

——兼论新《证券法》下注册制进阶路径

任泽宇*

内容提要：通过对美国以“蓝天法”为主的证券发行实质审核发展体系的制度变迁和实践逻辑的反思，可以发现实质审核与核准制作为发行审批手段本身并无好坏，其发挥作用的条件有其适用的市场环境和技术形势。在证券发行监管中，保证投资者收益、促进融资和维护系统稳定性风险三者存在不可能三角关系。科创板在发行审核市场化方向上做出了有益探索，科创板的稳定运行需要行政监管、市场自律和司法救济三驾马车的共同指引，未来资本市场健康发展需要在证监会的行政监管与处罚和金融法院的司法救济之间形成良性竞争。

关键词：蓝天法 科创板 股票发行 注册制 IPO

2019年1月30日，中国证监会发布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》（以下简称《实施意见》）。科创板开创性地采纳了证券发行注册制，使用电子化的提交、审批与注册，充分利用现有的信息技术，简化审批手续，促进科技创新企业登陆资本市场融资。2019年12月28日新修订的《证券法》，则正式取消了发审委制度。伴随着新三板、创业板与主板未来证券发行审核向注册制过渡的趋势，在过渡期内，我国形成了科创板注册制发行下的信息披露审核与传统发审委主导下的核准制实质发行审核相结合的双轨制证券发行制度，2020年4月深圳证券交易所提出就创业板改革并试点注册制。科创板的发行审核制度充分借鉴了国际发达资本市场制度与经验，为深化证券发行的市场化改革进行了大胆有益的探索，符合现阶段中国国情与证券市场条件，也为未来行政处罚与司法救济衔接、证券市场监管的进一步立法改革留下了充分空间。科创板事前事中事后全过程的严格监管，有利于将事前审核与事后救济相结合，

* 任泽宇，中国政法大学法与经济学研究院副教授。

有助于形成诚信市场文化环境。

历史上，美国也曾实行过双轨制的证券发行实质审核，体现为联邦证券法上实质性的信息披露与各州对证券进行实质审核相配合的双重管理体系，是美国联邦主义在证券监管上权力分配的历史产物。美国双重审核并行于 1933 年到 1996 年，州的实质审核与联邦层面证券交易委员会（SEC）的信息披露审核并存，审核权力随着市场条件和投资者成长此消彼长。后期伴随着国际资本市场的发行竞争，交易所量化上市标准的提高，SEC 问询内容实质化及重大价值信息充分披露，配合强大的司法威慑与救济，才逐步豁免了州对证券发行的实质审核。美国发行制度的探索与修正，体现了其监管制度的灵活性与创新生命力。

作为发达资本市场的领头羊，美国的成功经验并不只有注册制，其信息披露制度的演进，配套监管与自律制度的跟进配合更值得学习与借鉴。对于美国注册制信息审批下的“蓝天法”实质审核权力变迁、机构投资者如何成为市场主导、美国面临的国际资本市场发行竞争、新兴企业的资本运营特点、交易所“自我扩权”促进监管竞争、证券行业自律声誉形成、集体诉讼与司法关系的调整以及资本市场内在发行约束的研究，均有助于我们从宏观和全局角度借鉴其发行监管制度，了解其制度形成的市场条件和环境，吸取其发展过程中的教训，对照我国资本市场发展阶段，更好地采纳符合我国国情的发行审核方式。

本文通过回顾美国发行审核的权力制度变迁，结合美国学术界、业界对于实质审核适用性的讨论，指出实质审核与核准制作为发行审批手段本身并无好坏，其发挥作用的条件有其适用的市场环境和技术形势，进而从法律经济学角度、成本收益角度出发，论述实质审核在不同时期发挥的作用，从科创板的审核标准与范围、交易所激励与定位、证监会对发行规则的统筹、券商行业自律与司法救济的跟进等方面阐述我国科创板的走向与进阶路径。以期充分发挥我国发行审核制度的弹性，适应市场与企业融资新形势，在发行监管领域走出中国气派与中国道路。第一部分对美国联邦、州与交易所在注册制证券发行中的实质审核权力范围和审核演进做了梳理和比较；第二部分对美国 20 世纪 70、80 年代关于州实质审核发行优劣势的讨论进行整理，从定性与定量角度阐述实质审核优劣势，介绍当今市场条件下美国完全信息披露体系对投资者保护不足的反思与修正，并提出发行监管不可能三角模型来解释不同监管者在特定机构定位下的发行监管效用；第三部分结合美国资本市场发展经验，对我国科创板现有的发行审核标准和流程、交易所定位与激励做出评价分析，并为科创板下一步发展与配套改革措施提出建议，助力深交所注册制的发行审核与信息披露；第四部分做出总结和结论。

一、美国证券发行实质审核的演进

美国证券发行监管中的信息披露与注册制度不是一蹴而就的，而是在适应市场条件的过程中不断调适其与实质审核的边界，二者共同配合，促进投资者保护与资本市场制度完善。其中，SEC 审核的裁量权边界不断扩大，由单纯审核信息披露格式与内容缺失到以问询方式对于信息披露内容进行实质性审核，将州对证券的价值判断转化为披露有决策价值的信息，由静态审核转向主动管理。证券行业也为了豁免州的实质审核，促进交易所采取超过州“蓝天法”的静态上市标

准,实现了自我扩权。而传统上州强势的实质审核在面对联邦 SEC 与交易所的发行监管竞争中,对于新兴技术公司的审核显得不适应时代潮流,最终其职能被完全替代,退出了历史舞台。美国证券发行监管审核权力分配与变迁情况请参见表 1。

表 1 美国证券发行监管审核权力分配与变迁

1911—1933 年	随着美国东部工商业发展与融资规模扩大,企业大量向中西部发售证券,其中含有投机分子的欺诈证券,各州先后制定“蓝天法”对证券的发行进行实质审核,对证券价值与公平性做出判断;以纽约证券交易所(NYSE)为主的交易所上市标准与持续披露规则不完善,自律管理有限。跨州欺诈发行时有发生,1929 年股灾促使联邦进行证券立法。
1933—1970 年	1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》建立起强制性的信息披露制度,站在投资者角度要求所需的投资信息;采用事后救济性手段,对于证券欺诈发行销售进行民事和刑事责任追究;同时保留了州对于证券发行监管的权力,仅对少数证券的发行豁免审核。SEC 制定了 10b-5 规则,对证券欺诈发行交易明确责任;美国全国证券交易商协会(NASD)制定了严格的证券业自律准则。事后的严格惩罚责任也推动 50 年代大多数州采取统一蓝本《统一证券法》(Uniform Securities Act)的部分内容,减化州审核的重复与差异性。
20 世纪 70 年代	有效市场理论推动信息披露的完善,纳斯达克股票交易所(NASDAQ)建立,电子化交易推广。 交易所制定的实质性量化上市指标与严格公司治理标准,开始超过州的实质审核标准。证券发行人达到全国性证券交易所的上市标准就可以获得州对 IPO 实质审核的豁免。
20 世纪 80 年代	里根任期内放松管制的背景下,高科技公司大量上市,发行方案与州发行审核多发生抵触。金融集团的游说质疑州实质审核阻碍资本融资效率,推动伊利诺伊州和路易斯安那州先后放弃实质审核,转向信息披露审核。新制定的《统一证券法》开始限制州的实质审核权力。
20 世纪 90 年代	为了应对资本国际化中境外证券市场对于上市公司股票发行的竞争,寻求减少美国联邦与州两级审核成本和内部壁垒,1996 年美国国会通过了《国家证券市场改进法》[National Securities Market Improvement Act (NSMIA)],对于在全国性股票交易所(如 NYSE, NASDAQ)公开发行的股票,豁免州层面对 IPO 的注册及实质审核,州只对涉及本州的小额发行有审核裁量权。
当前	《促进新兴企业法案》(JOBS 法)对年收入 10 亿美元以下的新兴成长性公司的 IPO 在发行与上市后的财务审计、内部控制和信息披露的要求都有放松。目前美国市场 IPO 的审核,以 SEC 对企业上市申报材料的实质问询反馈和交易所的数量化上市标准与公司治理标准结合为主导。SEC 拥有强大的行政执法权,集体诉讼等事后的司法救济也对发行人与中介机构虚假陈述和披露缺失进行严厉的追责。

• 299 •

从表 1 我们看到,伴随技术进步、上市公司类型变化、投资者成熟程度的提高等市场条件,美国对于股票发行的审核权力、内容和标准在州监管机构的实质审核、SEC 的信息披露审核以及交易所的自律管理三者中不断进行着动态调整。先后经历了由州实质审核证券价值与联邦要求的信息披露结合的阶段,和交易所上市标准提升、证券业寻求豁免州对 IPO 的实质审核阶段。SEC 的审核也从关注信息披露的格式演变为发行内容审核与实质问询。交易所对 IPO 公司市值、现金流、收入和利润等资本规模和盈利指标的要求构成静态的上市门槛与实质审核标准,同发行上市要求的公司治理标准一起构成另一种形式的“实质审核”。^[1]交易所的自律标准与 SEC 从监管

[1] See Jay T. Brandt, Securities Practitioners and Blue Sky Laws: A Survey of Comments and a Ranking of States by Stringency of Regulation, 10 (3) *Journal of Corporation Law*, 689-710 (1985).

者主观经验判断出发、通过灵活的实质问询完善披露相结合的 IPO 审核模式，既有经营业绩指标数量化上市标准的要求，又有信息披露的格式与内容要求，充分发挥了监管者的主观能动性与专业经验。SEC 以披露形式展示影响价值判断的信息，通过投资者利用自己投资知识进行分析判断，在充分保证市场交易诚信公平的基础上，实现投融资双方的自由买卖与市场化资源配置。

二、美国证券发行实质审核的优缺点讨论与解释模型

从 20 世纪 70 年代 NASDAQ 兴起，到 80 年代大量新兴高科技公司寻求上市融资遇到州监管的审查，美国也经历了在以政府主导审核来确保证券发行质量与投资者投资权益，和优先企业融资以保证创新融资环境之间进行权衡取舍的阶段。在这期间，对于州层面主导的实质审核的成本收益，美国学术界展开了激烈的争论，不少州层面的监管人员也加入讨论中，从学理、观察和实证上对实质审核的有效性进行论证，为之后州实质审核权的豁免提供了学理上的思辨。美国在里根政府放松联邦监管期间，提出 12291 号行政命令，对行政监管机构的监管实行成本收益分析来衡量监管效率，对于难以量化的成本收益要求进行定性描述，以实现社会净收益最大化。^{〔2〕}

虽然美国传统意义上的证券发行审批制已经成为历史，但反思其发挥作用的 market 条件与阶段，从定性与定量角度分析美国实质审核的效果及优缺点，总结其发展过程中遇到的问题，可以为过渡期内我国科创板和发审委实质审核的发行审核边界与范围、标准提供很好的反思角度。中国目前科技新兴企业对资本市场的融资需要，非常类似于美国 80 年代初诸如苹果等创新创业技术公司登陆资本市场融资的情形。总结美国当时的监管经验和学术反思，挖掘监管背景与社会现实，对于当下中国实行供给侧改革，通过发挥科创板资本市场力量推动技术革新与科技进步具有重大的借鉴意义。

（一）证券发行实质审核的有效性分析

“蓝天法”起源于州的监管者为了保护本州居民免受外州欺诈而对证券发行做出的管制行为。在美国 50 个州与哥伦比亚特区都有各自不同形式的“蓝天法”，州的实质审核站在普通个人投资者角度，以风险厌恶者角度来做投资决策，对发行证券的价值（投资的前景和盈利）和公平性做出考量。不仅考虑信息有无欺诈，^{〔3〕}也考虑公司的持续盈利与收益能力以及发行方案中发起人资本投入，承销方案，期权、股权结构与稀释等条款是否对投资者公平^{〔4〕}。在实践中，州监管者拥有宽泛的自由裁量权，可以发行中存在不公平协议，或以证券具有高投资风险或者强投机性为由拒绝股票的注册发行。

沃伦（Warren）关注到普通投资者渴望获得资本收入，参与资本市场获得投资机会分享经济繁荣的意愿，但分散的弱势投资者没有议价能力获取信息，而发行人主动自愿披露信息往往不

〔2〕 参见席涛：《法律经济学——直面中国问题的法律与经济》，中国政法大学出版社 2013 版，第 147 页；Sunstein, Cass R., *The Cost-benefit Revolution*, The MIT Press, 2018, pp. 6-9.

〔3〕 See Peter E. Ptacek, *Blue Sky Considerations in Structuring a Public Offering*, 21 (2) *Drake Law Review*, 225-237 (1972).

〔4〕 参见前引〔1〕，Jay T. Brandt 文，第 689-710 页。

足,政府以投资者代表的角度去关心把关财务信息真实性、发行承销协议和公司融资的前景与行业未来,有助于交易公平。^{〔5〕}同时,早期信息技术不发达时,州证券监管机构成为证券注册的信息中心,成为缺乏投资知识与经验的投资者与进行尽职调查专业人员获得有效信息的途径。^{〔6〕}

实证上,因为美国每个州都有对在本州发行股票的审核权,在一州被拒绝注册发行或主动撤回的公司依然可以选择在别的地方发行上市交易,这也提供了比较研究的数据支持。

古坎德(Goodkind)通过对威斯康星州在1968—1973年获得审批通过和撤回注册申请的股票发行在价格变动、账面资产变动和累计现金股利的比较,发现经过审核发行的股票比撤回注册而在其他州上市的股票表现好,证明股票发行监管中的实质审核有效。^{〔7〕}瓦尔克(Walker)和哈达威(Hadaway)教授对得克萨斯州在1975—1980年批准发行和撤回发行的相关股票指标的研究也证实了这一点。^{〔8〕}詹宁斯(Jennings)对亚利桑那州证券监管部门在1984—1987年的股票审核数据的实证研究表明在股价、每股收益和股利指标上批准发行证券都要比撤回注册申请的股票高。^{〔9〕}布兰迪(Brandi)对1973—1980年发行的证券进行衡量,发现实行严格实质审核的州股票定价更有效且带来更好的长期回报,而实质审核监管相对松的州可以获得较好的短期回报,但证券存在投机性和更高风险,体现了监管程度松的州证券市场定价不有效。^{〔10〕}

实质审核是否阻碍融资?加利福尼亚州与马萨诸塞州是美国互联网与生物医药高科技企业集聚的地区,而这两个州又以实行严格的实质审核而著名。加利福尼亚州对发行股票的投资价值进行判断,要求盈利能力证明和两年经营业绩纪录,^{〔11〕}并且关注公司的商业计划、产品市场和管理层能力^{〔12〕}。1980年马萨诸塞州否决了苹果公司对本州居民发行IPO,理由是其未满足该州要求的三个实质条件:苹果的发行价超过了100倍市盈率,而州的规定最高是4倍市盈率;苹果账面资产只占到了发行后市值的9.65%,而州要求最低达到20%;内部人控制发行后总股份的43%,州规定内部人控股最高不超过10%。^{〔13〕}

一方面,严格的实质审核使能够在加利福尼亚州与马萨诸塞州发行的证券更受到追捧和信赖,^{〔14〕}形成信号传递作用;另一方面,公开发行的融资限制也推动了本地风险投资等融资方式

• 301 •

〔5〕 See Manning Gilbert III Warren, Reflections on Dual Regulation of Securities: A Case against Preemption, 25 B.C.L.Rev., 495 (1984).

〔6〕 See Manning Gilbert III Warren, Legitimacy in the Securities Industry: The Role of Merit Regulation, 53 (1) Brooklyn Law Review, 129-142 (1987).

〔7〕 See Conrad G. Goodkind, Blue Sky Law: Is There Merit in the Merit Requirements, 1976 (1) Wisconsin Law Review, 79-123 (1976).

〔8〕 See Ernest W. Walker, Beverly Bailey Hadaway, Merit Standards Revisited: An Empirical Analysis of the Efficacy of Texas Merit Standards, 7 (4) Journal of Corporation Law, 651-688 (1982).

〔9〕 See Marianne M. Jennings, The Efficacy of Merit Review of Common Stock Offerings: Do Regulators Know More Than the Market, 7 (2) BYU Journal of Public Law, 211-244 (1992).

〔10〕 See Jay T. Brandi, Merit Securities Regulation, Market Efficiency, and New Issue Stock Performance, 12 (4) Journal of Corporation Law, 699-712 (1987).

〔11〕 See Kunz, Karen, Jena Martin, When the Levees Break: Re-visioning Regulation of the Securities Markets, Lexington Books, 2017, p. 84.

〔12〕 See Report on State Merit Regulation of Securities Offerings, 41 (3) Business Lawyer (ABA), 785-852 (1986).

〔13〕 See Westenberg, David A., Practising Law Institute, Initial Public Offerings: A Practical Guide to Going Public, Practising Law Institute, 2012, pp. 17-18.

〔14〕 参见前引〔6〕, Manning Gilbert III Warren 文, 第129-142页。

发展，也间接促进了这两个州多层次融资渠道的繁荣。

州的实质审核权也调动了地方监管积极性，纵然增加了制度成本和交易成本，但是各州熟悉本地实际情况，提出的发审问题更有针对性，符合本地投资者需求，且多州审核促进了招股说明书信息披露的完善与监管的竞争。在后期的实质审核中，有些州做了灵活调整，对于审核中认为有潜在风险的部分，与企业通过沟通协商在发行披露中进行重点提示与披露，^{〔15〕}这一点后来也被 SEC 所采用的实质内容问询和披露要求所吸纳。

对州实质审核的批判则集中于：（1）州与联邦注册的审核形式与标准不同，上市需要按每个州特定需求准备注册材料，合规成本负担沉重，^{〔16〕}耗费时间长且执行成本高；^{〔17〕}（2）实质审核标准不透明，审核人员主观自由裁量权过大，导致审批不确定性强，增加企业负担；^{〔18〕}（3）政府变成投资顾问角色，过度父爱保护主义会误让投资者认为担保收益，产生依赖；同时，实质审核认为具有回报能力的企业才可以发行，对于真正有融资需求的成长型企业不公平，对于小企业的歧视会阻碍经济与创新能力发展；^{〔19〕}（4）州证券监管机关人员配备少且流动快，导致了审核预期不稳，面对快速变化的市场与细分行业众多的公司，实质审核不可能面面俱到；^{〔20〕}（5）价值判断需要懂金融、法律与行业知识且操守好的人才，而监管机构培训不够；商业风险难预料，前期的业绩不代表未来的盈利能力，比如钻探油气的公司业绩不确定；^{〔21〕}（6）在实质审核的监管绩效与有效性的考量上，州对于 1970—1980 年有税收优惠的有限合伙上市的实质审核中，有很多导致投资者损失的失败上市决定；而彼时市场已经以具备强分析能力的机构为主导，特定优质投资者比如高净值人群也拥有自我判断与保护能力，州的实质审核显得进退失据^{〔22〕}。

从美国的经验可以看出，美国对于股票发行的实质审核并不是由行政命令或法律修订而一举废除或豁免的。由于联邦主义下州权的保留，证券业界没有选择在立法层面上取消州的实质审核，而是由证券业自律组织 NASD 在 1971 年成立 NASDAQ 全国交易系统，利用信息技术与电子化交易手段，以价格发现和信息反馈机制作为理论支撑，凭借全国市场信息传递和处理能力，获得全国性的证券交易市场地位。伴随着交易所数量化上市标准提升和 SEC 实质问询，州的主要证券发行审核权才显得冗余而被豁免，期间经历了二十多年的转型过程。美国对证券发行的实质审核也是在动态中调整，如桑斯坦（Sunstein）所说，在行政监管中的，如果制定监管政策所需要的信息不能充足量化，可以先搞政策试点，再反馈，再修正，不断完善监管体系，^{〔23〕}某种程度上这也是中国“摸着石头过河”智慧与试点制度的精髓，为中国实行发行审核双轨制并行提供了参考。

〔15〕 参见前引〔12〕，第 785—852 页。

〔16〕 See Letter from the Securities Industry Association to George A. Fitzsimmons, Secretary, Securities and Exchange Commission (September 9, 1983).

〔17〕 参见前引〔9〕，Marianne M. Jennings 文，第 211—244 页。

〔18〕 参见前引〔1〕，Jay T. Brandi 文，第 689—710 页。

〔19〕 See Hal M. Bateman, State Securities Registration: An Unresolved Dilemma and a Suggestion for the Federal Securities Code, 27 (5) *Southwestern Law Journal*, 759—789 (1973).

〔20〕 参见前引〔12〕，第 785—852 页。

〔21〕 参见前引〔12〕，第 785—852 页。

〔22〕 See Mark A. Sargent, A Future for Blue Sky Law, 62 *U. Cin. L. Rev.*, 471 (1993).

〔23〕 参见前引〔2〕，Sunstein、Cass R. 书，第 95—98 页。

值得注意的是,实质审核的成本和收益不是一成不变的,随着时代发展,实质审核的好处和成本也在发生变化。随着统一市场的形成、技术的发展,券商自律提升的市场条件下实质审核机制显得不符合市场经济而丧失活力。这不是实质审核或核准制本身的问题,而是其发展中阶段性的问题,是其不能适应新的市场环境和条件所致——在后期实质审核被指责的地方,早期却是其优势所在。

实质审核在历史上对投资者的保护作用体现在:起初联邦信息披露内容不明确,会计准则也不统一,州和联邦的双重审核在单纯信息披露的监管事前多加一道价值审核,可以显著减少欺诈风险;站在股民角度,实质审核以风险厌恶者的角度来做投资审核,州的监管者代表投资者利益去争取公平发行方案,防止了低价突击入股和过高承销费用;在早期通信技术不发达、信息不充分的时候,股票发售多伴随夸张推广与广告宣传,有价值信息披露不多,审核标准的宽松与裁量权提供了灵活性,可以切实保护本地居民投资安全。

随着80年代机构投资者成为市场主导,全国性股票交易所信息流动消化快,市场定价有效性增强,而1983年科技股大量上市,各州审不过来的情况也迟滞了资本的形成。而Apple在马萨诸塞州上市申请被拒绝,也显示了州的实质审核已经从融资角度和投资角度阻碍了资本支持技术创新的能力,限制了投资者投资产品的渠道,州实质上侵害了联邦赋予发行人的完整披露即可融资的权利。而新经济时代,由于高科技公司轻资产与医药公司高前期投入研发特征,实质审核人员面对上市公司,很难根据既往的业绩判断未来盈利业绩,把握商业风险。SEC的问询也将传统主观的投资价值判断以信息披露规定的格式和内容方式体现,实现了更具行业专业性的实质披露审核;交易所日趋明晰的上市标准细则和公司治理要求也构成软性的实质审核。随着SEC与交易所的审核标准与效率超过州的实质审核,高成本的州股票发行实质审核不能适应统一市场,而被历史淘汰。

但在时间上,每次州实质审核监管放松后都出现了不同程度的股市危机,如1987年的股灾和2000年的互联网泡沫。2008年金融危机后,也有学者提出现在的信息披露模式有很多不足:早期信息披露为核心的制度过度相信了投资者的谨慎和证券市场的自律,鉴于新兴公司业务专业化、衍生产品业务发展,呼吁美国建立联邦层面的实质审核,保证发行质量并维护投资者权益。^[24]

(二) 发行监管审核中的不可能三角解释模型

针对州实质审核的成本收益引导,本文继续探讨州出于保护投资者的实质价值判断是否阻碍了联邦法下披露即可融资的权利。如果是的话,证券发行监管目标有无固有的内在矛盾,导致一直以来,不论美国还是中国对于核准制(事前实质审核)与注册制(信息披露下的事后监管)的激烈争论。在证券发行监管中,保证投资者收益、促进融资和维护系统稳定性风险三者存在不可能三角关系:

(1) 若在保证投资者获得公平与预期收益的前提下促进融资,一定会引进外在变量,如央行扩张流动性,从而增加资产价格泡沫,提升系统性风险;

[24] See Daniel J. Morrissey, The Road Not Taken: Rethinking Securities Regulation and the Case for Federal Merit Review, 44 (2) *University of Richmond Law Review*, 647-688 (2010); 前引[11], Kunz、Karen、Jena Martin书,第75页。

(2) 满足市场上扩大的融资需求，允许较高风险型证券上市，促进和扩大融资必然导致系统性风险上升，从而导致投资者收益波动上升与潜在欺诈风险水平的提升；

(3) 以严格审核发行低风险证券，既可保证投资者收益，同时维持系统风险稳健可控，但导致一部分成长型创新企业公开发行融资渠道受阻，转向高成本私募融资。

以美国为例，如何在不可能三角存在的前提下，让整个资本市场发挥最大效用，取决于监管者不同站位下的监管效用函数，也导致了监管行为差异化：

(1) 在不可能三角的作用下，州的监管者出于父爱保护主义，关注本地投资者的投资回报与安全，更偏向于事前审核的稳健，即以牺牲特定高风险企业融资的机会来换取市场稳定与投资者投资安全；

(2) 联邦 SEC 关注价格发现功能、投资者保护以及整个市场系统性风险和融资能力等宏观经济指标，其监管目标融入更大格局下的监管体系——配合美联储和银行监管部门的监管政策；在有效司法救济的威慑下，SEC 将部分证券监管资源由事前审核放到事后的稽查和执行上；

(3) 证券交易所作为自律组织，其收入来源于上市公司，因此更着眼于维持行业准则与纪律，保持市场流动性与保证市场交易信心。

对于中国的启示在于：由于发行监管审核的不可能三角的存在，我们不可能同时满足全部三个目标以实现最大化效用，只能通过其他的制度安排，因时制宜，实现资本市场投融资总体效用最大化：

第一，市场分级。资本在促进科技创新和研发方面发挥着重要的作用，稳定的工业科技发展融资环境对促进创新不可或缺。风险收益并存的前提下，在供给侧上通过将高风险高成长创新企业与传统制造工业按板块区分上市，诸如 NASDAQ 不同市场板块对应不同类型公司，有助于识别风险，让真正有风险承受能力的人承担合适风险；通过不同板块设立的不同投资者门槛，可以实现投资者的风险承受力合适度识别。

第二，投资者分级。史蒂文（Steven）提出理想模型，针对投资者的投资水平与教育程度进行分级，进行市场准入与信息差别对待，^[25] 从而在需求侧上把握住了投资者投资风险可控。现实中，可以通过制定投资者进入门槛，划分投资者投资分析判断能力和投资成熟度作为市场进入的区分。而大力发展专业分析能力强的机构投资者，有利于整个系统的稳定和价值投资。

第三，信息披露分级。监管机构针对不同风险类别、融资需求与行业特征的发行人，实行差异化的信息披露标准，降低持续披露与合规成本。

第四，发展多层次资本市场，充分发挥私募市场在 IPO 前的对小企业、新技术的风险融资功能，拓宽机构专业化投资与个人投资者投资私募产品渠道，实现理财专业化与风险分担及信息要求的差异化。不仅促进了投资者分级投资，也拓宽了企业的融资渠道，增加了投资者教育与实战经验。

这一部分从法经济学成本收益角度出发，定性提出美国证券发行市场发展过程中实质审核的成本收益。虽然成本角度难以数量化明确定价，但所列出的市场关心角度，可以供监管者在不用

[25] See Stephen Choi, Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal, 88 (2) *California Law Review*, 279-334 (2000).

时期,根据市场发展条件、投资者分布状况以及不同市场环境下监管的侧重点,在发行监管审核的不可能三角的约束下,对科创板灵活采用配套制度进行全过程监管,按照目标优先级排序投资者保护、促进资本融资、市场流动性和稳定、价格发现与定价准确、投资产品丰富与系统性风险控制等目标,辅之以行政监管资源在审核与执法资源上的划分,充分发挥司法的威慑作用,实现资本推动实体经济的最大效用。

三、由美国实质审核制度探索科创板发审裁量边界与未来改革

通过对美国实质审核的演进和优缺点的分析,我们发现美国的实质审核从兴起到衰亡不是一朝一夕,也不是通过法律或行政命令一下子完成的,而是在实践中,从植根于投资者保护的实际需要出发,没有单纯采取美国传统反欺诈的事后保护,而是汲取各国监管的优点,采取了英国的披露制度和实质审核的事前把握,做出符合美国当时国情的制度设计。在1911年到1996年八十多年的实质审核实践中,美国在发行审核的审核权限和内容标准上不断进行着动态调整,寻求州、联邦和交易所之间信息披露和实质审核的最佳比例。

美国州“蓝天法”的实质审核制度衰亡是历史选择的结果,但信息披露下的注册制充分发挥作用取决于以下配套制度和市场条件的协同:

1. 机构投资者凭借专业性与信息分析能力成为市场主导;散户投资者教育增强,参与符合风险承担能力的多层次市场;共同基金产品多样,散户可以参与指数基金等产品分散风险;
2. 经过几十年探索,参与发行市场各方责任明确清晰,对于证券欺诈发行的行政执法强有力,事后司法救济充分、有效、迅速,形成民事和刑事上的威慑;发行欺诈的可诉性与稳定预期结果,有助于促进各方成本判断;严格执法也促进了信息披露,削减了发行人造假动机与事前审核必要性;
3. 交易所重视自律规则,承担公共监管服务职能,形成良性循环吸引优质上市公司;
4. 券商自律经营,看重声誉与品牌价值,形成市场诚信环境;
5. 实质审核人员的传统审核经验对新兴互联网与高科技公司的高成长性难以适用,以往盈利状况不能保证未来准确的商业判断。

一百多年前,布兰迪斯提倡披露制时提出的“阳光是最好的防腐剂,灯泡是最有效的警察”^[26]的名言,在新的时代也面临新的挑战,很多公司在信息披露中避重就轻,利用披露规则掩盖经营实质。1992年美国证券交易所(Amex)新兴企业板的失败教训,2000年互联网公司上市泡沫,安然和世通公司的财务造假,到2014年美国71%的IPO公司无利润发行股票,^[27]发行市场成为私募股权退出的工具。这些新的市场趋势也为布兰迪斯添加了新的注释:即使阳光是最好的防腐剂,但阳光下的食物并不能保证不变质,需要其他的制度予以支持。

因此我们不能盲目移植美国信息全披露的制度形式,要了解其信息披露注册制度的实践逻辑

[26] Brandeis, Louis Dembitz, *Other Peoples' Money, and How the Bankers Use It*, F. A. Stokes, 1914, p. 92.

[27] See Shane Hampton, 71% of IPO Companies in 2014 Had ZERO Earnings, available at <https://www.hedgeable.com/blog/2015/02/71-of-ipo-companies-in-2014-had-zero-earnings/>, last visited on May 18, 2019.

与制度变迁背后的原因、演化的历史条件和市场环境，以及动态调整的每一步缘由，借此总结和反思中国当下股票市场的特点和市场条件、所处阶段，制定符合中国市场条件和社会情势的发行监管制度。

（一）科创板审核的裁量权边界

1. 审核的必要性

美国 1933 年《证券法》的立法初衷是：证券市场传统的买者负责对于分散投资者不适用，发行人没有动力提供充足的自愿披露，因而采取股票发行强制信息披露制度，以法律保护投资者，平衡发行人和公众投资者关系。^{〔28〕}相信只要披露了足够进行价值判断的信息，投资者自己可以判断证券价值，^{〔29〕}这也取决于投资者教育水平和投资需求在一战后迅速提高和发展^{〔30〕}。

某种程度上，在信息全披露的证券市场中，没有“坏的”证券。“坏的”证券如果销售价格足够低，有充足的流动性，可以获利，在投资者眼中就是“好的”证券。这符合传统“自由主义”与去监管化的思想：交易只要建立在买卖双方自愿交易上，交易信息无欺诈即可。而建立在买卖自愿基础上的证券信息全披露忽略了其外部性：投资者即使在掌握充分信息且拥有判断能力条件下，也可能由于“过度自信”而选择性地忽略相关风险信息和提示，以赌博投机心理炒作导致市场系统性风险的扩大，引发市场羊群效应，带来整个市场的崩溃。因此，信息披露并不是万能的，过度风险化投机级证券的上市交易，长远来说对交易所的系统风险控制和声誉不利，并有引发系统性金融危机的风险。^{〔31〕}交易所承担的诸如市场信心的维护、系统性风险的控制等公共职能也需要以一定程度的事前上市审核来把关证券的风险。

而 20 世纪 70 年代美国也曾经因为证券欺诈案件的高额诉讼成本，以及投资者赢得诉讼后上市公司已经破产而无偿还能力，导致散户被迫退出市场，转向机构投资者份额投资，以确保获得充分的议价能力和投资保护。^{〔32〕}

在 1999 年我国《证券法》制定过程中，鉴于中国股票市场投资者的价值判断能力弱，全国人大没有采取注册制而因时制宜采取了额度制下的审批。^{〔33〕}在当下，需求侧上，中国散户交易依然数量庞大，普通投资者参与资本市场分享改革成果需求强；供给侧上，大量的优质民营企业有上市融资的需求；从成本上看，企业上市的辅导发行与承销费用由新股东一起分担，一级市场的火爆也表明新股东为买到好的证券，愿意支付对价。科创板出于保护投资者的目的，也可以站在投资者角度审问得细致一些，形成优质上市公司间的竞争。对于披露单薄、盈利能力差、潜在风险大的公司，要严加问询与风险警示。尤其对于曾经寻求境外上市的公司，更要深入问询，它们

〔28〕 参见前引〔12〕，第 785-852 页。

〔29〕 See Hazen, Thomas Lee, *Treatise On the Law of Securities Regulation*, Volume 1, 2016 Revised volume, St. Paul, Thomson Reuters, 2016, p.38.

〔30〕 参见前引〔19〕，Hal M. Bateman 文，第 759-789 页。

〔31〕 美国 1983 年高科技股大量上市，联邦监管审核宽泛放松，州的实质审核因被游说也放松监管，而后 1987 年产生金融危机；1992 年 Amex 新兴企业板对于上市公司的发行把关审核不力，于 1995 年被迫关闭；1996 年豁免了州对证券实质审核，2000 年互联网股 IPO 泡沫影响整个系统的声誉和市场交易信心。

〔32〕 Loss, Louis, Joel Seligman, Troy Paredes, *Securities Regulation*, Wolters Kluwer Law & Business, 2014, pp. 340-341.

〔33〕 参见王连洲、李诚编著：《风风雨雨证券法》，上海三联书店 2000 年版，第 293-295 页。

可能是因为境外审核与披露更严格,合规成本高,退市处罚严厉,执法严格而“退而求其次”。

对照美国发展历程,在中国现阶段市场条件下,司法救济过程漫长,财产追回难,比重大的散户投资教育程度总体较低(分析能力弱,看报表少,依赖政策市、消息市多),有分享资本市场收益的动力,但机构投资者的委托代理成本高。短期内上市作为一项较为稀缺的资源,发行人仍有造假动机与投机心态。在司法救济完善与机构投资者成为市场主导前,适当的实质审核与问询有助于事前预防;否则,损失发生后,丢失的还有投资者信心与参与度、交易所的声望与权威性。同时,交易所的审核代表散户要求投资所需信息,平衡发行承销关系,对业绩和盈利能力做出把关以防止过度投机趋向,在信息处理和判断价值能力不强的市场条件下起到缓冲风险作用。

在科创板严格的静态上市量化标准与动态实质审核问询下,上市辅导也是发行人建立现代企业运营和公司治理制度的学习机会。综合考量,在中国市场现阶段,审核的成本远小于事后诉讼救济的漫长与不确定,以及损失发生带来的系统波动风险、市场投资交易信心损失和交易所声誉受损等社会成本。科创板借鉴信息披露机制,赋予交易所和企业更多自主权,转化为市场发行值得称赞,但在高效救济制度未建立起来的转型期,审核委对证券发行质量的把关不可或缺。

2. 审核流程的透明公开

美国证券发行的实质审核问题主要集中在股票发行人需同时满足联邦 SEC 的信息披露表格与实质内容披露以及各州实质审核的要求,对各州不同的侧重审核准备回应文件,协同合规成本高。如果在多个主要的金融中心集体上市,不同监管机构的审核会造成发行进度的拖延和不确定。

• 307 •

中国实现了交易所注册申请的招股说明书的预披露,审核通过后的招股说明书公开和报送证监会全流程电子化,审核注册分工明确。且通过电子注册、报送和反馈,无内容格式上的重复,简化了流程与成本,减少审批环节与寻租空间。且交易所审核同意后,披露完整招股说明书到报送证监会注册生效有 20 天期限,有助于市场充分消化招股说明书披露的承销和价格信息、发行方案,充分发挥媒体及公众监督反馈作用,促进信息有效传递,也赋予证监会最后的把关和审核权。与传统核准制发行相比,赋予了企业更多的自主选择权,发行人根据市场行情 1 年内择机上市的窗口期,按照其融资需求进行发行,避免了行政干预下的 IPO 停摆,上市流程时间可预期。

3. 实质审核的范围与标准

科创板面向的公司群体具有创新经济时代下盈利模式、研发投入与资产结构的新特征,对于以往的实质审核模式提出了更高的要求。如何将之前的实质价值判断转化为影响投资价值的信息披露形式,非常考验审核人员的智慧。而对于创业板的问询问题与实质披露的程度,也是一项自由裁量权很大的经验工作,虽然审核人员不做实质的价值判断,但是对于影响投资价值的信息一定要站在投资者角度,从审慎投资出发进行深度发问,以充分获取有价值 and 风险分布信息,实现价值判断的引导。借鉴美国的审核经验,实质问询一方面审核现有披露中是否有欺诈嫌疑与是否逻辑连贯,并进行重点询问和风险提示;从交易公平角度,对例如原始股与期权使用的稀释效应、关联交易如何影响利润的效果等方面,进行重点披露和提示。对主观难以判断的商业风险可由发行人做出风险测度与敏感性分析、潜在风险收益分析,给出区间测度;IPO 的价格管制取消后,

仍应该参考上市交易的行业市盈率，对于过高的发行定价方案由券商论证其合理性。^{〔34〕}

来回往复的问询与回答，比实质审核下的判断价值更能体现审核人员的专业能力与行业经验，主动沟通也起到对发行披露的导向作用。相比于静态的表格格式披露，投资者亦可通过向交易所反馈对于预披露招股说明书及动态反馈中投资判断的疑虑，协助建议要求更多披露影响投资决策判断的信息，这也是培养投资者投资分析判断能力的学习过程。

在上市审核的专业性方面，科创板面向的公司行业新兴性和专业性强，产品迭代变化快。可借鉴 SEC 在审核部门内部分行业成立小组，定期对审核人员进行内部培训，增强行业知识与前沿了解，增强专业判断。

根据市值与利润规模等方面的不同，交易所制定了多套科创板上市标准，有助于促进融资和利润回报阶段不同的技术类型公司融资。对于不同特征公司的行业划分与上市标准，信息披露标准与侧重也应该不同，后续可通过发行上市审核问答与案例指导，定期发布细化导向性标准与格式要求，明确不同行业公司披露的重点内容和程度，形成稳定预期。

同时，充分发挥既往证监会发审委实质审核的优势经验，实现发审委审核经验向科创板市场实质信息问询审核的过渡。上交所在历届发审委中扮演了重要角色，储备了很多具有行业知识和审核经验的发审专家。可针对不同行业的风险特征，盘点总结不同行业在历届审核中欺诈集中发生领域（比如农业企业的现金收付与关联交易、存货盘点制度等），形成案例库与手册，以帮助披露制问询下的审核与发行人自律，实现价值把关作用。

4. 交易所的审核激励

交易所审核委作为科创板市场的守门人，掌握着证券市场上市交易标的的质量，关系着百姓的投资收益和对改革开放成果的分享。审核委职责很重要，把好这道门可以减少未来欺诈的救济，有效控制系统性风险，提升市场交易信心。

但某种程度上，发行审核是一种“出力不讨好”的工作，作为专业人员给出判断，一方面要面对业界的强势压力，与资本雄厚的准上市公司和券商沟通，另一方面承载了股民和政府的信任，但发行审核并不能保证万无一失。从结果上看，事前审核如果管住了风险，拒绝了高风险投机性证券上市，成功化解了风险，很难在工作绩效考量时得到投资者和上级部门认证；相反，市场参与方很可能理所当然地认为本来就没有风险，监管审核的必要性反而是人为增加的交易成本和官僚机构寻租与机构自我存在合理性证明，扼杀了优质潜力公司的融资渠道，受益的分散大众又很难团结发声。但出现系统性波动或漏网之鱼，审核委员会作为最后一道守门人往往会首当其冲，受到指责。而由于心理学上人们存在对于眼前风险的强烈感知，^{〔35〕} 营救股灾的举措和挽回损失的人更易被铭记。

从成本收益角度看，投入监管的成本应该取决于避免危机带来的收益或者危机带来的损害，即为愿意付出的事前监管成本。^{〔36〕} 但因为审核而化解的风险，已经没有途径衡量其潜在损失。

〔34〕 美国州的实质审核就曾规定发行价格不能超过 25 倍市盈率，除非承销商论证发行价格合理。[See Richard B. Tyler, More about Blue Sky, 39 (3) *Washington and Lee Law Review*, 899-942 (1982).]

〔35〕 See Lewis, Michael, *The Fifth risk*, W. W. Norton & Company, 2018, pp. 81-126.

〔36〕 参见前引〔2〕，Sunstein、Cass R. 书，第 26 页。

科创板初期可以在审核和信息披露中寻求平衡,以事前实质审核减少事后诉讼风险和成本。

因为事前预防性的监管审批已将系统性风险杜绝在门外,而不是危机形成后再救市,在绩效考核中更值得鼓励和薪酬设计激励,按照预防风险避免的成本给予市场化待遇倾斜。市场各方对审核人员的问询和审核决定也应该更有耐心和包容度,不能因为其化解了风险,就认为没有风险存在,往往是在裁撤监管后,危机才会浮出水面。

5. 交易所审核的定位与作用

《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(以下简称《管理办法》)第一章第8条提出,证监会和交易所不对发行股票的价值和投资者收益保证,不做实质性判断;对申请文件的真实性、准确性和完整性不做保证。这就将虚假记载、误导性陈述、重大遗漏等移交给未来的司法责任与救济。但在现实中,司法责任更偏向于事后救济与威慑,行政手段对投资者财产保护更高效。

投资者通过开户时的风险提示与教育,也了解注册制下的审核不是政府担保与背书的证券,多年的经验也使人们相信审核也不可能是万能的。而风险自负与股市风险警示下,投资者对于交易所审核的诉求与期待更多在于对于行政机关解决纠纷的信任。散户面对欺诈发行的自我保护组织协调成本高,信息议价能力低,司法程序慢。在百姓看来,政府不做实际价值判断的审核,其作用不是政府担保也不在于价值把关衡量,而是有助于市场信心的建立:百姓相信发行欺诈发生后,有行政机构牵头出面主持赔偿调解与纠纷处理工作。虽然投资者力量薄弱,但是交易所及投资者保护中心面对券商有行政与执法权威,可以为百姓利益做主,因此投资者愿意加入市场交易。

• 309 •

区别于国外会员制交易所作为盈利目的的法人,上海证券交易所作为“准行政机关”,不单肩负了会员市场自律组织的管理,也承担了证监会委托的部分职能。在交易所的监管效用函数中,需要将市场信心和系统风险控制、资本市场稳定的维护纳入自己的监管目标函数。实质性的审核与问询看似增加了事前交易成本与制度成本,实则从全局上规避风险:监管除了商业成本,还有维护市场信心、交易所声望和系统稳定的社会账。因为不可能三角的存在,出于把关和对投资者负责目的的行政审核对于投资者公平收益回报的追求必然会以牺牲部分发行人的上市融资需求为代价。对于审核所限制的发行人融资渠道和投资者标的选择可以通过完善多层次市场、确立私募股权和新三板市场等作为投融资接力平台来弥补。

(二) 发行审核配套的市场与司法保障

1. 证监会负责监督交易所的上市准则

美国 Amex 交易所于 1992 年设立了新兴企业板,一度使得股票买卖价差(spread)大幅变小,降低了交易成本,但在 1995 年却因交易量萧条而关闭,65 家公司转板或退市。^[37]而曾经作为全美第三大的证券交易所的 Amex,也于 2008 年被 NYSE 收购。

Amex 新兴企业板的设立主要是为与 NASDAQ 和 NYSE 两大交易所的竞争,吸引小盘股与成长型公司。传统上 Amex 的上市标准很高,超过了 NASDAQ 非全国板要求和粉单市场标准,

[37] See Reena Aggarwal, James J. Angel, The Rise and Fall of the Amex Emerging Company Marketplace, 52 (2) *Journal of Financial Economics*, 257-289 (1999).

但新兴企业板却不要求审计委员会和外部董事，不需要盈利等上市要求，降低上市标准。Amex 是会员制的交易所，对于会员保荐的客户公司，审核更松，导致个别会员投行为为了短期的承销收入而以牺牲整个上市质量作为代价，伤害了交易所威望声誉。^{〔38〕}个体的理性超过了集体的利益，使得 Amex 新兴企业板沦为柠檬市场，造成了整个系统的崩溃与信心的丧失。

在双轨制审核下，由中国证监会全面负责统筹和监管交易所基本的上市规则、上市条件与信息披露标准，有利于保证自我监管准则的底线，保证上市公司质量，防止交易所间对于上市公司 IPO 的过度竞争而降低上市标准。确保交易所之间的竞争体现为更严格的上市标准，吸引优质的公司和投资者，通过竞争促进投资者保护与福利。

2. 保荐商的激励机制与品牌效应

美国的证券行业自律可以追溯到 1792 年 21 位华尔街经纪人签订《梧桐树协议》，^{〔39〕}维持稳定的佣金比率，以防止恶性竞争；到 1971 年证券经纪人成立 NASDAQ 交易平台，通过严格的上市标准赢得全国交易市场地位从而豁免州的实质审核。以严格的行业内自律与约束，帮助整个行业建立声誉与信任，获得长远回报。

科创板的发行保留了保荐人与承销商制度，券商作为主导牵头其他专业服务机构对公司的上市流程进行专业服务。在现有研究中，程金华提出中国的发行人律师作为中介机构，已经形成品牌效应。^{〔40〕}在未来科创板的运行中，也应该逐步形成保荐人效应与品牌声誉，充分发挥券商跟投的担保作用与声望效应，形成良性的市场信号和价值循环。使优秀的券商、券商优秀的细分行业团队享有口碑和评级，通过市场认可获得更高的收益回报和溢价率，也获得更优质的客户资源。

《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》对保荐机构的相关子公司根据发行规模，做出 2%~5% 的跟投比例规定，并有两年的锁定期。科创板试点的券商跟投项目出发点是为了使保荐人以资本投入的形式承担风险，更好地参与公司的上市辅导与公司治理，以减少委托代理成本，使得券商可以提前参与了解公司运营，进行辅导改制，参与管理，也获取更多经营信息，实现资本投入与利益绑定。建立现代企业制度和公司治理，董监高充分发挥作用，也为之后的上市运作与持续披露、辅导期的磨合配合打下基础。靠专业中介参与投后管理，有利于消除信息不对称。跟投锁定期的存在，也可能造成发行上市与交易中券商内部投资银行部、研究部、直投部门之间的利益冲突。跟投部门与发行人有动力共谋要求投资银行部在上市条款审核与穿透核查上的妥协，施压研究部门出具乐观投资研究报告。如何在科创板跟投机制下完善投资银行内部的信息共享机制、利润核算考核与风险控制、部门间防火墙设计等制度亦需要细化研究。券商以财务投资者身份被动投资还是战略投资者身份入股参与投后管理，多大程度上参与公司治理却又不影响公司正常生产经营，市场对中介独立专业性的要求，以及对发行中的民事责任，券商以发行人承担及中介责任承担划分重叠，也都值得后续探讨和实证研究。

〔38〕 参见前引〔37〕，Reena Aggarwal、James J. Angel 文，第 257-289 页。

〔39〕 参见〔美〕约翰·S. 戈登：《伟大的博弈——华尔街金融帝国的崛起（1653~2019 年）》，祁斌编译，中信出版社 2019 年版，第 46-47 页。

〔40〕 参见程金华：《市场治理模式与中国证券律师——基于 1148 家 IPO 案例的实证报告》，载《证券法苑》总第 9 卷，法律出版社 2013 年版，第 40-93 页。

3. 司法救济与立法完善

美国的证券注册制下的信息披露建立在强大的行政执法能力和司法救济的基础上：1933年《证券法》初稿规定重大事实遗漏可以向公司董事进行索赔，忽略了证券服务机构如会计师与律师的专业责任；^{〔41〕}而正式通过的1933年《证券法》制定了严格的发行欺诈民事责任，却遭到华尔街投资银行和律师事务所联合抵制，市场合谋拒绝购买新发行证券，却解释为发行人和董事担心民事责任和复杂注册过程，导致发行意愿和流动性不足。^{〔42〕}新股发行市场的停顿也使得在后面的法律修正中，国会在证券欺诈索赔诉讼时效、证券欺诈损失的构成要件和董事合理采信专业人员意见的责任等方面向业界做了妥协以换取市场流动性恢复。^{〔43〕}

注册制的单兵突进可能会导致整个发行市场的功败垂成，伴随着发行人与专业机构法律责任的明确，SEC执法稽查能力的增强与采用有效市场论后集体诉讼司法救济的有效，市场诚信环境改善，强大的事后救济与威慑才减轻了事前实质审核的必要性。科创板对信息披露与真实性赋予较大权重，对于欺诈发行制定了严格的退市制度和行政处罚，其落实更倚赖于严格和明确的民事与刑事责任，与未来司法救济的高效与稳定预期，也对未来与证券监管相关的其他部门法修法提出了更高要求。

只有对投机造假行为的追责处罚与严厉执法同步发展，保证救济制度没有短板，形成良好的市场诚信文化，减少发行人造假动机与收益，才可以使得发行审核机关在不可能三角中倾向于促进融资，将审核资源投入到执法稽查中，促进融资与整个发行市场的福利改善。

对于IPO欺诈发行赔偿通常的做法为撤销IPO交易，原额返还申购费用并赔偿利息，如有诉讼则由被告负责司法与律师费用。根据证监会《实施意见》，针对IPO欺诈发行的可能救济方式有：

- (1) 回购机制，由上市公司和相关控制人回购已上市的欺诈证券；
- (2) 发行人和投资人之间的纠纷化解和赔偿救济机制；
- (3) 探索民事诉讼法律制度。

其中，回购适合发行人与相关控制人有能力回购发行股票的场合，多适合上市初期发现欺诈发行问题，由监管部门紧急冻结已经募集的发行资金并要求发行人回购。^{〔44〕}而现实中，若在上市后期发现证券发行中的虚假陈述，则发行公司往往因欺诈丑闻导致其证券失去价值，发行人难以具有经济实力和条件进行回购。在先前的IPO虚假信息欺诈发行案例中，《证券法》规定保荐人与发行人对虚假信息承担连带赔偿责任，除非可以证明没有过错。以往的欺诈发行中，作为保荐人的平安证券和兴业证券曾以积极主动姿态设立赔偿基金和解，保护了中小股东。赔偿基金由投行对投资者先行赔付，再由券商追究发行人的责任，督促了券商在尽调中更为勤勉尽责；若由保荐人再单独雇佣独立审计师与律所核查上市尽职调查文件，也会造成保荐人过度的财务压力与负担。

〔41〕 See Parrish, Michael E, *Securities Regulation and the New Deal*, Yale University Press, 1970, p.63.

〔42〕 参见前引〔41〕, Parrish, Michael E. 书, 第188-192页。

〔43〕 参见前引〔41〕, Parrish, Michael E. 书, 第192-195页。

〔44〕 参见汤欣、谢日曦：《从洪良国际案到证券民事赔偿》，载《证券法苑》2014年第3期。

新修订的《证券法》第95条，明确了可由投资者保护机构提起代表人诉讼，建立了学界呼唤多年的“中国版证券集团诉讼”。未来的民事诉讼可以尝试由中证中小投资者服务中心向科创板上市所在地的上海金融法院提起代表人诉讼，以市场纠纷解决机制解决证券欺诈发行，形成判例与稳定预期模式，树立市场信心，形成整套的发行纠纷处理机制，为市场投融资双方提供交易信心，亦为未来金融法院应对复杂金融经济纠纷积累宝贵的专业审判经验。

李本（Liebman）对上海和深圳证券交易所自律监管措施和纪律处分的实证研究表明，交易所针对信息披露不合规行为的公开谴责和批评自律行为有效，对于股价、公司在媒体曝光出镜和后续银行贷款行为都会产生影响。^[45]此次《证券法》修订，初步明确了公司上市发行中不同主体的法律责任，证券服务机构以专业知识做合理判断，对各自部分负责；充分发挥交易所自律与行政处罚的市场纪律功能，树立交易所执法检查能力行政执法的权威。

在行政处罚与司法救济的衔接上，在办案侦查过程中可以尝试采取联合公安部门集体执法与会审模式，实现证据保全与民事、行政、刑事取证信息共享与过程同步进行，在进入司法实质审理阶段后，再将侦办过程中的全套证据平行移交司法。通过事后的严格行政司法责任威慑和违法高成本，保证事前的发行注册股票质量，确立上海金融法院在形成证券欺诈示范性案例与建立证券和解机制领域的权威，形成预期稳定的有效证券争端处理模式与机制。

四、结 论

• 312 •

科创板股票注册制发行，与过渡期内的证监会发审委核准制发行审核形成双轨并行的发行审核制度有利于充分发挥制度灵活性，以渐进的探索减少剧烈变革的制度成本，形成竞争和互动。总结发达资本市场监管变迁与演进路径，了解其制度变革背景条件与实践逻辑，有助于为科创板的发展提供参照，结合我国国情与市场条件，少走弯路，探索最适合中国的发行审批制度。

现行科创板的《实施意见》与《管理办法》具有充足的政策弹性，既维持了交易所较高的静态上市标准，又赋予发行委员会凭借行业了解做出实质问询的权力，从主观上动态把握市场，充分吸纳了实质审核的优点，也避免了美国历史上实质审核中暴露的缺点与问题。在科创板实行事前事中事后全过程严格监管，便于监管者在不同时期根据侧重点调整发行审批，在不可能三角中找寻最优化效用与配比，为中介自律形成品牌优势效应与专业性发行承销口碑，形成良好的市场诚信环境，以及在新《证券法》下如何进行责任划分与发挥诉讼救济机制作用留出了充分的探索时间与空间。开了好头之后，科创板审核也要充分借鉴发挥核准制审核的经验，在动态磨合中探索信息披露的内容格式和细致程度，明确各方责任边界，衔接专业自律、行政处罚和司法过程，在动态调整中，不断反馈与完善政策，实现行政监管、市场自律和司法救济三驾马车齐头并进，为资本市场保驾护航，尤其是在行政监管处罚与司法救济间形成良性竞争。

探索符合我国国情和市场阶段的发行审核方式的过程中，要允许试错，对改革要多一些耐心

[45] See Benjamin L. Liebman, Curtis J. Milhaupt, Reputational Sanctions in China's Securities Market, 108 *Colum. L. Rev.*, 929 (2008).

和包容性。帮助科创板适应市场转型,转向新型科技公司的融资,以资本力量促进科技创新,促进机构投资者壮大和中小投资者投资水平提高,推动多层次资本市场发展繁荣。不断总结与深化改革经验,形成科创板与创业板的良性竞争与优势互补,共同推进证券发行制度的市场化改革,不断完善信息披露质量与投资者保护。

Abstract: Through rethinking of the institutional change and practical logic of the evolution of substantive review of securities issuance based on the “Blue Sky Law” in the United States, it is concluded that the substantive review and approval system is not good or bad in itself as a means of issuance examination method but depends on the proper market environment and technology condition. In the supervision of securities issuance, there is an impossible triangular relationship among guaranteeing investors’ returns, promoting financing and controlling systematic risk. It is a beneficial exploration made by Science and Technology Innovation Board in the direction of marketization of issuance examination. The stable operation of the board needs the coordination of the administrative regulation, market self-discipline and judicial relief. The healthy development of the capital market needs to form a good competition between CSRC’s administrative supervision and punishment and the judicial relief of the financial court.

Key Words: Blue Sky Law, Science and Technology Innovation Board, stock issuance, registration system, IPO

• 313 •

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)

行政过程理论视域内的 “冷淡对待”证券市场中介机构措施

刘志伟*

内容提要：证券市场中介机构被立案调查期间，监管部门对其所采取的暂不受理其新业务、中止受理已在审业务的“冷淡对待”措施具有预防性、临时性，已然超越了典型行政行为所能涵盖的范围，并严重限制了此类措施的规范适用。须考察其设置初衷、价值选择及其所涉利益关系。更重要的是，要结合“冷淡对待”措施法律效果前置的特征，证明典型行政行为理论对其解释的孱弱，而行政过程理论恰好可为其法律内在规定性的辨明提供助益。为防止“冷淡对待”措施被滥用，其适用限度须从主体、过程和后果等层面予以把握，而规范适用则须借助行政裁量、行政过程理论以及以此为基础建立的具体控权规则的优化。

关键词：证券市场中介机构 证券服务机构 立案调查 业务限制 冷淡对待

一、选题缘由：新规修订、执法频繁与适用困境

“冷淡对待”措施是证券监管机构对涉嫌违法违规开展证券业务而被立案调查但尚未结案之证券市场中介机构的新开展业务暂不受理、已受理在审业务中止审理的限制措施。之所以展开对“冷淡对待”措施的研究，直接导源于2018年4月23日施行的新修订《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定》（以下简称《程序规定》）第15、22条新增款项对该监管措施的适用作出统一规定。加之，在2019年新修订《证券法》第170条对监管措施制度作出调整的基础上，^{〔1〕}中国证监会于2020年3月27日向社会发布的《证券期货市场监督管理措施实施办法（征求意见

* 刘志伟，西南政法大学经济法学院副教授。

〔1〕 2019年新《证券法》第170条第2款规定：“为防范证券市场风险，维护市场秩序，国务院证券监督管理机构可以采取责令改正、监管谈话、出具警示函等措施。”此举为证监会实施法律、行政法规规定之外的监管措施提供了明确的制度依据。

稿)》第2、12、20、21条进一步对“冷淡对待”措施的具体适用作了细化。

在“守住不发生系统性金融风险的底线”的“强监管、重安全”背景下,中国证监会越来越频繁地选用“冷淡对待”措施来加强对证券市场中中介机构的监管,^{〔2〕}“冷淡对待”措施在理论上存在法律属性模糊、价值选择冲突,在监管执法实践中存在裁量标准粗陋、权力控制不足等问题,已然影响到其准确有效适用的合法性与权威。

(一) 规范设置从分散到统合的模式转换

从规范设置看,“冷淡对待”措施并不新鲜,^{〔3〕}只不过起初仅有律师事务所及其所属人员、证券公司开展客户资产管理业务时才同时受暂停受理新业务和中止审查已受理业务的限制,而证券公司及其所属工作人员所从事的已经被证监会受理的保荐业务、财务顾问业务等投行业务不会。然而,《程序规定》第15、22条之新增款项已对证券市场中中介机构之适用主体、适用情形和适用影响进行了统一规定,立法模式也由既往的分散立法向统合立法转变。就规范内容而言,一是适用主体范围拓展到了所有证券中介及其所属工作人员等;二是业务受限监管措施的适用情形实现了从单一“暂不受理”向兼具“中止审查”在内的转变;三是被采取业务受限措施后业务受限影响范围从涉嫌违法违规证券中介机构的所有业务均受限制转变到仅仅限制其“同类业务”和“对市场有重大影响”的业务。

(二) 从被束之高阁到执法中的频繁采用

从执法实践看,近年来“创业板欺诈骗退市第一股”万福生科的保荐人兴业证券、^{〔4〕}半年内“二进宫”的西南证券^{〔5〕}以及“老牌”证券公司国信证券^{〔6〕}等因被立案调查而使其所有投行业务均被中止审查,新开展业务也被排斥于可受理的范围之外。被采取该措施的证券市场中介机构多为证券公司,根源于证券服务“中介机构作为资本市场‘看门人’的功能正普遍受到强调”^{〔7〕}。更为关键的是,中国证券市场的“看门人”机制所选择适用的不是美国式的“区分责任模式”,而是“将证券公司定位于统领各证券市场中介机构的牵头人角色”^{〔8〕}。当然,这也与制度规范是否完备紧密相关。随着新修订《程序规定》颁行实施、监管执法的逐渐强化,“冷淡对待”措施必然会越来越多地被适用于其他证券市场中介机构,如多家会计师事务所在被立案调查期间其新申报业务已遭受暂停受理^{〔9〕}或已提交发行上市申请文件被中止审查。^{〔10〕}

• 315 •

〔2〕 自2019年以来,大成律师事务所、中企华资产评估有限责任公司等多家证券市场中介机构接连被立案调查,并且由相关证券市场中介机构提供服务的多家企业受到牵连。

〔3〕 最早可追溯至2003年《证券发行上市保荐制度暂行办法》,其后的《律师事务所从事证券法律业务管理办法》(2007)、《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》(2008)、《证券发行上市保荐业务管理办法》(2008)以及《证券公司客户资产管理业务管理办法》(2012年)等也或多或少地对该种证券监管措施给予规定。

〔4〕 2016年7月,欣泰电气因欺诈发行和上市后虚假陈述而依法被强令退市,其申请IPO的保荐机构兴业证券也随之被立案调查,证监会在审的24家IPO排队企业因受兴业证券牵连而被中止审查。

〔5〕 2017年3月,西南证券“因在从事上市公司并购重组财务顾问业务活动中涉嫌违反证券法律法规”而被立案调查,其所有投行业务均被中止审查,“包括IPO项目10个,再融资项目6个,并购重组项目2个”,新业务也被暂停受理。

〔6〕 2018年3月,证监会官网公告显示,国信证券旗下保荐的项目都已经被中止审查,包括6家新三板公司项目。

〔7〕 郭雳:《证券市场中介机构的法律职责配置》,载《南京农业大学学报(社会科学版)》2011年第1期,第98页。

〔8〕 甘培忠、孔令君:《论IPO注册制改革背景下中介机构作用之强化》,载《法律适用》2015年第8期,第21页。

〔9〕 2018年6月立信等6家会计师事务所首发和再融资材料被证监会暂停受理。

〔10〕 “广东正中珠江(会计师事务所)因在执行其他上市公司审计业务中涉嫌违反证券相关法律法规,于(2019年)5月9日被中国证监会立案调查”,导致其提供服务的三家企业的发行上市申请文件被中止审查。

（三）法律属性难以辨识带来的适用困境

如上所述，“冷淡对待”措施，在监管执法中的适用更加频繁有力，规范文本的设计也更加科学合理，这在一定程度上证明了学界、业界，乃至监管层对这种证券监管措施的青睐与认可。^{〔11〕}然而，从目标定位、利益衡量、裁量标准、本质属性难以有效认知带来的实践适用困境看，“冷淡对待”措施尚有进一步被深入考究的空间。

一是“冷淡对待”措施的设置初衷是什么。真如证监会就《程序规定》公开征求意见时所阐明的吗？即，这套“挂钩机制”^{〔12〕}的“建立与实施是与我国资本市场‘新兴加转轨’的发展阶段，以及市场约束机制不足、诚信文化缺失、法律制裁不够的阶段特点相契合的”^{〔13〕}。为什么证监会在2013年以“在IPO过程中，保荐机构与会计师等其他中介机构发挥的作用与承担的职责任务不完全相同，监管的重心与手段也有所区别”为由重点强调保荐机构的法律责任，而不在立案调查期间限制会计师事务所及其所属人员的业务经营活动，而之后又将该项证券监管措施适用于会计师事务所及其所属人员？该项证券监管措施究竟经历了什么样的源流嬗变，具体内容发生了哪些变化，监管层又是如何进行价值上的衡平？

二是“同类业务”“对市场有重大影响”的标准应如何认定。《程序规定》新增款项明确，证券市场中介机构被立案调查即业务受限的范围主要是指“涉案行为与其为申请人提供服务的行为属于同类业务或者对市场有重大影响”。这在实践中存在理解适用分歧，但该争议已随着2018年7月10日《〈中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定〉第十五条、第二十二条有关规定的适用意见——证券期货法律适用意见第13号》的发布而尘埃落定。^{〔14〕}当然，依旧存在可讨论的理论空间。尤为令人困扰的是，“对市场有重大影响”这一模糊性标准究竟应如何明确，“有重大影响”的具体认定标准以及该监管措施的适用限度等究竟应如何确定。

三是“冷淡对待”措施的法律属性应如何确认。既有的型式化行政行为为什么对证券市场的监管如此捉襟见肘？“冷淡对待”措施究竟与行政事实行为、准行政法律行为和行政法律行为，以及行政处罚、行政强制存在何种逻辑关系？^{〔15〕}其究竟是行政许可的消极实体要件，还是作为行政许可中止审查的程序要件？^{〔16〕}是对发行人行政许可的中止审查，还是对中介机构业务行为的中止审查，抑或是对中介机构业务资格的暂时中止？从另一层面来看，“冷淡对待”措施作为必然会对证券市场中介机构的权利形成潜在侵害或者说具有侵害行政的表征，在确定其合理适用

〔11〕“从其施行效果看，其在强化中介机构责任、节约监管资源、防范市场风险等方面确实发挥了较好的作用，有效地威慑了证券中介机构违法违规行为，起到了奖优限劣，净化市场环境的积极效果，得到了市场多数主体及广大投资者的认可。”（证监会：《证监会就〈中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定〉公开征求意见》，载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201702/t20170224_312657.html，最后访问时间：2021年1月2日。）

〔12〕“挂钩机制”，是当证券市场中介机构及其从业人员因涉嫌违法违规被稽查立案后，暂不受理、审核与其有关联的行政许可项目。（参见前引〔11〕，证监会文。）

〔13〕前引〔11〕，证监会文。

〔14〕该适用意见规定：“一、证券服务机构在非行政许可事项中提供服务的行为，不属于《行政许可实施程序规定》调整范围，不适用《行政许可实施程序规定》第十五条、第二十二条‘同类业务’的有关规定。二、证券服务机构在各类行政许可事项中提供服务的行为，按照同类业务处理，适用《行政许可实施程序规定》第十五条、第二十二条‘同类业务’的有关规定。”

〔15〕有关证券监管措施法律属性及其与行政处罚、行政强制措施的逻辑关联性的探讨，可参见邢会强：《金融监管措施是一种新的行为类型吗》，载《中外法学》2014年第3期；张红：《证券监管措施：挑战与应对》，载《政法论坛》2015年第4期。

〔16〕参见马婧好：《证监会行政许可新增中止审查制度》，载《上海证券报》2009年10月27日，第002版。

限度的基础上,究竟应采用何种法律手段监督该监管措施的合法有效适用,是选择适用实体行为控制法律理论,还是行政程序法律理论?是套用型式化的行政行为理论、行政法律关系理论、行政过程法律理论,还是借用新兴规制理论,抑或是多种理论的选择性并用等?

本文拟采用问题回答式的方式,分别对“冷淡对待”措施被创新设置的原因、对型式化行政行为的超越、更加科学合理的适用及适用中的法律控制四个层面的问题展开探讨,以期理论上的澄清,继而助力该制度设计的优化完善与实践上的规范适用。

二、“冷淡对待”措施的创设与规则更新

表面上看,“冷淡对待”措施是证券监管机构对作为证券市场“看门人”之中介机构的行为或业务所采取的限制性法律举措,仅仅涉及监管与被监管关系,但其背后所隐藏的是证券监管机构对证券投资者、发行人或上市公司、证券市场中介机构等多方主体利益的衡量、价值的选择以及对终极社会效果的追求。因而,欲洞悉“冷淡对待”措施的设置初衷,分析规则本身“固然不可僭越,但如若忽视了隐藏于规则缺损背后的利益分歧和价值冲突”^{〔17〕}以及所欲追求的终极社会效果,规则的设置将形同虚设。同时,任何监管举措、制度规范都会因时因地而始终处于变动修正之中,“冷淡对待”措施当然也不例外。就此而言,“冷淡对待”措施被设置初衷的辨明,除须对其产生的时代背景、所欲追求的社会效果予以分析外,静态利益结构、动态利益调整等也须被纳入考察范围,如“冷淡对待”措施从首次被采用设置到主体适用范围、业务受限类型的逐步拓宽以及恢复审查机制的建立等,都是对该项监管措施所涉利益或价值的再衡平与结构性调整。

(一) 时代背景、社会效果与规则设置

中国“冷淡对待”措施最初与保荐制度同时确立,开始时仅适用于证券公司的保荐业务中。事实上,此种安排深受“我国证券市场正处于‘新兴加转轨’的发展阶段,正在经历从稚嫩走向成熟、从发展中走向发达的历史过程”^{〔18〕}之影响。^{〔19〕}深入地讲,中国主板、中小板保荐制度的创新性构建,是将英国等国家和地区运用于创业板之保荐制度拓展适用的结果,^{〔20〕}即通过创设保荐制度来替代地方政府既往在优质公司信息搜集中的作用,^{〔21〕}以达到“增强上市公司信息的真实性,缓解证券市场由于信息不对称导致的逆向选择和道德风险,从而保护投资者的利益,提高融资与监管效率”^{〔22〕}的目的。值得关注的是,目的的达致需要特定手段的保障与支持,证

• 317 •

〔17〕 盛学军、刘志伟:《论证券储架发行制的优化设计》,载李昌麒、岳彩申主编:《经济法论坛》第11卷,群众出版社2013年版,第158页。

〔18〕 刘志伟:《证券储架发行机制的立法评估与制度重塑——基于对现行六部部门规章之储架发行条款的分析》,载《法学评论》2015年第6期,第44页。

〔19〕 任何证券监管措施的采用既有其客观规律的必然,又深深地植根于其所生存的资本市场环境,并与证券法律规范的完备程度、执法机制的健全与否等因素紧密相关。

〔20〕 参见黄复兴:《我国保荐人制度的实施功效与机制缺陷》,载《上海经济研究》2010年第11期。

〔21〕 随着2001年国有企业攻坚脱困任务的完成、配额制的取消、上市企业民营化或外资本化的发展趋势,地方政府将不再被视为优质上市资源的挖掘者和信息提供者。(参见沈朝晖:《监管的市场分权理论与演化中的行政治理——从中国证监会与保荐人的法律关系切入》,载《中外法学》2011年第4期。)

〔22〕 陈洁:《论保荐机构的担保责任》,载《环球法律评论》2010年第6期,第58页。

券市场中介机构的控制手段主要是靠市场声誉机制和法律救济机制共同予以解决，但“中国股票市场与吃市场饭的证券经营机构成立与发展的时间尚短，还不足以形成市场声誉机制”^{〔23〕}，此时法律救济机制便成为约束和控制证券市场中介机构的重要证券监管措施。其中，“冷淡对待”措施即是保证作为保荐人的证券公司有效发挥“看门人”作用的重要监管措施之一。当然，中国语境下对证券市场中介机构所采取的行政治理措施更是不可或缺。^{〔24〕}

时代背景对“冷淡对待”措施设置的影响具有难以更改的客观特征，而融入主观价值判断的社会效果，无论是从法律之内求得，还是从法律之外求得^{〔25〕}都存在广泛的自由裁量空间，这尤为明显地体现于证券监管执法之中。“从传统上所谓在公法领域‘法律没有规定就是禁止’的信条，转向监管机构在法律概括授权下的自由裁量”^{〔26〕}已经成为证券监管的法治常态。值得注意的是，所追求社会效果的不同将导致证券监管理念、价值、目标选择以及监管措施采用的差异。中国证券监管一直以来都过于注重企业融资、市场规模、事前审批、监管强制，而对投资者保护、监管绩效、过程监管、协商监管等形成了有意或无意的忽视，继而导致证券监管偏离监管法律的内在要求和约束着证券监管的“法律之内”的社会效果。“冷淡对待”“监管措施是对市场主体合规性和审慎性监管过程中实施的矫正性措施”^{〔27〕}，具有明显的事先预防性而非惩罚性特征，^{〔28〕}“关注的是修复与结果，而非报复”^{〔29〕}。正是“冷淡对待”措施的预防性、修复性特征与以融资规模、市场发展、事前审批、监管强制等为追求之“强制—命令”型证券监管执法策略的背离，导致其在设置初期很少被适用于证券市场中介机构的监管执法中。然而，随着证券监管转型和更加注重投资者保护、执法效率等社会效果监管措施的采用，该监管措施越来越多为证券监管机构所肯定，并被运用于证券服务的监管中。譬如，证监会在2016年12月的新闻发布会指出：“我会正在对暂不受理和审核措施施行效果做进一步的分析评估，进一步研究增强该措施的针对性、有效性，更好地发挥监管执法措施的作用。”^{〔30〕}自2016年以来，兴业证券、西南证券和国信证券等多家证券公司已经因涉嫌违法违规被立案调查，并被采取暂不受理和中止审查业务受限监管措施，受牵连拟上市、再融资企业共计60家。^{〔31〕}

〔23〕 前引〔21〕，沈朝晖文，第867页。

〔24〕 为了保证保荐制度的有效运行，除了市场约束机制外，对保荐机构采用了契约治理和行政治理“混搭”的方式，而“契约治理‘混搭’行政治理的原因很多，比如由于中国股票市场历史记录不长，中国证监会难以依赖脆弱的市场声誉机制约束保荐人。最重要的原因恐怕还是中国的保荐人不是纯粹的商业组织，背后有庞大的条条块块网络：2004—2007年证券公司综合治理完成之前，地方政府控制了大部分的证券公司”。（前引〔21〕，沈朝晖文，第868页。）

〔25〕 参见江必新：《在法律之内寻求社会效果》，载《中国法学》2009年第3期。

〔26〕 史际春等：《从证券市场看“错法”及其纠正机制》，载《政治与法律》2013年第1期，第19页。

〔27〕 证监会：《大力推进监管转型——肖钢同志在2014年全国证券期货监管工作会议上的讲话》，载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/tzbbhl/tbgzdt/tbgzyw/201402/t20140220_244108.html，最后访问时间：2020年1月12日。

〔28〕 参见何艳春、王玮：《试论证券市场中介机构“立案调查即业务受限”制度——基于实践和法理的反思》，载黄红元、卢文道主编：《证券法苑》第20卷，法律出版社2017年版，第4—7页。

〔29〕 张红：《证券行政法专论》，中国政法大学出版社2017年版，第2页。

〔30〕 证监会：《2016年12月2日新闻发布会》，载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201612/t20161202_307070.html，最后访问时间：2020年1月12日。

〔31〕 数据来源于证监会网站【行政许可事项】《发行监管部再融资审核工作流程及申请企业情况》《发行监管部首次公开发行股票审核工作流程及申请企业情况》等，载 <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zxgx/jigbsdt/>，最后访问时间：2021年4月12日。

如上所述,“冷淡对待”措施的设置既有所遵循客观规律的必然,又深深地植根于其所生存的资本市场环境,并与证券法律完备程度、执法机制健全与否等多种环境因素紧密相关。同时,还深受证券监管理念、所欲追求法律内外社会效果等因素的影响。当然,时代背景、社会效果以及其他与证券监管相关联的元素并不是彼此割裂的,时代背景、市场发展等状况会直接影响到法律内外社会效果的追求、监管执法方式的选择,或者是发生反作用。因而,“冷淡对待”措施的设置适用是受客观存在的时代背景、内蕴主观价值的社会效果等多元因素共同影响的结果。

(二) 静态结构、动态变迁与利益整合

“冷淡对待”措施最初仅适用于保荐机构和相关保荐代表人具体负责的推荐,而对律师事务所、会计师事务所、信用评级机构等其他证券中介并不适用,这或许是源于中国证券“发行活动以证券公司作为保荐人,总负责IPO项目,召集、协调会计师事务所、律师事务所等开展相关工作”^[32]。仅有保荐机构和相关保荐代表人被立案调查即业务受限的制度安排,明显是对投资者、发行人或上市公司和证券市场中介机构三方法律关系主体所涉利益的分配,并且是将证券中介作为一个整体予以看待,而不考虑不同证券市场中介机构内部各自的利益分配与权责区分,出现问题则由他们自己通过协商或其他法律途径解决。“严格的保荐人牵头责任模式”这一制度安排从表面上更有利于投资者合法权利的保护,但此举一定程度上模糊了证券市场中介机构的责任边界,实则不利于不同证券市场中介机构各自专业意见的独立发表和法律责任的明确分割,甚至还会导致证券中介的集体合谋,“在IPO违法违规案件中有1/3是中介机构‘联合行骗’的结果”^[33]。因此,将不同证券市场中介机构视为一体且不区分各自责任边界,在一定侧面揭示了“冷淡对待”措施在起初之所以仅适用于保荐机构和相关保荐代表人具体负责的推荐的原因。

“冷淡对待”措施之主体适用范围、业务受限方式的拓宽,业务受限领域从宽泛限制到精准限制的限缩,以及恢复审查机制的建立,都意味着对传统利益结构的打破和新利益结构的形成。具言之:第一,从原先的保荐人,到律师事务所、独立财务顾问,再到所有证券市场中介机构,被立案调查即业务受限监管措施的适用主体范围逐步扩大,这种转变实质上是对从“投资者—发行人或上市公司—证券市场中介机构”到“投资者—发行人或上市公司—(证券公司—律师事务所—会计师事务所—信用评级机构……)”之利益结构的调整。将证券市场中介机构视为单一整体向视为多元个体集合的转变,意味着不同证券市场中介机构独立性的增强、专业性的发挥和尽职调查责任的有效区分,这有助于被立案调查即业务受限监管措施的精准适用,而不是笼统的概括立案调查、概括业务受限和概括责任承担。第二,从单纯事前“暂不受理”到同时与事中“中止审查”业务受限监管措施的协同并用,业务受限影响范围从涉嫌违法违规之证券市场中介机构所有业务均受限制到仅仅限制同类业务或对市场有重大影响的业务,以及恢复审查机制的建立,此举可“强化证券中介机构的主体责任意识,督促其勤勉尽责,进一步发挥好核查把关作用,同

• 319 •

[32] 郭雳、李逸斯:《IPO中各中介机构的职责分配探析——从欣泰电气案议起》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》第23卷,法律出版社2017年版,第8页。

[33] 刘志云、史欣媛:《论证券市场中介机构“看门人”角色的理性归位》,载《现代法学》2017年第4期,第97页。

时也把握好与‘持续服务’之间的平衡关系”^{〔34〕}。具体从权利义务关系角度来讲：其一，事前事中业务受限监管措施的并用、业务受限范围的缩窄以及恢复审查机制的塑造，这是从单纯考虑各证券市场中介机构内部的权责区分回归到重新考虑各涉嫌违法违规证券市场中介机构与不涉及违法违规发行人或上市公司之利益关系的再度调整；其二，证券市场中介机构涉嫌违法违规的业务限制与其他业务继续开展的有效区分和“对市场有重大影响”的兜底规定，既保证了对证券公司的精准“打击”和对其合法权利的有效维护，又可借助对“重大影响”这一不确定概念的裁量解释来促使其勤勉尽责地开展业务；其三，涉嫌违法违规的业务限制恢复审查机制的建立则为确定自己能够做到勤勉尽责的证券市场中介机构提供及时有效的“复活”机会，同时也可在一定程度上减轻证券监督管理机构的监管压力，以提升企业融资和证券监管的效率。

“冷淡对待”措施的制度确认系对“投资者—发行人或上市公司—证券市场中介机构”利益结构的分配，而制度的进一步优化则是对“投资者—发行人或上市公司—（证券公司—律师事务所—会计师事务所—信用评级机构……）”利益结构关系的重新调整。其中，不仅仅是对不同证券市场中介机构利益的重新分配，而且也是对涉案证券市场中介机构与非涉案证券市场中介机构、涉案证券市场中介机构与非涉案发行人或上市公司、证券市场中介机构涉案业务与非涉案业务、涉案证券市场中介机构与非涉案专业工作人员的多元结构利益平衡的系统考量，此举既有助于证券市场中介机构合法业务的持续进行，又可保证“冷淡对待”措施的精准有效性。

三、对“冷淡对待”措施法律属性的探寻

“冷淡对待”之本质系在证券市场中介机构被立案调查至最终行政决定作出过程中，对其采取的预防性、临时性的业务限制型行政行为，但其已超越了传统的包括行政许可、行政处罚与行政强制在内的型式化行政行为所能涵盖的范围，^{〔35〕}这导致其“难以与现行法律相衔接，限制了其在实践中的适用和发展”^{〔36〕}，也影响到了证券市场中介机构被立案调查即业务受限监管措施的合法性与权威。为保证“冷淡对待”措施的采用，既能达到其所欲追求的终极社会效果，又能符合或满足法律的基本要求，最为重要的是从法律层面厘清其内在的规定性，并明晰其与传统型式化行政行为、其他新兴的尚未被型式化的证券监管措施的异同，即在理论上明晰“冷淡对待”措施的法律属性。

（一）“冷淡对待”措施的法律结果前置性特征

“冷淡对待”措施具有明显的目的性特征，即以维护投资者的合法权益、证券市场秩序稳定为终极诉求。证券监管的合目的性诉求促使监管措施的采用必须以目标的达致为指引，而不过于纠结证券监管措施的具体形式，并且“由于现实世界的丰富性和多样性，总会有一些（监管）行

〔34〕 前引〔11〕，证监会文。

〔35〕 规制法侧重于法律对于外在社会实践的影响，而行政法更重视内在于法律的规范，重视的是法律自身的特点和内在一致性。（参见罗豪才、毕洪海编：《行政法的新视野》，商务印书馆2011年版，第VI页。）

〔36〕 刘磊：《传统行政强制类型之再造——以类型的开放性为视角》，载《现代法学》2015年第3期，第50页。

为逃逸于现有的（行政法律）行为类型之外”〔37〕。传统行政法律行为作为对行政过程结果的描述，具有静态、定点的特征，而对行政法律行为之外的其他行政行为或者是同一行政过程中各个连续行政行为之间的关联性不给予必要的关注。〔38〕 证券监管措施从初始目标的设定到手段的选取，再到问题的解决是系列性的、不可切断的完整过程，而以行政行为适法性为目的的传统行政法仅“截取了这一过程的最终产品——行政行为（个案的行政决定），作为适法性考察的基本单元”〔39〕，这导致促使行政行为最终作出的前置性措施缺乏法律上的有效定位，也不能被纳入法律的考察范围。

“冷淡对待”措施被排斥于行政法律考察的范围之外，但又属于行政法律行为最终作出所必不可少的环节或手段。“行政程序之复杂决定过程，分解成多数独立之部分行为，这些独立的部分行为均为行政处分整体之决定客体，由渐进地或分阶段式的进行，或者分配地来实现”〔40〕。深入地讲，“冷淡对待”措施作为行政许可（行政法律行为）最终作出的前置性程序要件，其又可被细分为行政调查和暂不受理、中止审查两个层面的内容。

具言之：第一，“行政调查作为行政机关获取信息、取得作出行政决定证据的基本手段，构成了几乎所有行政决定的必经程序和处置前提”〔41〕，当然行政许可亦不例外，其亦可细分为同一行政过程之涉嫌违法违规被立案调查和持续性行政许可中非同一行政过程或者是关联行为涉嫌违法违规被立案调查两种类型。

第二，暂不受理、中止审查两项具体证券监管措施是嵌套在行政许可最终作出这一行政过程中的具有暂时、结果特征的阶段性行政决定。其不仅仅是行政许可决定的前置性程序举措，还是行政调查启动所导出的阶段性后果。其中，暂不受理是证券市场中介机构被立案调查期间新业务不被证券监管机构受理的阶段性结果，而中止审查所面向的则是证券监管机构对被立案调查证券市场中介机构已经受理业务给予中止审查的阶段性结果。暂不受理或中止审查监管措施系非同一行政过程或者是关联行为，而不是同一行政过程因涉嫌违法违规而被立案调查所导致的行政许可过程中的暂时性、阶段性结果。

（二）行政行为理论对“冷淡对待”措施的孱弱解释

“冷淡对待”措施系行政许可实施过程中的前置性行为、阶段性结果，从起初其就与行政法律行为分别被置于行政法规范的内外。传统行政法之“方法论仅研究局部而不考量整体，仅研究法效果而不关注行政过程”〔42〕，并重点关注经过抽象或类型化的行政法律行为的适法性，而立案调查或被立案调查期间业务受限监管措施都被视为具有法效果的行政许可的前置性行为或者仅仅属于“更深层意义上的法律行为的开始，其发展的结果必然导致行政机关作出法律行为”〔43〕，因

〔37〕 前引〔15〕，邢会强文，第730页。

〔38〕 参见江利红：《论行政法学中“行政过程”概念的导入——从“行政行为”到“行政过程”》，载《政治与法律》2012年第3期。

〔39〕 赵宏：《法律关系取代行政行为的可能与困局》，载《法学家》2015年第3期，第34页。

〔40〕 陈春生：《行政法之学理与体系（一）——行政行为形式论》，三民书局1996年版，第68页。

〔41〕 周佑勇：《作为过程的行政调查——在一种新研究范式下的考察》，载《法商研究》2006年第1期，第129页。

〔42〕 高秦伟：《行政过程中的政策形成——一种方法论上的追问》，载《当代法学》2012年第5期，第39页。

〔43〕 张淑芳：《论行政法上的准法律行为》，载《湖南农业大学学报（社会科学版）》2000年第3期，第78页。

而其具有预备特征的事实行政行为或者准行政法律行为的属性，但确定不属于行政法所重点关注的行政法律行为的范畴。值得注意的是，如果将单一的行政调查视为事实行政行为抑或是准法律行为或许影响不是太大，毕竟“没有‘侵犯’自由或财产的行政行为很少引起人们的兴趣”〔44〕。然而，“冷淡对待”措施的适用必然会对获得持续性行政许可并以该持续性行政许可为核心业务的证券市场中介机构的既有权利产生限制性约束或减损。因而，厘清“冷淡对待”措施究竟是属于传统行政法之内的行政法律行为，还是事实行政行为或准行政法律行为便至关重要。

进一步讲，“冷淡对待”措施所括的受理行为并不能完全等同于传统意义上的受理行为，因为传统的受理行为仅仅属于一次性行政许可的前置性程序或者是纯粹意义上的预备行为，公共行政部门无论是否受理行政许可申请人的申请均不会对行政许可申请人的既有权利形成减损或限制。然而，在证券发行申请中，证券市场中介机构已经获得了从事证券业务的行政许可，并且其主要是依据获得的行政许可资格来推荐证券发行主体获得证券发行的行政许可，具有持续性行政许可嵌套一次性行政许可的结构化特征，因而对涉嫌违法违规证券市场中介机构所进行的行政调查所衍生的暂不受理监管措施，不仅仅是对证券市场中介机构本身权利的限制或减损，而且还会对未涉嫌违法违规的证券发行的申请人本应获得的权利造成限制或减损。对于证券市场中介机构被立案调查已受理业务的中止审查而言，其影响莫不是如此。质言之，“冷淡对待”措施之权利限制或减损具有结构化的嵌套属性，暂不受理、中止审查业务限制监管措施的采取不仅对证券中介自身权利形成限制或减损，而且会对未涉嫌违法违规的证券发行的申请人本应获得的权利造成限制或减损。因而，“冷淡对待”措施已经不是传统意义上的事实行政行为或准行政法律行为，而是属于内嵌于前置性行政行为中的新型行政法律行为。

（三）行政过程理论视野下的“冷淡对待”措施

任何“一个实际存在的行政行为，都呈现为一种时间上的持续过程，都包含着若干程序环节和发展阶段，而每一个程序环节和阶段都具有特殊的法律意义，需要遵循不同的法律规则”〔45〕，因而行政过程理论视角下的“冷淡对待”措施，首先应强调的是前置性行政行为与结果性行政行为之前后相继的动态过程〔46〕。然而，传统行政法却过于偏重产生直接法律后果的，具有静态、定点特征的单一行政法律行为，而对前置性的事实行政行为、准行政法律行为置之不理，并将其排除出行政法的可规制范围，此举导致了完整行政过程的人为割裂和行政法律行为的自我封闭。值得进一步阐明的是，行政过程理论视野下的“冷淡对待”措施，并不仅仅关注时间维度的前后承继或程序上的前后相接——没有前置性的行政调查的存在便没有行政许可决定的最终作出，其还将空间维度的结构化因素纳入其中。质言之，“冷淡对待”措施的适用还在前后相接之行政行为内部嵌入了结构化的要素，甚至是在行政调查行为与行政许可行为中间植入了中间效果行为，即具有暂时性、阶段性特征的暂不受理或中止审查行为的插入，此举促使宏微观行政过程的相互

〔44〕〔德〕米歇尔·施托莱斯：《干预性国家的形成与德国行政法的发展》，王银宏译，载《行政法学研究》2015年第5期，第14页。

〔45〕前引〔41〕，周佑勇文，第130页。

〔46〕参见朱维究、胡卫列：《行政行为过程性论纲》，载《中国法学》1998年第4期。

嵌套,并且每一层次的行政过程都包含着产生特定效果的行政法律行为自我运行体系。

需要特别说明的是,行政过程理论的引入并不是对行政行为理论的替代,而是从整体上将系列各自产生法律后果之行政行为予以贯穿,并进一步厘清“冷淡对待”措施究竟是行政许可的消极实体要件,还是行政许可的中止程序。因为这事关作为行政调查阶段性法律后果的业务受限监管措施与作为行政调查终局性法律后果之行政许可关系的处理与制度的结构化设计。具言之,如果将立案调查期间业务受限监管措施作为行政许可的消极实体要件,业务受限监管措施将不是一个独立性的法律后果,而是被认定为已经被确认或者调查清楚的客观事实。然而,事实却不是如此。“冷淡对待”措施的实践采用主要是为了防止可能的重大影响或损害发生而选用的暂时性、阶段性监管手段,毕竟仅仅属于因涉嫌违法违规而采取立案调查措施的范畴,并不是违法违规事实调查清楚后对行政许可申请主体的终局性否定。是故,将“冷淡对待”措施作为行政许可中止程序或许更为合理,具体原因是在对证券市场稳定可能存在重大影响之涉嫌违法违规事实被查明的前提下,可及时有效地直接采用相应的业务恢复机制而不是对已发生法律效力行政行为的撤销或者变更,事实上此种选择恰好是对具有全局性视野之行政过程理论的具体适用,并且在一定程度上实现了社会效果、法律效果的有机平衡与融合。

四、“冷淡对待”措施适用的可能难题

“冷淡对待”措施的适用须以“有限但又有效”为限度,^[47]即当且仅当可能出现严重问题而又无其他计谋可施时才选择适用暂不受理、中止审查业务限制类监管措施,并且该措施的选用又不能“伤及无辜”。《程序规定》第15、22、23条之新增款项,将暂不受理、中止审查业务受限措施的适用限定在与涉嫌违法违规业务同属一类业务或对市场有重大影响两个维度,这是对既往因涉嫌违法违规而被立案调查即对全部业务均予以限制的修正,并且明显属于适用限度调整的范畴。值得注意的是,与涉嫌违法违规业务是否属于“同类业务”比较容易判断,但在缺乏具体认定标准的情形下,是否会“对市场有重大影响”则相对难以判定,并且为监管措施的适用提供了较大的自由裁量空间,此其一;二是未合理界分个人与机构、机构与机构之间因涉嫌违法违规而被立案调查并被采取业务限制措施的差异,导致个人与机构、机构与机构权责划分的混沌;三是“冷淡对待”措施,尤其是中止审查监管措施的适用没有明确区分被审查业务所处的审查阶段,以及不同阶段应采用监管规则的笼统性,极易导致业务受限监管措施适用的非限定性。

(一)“对市场有重大影响”的判定标准

证券市场中介机构之涉案行为是否“对市场有重大影响”的判定,一定程度上需要回归到证券法理论或现行证券法律对“重大”进行认定的基本标准层面,这是法律规范规定一致和法律解释体系统一的基本要求。在证券法中,无论是强制信息披露制度,还是反欺诈条款,都与“重大

• 323 •

[47] 参见盛学军等:《全球化背景下的金融监管法律问题研究》,法律出版社2008年版,第81页。

性”标准紧密相关。^{〔48〕}其中，任何国家证券法之强制信息披露制度均以“影响理性投资者决策”作为“重大性”判断的标准，而反欺诈条款设置所内含的“重大性”标准则出现了“影响理性投资者”和“对证券市场价格有重大影响”标准的分殊，并具体体现在“内幕信息”的认定上。就我国而言，内幕信息“重大性”与否的判断标准是是否“对证券市场价格有重大影响”，这反映在《证券法》第80、81条之中，但没有说明究竟是实际影响还是可能影响。值得注意的是，“由于我国现行《证券法》无反欺诈的一般性条款，也不存在投资者直接诉至法院由民事诉讼程序来判断相关信息是否因会‘影响投资者决策’而构成‘重大性’的可能，中国证监会依照目前证券法的授权和理论构制代行‘影响投资者决策’的判断”^{〔49〕}。质言之，中国证券法对“重大性”的判断，明示的是选用“对证券市场价格有重大影响”这一标准，而证券监管机构在判定是否“对证券市场价格有重大影响”时，其中又内嵌着是否“影响理性投资者”的判断标准，只不过是证券监管机构代替投资者做出判断，事实上这也是对中国证券监管之实质监管理念的贯彻落实。

“冷淡对待”措施是涉案行为尚未被查证清楚的情况下，证券监管机构为防止“对市场有重大影响”而自主作出独立性专业判断，并对证券市场中介机构采取的暂不受理或中止审查监管措施。从“冷淡对待”措施的预防性、前置性角度来看，此处所言的“对市场有重大影响”更多体现的是对证券市场价格的可能性影响而不是实际影响，并且其中暗含着“影响理性投资者决策”的标准。深入地讲，证券监管机构运用专业知识和既往经验来对证券中介涉案行为的市场影响进行预测性评估，而该预测性评估或判断作出过程中必然会暗含着对投资者进行保护的考虑或者是以理性投资者的标准模拟投资者的判断，究其根本在于证券监管机构“判断价格敏感性，同时也就是在判断相关信息是否对投资者的决策有显著影响”^{〔50〕}。另外，毕竟“冷淡对待”措施的采用还处于证券发行的初步受理或者中间审查阶段，此时投资者尚未也不可能介入证券的发行与交易之中，并且在实质监管的语境之下只能由证券监管机构模拟投资者的理性判断。退一步讲，即使中国最后实现了从实质监管向形式监管、从核准制向注册制的过渡，中国证券监督管理机构依然还会要求证券市场中介机构协助发行人或上市公司对影响市场价格或投资者决策的重大信息进行及时、准确、完整、全面的披露。

（二）“冷淡对待”措施被适用的主体边界

随着《关于修改〈中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定〉的决定》的发布，“冷淡对待”措施的适用主体已经从原先的保荐人、独立财务顾问、律师事务所及其所属工作人员扩展到了证券市场中介机构及其所属工作人员，包括会计师事务所、资产评估机构等等。此种扩张或者说是普遍性适用“重点解决了各证券中介服务机构暂不受理、中止审核政策不统一的问题”

〔48〕 参见刘东辉：《谁是理性投资者——美国证券法上重大性标准的演变》，载郭锋主编：《证券法律评论》2015年卷，法律出版社2015年版，第78页。

〔49〕 杜晶：《论内幕信息“重大性”的一般判断和个案判断》，载郭锋主编：《证券法律评论》2015年卷，法律出版社2015年版，第71-72页。

〔50〕 萧鑫：《内幕信息重大性标准及其投资者设定》，载黄红元、卢文道主编：《证券法苑》第20卷，法律出版社2017年版，第204页。

题”^[51]，使得证券市场不同中介机构在被监管层面获得了公平对待。然而，值得注意的是，中国所采用的“保荐人牵头责任模式”使得作为保荐人的证券公司对证券发行上市保荐中的专业与非专业意见承担全面的尽职调查责任，即“对于有专业意见内容须‘审慎核查’，对于无专业意见支持的内容应‘充分调查’，就两者都要进行‘独立判断’”^[52]，这极易导致保荐机构承担本不应由其承担的连带担保责任。在“严格的保荐人牵头责任模式”下，“保荐机构和证券市场中介机构在企业IPO时各有分工，很难清晰地界定各自具体责任大小。一般认为，相比之下保荐机构的责任更为重大”^[53]。在“冷淡对待”措施领域具体即体现为，如若律师事务所、会计师事务所等证券市场中介机构出具的专业意见存在虚假或涉嫌违法违规的可能，此时作为该证券发行保荐机构之证券公司的保荐业务则极有可能受到暂不被受理或中止审查的业务限制。

证券市场各中介机构与其工作人员之间的责任分配亦存在模糊的问题，这集中体现在中国“双保型”保荐制中保荐机构与保荐代表人的权责配置上。在“双保型”保荐制度安排下，“保荐代表人既是保荐机构的内部人员，受保荐机构的合同约束和内部监管；又是保荐活动中相对独立的市场角色，直接受证券市场监管机构的外部监管”^[54]，这就涉及证券监管机构对保荐机构和保荐代表人双重调查的问题，并且其中还存在保荐机构和保荐代表人之间的管理与被管理问题。当保荐代表人在执业过程中涉嫌违法违规时，究竟应先对具有管理责任的保荐机构进行立案调查，还是除非有证据证明保荐机构存在管理失当的责任，则先对保荐代表人进行立案调查？对此问题的回答，或者立案调查选择遵循个人优先或机构优先原则的差异，将会对保荐机构保荐业务的开展产生实质影响。如果遵循机构被调查优先的原则，那么或许证券公司的全部保荐业务会因单一保荐代表人的违法违规行为而受限制；如果遵循个人被调查优先的原则，即某一保荐代表人涉嫌违法违规，除非保荐机构存在管理失当的责任，保荐机构的其他保荐业务将不受影响。与一般企业不同的是，证券市场“中介机构从业人员作为以专业知识和专门技能为社会提供智力服务的专家，其职责履行、业务实施相对独立、自主，因此往往采取松散的‘团队制’业务单元模式”^[55]。在松散管理模式之下，为了避免不存在管理过失的保荐机构为保荐代表人的违法违规行为承担责任，且不对未涉嫌违法违规的其他证券市场服务机构业务的开展、发行人或上市公司证券发行造成影响，个人被调查优先的原则或许更能有效协调好不同主体间的合法利益诉求。

（三）“冷淡对待”措施被适用的过程限度

“冷淡对待”措施的已经从单一的“暂不受理”向兼具“中止审查”转变。其中，“暂不受理”是对因涉嫌违法违规而被立案调查之证券中介新推荐业务的暂缓受理监管措施，而“中止审查”则是对已经受理但正在审查中的业务给予暂停审查的监管措施。同时，新修订并于2018年4月23日正式实施的《程序规定》还将《发行监管问答——关于首次公开发行股票中止审查的情形》（2016年12月9日修订）所提出的恢复审查机制正式纳入。值得注意的是，从单一“暂不受

[51] 王雪青：《证监会修改行政许可实施程序规定》载《上海证券报》2018年3月24日，第001版。

[52] 郭雳：《香港保荐制度改革新规述评与镜鉴》，载《证券市场导报》2014年第2期，第10页。

[53] 任冬雪：《保荐机构起诉发行人 中介机构责任该怎么分？》，载《财会信报》2019年9月25日，第A02版。

[54] 前引〔22〕，陈洁文，第62页。

[55] 前引〔28〕何艳春、王玮文，第18-19页。

理”监管措施向兼具“中止审查”监管措施的转变，既可避免“带病”证券市场中介机构及其人员或项目进入市场，也是对证券市场中介机构新推荐担保业务和已受理在审业务给予公平对待的制度落实。然而，令人生疑的是，为什么“中止审查”的项目可以经证券中介及其工作人员复核后恢复审查，而“暂不受理”的项目不可以经证券市场中介机构及其工作人员复核后恢复受理呢？此举实然有悖于对未涉嫌违法违规之其他证券市场中介机构及其工作人员、发行人或上市公司给予公平对待的原则。

从证券发行或上市公司并购重组等证券行政许可的过程来看，^{〔56〕}须经过“受理→发审（重组）会→核准发行（审结）”三个重要环节，而新修订《程序规定》仅对新业务“暂不受理”和受理后在审业务“中止审查”进行了规定，而没有对受理后在审业务不同审查阶段是否均采用“中止审查”措施进行具体细分。同时，《发行监管问答——关于首次公开发行股票中止审查的情形》（2016年12月9日修订）关于“保荐机构应当对其推荐的所有在审发行申请项目进行全面复核……对于已过发审会的项目，保荐机构因涉嫌违法违规被行政机关调查，尚未结案的，相关保荐机构也应当按照上述复核要求完成复核工作”^{〔57〕}的要求也进一步印证了证监会根本没有对受理后在审业务不同审查阶段是否均采用“中止审查”措施进行具体细分。值得注意的是，对受理之后未过发审（重组）会的项目采用“中止审查”监管措施情有可原，但对发审（重组）会已经审查通过，或者已经证监会核准或注册发行（审结）的在审项目仍旧采用“中止审查”监管措施，明显是证监会对自身的不信任，或者没有底气的表现。可以追问的是，证监会的审查究竟有无意义，难道是徒有其表或者是为了推卸责任。从理论上讲，发审（重组）会已经审查通过，或者已经证监会核准发行（审结）的项目应该是经过审查不存在问题的项目，应该继续按照程序进行，而不是采取“中止审查”的监管措施。如果转换到2019年新《证券法》中注册制的语境下，依据《中国证监会发行监管部首次公开发行股票注册工作流程》，股票发行需经过“交易所受理→上市审核→报送意见、材料→证监会接受、披露→注册审议会→注册决定”等环节，面对更加繁杂的证券发行程序，简单的新业务“暂不受理”和受理后在审业务“中止审查”将更加难以应对。

五、“冷淡对待”措施适用的控制策略

“冷淡对待”措施的规范适用凸显为对证券监管权的法律控制，而这又必须从证券监管理论演变及其与传统行政权的本质差异谈起。证券监管经历了“监管必要论”到“监管有效论”的转变，而“良好的独立性是证券监管治理不可或缺，并起决定性作用的因素，也因此成为保障监管效用的基础”^{〔58〕}。当然，保证具有独立性证券监管权及其具体监管措施适用的可问责性也是维持监管有效的必备要素。值得注意的是，证券监管权之独立性和综合权力属性决定了证券监管

〔56〕 鉴于《程序规定》尚未对2019年《证券法》中的注册制作出回应，此处依旧在证券发行的核准制语境下展开。

〔57〕 证监会：《发行监管问答——关于首次公开发行股票中止审查的情形》（2016年12月9日修订），载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxjgb/gzdt/201612/t20161209_307592.html，最后访问时间：2020年1月18日。

〔58〕 洪艳蓉：《金融监管治理：关于证券监管独立性的思考》，大学出版社2017年版，第81页。

的问责安排不能纯粹适用传统的严格规则控权模式，而需要“从注重行政结果的合乎规则性向注重行政行为的合乎程序性转变”^{〔59〕}。质言之，具有独立性之现代证券监管权及其具体监管措施的规范适用必须实现从事前立法控制、事后司法控制向更加注重事中过程控制的转变，并且维持证券监管有效的问责机制安排也离不开对证券监管机构自由裁量权的合理赋予与科学规范。

（一）“冷淡对待”措施适用的法律过程控制

“在像我国将行政行为型式化，并分别立法进行法律约束这种框架之下，证券监管措施极易因此而逃脱法律的规范，导致行政权力的滥用”^{〔60〕}，而作为新兴证券监管措施之一的“冷淡对待”措施必然也存在脱法或适用上的非规范性等问题。为了保证“冷淡对待”措施的规范使用，须借助行政过程理论的引入，究其根本在于“如不导入宏观的过程，则无法对行政法现象全体把握，对个别法律行为的效果，也产生无法正确判断的疑问”^{〔61〕}，同时也会对被监管之证券市场中介机构的实体或程序权利造成侵害。因此，当证券监管机构因证券市场中介机构涉嫌违法违规而对其立案调查并限制其业务时，必须将证券市场中介机构引入行政决定作出的过程中，以充分保障被监管对象的合法权利并协调处理好与之相关的利益关系。

“冷淡对待”措施是行政许可过程中所采用的具有法律效果前置性的证券监管措施，其不仅涉及证券市场中介机构自身业务的开展，而且还会影响未涉嫌违法违规的其他证券市场中介机构、接受证券市场中介机构服务的发行人或上市公司等主体的利益。鉴于此，“冷淡对待”措施准备被采用时，监管部门应当及时听取不同证券市场中介机构和接受证券市场中介机构服务之发行人或上市公司的意见并为其提供质证机会。^{〔62〕}具言之：一是允许未涉嫌违法违规其他证券市场中介机构继续开展业务，给予未涉嫌违法违规的接受涉嫌违法违规证券市场中介机构服务的发行人或上市公司及时更换服务机构的权利，为涉嫌违法违规证券市场中介机构提供复核、及时恢复审查的机会；二是在证券监管机构已经决定对涉嫌违法违规的证券市场中介机构进行立案调查并采取暂不受理或中止审查监管措施后，证券监管机构应当及时下发通知，明确涉嫌违法违规证券市场中介机构被限制业务的类型，尤其要明确哪些已经受理的在审项目将被采取中止审查措施，并为被限制业务的机构提供复核、恢复审查的时间和特定程序；三是当证券监管机构已经对被限制业务的证券市场中介机构所涉案件事实调查清楚，并确定不存在违法违规的情况时，证券监管机构应当及时告知该证券市场中介机构并迅速启动被限制业务的恢复审查程序。

从更高层面来讲，对“冷淡对待”措施之适用进行过程性的法律控制，不仅可以限制新兴证券监管措施的脱法或滥用，还可实现证券监管权从单纯的事前、事后控制向兼具事中控制的转变，从单纯的先行给予外部权力控制向行政内部权力控制而后再进行外部控制的转变，从纯粹的国家权力控制向兼具社会权力、权利控制的转变。事实上，现代行政过程控制理论的引入既是对

〔59〕 孙笑侠：《法律对行政的控制——现代行政法的法理解释》，山东人民出版社1999年版，第134页。

〔60〕 张红：《证券监管措施：挑战与应对》，载《政法论坛》2015年第4期，第136页。

〔61〕 王贵松：《行政裁量的构造与审查》，中国人民大学出版社2016年版，第72页。

〔62〕 参见彭冰主编：《规训资本市场：证券违法行为处罚研究（2016）》，法律出版社2018年版，第22页。

传统注重行政结果之行政行为理论缺失的弥补，更是对具有灵活性、独立性、综合性证券监管权及其监管措施进行有效控制、规范适用、合理问责的积极回应。同时，可进一步明确“冷淡对待”措施不是行政许可的消极实体要件，而是行政许可的中止性程序，此种认定有助于作为行政调查阶段性法律后果的业务受限监管措施与作为行政调查终局性法律后果之行政许可关系的整体性协调以及相关法律规则的结构化设计。

（二）“冷淡对待”措施适用的裁量基准设定

现代证券监管应逐步从“遵从规则的问责制”向“绩效问责制”转换，承认证券监管机构应该享有充分的独立性，并享有更多的行政裁量权以适应实践中复杂多变的证券市场，^{〔63〕}但证券监管机构所采用的涵括“冷淡对待”在内的所有证券监管措施并非没有裁量限度，只是需要与具体监管问责机制相互照应。就“冷淡对待”措施而言，因涉嫌违法违规而被立案调查之证券市场中介将遭受暂不受理、中止审查业务受限监管措施，并主要限定于与涉嫌违法违规业务同属一类业务或对市场有重大影响的领域。其中，是否属于“同类业务”或“对市场有重大影响”系要件裁量的范畴，而是否采用“暂不受理”或“中止审查”业务受限监管措施，以及在两种措施之间究竟如何选择则属于效果裁量的范畴。^{〔64〕}

与涉嫌违法违规业务是否属于“同类业务”或“对市场有重大影响”是证券监管机构是否采用“暂不受理”或“中止审查”业务受限监管措施以及采用“暂不受理”还是“中止审查”业务受限监管措施的法律构成要件。然而，“同类业务”中的“同类”和“对市场有重大影响”中的“重大”，因“其具有语意模糊性和多义性的外在特征”^{〔65〕}而属于不确定法律概念，并且其具体适用需要证券监管机构进行场景具体化和事务专业性判断。值得注意的是，不确定法律概念可分为经验性不确定法律概念和价值性不确定法律概念，而“同类”“重大”则属于价值性不确定法律概念。为避免随意性，价值性不确定法律概念的具体化需要价值剔除，而在价值无法剔除的地方则需要进行价值补充或判断。^{〔66〕}证券市场中介机构的“同类”业务相对容易进行具体化判断，如保荐业务、承销业务、出具法律意见等相对确定的法律概念，而“重大”的价值意蕴更强，其具体化需要结合相关法律条文的引证、类推解释等予以实现，如借鉴2019年新修订《证券法》第80、81条对内幕信息“重大性”的具体列举和概括界定。

在对与涉嫌违法违规业务是否属于“同类业务”或“对市场有重大影响”等法律构成要件进行确定之后，究竟是否采用“暂不受理”或“中止审查”业务受限监管措施以及选择适用“暂不受理”还是“中止审查”业务受限监管措施则属于对法律效果的具体化裁量判断。其中，是否采用“暂不受理”或“中止审查”业务受限监管措施首先由与涉嫌违法违规业务是否属于“同类业务”或“对市场有重大影响”决定，而其具体操作需要结合“可以”还是“应当”予以确定。譬如《程序规定》第22条明确，“在审查申请材料过程中，有下列情形之一的，应当作出中止审查

〔63〕 参见前引〔58〕，洪艳蓉书，第81页。

〔64〕 参见郑春燕：《取决于行政任务的不确定法律概念定性——再问行政裁量概念的界定》，载《浙江大学学报（人文社会科学版）》2007年第3期。

〔65〕 尹建国：《行政法中的不确定法律概念释义》，载《法学论坛》2009年第1期，第59页。

〔66〕 参见王贵松：《行政法上不确定法律概念的具体化》，载《政治与法律》2016年第1期。

的决定,通知申请人”,而证券市场中介“因涉嫌违法违规而被立案调查,尚未结案,且涉案行为与其为申请人提供服务的行为属于同类业务或者对市场有重大影响”即是应当适用的情形之一。在决定对涉嫌违法违规的证券市场中介机构采取“冷淡对待”措施后,究竟是选择适用“暂不受理”还是“中止审查”业务受限监管措施,具体又需要结合证券市场中介机构业务所处的具体阶段或过程来决定,但因与此裁量措施相关法律规范之规定相对具体明确,在实践中几乎不存在行政上的自由裁量空间。当然,在“中止审查”业务受限监管措施适用过程中需要明确区分究竟是在发审(重组)环节,还是核准发行(审结)环节,其中,如若处于后一环节需要排除“中止审查”业务受限监管措施的适用。转换到注册制的语境下,证券发行过程为“交易所受理→上市审核→报送意见、材料→证监会接受、披露→注册审议会→注册决定→启动发行”,究竟应在哪个环节采用“中止审查”更值得进一步探讨。尤其是证监会已经作出注册决定,但尚未启动发行时,是否应“中止审查”?与作出核准制下的核准决定类似,如果此时采用“中止审查”措施,是否也是对证监会自己注册审议行为的否定呢?这主要取决于注册审议会的审议究竟是实质审查,还是形式审查。如果是实质审查,或许就是证监会对自己行为的否定。如果是形式审查,或许采用“中止审查”就具有了合理性,但是此时已经超越了审查的范畴,或者说已经审查完毕。

六、结 语

• 329 •

作为一项新兴的证券监管措施,“冷淡对待”措施具有修复性而非处罚性、阶段性而非终局性等特点,此举有助于防止证券市场中介机构违法违规行为所生影响的蔓延和证券市场系统性风险的事前防范。当然,“冷淡对待”措施建立与实施与我国资本市场“新兴加转轨”的发展阶段,以及市场约束机制不足、诚信文化缺失、法律制裁不够的阶段性特点紧密相关。

“冷淡对待”措施的创新与适用自当鼓励,可该项证券监管措施面临着自身法律属性定位不清的问题。之所以如此,原因在于其超越了传统的仅研究局部而不考量整体、仅研究法效果而不关注行政过程的型式化行政行为,此其一;二是其适用还在前后相接之行政行为内部嵌入了结构化的要素,甚至是在行政调查行为与行政许可行为中间植入了中间效果行为——具有暂时性、阶段性特征的暂不受理或中止审查行为的插入,此举促使宏观行政过程的相互嵌套,并且每一层次的行政过程都包含着产生特定效果的行政法律行为自我运行体系。是故,须从行政过程理论视角来理解“冷淡对待”这一新兴证券监管措施。唯有如此,才能实现证券监管措施的选择与适用不仅限于时间维度的前后承继或程序上的前后相接,而且还可将空间维度的结构化因素纳入其中。

在“冷淡对待”措施的适用中,“同类业务”和“对市场有重大影响”作为一种不确定性的法律概念,具有自由裁量特性。事实上,是否属于“同类业务”或“对市场有重大影响”系要件裁量的范畴,而是否采用“暂不受理”或“中止审查”业务受限监管措施,以及选用“暂不受理”还是“中止审查”业务受限监管措施则属于效果裁量的范畴,尤其是要处理好机构与

团队、不同团队、不同阶段“中止审查”监管措施的适用。无论是要件裁量，还是效果裁量都要强化业务受限监管措施适用的裁量限度与规范性。与“冷淡对待”措施法律属性的认定须从行政过程理论的视角展开相类似，其规范适用也必须借助行政过程理论的引入予以实现，并且现代行政过程理论的引入既是对传统注重行政结果之行政行为理论缺失的弥补，更是对具有灵活性、独立性、综合性的证券监管权及其监管措施适用进行有效控制、规范适用、合理问责的积极回应。

Abstract: During the time when the cases of security market intermediaries are filled and investigated, the preventive and temporary “cold shoulder” measures taken by the regulatory authorities thereto have gone beyond the scope of typical administrative actions, and severely restricted the standardized application of such measures in securities supervision and enforcement. To effectively control the “cold shoulder” measures, we must examine original intention hereof, choice of value thereof and the relationship of interests involved. More importantly, shall we combine with the predisposition of legal effect, which is the characteristic of cold shoulder measures, to prove the weakness of the interpretation of the administrative behaviour theory thereto. The theory of administrative process can provide assistance for the identification of inherent legal provisions thereof. In order to prevent the “cold shoulder” measures from being abused, its applicable limit should be grasped from the aspects of subject, process and consequence, and the standardized application should be realized by the optimization of administrative discretion, administrative process theory and the specific rules of restrictions on power established hereon.

Key Words: security market intermediaries, securities services institution, cases fillings and investigations, restrictions on business, cold shoulder

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)

直接上市制度改革及其“看门人”机制分析

高振翔*

内容提要：直接上市允许公司在不经 IPO 流程、不使用承销机构的情况下，自主选择是否发行新股，并将股票直接在交易所上市交易，是一种新型上市模式。美国直接上市改革的重要动因是私募市场繁荣发展对交易所市场造成压力，具体制度演变经历了仅限老股上市和 2020 年 8 月起兼容新股发行上市两个阶段。“看门人”弱化是直接上市改革的争议焦点问题，直接上市财务顾问仅提供顾问服务，所面临声誉压力、合同责任压力和法定责任压力远小于 IPO 承销商，难以起到市场“看门人”功能，现有应对路径包括递延财务顾问报酬给付、财务顾问承担承销商法律责任等。美国直接上市改革离不开发达私募市场、完备诚信环境和良好做市机制等条件。尽管我国引入直接上市制度的条件尚不成熟，在发行定价、上市路径、保荐承销制度等方面，直接上市改革仍然给我国带来启示。

关键词：直接上市 IPO 上市 证券私募发行 看门人 保荐承销

• 331 •

直接上市（direct listing）是一种新型上市方式。直接上市允许公司在不经首次公开发行股票（IPO）流程情况下，自主选择是否发行新股，并将股票直接在交易所上市交易。直接上市的最大特点是上市环节简化，无需承销商承销、路演、询价等环节，降低了发行人发行上市成本，提高了公开市场吸引力。

经美国证券交易委员会（以下简称 SEC）批准，纽约证券交易所（以下简称“纽交所”）在 2018 年推出了直接上市改革，允许满足一定条件的公司不发行新股、不筹集资金、不使用承销机构，简单登记股票后即可在纽交所上市交易。^{〔1〕} 公司股东结构不会改变，但持股人却可以公开

* 高振翔，中国社会科学院大学法学院博士研究生，任职于深圳证券交易所。
本文仅代表作者个人观点，与所任职单位无关。

〔1〕 See Elana Lyn Gross, SEC Approves NYSE Direct Listing Proposal (Aug 26, 2020), available at <https://www.forbes.com/sites/elanagross/2020/08/26/sec-approves-nyse-direct-listing-proposal/?sh=1b6e44fa6bc5>, lasted visited on May 13, 2021.

出售股票,满足了不缺少资金、不愿意稀释股权的科技初创公司提高股票流动性、便利早期投资退出的需求。但该模式只允许公司老股上市,不能发行新股融资。2020年8月,经SEC批准,纽交所原有直接上市模式基础上增加了发行新股的直接上市模式,并将前者称为“卖出股东上市”(selling shareholder direct listing),后者称为“初次直接上市”(primary direct listing)。^{〔2〕}“初次直接上市”允许公司不经承销向公众发售新股,新股老股一并直接上市,丰富了直接上市的募资功能。与此同时,围绕直接上市在保护投资者方面缺陷的争议随之而来,SEC一度因为市场主体申诉而缓期实施“初次直接上市”制度。^{〔3〕}

直接上市改革为资本市场带来了全新上市模式,同时伴随司法争议和利益博弈。特别是直接上市缺少承销商等中介机构“看门人”的支撑、承销、推广、战略投资和超额配售等,可能给投资者带来风险。本文阐述了美国直接上市改革的背景动因和具体制度安排,比较分析了直接上市与IPO上市的“看门人”职责与角色,并围绕改革的争议焦点——“看门人”弱化问题及其对投资者保护的影响作深入解析。美国直接上市制度改革为我国完善以注册制为核心的发行上市制度提供了借鉴,本文结合美国直接上市改革具体情况及其面临问题,对我国引入直接上市制度的前景提出思考和建议。

一、直接上市的改革背景与制度安排

(一) 改革动因:提高公开市场的吸引力

美国积极推出直接上市改革的背景是私募市场的发展繁荣给公开市场造成压力。由于IPO数量持续走低以及公司的正常退市,美国上市公司的数量已从1997年的历史峰值8884家下滑至2015年的3812家,2016年的IPO数量与融资金额更是创下2010年以来最低水平。^{〔4〕}与公开市场的疲软态势不同,近年美国私募市场却呈现欣欣向荣景象。据统计,2017年,美国风险投资机构累计向8076家公司投资了842亿美元。^{〔5〕}许多初创型公司通过证券私募市场即可募得足够资金,无需借助IPO途径。2015年,Airbnb公司从证券私募市场获得了15亿美元的股权融资,而2017年美国IPO平均募资规模仅为1亿美元。^{〔6〕}

〔2〕 See Mark S. Bergman, Raphael M. Russo, Tracey A. Zaccane, SEC Approves NYSE Rule Change Permitting Primary Direct Floor Listings (September 9 2020), available at <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=ae11a7a6-625e-4fbc-94ea-c84cf66989b3>, last visited on May 13, 2021.

〔3〕 See SEC Commissioner Elad L. Roisman, Statement on NYSE Primary Direct Listing Proposal (December 22, 2020), available at <https://www.sec.gov/news/public-statement/roisman-listings-2020-12-22>, last visited on May 13, 2021; SEC Commissioner Allison Herren Lee, Caroline A. Crenshaw, Statement on Primary Direct Listings (December 23, 2020), available at <https://www.sec.gov/news/public-statement/lee-crenshaw-listings-2020-12-23>, last visited on May 13, 2021.

〔4〕 数据来源于Wind。

〔5〕 See Pitchbook-national Venture Capital Association, Venture Monitor Q4 2017 (January 2018), available at https://nvca.org/wp-content/uploads/2019/07/4Q_2017_PitchBook_NVCA_Venture_Monitor.pdf, last visited on Mar. 20, 2021.

〔6〕 See Lia Der Marderosian, 2017 IPO Report, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Finance Regulation (May 25, 2017), available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/25/2017-ipo-report/>, last visited on Mar. 20, 2021.

美国私募市场发展壮大与监管制度的“松绑”密切相关。美国 1933 年《证券法》第 4 (a) (2) 节规定了“与公开发行无关的发行人的交易”的豁免证券注册条款，为私募市场发展留有空间。根据该规定，针对有证据表明能够实施自我保护 (fend for themselves) 的人进行要约发行，属于非公开发行的交易。^{〔7〕} 为使私募证券发行豁免更具操作性，1982 年 SEC 颁布了《D 条例》(Regulation D) 并引入“获许投资者” (accredited investors) 概念，允许公司向“获许投资者”发行未向 SEC 注册的证券。《D 条例》的核心规则 506 规定，购买者如果是“获许投资者”，或者属于“成熟投资者” (sophisticated purchaser) 且这部分投资者的人数不超过 35 位，则可享受注册豁免。^{〔8〕} 同时，为提高私募证券的可交易性，SEC 又于 1972 年和 1990 年分别颁布《144 规则》(Rule 144) 和《144A 规则》(Rule 144A)，允许向“获许投资者”发行的未注册的证券在二级市场交易。特别是《144A 规则》允许向“合格的机构买方” (qualified institutional buyers) 基本无人数量限制地转让非公开发行的证券，私募证券的流动性得到极大提升。总体上，以 1933 年《证券法》第 4 (a) (2) 节、《D 条例》和《144 规则》为核心的美国私募证券发行和转让制度，满足了私募发行人的筹资需求，一定程度上解决了私募证券的转售和流动性问题，促进了证券私募市场的蓬勃发展。

不同于私募发行转让制度的持续“松绑”，公开市场监管却不断“收紧”，特别是 21 世纪以来的两次大规模证券监管改革大大增加了上市公司信息披露负担，降低了公开市场对市场主体通过公开市场募资的吸引力。美国国会 2002 年出台的《萨班斯—奥克斯利法》(Sarbanes-Oxley Act) 要求，上市公司管理层必须每年对于该公司财务报告相关内部控制的有效性出具书面意见，书面意见必须根据相关的控制测试结果得出。审计师必须对被审计单位财务报告相关内部控制的有效性出具审计意见。^{〔9〕} 而 2010 年出台的《多德—弗兰克法》(Dodd-Frank Act) 则包括了一系列有关股东权利和薪酬披露的条款，以及影响公司治理和其他披露事项的条款。^{〔10〕}

虽然私募市场为企业融资提供了具有吸引力的路径，但公司仍有在交易所上市交易的需求。私募证券转售仅限于“获许投资者”或者不超过 35 人的“成熟投资者”，流动性无法与上市交易的股票相提并论，且上市便于公司后续开展收购行动。在此背景下，纽交所直接上市改革应运而生。直接上市移除了承销商的承销流程，避免了证券发行承销过程中高额的承销费用和发行折价，以及静默期 (gun-jumping)、股票锁定期 (lock-up period) 等传统 IPO 监管要求，在降低公司发行上市成本的同时，为原始股东提供了更为通畅的退出通道。SEC 批准直接上市改革也体现了监管层平衡公开市场与私募市场发展的考虑：公开市场相比私募市场有更为透明的信息披

〔7〕 参见郑坤山：《借鉴美国经验完善我国证券私募监管法律制度研究》，载黄红元、徐明主编：《证券法苑》第 12 卷，法律出版社 2014 年版，第 199 页。

〔8〕 《D 条例》规则 501 列举了八个种类的个人和实体作为“获许投资者”，主要包括资产或收入达到一定标准的金融机构、公司、信托等商业组织、自然人等，且对人数没有限制。《D 条例》也规定了“成熟投资者”可以投资于私募证券，“成熟投资者”由发行人进行认定，发行人必须合理地相信“成熟投资者”在商业和金融方面有充分的知识和经验来适当评估潜在投资风险。根据《D 条例》的制度设计，“成熟投资者”的风险承受能力低于“获许投资者”，因此将其人数限定在 35 人以下。

〔9〕 See Section 404 of Sarbanes-Oxley Act of 2002.

〔10〕 See Sections 1502, 1503 and 1504 of the Dodd-Frank Act.

露、更为公平的竞价机制，能给中小投资者带来更多投资机会。基于此，有必要吸引更多已获得私募融资的公司到公开市场上市。

纽交所直接上市制度一经推出便受到市场积极反响，截止 2020 年底，已有 4 家“独角兽”公司在纽交所直接上市。该四家公司上市的情况请参见表 1。

表 1 直接上市案例情况（截至 2020 年底）

时间	公司	方式	上市首日收盘市值（亿美元）
2018 年 4 月 3 日	流媒体音乐服务公司 Spotify	不发行新股，老股直接上市	265
2019 年 6 月 20 日	团队协作软件开发公司 Slack	不发行新股，老股直接上市	195
2020 年 9 月 30 日	团队协作软件开发公司 Asana	不发行新股，老股直接上市	45
2020 年 9 月 30 日	大数据分析公司 Palantir	不发行新股，老股直接上市	206

（二）制度安排：从仅限老股上市到兼容新股融资

美国直接上市改革经历了从仅限老股上市到 2020 年 8 月起兼容新股融资两个不同阶段。事实上，早在 2018 年 2 月 SEC 正式批准纽交所直接上市规定之前，纳斯达克市场已默许公司直接上市。但纳斯达克市场的上市规则未明确规定直接上市制度，且 SEC 对直接上市模式也未予认可，因此，尽管实践中存在纳斯达克市场直接上市案例，直接上市制度尚未真正确立。^{〔11〕}

1. 2018 年直接上市规定

为在上市规则中增加不发行新股的直接上市模式，2017 年 3 月 13 日，纽交所向 SEC 递交了《上市公司手册》（Listed Company Manual）修改申请。经三次修正，修改申请在 2018 年 2 月 2 日获 SEC 正式批准。^{〔12〕} 根据修改后的《上市公司手册》第 102.01B 条规定，公司在纽交所直接上市遵循以下程序：

一是向 SEC 注册拟上市股票。直接上市改革是上市方式的改革，不涉及上市前股票注册程序的调整。计划直接上市的公司仍须按照美国证券法律的规定向 SEC 提出拟上市股票的注册申请（registration statement）和公开发行申请表格，即便是老股转让也构成美国证券法下的公开发行（secondary offering）。直接上市提交的注册表格与 IPO 提交的注册表格相同，两者在信息披露上也基本相同。^{〔13〕} 如果拟上市股票符合《144 规则》“安全港”规定的豁免注册条件，公司则可以豁免这部分股票的注册。

〔11〕 据统计，2018 年 2 月前已有 11 家公司在纳斯达克市场完成了直接上市。See Tom Zanki, NYSE Rule Change Would Make It Easier to List without IPO (July 6, 2017), available at <https://www.law360.com/articles/933065/nyse-rule-change-would-make-it-easier-to-list-without-ipo>, last visited on Mar. 20, 2021.

〔12〕 See SEC, Release No. 34-82627, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Notice of Filing of Amendment No. 3 and Order Granting Accelerated Approval of Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 3, to Amend Section 102.01B of the NYSE Listed Company Manual to Provide for the Listing of Companies that List Without a Prior Exchange Act Registration and that Are Not Listing in Connection with an Underwritten Initial Public Offering and Related Changes to Rules 15c, 104, and 123D (February 2, 2018).

〔13〕 美国本土发行人使用 Form-S1 进行注册，非美国本土发行人使用 Form-F1 进行注册，包括招股书和注册说明书。

二是向纽交所申请股票直接上市。公司履行 SEC 注册程序后，便可向纽交所提出直接上市申请。申请在纽交所直接上市，公司需完成相应的估值程序，并满足以下条件：

(1) 公众持股量和股价要求

就公众持股量而言，直接上市要求公司公众持股的股份数不少于 110 万股，股东不少于 400 名，股价不低于每股 4 美元。公司董事、高管或他们的直系亲属，以及占公司股本 10% 或以上的股东持股不计入公众持股量。

(2) 市值要求

直接上市公司的市值要求为：A. 如果公司曾在证券私募市场实施过私募融资（private placement），公众持股市值不低于 1 亿美元，计算方式为在（a）独立第三方对公司的估值和（b）由全国性证券交易所（national securities exchange）或注册经纪商（registered broker-dealer）运营的未注册证券交易系统（合称“私募融资市场”）中的公司普通股最近一次交易价格，两者中取较低值；B. 如果公司未实施过私募融资或者没有在私募融资市场的最近交易价格，则需要独立第三方对公司估值为公众持股市值不低于 2.5 亿美元。相比 IPO 上市中 4000 万美元的市值要求，纽交所为直接上市设置的市值门槛更高，目的是为公司直接上市后保持一定市值规模，以及上市后的二级市场交易提供流动性。

公司满足上述条件，且 SEC 注册文件生效，就可以和纽交所选定日期完成直接上市。直接上市股票定价由公司指定做市商（designated market maker）完成，如果公司股票上市前已在私募市场转让，指定做市商将根据私募市场的最新定价确定股票上市价格，如果公司股票未曾在私募市场转让，指定做市商将在咨询公司聘请的财务顾问（financial advisor）意见后确定股票上市价格。

2. 2020 年直接上市新规

为拓宽直接上市适用场景，满足公司筹资需要，经 SEC 批准，纽交所在 2020 年对直接上市规则进行了修改，允许公司发行新股并直接上市。2019 年 12 月 11 日，纽交所向 SEC 递交《上市公司手册》修改申请。经两次修正，新规于 2020 年 8 月 26 日获 SEC 批准。^[14]而就在 2020 年 8 月 25 日，纳斯达克交易所也向 SEC 提交了增加发行新股的直接上市规定申请，SEC 于 2021 年 5 月 19 日批准了纳斯达克交易所的直接上市规定。^[15]

纽交所直接上市新规把不发售新股、只出售老股的直接上市方式称为“卖出股东上市”，而把允许发行新股筹资的直接上市方式称为“初次直接上市”，并对“初次直接上市”的上市条件和交易机制作了特别规定：

[14] See SEC, Release No. 34-89684, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Order Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Amend Chapter One of the Listed Company Manual to Modify the Provisions Relating to Direct Listings (August 26, 2020).

[15] See SEC, Release No. 34-91947, Self-Regulatory Organizations; The Nasdaq Stock Market LLC; Order Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Allow Companies to List in Connection with a Direct Listing with a Primary Offering In Which the Company Will Sell Shares Itself In the Opening Auction on the First Day of Trading on Nasdaq and to Explain How the Opening Transaction for Such a Listing Will be Effected (May 19, 2021).

(1) 市值要求

“初次直接上市”发行人需满足在上市首日发行新股的市值达到 1 亿美元；否则，上市首日发行新股的市值与上市前一刻既有公众持股市值合计应达到 2.5 亿美元。新股市值按 SEC 注册文件中设定的价格区间最低价计算。

(2) 公开竞拍机制

由于没有承销商协助，新股在上市首日通过公开竞拍（opening auction）方式由发行人直接售予投资者。所谓公开竞拍，是借由交易所技术通过市场的买卖订单进行价格匹配从而实现股票价格发现的机制。公开竞拍前，发行人须指定做市商，由其根据市场供需情况，并在咨询发行人财务顾问基础上确定竞拍价格。同时，发行人在向 SEC 注册时，需要在注册文件中设定发行价格区间，竞拍价格须在区间内（目前，纳斯达克交易所正在向 SEC 申请允许竞拍价格可以在注册文件设定的价格区间上下浮动 20%）。为此，纽交所创造了一种新的交易指令，即发行人直接要约（Issuer Direct Offering, IDO）。^{〔16〕} IDO 实质上是发行人下达的一笔股票卖单，卖单价格在发行价格区间内，数量与发行人向 SEC 注册的发行股数相同。老股东也可在公开竞拍时段挂出卖单，老股东以低于竞拍价格挂出的卖单称为更优价格卖单（better-priced sell order）。在竞拍成交时，IDO 和更优价格卖单均优先成交，且 IDO 是第一顺位成交。IDO 和更优价格卖单必须完全执行，如果市场需求不足以消化所有 IDO 和更优价格卖单，做市商不执行交易，此前已被接受的订单退回，直接上市失败。公开竞拍机制由公司直接与二级市场投资者对接，发行与交易紧密相连，避免了传统 IPO 发行中繁琐的承销商路演、询价流程，所有投资者都可以参与发行定价，定价过程更加透明公开。

卖出股东直接上市和初次直接上市条件的对比请参见表 2。

表 2 卖出股东直接上市和初次直接上市条件对比表

	卖出股东直接上市（不发行新股）	初次直接上市（发行新股）
注册义务	须向 SEC 注册拟上市股票	
公众持股量	上市前公司公众持有的股份数不少于 110 万股，股东不少于 400 名，股价不低于每股 4 美元。公司董事、高管或他们的直系亲属，以及占公司股本 10% 或以上的股东持股不计入公众持股量。	
市值条件	如果曾实施过私募融资，公众持股市值不低于 1 亿美元；如未曾实施私募融资，或者虽实施过私募融资但没有在未注册证券交易系统的最近交易价格的，则需要独立第三方对公司公众持股市值估值不低于 2.5 亿美元。	上市首日发行新股的市值达到 1 亿美元；否则，上市首日发行新股的市值与上市前一刻既有公众持股市值合计应达到 2.5 亿美元。新股市值按 SEC 注册文件中设定的价格区间最低价计算。
发行机制	不适用	公开竞拍机制

〔16〕 参见林蔚然、程威：《美国直接上市模式的改革及启示》，载 <http://opinion.caixin.com/2020-09-24/101609224.html>，最后访问时间：2020 年 11 月 26 日。

3. 直接上市的特点与优势

总的来看，直接上市具有程序简单、成本较低、监管要求灵活的特点与优势。

(1) 发行上市程序简化，成本较低

直接上市无需承销商参与，简化了发行上市程序，降低了成本。对不发行新股的直接上市，直接上市避免了路演（推介发行证券）、询价（簿记建档）等新股发行承销环节，程序简化带来上市成本的降低。对发行新股的直接上市，新股发行采取公开竞拍机制，由发行人与投资者直接对接，也无需路演、询价等繁琐程序，节省了因承销商参与发行承销所产生的高额费用。但由于没有承销商包办证券销售事务，直接上市发行人需要直接面向市场发售股份，这意味着直接上市公司须具备一定市场知名度和公众吸引力，否则直接上市很难成功。

(2) 监管要求灵活

同时，直接上市的监管要求也更为灵活。一是没有静默期限制。传统 IPO 中，公司向 SEC 提交注册文件至注册文件生效期间内，公司及公司高管需要对公众保持静默，不得以书面形式向外界透露招股说明书以外信息，避免对股票发行价格产生影响。从现有 Spotify 和 Slack 直接上市案例看，直接上市没有静默期的限制，高管可以在上市前公开讨论公司情况。^[17] 二是没有锁定期限制。传统 IPO 中，原始股东所持股份存在限售锁定期。美股锁定期由承销商与发行人约定，一般为 6 个月。锁定期的初衷是避免上市初期原始股东的大额股份变动损害新股东的利益，以此确立公众投资人对新股价值的信心，激励内部股东提升公司业绩，但锁定期也增加了原始股东，特别是创投公司等财务投资者退出的不确定性。直接上市锁定期较为灵活，如 Spotify 案例中，除少数股东股份自愿锁定外，其余股东和高管都能立即在二级市场卖出其股份。^[18]

直接上市与 IPO 上市的对比请参见表 3。

表 3 直接上市与 IPO 上市对比表

	直接上市		IPO 上市
	卖出股东上市	初次直接上市	
上市目的	提高股票流动性、便利后续兼并收购	募集资金、提高股票流动性、便利后续兼并收购	
券商承担的角色	财务顾问 (协助公司准备注册上市文件、开展投资者交流、提供估值定价咨询服务，收取固定费率)		承销商 (提供路演、询价、承销、配售等服务，按发行金额比例收取承销费用，一般为 7%)

[17] See Cody L. Lipke, Direct listing: How Spotify is Streaming on the NYSE and Why the SEC Should Press Play, 12 *The Journal of Business, Entrepreneurship & the Law*, 173 (2019).

[18] 由于 Spotify 股东腾讯在直接上市前就与公司订立了股份锁定协议，因此在 Spotify 直接上市后，腾讯仍需遵守股份锁定的承诺。

续前表

	直接上市		IPO 上市
	卖出股东上市	初次直接上市	
股票定价	股票上市价格由做市商根据公司在私募市场的最新转让价格确定，若无私募市场转让价格，则根据财务顾问意见确定	通过发行人直接要约的公开竞拍方式，在股票上市首日确定发行价格，价格发现由二级市场驱动	承销商组织路演、询价以确定股票发行价格和数量，投资者按照规定的 IPO 价格购买股票
锁定期	锁定期灵活，现有股东可以立即变现		原始股东受锁定期限制（一般为 180 天）
静默期	无静默期要求		有静默期要求
投资者教育	公司高管通过公开网上直播召开“投资者日”（Investor Day）活动		承销商组织路演与各机构投资者举行会议

（三）改革争议：重点关注“看门人”弱化问题

直接上市改革初衷是降低发行上市成本，提高公开市场对科技初创企业的吸引力。因此，制度设计的主轴是简化发行上市步骤，提升效率。但直接上市中新股发行没有锁定期限制、无需承销商参与等对发行人“减负”的安排却可能增加投资者追究发行人欺诈责任的难度，造成“看门人”弱化问题。不过，欺诈责任追究问题具有美国证券立法和司法的独特背景，且在 IPO 上市中同样存在，目前，SEC 已不认为该问题构成直接上市改革障碍。而“看门人”弱化问题却可能给市场带来更严重不利影响，值得制度移植重点关注。

1. 欺诈责任追究

纽交所直接上市新规获批两周后，投资者理事会（Council of Institutional Investors，简称 CII）便于 2020 年 9 月 8 日向 SEC 提交了对直接上市新规的复议申请，认为直接上市可能削弱投资人所持股票与发行注册文件之间的可追溯性（traceability），导致 1933 年《证券法》第 11 条有关发行欺诈的规定难以适用。^{〔19〕} 所谓的可追溯性，是指投资者购入的证券能否被追溯至发行人的注册文件。1933 年《证券法》第 11 条规定，如果发行人注册登记声明书生效后被发现存在对重大事实进行不实陈述或者对必需、必要事实存在遗漏，导致声明书陈述具有误导性情形，任何购买“此类证券”（such securities）的投资者只要事先不知情，都可以通过对责任人提起诉讼的形式维护自身权益。对“此类证券”的解释，美国司法判例在传统上将其狭义解释成根据特定的注册登记声明书所发行的证券，而并非发行人发行的所有证券。可追溯性问题并非新问题，在

〔19〕 See CII, Petition of Council of Institutional Investors for Review of an Order, Issued by Delegated Authority, Granting Approval of a Proposed Rule (September 8, 2020), available at <https://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2020/34-89684-petition.pdf>, lasted visited on Mar. 26, 2021.

IPO 锁定期结束后或者老股东借由《144 规则》豁免注册后直接流向二级市场，其追溯问题同样存在。IPO 模式下由于发行股票均在注册登记声明书范围内，且新股转让存在锁定期，因此 IPO 初期不存在可追溯性问题，但直接上市没有锁定期，新股老股一并向公众公开转让，使得可追溯性问题在股票发行上市初期即存在，加重了这一问题。

虽然新规一度因 CII 申诉而暂缓实施，但 SEC 最终于 2020 年 12 月 22 日复核通过直接上市新规。^[20] SEC 指出，可追溯性问题不构成实施直接上市新规障碍。首先，可追溯性问题非因直接上市改革产生，对该问题的处理应依赖司法部门，法院对可追溯性问题的司法结论一直在变化。在最近一起针对 Slack 的证券诉讼案中，加州北区的联邦地区法院便认为，传统的追溯标准在直接上市情形下显得过于苛刻。法院最终采用了统计意义上（statistically）的追溯，即原告仅需证明其持有的股份大多数系注册文件中的股份即可。^[21] 其次，技术变革也为构建更好的股份所有权追溯体系带来了机遇，基于区块链的可追溯证券可以用于构建不可篡改的托管链条，在必要时可以为投资者主张权益提供证据。

2. “看门人”弱化

直接上市无需承销商参与发行上市环节，最大好处在于避免了“IPO 抑价”和高额承销费用。多数公司 IPO 上市首日存在股票折价（underpricing）现象，理论界大多把折价“罪魁祸首”指向承销商。如承销商垄断假说^[22]认为，承销商垄断了发行市场，虽然抑价发行可能使承销费受损（折价后 IPO 规模下降），但承销人可以利用手中掌握的低价 IPO 资源，向长期客户（主要是机构投资者）配售 IPO，而这些长期客户可以通过提高交易佣金的方式，向承销商输送利益。又如证券欺诈集团诉讼假说^[23]认为，如果 IPO 定价过高，股票价格大幅回落将引来集团诉讼。IPO 定价越高，价格回落导致的投资者损失也越大，而压低 IPO 价格能减轻承销商在证券欺诈诉讼中可能担负的成本。再如发行人与投资者信息不对称假说^[24]认为，发行人相比承销商拥有更多的内部信息，作为理性投资者的承销商及其背后的机构投资者有意压低报价，避免发行价格远高于发行人的真实资产价格。而直接上市没有承销商参与也就避免了发行折价，由此发行人可以募集更多资金。^[25] 同时，发行人还省却了高额承销开支。在发行人 IPO 全部费用开支中，发行承销费用占比最高。据美国 PricewaterhouseCoopers (PwC) 统计，大型 IPO（发行规模在 10 亿

[20] See SEC, Release No. 34-90768, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Order Setting Aside Action by Delegated Authority and Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Amend Chapter One of the Listed Company Manual to Modify the Provisions Relating to Direct Listings (December 22, 2020).

[21] See *Dennee v. Slack Technologies, Inc. et al*, 3 _ 19-cv-05857, No. 74 (N. D. Cal. Apr. 21, 2020).

[22] See Jonathan Reuter, Are IPO Allocations for Sale? Evidence from Mutual Funds, 61 *The Journal of Finance*, 2289-2324 (2006).

[23] See Michelle Lowry, Susan Shu, Litigation Risk and IPO Underpricing, 65 *Journal of Financial Economics*, 309-335 (2002).

[24] See Chris J. Muscarella, Michael R. Vetsuypens, The Underpricing of “Second” Initial Public Offerings, 12 *Journal of Financial Research*, 183-192 (1989).

[25] See Tayler Tanner, Spotify’s Direct Listing and Foreign Private Issuers: Protecting Investors When Foreign Private Issuers List on a U. S. Exchange but Not on Their Home Exchange, 2019 *Brigham Young University Law Review*, 599 (2019).

美元以上)的发行费用约为7030万美元,其中约6140万美元为承销费用。〔26〕

虽然直接上市通过移除承销商的方式避免了承销商给发行人带来的利益损害,却也把承销商扮演“看门人”(gatekeeper)角色而给市场带来的益处一并去除。“看门人”是以声誉资本对发行人、上市公司信息披露质量或发行证券品质向投资者提供担保的中介机构,承销商是证券市场最重要的“看门人”。美国1933年《证券法》并未使用“看门人”一词,该词最早出现在20世纪80年代的证券法学者论文中。〔27〕按照学者观点,“看门人”形象描述了1933年《证券法》对承销商的角色定位,即阻止公司的错误行为,保护投资者免受注册声明中虚假陈述的损害。承销商最重要的资产是声誉,声誉良好的承销商可以为投资者提供证券价值的验证和认证服务。〔28〕承销商声誉越好,认证作用越强。承销商的声誉在承销费用上得到合理的反馈与对价,激励承销商在每单发行中通过充分的尽职调查给市场提供优质证券,以提升自己的声誉。

但在直接上市模式下,承销商角色由财务顾问替代。直接上市财务顾问主要为公司提供顾问服务,与公司利益捆绑程度低,难以发挥类似IPO承销商的“看门人”功能。“看门人”角色的缺失将导致发行上市监督链条上缺少重要一环。从以往司法实践看,在承销商、审计师、律师等IPO中介机构中,承销商在欺诈发行案件中被追究责任、承担赔偿责任的可能性更大。SEC在批准直接上市新规的决定书中也承认,直接上市模式下传统承销商尽职调查等环节的缺失,将对投资者保护带来不利影响。〔29〕“看门人”弱化是直接上市改革亟需面对且无法回避的问题。

• 340 •

二、直接上市与IPO上市的“看门人”角色

直接上市模式下,财务顾问取代承销商为公司提供发行上市服务。虽然IPO承销商和直接上市财务顾问均为公司发行上市提供了重要保障,具体职责和“看门人”角色却存在不同。

(一) IPO中的承销商职责分析

承销商是为发行人提供证券发行和销售服务的中间人。根据美国1933年《证券法》第2(a)(11)条,承销商是以证券销售为目的,从发行人购买证券出售,或者代理发行人出售证券的任何人,其他直接或间接参与证券销售活动的机构或者个人,也可以视作承销商。〔30〕承销包括代销和包销两种模式,实践中包销模式占据主流。包销是指承销商事先将发行人证券以协议折扣价格全部购入,再向公众进行发售,发行失败风险主要由承销商承担。而代销则指承销商代发行人

〔26〕 See PwC Deals, Considering an IPO to Fuel Your Company's Future? Insight into the Costs of Going Public and Being Public (November 2017), available at https://www.pwc.com/hu/hu/szolgaltatasok/konyvvizsgalat/szamviteli-tanacsadas/kiadvanyok/cost_of_an_ipo_2017.pdf, last visited on Mar. 10, 2021.

〔27〕 See Ronald J. Gilson, Reinier H. Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, 70 *Virginia Law Review*, 549-644 (1984).

〔28〕 参见前引〔27〕, Ronald J. Gilson、Reinier H. Kraakman文,第549-644页。

〔29〕 参见前引〔20〕。

〔30〕 See 15 USC § 77b (a) (11).

发售证券，承销结束时，未出售证券全部退还发行人，发行失败风险主要由发行人承担。除证券销售，承销商在 IPO 中还发挥着以下功能：

1. 簿记建档 (book building)

簿记建档是以询价方式确定证券发行价格的核心环节，由承销商代表发行人与机构投资者接触，以确定潜在投资者买入需求，包括拟买入证券的数量和价格，承销商将买入需求进行簿记建档。受发行人委托，主承销商担任簿记管理人，负责簿记建档的具体运作。在预路演阶段，根据市场反馈信息，主承销商与发行人确定申购价格区间。在正式路演阶段，承销商在公证机关（往往由律所充当）的监督下开展簿记建档。簿记建档是确定发行价格的重要依据。

2. 推介发行证券

通过路演 (road show) 等手段，承销商向投资者推介发行人拟发行的证券，这是公众投资者了解发行人经营、财务、产品状况的重要途径，也是潜在投资者判断证券发行价值的关键环节。路演中，承销商陪同发行人拜访重要客户，向潜在投资者介绍发行人情况以及拟发行证券种类、价格，并回答潜在投资者的提问。承销商利用长期积累的声誉和经验为发行人发行证券进行背书。

3. 注册文件准备

承销商协助发行人完成向 SEC 的证券发行注册程序，包括根据《证券法》要求向 SEC 提交注册文件。承销商作为专业化的金融中介，在发行方案设计、申报材料制作、向 SEC 注册方面具有丰富经验，既熟悉证券发行的流程和监管要求，也了解市场不同需求，可以有针对性地向发行人提供各种服务。

IPO 注册文件的准备是一项极为耗费人力物力的工作。在特斯拉汽车公司 (Tesla Motors, Inc) IPO 中，发行人向 SEC 提交了 173 页的招股说明书。^[31] 据美国白宫管理及预算办公室 (The White House Office of Management and Budget) 估计，对发行人提交的 S1 注册文件，SEC 监管人员平均需要花费 653 个工作小时进行答复。^[32]

4. 发行定价及价格维持

发行前的定价和发行后的价格维持是承销商协助发行人 IPO 的核心工作。承销商需要综合考虑发行规模、发行人的商业经营、资产及盈利情况、管理经验、市场反应等因素，与发行人协商确定发行价格。证券成功发行并上市交易后，承销商还发挥着稳定价格的作用。为了减少证券上市初期价格巨幅波动风险，发行人往往授予承销商超额配售选择权。超额配售又称绿靴期权 (green-shoe option)，如果发行后一段期间内，证券供过于求，承销商有权在二级市场回购已发行股份，以稳定价格，避免证券价格跌破发行价。反之，如果证券供不应求，承销商可以以发行价格从发行人手上额外购买证券出售投资者。

[31] See Tesla Motors, Inc., Form S-1 Registration Statement under the Securities Act of 1933 (January 29, 2010), available at <http://wallstreetnewsnetwork.com/TeslaS1.pdf>, last visited on Mar. 22, 2021.

[32] See SEC, Form S-1 Registration Statement under the Securities Act of 1933 (March, 2021), available at <https://www.sec.gov/files/forms-1.pdf>, last visited on Mar. 22, 2021.

（二）直接上市中的财务顾问职责分析

尽管直接上市模式下，公司无需聘请承销商，但仍需聘请财务顾问（financial advisor）。财务顾问为直接上市公司提供三类服务：一是咨询服务，包括确认公司估值达到直接上市所要求的市值标准，协助做市商确定公司直接上市首日的开盘价等；二是协助公司制作向 SEC、纽交所申报的股票注册、上市文件；三是协助公司开展投资者宣传、沟通事宜，如 Spotify 财务顾问曾协助公司在直接上市前通过线上方式举办“投资者日”，向公众投资者推介公司投资机会。直接上市财务顾问相比 IPO 承销商收费更低。如 Spotify 案例中，财务顾问费用仅为 3500 万美元，相同规模的 IPO 承销费在 8000 至 1.2 亿美元之间。^[33]

（三）IPO 承销商与直接上市财务顾问职责对比及角色差异

总结来看，IPO 承销商与直接上市财务顾问的职责对比请参见表 4，两者在“看门人”角色上存在以下三个方面差异：

一是为发行人提供的服务内容不同。承销商包办了证券发行承销的全部工作，直接上市财务顾问则主要为发行人提供估值咨询、注册文件准备和投资者沟通等服务。与承销商相比，财务顾问不通过路演方式向潜在投资者推荐发行证券，也未通过询价方式协助发行人进行发行定价，更未采取包销、代销等手段代理发行人销售证券。

二是参与发行人证券发行的程度不同。如直接上市财务顾问和 IPO 承销商均需协助发行人完成发行上市定价，但直接上市财务顾问仅向发行人提供定价咨询，不参与发行定价决策，更无需通过簿记建档、路演等方式具体协助发行人确定发行上市价格。直接上市财务顾问参与证券发行上市的程度相对较低。

三是与发行人的利益捆绑程度不同。承销商通过证券包销、代销等方式为发行人承销发行股票，同时，按照超额配售机制约定，协助发行人平抑证券价格波动。承销收入取决于发行是否成功，承销商的经济利益与发行人深度捆绑。但直接上市财务顾问不提供证券承销和上市后价格维持服务，其报酬主要根据工作量由合同约定，与发行人利益捆绑程度较低。

表 4 IPO 承销商与直接上市财务顾问职责对比表

	IPO 承销商	直接上市财务顾问
注册上市文件准备	协助发行人完成 SEC 证券注册程序以及交易所证券上市程序	
发行上市定价	通过询价方式协助发行人确定股票发行价格	仅向发行人提供股票上市价格估值咨询
上市价格维持	通过超额配售方式减少上市交易初期的价格波动	无

[33] See Maureen Farrell, Spotify Disrupted the Music World, Now It's Doing the Same to Wall Street (January 15, 2018), available at <https://www.wsj.com/articles/spotify-disrupted-the-music-world-now-its-doing-the-same-to-wall-street-1516024778>, last visited on Mar. 10, 2021.

续前表

	IPO 承销商	直接上市财务顾问
推介发行证券	通过路演等方式向投资者推介发行人拟发行的证券	仅协助发行人开展“投资者日”等活动
代理证券销售	通过证券包销、代销等方式为发行人承销发行股票	无

三、直接上市“看门人”机制的弱化及其应对

（一）直接上市面临“看门人”弱化问题

根据“看门人”理论，承销商在 IPO 中充当了“声誉中介”（reputational intermediary）的角色，也即在投资者对发行人状况不甚了解的情况下，承销商的声誉成为投资者判断发行人投资价值的重要标尺。^[34] 发行人和投资者之间的信息不对称使得发行失败（如认购不足、IPO 破发）的风险一直存在。承销商在大量的承销案例中建立了口碑和声誉，由承销商为发行提供担保，相当于将自身声誉“出借”给发行人，能有效降低发行人的发行成本。特别是对发行难度较大的创新项目，发行人往往聘请知名的大型金融机构作为承销商，确保发行成功。同时，承销商的“自利”（self-interest）动机，包括维持其在市场的良好声誉，履行其与发行人的承销合同义务，避免承担证券法规定的欺诈责任，使得承销商得以勤勉尽责地确保发行人披露的发行注册文件真实、准确、完整。因此，承销商在优化资本市场生态上发挥关键“看门人”角色：在为发行人提供证券承销服务过程中，承销商为资本市场筛选出公司治理结构健全、财务经营状况良好、发展潜力较大、投资价值较高的“好公司”，并将治理结构和内控制度混乱、投资价值较低的“坏公司”拒之门外。投资者最大程度避免了证券欺诈风险，保障证券投资的长期回报。

以下将从声誉、合同责任和法定责任三个层面对直接上市财务顾问能否起到与承销商相似的“看门人”功能作分析。

1. 声誉约束

IPO 中，承销商通常采取包销方式承销证券。包销模式下，无论承销商是否找到投资者，承销商都需要购入全部的发行证券，承销商收入与发行情况密切关联。承销商在事实上起到了发行人的担保人作用。为了确保发行成功，承销商需要建立并维持良好的“声誉资本”（reputational capital）。如果承销项目发行成功，为购入证券的客户（通常是机构投资者）带来良好收益，承销商的“声誉资本”将会增加。反之，如果客户利益受损，则“声

[34] 参见前引 [27]，Ronald J. Gilson、Reinier H. Kraakman 文，第 613 - 621 页。

誉资本”减少。^[35]理论上,承销商“声誉资本”越高,发行项目就越有把握,也更容易从发行人处获得超额的承销收入。在声誉机制和经济利益的驱动下,承销商将仔细甄别发行项目,对发行人进行深入细致的尽职调查。声誉机制促使资本市场形成“优胜劣汰”的良性生态,提高了市场运行效率。

但在直接上市中,发行人只需聘请财务顾问提供顾问服务。与IPO中承销商需要面临证券承销压力不同,直接上市中的财务顾问的角色相对被动,无需深度参与发行项目,面临的声誉压力也更小。从财务顾问的服务内容看,首先,财务顾问为发行人提供估值测算服务。纽交所《上市指引》要求直接上市的发行人估值超过2.5亿美元,为发行人提供估值服务的机构应当具有相应的服务经验(experience)和能力(demonstrable competence),因此,财务顾问通常由投资银行充当。其次,财务顾问需要协助发行人确定股票上市首日的开盘价,纽交所上市规则要求,为确保证券上市首日开盘价公正、有效,做市商需在咨询财务顾问后确定直接上市股票的上市首日开盘价格。此外,财务顾问还承担了协助准备发行文件、与投资者进行沟通等工作。但整体上,与IPO中承销商需要全面担保发行人证券发行成功不同,直接上市财务顾问主要为发行人提供顾问服务,无需动用自身资金参与证券承销,顾问收入由合同事先确定,不和发行情况直接挂钩。因此,相比IPO承销商,直接上市财务顾问面临的声誉压力更小。

2. 合同约定责任约束

IPO的承销商和直接上市的财务顾问为发行人提供的发行服务差异明显,两者需要向发行人承担的合同义务也大不相同,其中最突出的是价格稳定义务。IPO承销合同往往约定,承销商承担平缓发行证券的二级市场价格波动义务。如果发行证券的二级市场价格波动巨大,承销商需要动用自有资金维持发行证券的价格稳定,价格波动所造成的损失均需由承销商承担。证券价格稳定机制促使承销商定价时更加小心翼翼,充分评估和衡量市场各方风险,让证券二级市场价格贴合发行人的真实价值,避免触发价格稳定义务。

直接上市的财务顾问则无需承担价格稳定义务。根据SEC为直接上市制定的规则,财务顾问无需承担稳定发行证券价格的义务。这无疑使得发行证券在二级市场面临更大波动,不利于中小投资者利益的保护。Spotify的招股书也对直接上市这一内在风险向市场进行了提示。招股书表示,由于直接上市不存在承销商,也就不存在承销商在证券上市初期维持证券价格稳定的义务。由于没有价格稳定机制,证券上市初期的价格将存在巨幅波动的风险。^[36]

3. 法定责任约束

证券市场的复杂性使得承销商仅仅依靠声誉压力和合同责任压力无力阻止公司造假,法律责任的并行不可或缺。1933年《证券法》第11条规定了注册文件虚假陈述的民事责任,责任对象包括了承销商。该条规定:“一旦注册声明书任何部分在其生效后有对重要事实不真实陈述或疏

[35] See Benjamin J. Nickerson, The Underlying Underwriter: An Analysis of the Spotify Direct Listing, 86 *University of Chicago Law Review*, 1022 (2019).

[36] See Spotify Technology S.A. Prospectus (March 23, 2018), available at <http://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001639920/f9537bde-f9af-4553-b0bd-e7421f1f5074.pdf>, last visited on Jul. 16, 2021.

忽陈述要求陈述的，或需要使该陈述不产生误解的重要事实，任何获得该证券的人（除非已证明他在获取时得知这种不真实性或疏忽），可以根据法律或衡平法在任何有管辖的法院提起诉讼：……（五）与该证券有关的每个承购人……”

在 *Escott v. BarChris* 案^{〔37〕}中，法院指出，根据第 11 条，承销商要为招股说明书等注册文件的真实性承担责任，只有承销商证明其已在注册文件中勤勉尽责（due diligence），才能免于承担虚假陈述的法律责任。^{〔38〕} 第 11 条进一步明确，对不同的注册文件内容，承销商的勤勉尽责义务不尽相同。对于发行注册文件中的非专业部分（non-expertized portion），承销商只需证明其已履行对事实的合理调查（reasonable investigation）义务，有合理理由（reasonable ground）确信相关部分真实，即可免除虚假陈述责任。^{〔39〕} 而对于专业部分内容，如资产负债表、营业收入等财务报表和数据，承销商需要证明其已经排除了不存在虚假陈述的所有合理怀疑（no reasonable ground to believe that it was untrue），才能免责。^{〔40〕} 为避免承担法律责任，承销商往往在承销前对承销对象开展仔细尽职调查，避免承销证券出现虚假陈述。上述法律责任设计使得承销商成为资本市场重要的“看门人”。

然而，在直接上市中，财务顾问却极力避免被视作承销商，进而承担第 11 条规定的法律责任。在 Spotify 直接上市的注册文件中，高盛等财务顾问否认作为承销商为 Spotify 提供服务。注册文件小心翼翼地回避了“承销商”字眼，并表示财务顾问为发行人提供的服务不同于承销商。高盛等财务顾问也没有在注册文件中作出承担第 11 条法律责任的保证。但 IPO 承销商在注册文件中明确作出承担第 11 条责任保证是常规操作。此外，根据前述分析，就算法院判定财务顾问承担第 11 条法律责任，原告股东能否将所购股票追溯至发行人注册文件也将成为问题。^{〔41〕} 特别是个别法院还对“此类证券”解释采取了较为严格的要求，要求当事人要实际找到证券对应的注册文件（actual tracing requirement），不能通过数据分析（statistical analyses）进行近似替代。^{〔42〕}

在财务顾问承担承销商法律责任不明的情况下，财务顾问是否还有足够动因对发行项目作出细致尽职调查存在疑问。如果财务顾问无需为直接上市的发行人虚假陈述行为承担可能的法律责任，财务顾问也就难以起到筛选高质量公司进入资本市场的“看门人”作用。

IPO 承销商和直接上市财务顾问充当资本市场“看门人”动因的对比请对见表 5。

总而言之，基于维护声誉影响、避免潜在的合同责任和法定责任考虑，承销商在协助发行人 IPO 过程中有足够动因扮演价值筛选和判断角色，充当资本市场重要“看门人”。但财务顾问协助公司直接上市，却更多只是单纯作为顾问机构提供顾问服务，其所面临的声誉压力、基于合同或者法定的责任压力远小于承销商。直接上市面临“看门人”弱化问题。

〔37〕 *Escott v. BarChris Construction Corporation*, 283 F. Supp. 643 (S. D. N. Y. 1976).

〔38〕 See 15 U. S. C. 77k (a).

〔39〕 See 15 U. S. C. 77k (b) (3) (A).

〔40〕 See 15 U. S. C. 77k (b) (3) (C).

〔41〕 参见前引〔35〕，Benjamin J. Nickerson 文，第 1006 页。

〔42〕 See *Krim v. PeOrder. com*, 402 F3d 489, 502 (5th Cir 2005).

表 5 IPO 承销商和直接上市财务顾问充当资本市场“看门人”动因对比

	承销商	财务顾问
声誉约束	较强，承销商基于自身声誉承销和推介发行人股票	较弱，财务顾问仅为发行人提供顾问服务，投入的“声誉资本”有限
合同责任约束	较强，承销合同往往约定“超额配售”机制，承销商需要动用自有资金，协助发行人平抑二级市场价格波动	无，财务顾问并无平抑二级市场价格波动的合同义务
法定责任约束	较强，股票发行存在虚假陈述，承销商需要承担证券法上的法定责任。	较弱，目前司法上对财务顾问是否构成承销商还存在疑问。

（二）直接上市“看门人”弱化的应对路径

面对直接上市“看门人”弱化导致的投资者利益保障不足问题，美国学界和实务界提出的应对方案主要如下：

1. 递延财务顾问报酬给付时间^{〔43〕}

递延支付报酬是投行机构为加强业务内部控制，控制从业人员道德风险，避免因短期利益而“逆向选择”的常见举措。这一做法同样可用于改变财务顾问的激励方向，强化财务顾问充当资本市场“看门人”的经济动因。具体可将公司支付给财务顾问的费用报酬存入特定信托，在公司直接上市且顺利运行一段时间后未发生虚假陈述等违法行为，才划付财务顾问。但递延报酬给付时间只是增加了财务顾问提高服务质量、勤勉履行职责的动因，并不能彻底解决由于“看门人”弱化带来的投资者保障不足问题。特别是当发行人无力承担投资者赔偿责任，财务顾问又无需承担类似承销商的民事连带赔偿责任时，投资者仍面临“求偿无门”困境。

2. 财务顾问承担承销商法律责任

1933 年《证券法》把直接或间接参与证券销售活动的其他机构或者个人也视作承销商。美国法院判断“直接或间接参与证券销售”存在不同路径，关于这些路径以及这些路径能否适用于直接上市财务顾问分析如下：

一是当事人是否进行了证券推介，公众是否依赖当事人的专业知识作出投资判断。在 McFarland v. Memorex Corp. 案中，法院认为，机构投资者不构成承销商，因为机构投资者无权决定发行人证券注册文件的内容，公众也没有依赖机构投资者的专业知识作出投资判断。^{〔44〕} 法院指出，承销商承担第 11 条责任的原因是在其证券发行过程中展示出受公众信赖的专业身份，承销商对发行人财务状况进行了第三方评价，是投资者进行投资决策的依据和参考。财务顾问在直接上市中仅协助发行人举办“投资者日”，准备与投资者沟通材料，并未直接参与到证券路演

〔43〕 See Brent J. Horton, Spotify’s Direct Listing: Is It a Recipe for Gatekeeper Failure, 72 SMU Law Review, 211 (2019).

〔44〕 See McFarland v. Memorex Corp., 493 F Supp 631 (ND Cal 1980).

推介、询价承销等活动中，与承销商存在较大区别。财务顾问提供的估值、注册文件准备、定价等咨询服务也仅面向发行人和做市商，公众并未直接依赖当事人的专业知识做出投资判断。因此，财务顾问可能较难通过此路径被认定为承销商。

二是当事人在证券销售中的角色是否不可或缺（necessary to the distribution）。在 *Harden v. Raffensperger* 案中，Firstmark 公司为发行人发行债权进行了尽职调查和推介工作。^[45] 法院认为，虽然 Firstmark 公司既不从事证券包销，也不从事证券代销，但其在证券销售中的角色不可或缺，应当被视为承销商。相比前述 *McFarland v. Memorex Corp.* 案的判决思路，该案认定逻辑更为激进，只要当事人在证券销售中充当了“不可或缺”的角色，就应当视作承销商，进而承担第 11 条规定的承销商责任。财务顾问参与直接上市估值、股票注册、定价等多个环节，为发行人提供了许多必需服务，符合该路径要求的“证券销售不可或缺角色”。

三是当事人是否参与了法定的证券销售活动。在 *In re Lehman Brothers Mortgage-Backed Securities Litigation* 案中，法院认为，参与了抵押贷款支持证券（MBS）设计的信用评级机构不构成承销商，因为信用评级不是证券法规定的证券销售有关工作。^[46] 原告提出，信用评级对预测证券销量产生影响，因而信用评级机构也是参与证券销售的一方当事人。法院反驳了原告观点，法院对“为证券销售提供服务”和“参与法定的证券销售活动”两种行为进行了区分，并认为后者才能视作承销商。相比前两种路径，该路径事实上对承销商定义作了限缩解释。评级机构未“参与法定的证券销售活动”，因此也就不构成承销商，无需承担 1933 年《证券法》第 11 条规定的责任。虽然财务顾问在直接上市所承担的职责远比信用评级机构在 IPO 提供的服务要核心，但其为直接上市发行人提供的估值、注册文件准备、定价等服务是否属于“参与法定的证券销售活动”，还有待司法确认。

• 347 •

根据上述分析，司法上认定直接上市财务顾问承担 IPO 承销商的法律责任存在解释空间，但最终认定还有待案例揭示。SEC 也曾指出，司法对财务顾问能否被认定为承销商尚不明确，这将导致财务顾问尽力规避承担承销商的法律风险。^[47] 从监管角度，最为直接、有效的做法无疑是在直接上市规则中要求财务顾问明确作出承担 1933 年《证券法》第 11 条法律风险的承诺，倒逼其有效发挥“看门人”功能。

但需要注意的是，财务顾问承担承销商法律责任，虽能缓解直接上市“看门人”弱化问题，却也带来财务顾问“权责利”不匹配的情况。直接上市的本意是绕开承销商承销环节，简化发行上市程序，降低公司发行上市成本，财务顾问所承担的工作职责和所获得的报酬要远少于承销商，若要求财务顾问承担与承销商相等的法律责任，财务顾问很可能通过增加顾问费用的方式将风险成本转嫁至公司，与直接上市为公司发行上市“减负”的诉求背道而驰。

[45] See *Harden v. Raffensperger*, 65 F3d 1392 (7th Cir 1995).

[46] See *In re Lehman Brothers Mortgage-Backed Securities Litigation*, 650 F3d 167 (2d Cir 2011).

[47] See SEC Commissioner Allison Herren Lee and Caroline A. Crenshaw, Statement on Primary Direct Listings (December 23, 2020), available at <https://www.sec.gov/news/public-statement/lee-crenshaw-listings-2020-12-23>, last visited on May 13, 2021.

四、我国引入直接上市制度的前景与启示

（一）我国引入直接上市制度前景

美国直接上市制度根植于美国资本市场制度环境，是发行上市制度与现实互动、持续改良完善的产物。长期以来，我国资本市场一直采用IPO的上市模式，实行发行与上市联动的机制。我国是否引入直接上市制度，有必要立足我国实际情况作审慎分析，避免制度移植“水土不服”。总体上，直接上市制度的成功推行离不开成熟的私募市场、完备的诚信环境和良好的做市机制等条件，我国在这些方面都存在一定欠缺。

1. 私募市场

如前所述，美国直接上市制度改革的重要动因是证券私募市场的繁荣给公募市场带来压力。直接上市主要目的是通过简化程序、降低成本方式吸引已通过私募融资的公司回流公募市场。从制度设计看，直接上市要求公司在上市前有一定的私募市场估值和转让记录，以确保上市后二级市场流动性。而私募市场的发展离不开私募制度的完善，美国已形成以豁免注册为本源，以合格投资者、证券转售规则、灵活信息披露等为主要特征的私募制度，较好解决了私募证券的流动性问题。^{〔48〕}

反观我国，我国证券发行法规体制仍以公开发行为核心和主线，对证券私募制度缺少系统性规定。我国《证券法》第9条第2款对证券“公开发行”列举了“向不特定对象发行证券”和“向特定对象发行证券累计超过两百人”两种情形，同时明确了非公开发行的限制性方式，即不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式，但对于何谓“特定对象”“非公开发行”等未进行完整界定。“一刀切”地规定不允许采取广告、公开劝诱等方式，并不符合证券私募的本质特征，证券私募的核心内容是解决了信息不对称问题而没有公开必要，从美国经验看，只要私募发行和转让面向的是合格投资者，采取什么发行方式无需特别关注。此外，非公开发行限定于特定对象且不得超过200人，“200人”的规定具有随意性，从根本上限制了私募证券的发行范围和筹资规模。根据《非上市公众公司监督管理办法》，股东累计超过200人则成为公众公司，应当向中国证监会申请核准。

严格的私募发行及转让规则难以孕育适合直接上市制度的证券私募市场环境，受非公开发行“200人”限制，我国非上市非公众公司无法满足直接上市一定公众持股量或公众持股市值要求。

2. 诚信和自律环境

直接上市的重要特点是“承销商出局”，这意味保荐制一同抛弃。虽然美国证券监管法规未明确规定承销商的保荐职责，但保荐职责已隐含在法律责任中，且承销商作为证券市场“看门人”理论早已为公众认可。在Escott v. BarChris案中，法院认为，承销商必须采取合理努力独

〔48〕 参见前引〔7〕，郑坤山文，第196页。

立验证发行人注册声明中所有重要事实。^{〔49〕} 美国直接上市改革引发“看门人”机制弱化质疑，我国也面临同样的问题。

我国证券中介服务机构区分了保荐人和承销机构两个不同角色。前者聚焦合法合规，确保信息披露真实，后者侧重推介证券，实现市场定价合理。虽然立法对保荐人和承销机构进行了分别规定，保荐人、承销机构均由证券公司担任。证监会发布的《证券发行上市保荐业务管理办法》第7条第3款规定：“证券发行的主承销商可以由该保荐机构担任，也可以由其他具有保荐业务资格的证券公司与该保荐机构共同担任。”实践中，IPO的主承销商和保荐机构往往为同一家证券公司。

在我国诚信和自律机制还较为缺失的情况下，放弃保荐制并不具备可行性。保荐人既是证券发行的推荐人，又是担保人，其本质是将政府承担的证券发行监管职责通过市场化的手段转嫁给保荐人，建立起保荐人对上市发行过程的强制性、持续性监督管理机制。^{〔50〕} 我国新股发行体制经历了从额度审批制、通道制下的核准制、保荐制，到注册制改革的演变，保荐制作为监管延伸意味浓厚。在当前我国注册制改革初期，声誉和诚信机制尚难充分发挥作用的情况下，市场还深受财务造假和欺诈发行等证券违法行为困扰，草率放弃保荐人这一业已积累相当经验的有效“抓手”，并不明智。

如果我国直接上市仅移除承销机构，仍保留保荐人角色，移除承销业务后证券公司能否发挥保荐作用值得探讨：首先，证券公司保荐、承销两项收入并不对等，承销收入往往是保荐收入的五至六倍甚至更多。同时，承销费采取“风险收费”模式，与申请人发行上市与否直接挂扣。因此，如果证券公司仅收取保荐费用，可能不足以激励其提供高水平保荐服务。而提高保荐收费标准，又与直接上市降低成本初衷背道而驰。此外，拿掉“大头”承销收入，却仍需承担风险更高的保荐责任，证券公司面临的风险、收益并不对等，是否还有动力承接保荐项目存在疑问。

3. 做市机制和投资者结构

直接上市没有承销商介入，发行人无法借助承销商超额配售机制平抑股票上市初期的价格波动。纽交所指定做市商制度，在一定程度上发挥了承销商的超额配售功能，确保了直接上市股票得以维持充足流动性以及合理定价，否则参与其中的投资者将面临极大交易风险。纽交所的指定做市商制度实质上是一种混合交易制度，集合了竞价制度和做市商制度的优势：当市场缺乏价格连续性、存在或可能存在深度及供需不平衡时，指定做市商有义务以自己的账户、自有资金提供做市服务，否则，指定做市商不得进行自营买卖，市场订单以集中竞价方式成交。^{〔51〕} 直接上市首日，指定做市商协助发行人确定直接上市股票的竞拍价格并执行股票出售。直接上市后，指定做市商为市场提供持续双向报价服务。一旦集中竞价交易机制出现供需

〔49〕 See *Escott v. BarChris Construction Corporation*, 283 F. Supp. 643 (S. D. N. Y. 1976).

〔50〕 参见马一、韩子惠：《我国保荐人制度：制度反思与变革探索——以证券发行注册制改革为背景》，载《海南金融》2016年第7期。

〔51〕 参见交易制度课题组：《纽交所指定做市商制度演进及其运行效果研究》，载《证券市场导报》2016年第3期。

失衡,做市商将实时根据订单情况,以自有资金或存货为市场提供流动性支持,维持股票价格的连续性。

我国证券市场缺乏成熟做市制度和经验丰富做市商,目前做市商制度仅在新三板有所试行,制度效果不彰。交易所内进行的股票交易以集中竞价方式为主,并无专门在交易冷清时活跃市场的做市商,缺乏特殊情况的交易量和交易价格维护机制。在“承销商出局”背景下,我国场内股票交易机制可能无法为直接上市股票提供充分流动性支撑,形成合理定价。

此外,直接上市制度还可能不利于我国专业机构投资者的培育。IPO机制下,承销商通常向机构投资者询价确定发行价格,机构投资者在发行定价过程中有较大话语权,大部分新股都通过网下发行配售给机构投资者。机构投资者对于稳定新股价格、防止过度炒作和投机发挥着重要作用。但直接上市模式下,新股成交取决于公开竞拍中的出价,散户与机构投资者一同竞争买入新股,机构投资者并无新股定价和配售的优势。我国证券市场投资机构至今仍以散户为主,直接上市制度可能对我国股票市场投资者结构优化产生不利影响。

(二) 相关启示

根据上述分析,我国短期内引入直接上市制度的条件尚不成熟。但不可否认的是,直接上市改革对畅通科技型企业的上市融资渠道,提升发行上市制度的包容性和适应性具有重要意义。美国的直接上市制度改革依旧带给我们许多很好的启示。

1. 更为合理的发行定价

长期以来,我国新股发行深受定价乱象困扰。新股发行一度出现“高发行价、高市盈率、高募集资金”的“三高”现象,上市后价格又不断下跌,严重损害了二级市场投资者利益。监管层不得已对发行价格设定“23倍市盈率”的定价上限和窗口指导。注册制改革后新股定价完全依靠询价机制发挥作用,但近期科创板、创业板IPO连续“地板价发行”现象却显示,改革后的IPO定价机制解决了发行价格过高的问题,又带来了发行价过低问题,引发公众对询价机构是否为了避免高价配售而串通压低价格、现有的询价机制是否合理等质疑。发行定价制度设计应尽可能兼顾各方利益,在发行人、交易所、早期投资人、中介机构、一二级市场投资者等各方之间求得平衡。美国直接上市采取新股发行公开竞拍机制是询价配售制以外的发行机制创新,发行人根据竞拍价格发出新股的直接要约,二级市场投资者竞拍购入新股。发行环节由交易所的竞价系统完成,所有二级投资者均可参与,定价过程更为透明公开和市场化。这种“去中心化”的发行定价方式不存在询价配售制中承销商对定价整体进程及关键要素的掌握,可在一定程度上避免“黑箱作业”、利益输送,防止腐败发生。公开竞拍机制可能带来的“散户化”问题则可通过限制向散户出售的新股比例等措施加以缓解。公开竞拍的透明化、灵活性和市场化等特点值得我们借鉴。

2. 更为多元的上市路径

纽交所直接上市制度改革为上市企业提供了更多选择和空间,可以说是美国证券私募市场的一次延伸。虽然我国股权私募市场受到严格法律限制,近年来也得到了较大发展。截至2019年6月底,中国证券投资基金业协会已登记私募股权投资基金27534只,基金规模8.17万亿元;创

业投资基金 7155 只，基金规模 1.01 万亿元。^{〔52〕} 我国“独角兽”企业也存在相似的提高私募市场流动性、早期投资者退出等需求。对一些暂不缺钱、资金充裕，但又需要为现有股东提供上市流动机会的科技企业，直接上市提供了一条新路。我国曾发生科创板上市公司公告使用大部分募集资金购买理财产品事件。^{〔53〕} 问题在于，公司 IPO 上市就必须公开发行募集资金。为了上市，公司只能处心积虑去编造募投项目。直接上市允许公司上市时选择是否发行新股，公司无需为了募资而募资，由此也可省下承销费，避免以低于内在价值的 IPO 价格发行、迎合或让利一级市场投资者。

尽管受制于严格的私募股票发行和转让制度，我国的非上市非公众公司并不具备直接上市的公众持股量和持股市值等条件。但先通过在新三板市场挂牌成为公众公司公开转让股票，再转板至沪深交易所上市不失为一条变通办法。根据《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》和沪深交易所、全国股转公司出台的转板上市办法和指引，现阶段，转板上市限于新三板精选层公司，转入板块限于科创板、创业板，转板上市股本总额、股东人数和公众持股比例要求较为严格，公司还需聘请转板保荐人。待制度运作成熟，转板上市条件、转入板块限制等要求可考虑放宽。同时，新三板精选层公司面向不特定合格投资者公开发行已实行保荐制，转板上市前在精选层连续挂牌一年以上，受到趋同于上市公司的信息披露规范约束，转板保荐人可考虑取消。此外，可考虑给予转板上市公司同步发行新股募资选择，以满足公司多元化转板上市需求。

3. 保荐承销制度完善

直接上市让公司得以“甩开”承销商，以低成本、高透明度的方式几乎直接面向市场发售股票并融入资金，但也带来“看门人”弱化，投资者保护不足等问题。我们理应准确认识承销商（保荐人）在发行上市中的两面性：一方面，承销商（保荐人）参与发行承销，带来发行成本上升、IPO 抑价及其潜在利益输送等问题；另一方面，承销商（保荐人）通过尽职调查发挥“看门人”功能，提供股票承销、询价、路演、跟投、超额配售等服务，确保了股票发行上市成功，保护了市场投资者利益。我们既不能一味为了降低发行上市成本而“舍本逐末”，抛弃行之有效的市场“看门人”机制，置投资者利益于不顾，也不能僵化看待投资者保护，放弃发行上市制度的活力和吸引力。

完善我国的保荐承销机制，首先要完善保荐承销机构的利益分配。目前，我国保荐收费与承销收费基本混淆，且保荐收费极低，这导致保荐承销商的收入主要取决于招股成功与否以及最终的发行规模，这种与保荐服务本质相背离的“风险收费”模式很可能导致保荐机构为了发行成功而放弃尽职推荐操守。此外，保荐承销机构过度强调业绩文化，导致在业绩和风险控制冲突时，往往牺牲风控。因此，要改变保荐承销机构单纯以项目为中心的利益导向机制，通过项目奖金递

〔52〕 参见《中基协：截至 6 月底协会已登记私募基金管理人 24304 家》，载 <http://news.cnstock.com/news/bwkw-201907-4400923.htm>，最后访问时间：2021 年 3 月 20 日。

〔53〕 科创板上市公司传音控股曾公告使用额度不超过 25 亿元的闲置募集资金购买理财产品，约占其实际募资净额 26.75 亿元的九成多。

延发放等方式形成健康行业文化。其次,要完善承销商主导的定价机制,通过采取更为合理和市场化的定价和配股机制(如扩大询价、配股范围和对象,提高网上投资者申购新股的普惠度等),防范承销商利益输送损害发行人利益。最后,还要强化承销保荐机构对发行人的信托义务。目前证券监管实践更多强调投资者权益保护,较少提及保荐承销机构对发行人的信托责任。事实上,保荐承销机构民事责任的一个重要方面是对发行人的忠实、尽责、勤勉义务。因此,要通过压实法律责任激励其履行合同和法定职责,尽心尽力为发行人提供服务,消除市场对承销商在发行定价中利益输送的疑虑。

Abstract: The direct listing is a new type of listing that allows companies to choose whether to issue new shares without going through the IPO process or using underwriting institutions, and to list the shares directly on the exchange. The main motivation of the direct listing reform in the United States is that the prosperity and development of the private equity market has exerted pressure on the exchange market. The specific system evolution has gone through two stages, which are listing only old shares and listing compatible with new shares since August, 2020. The weakening of gatekeeper is the focus of controversy in the reform of direct listing. Financial advisors in direct listing only provide advisory services. The reputation pressure, contract liability pressure and legal liability pressure faced by financial advisors are far less than that of IPO underwriters. Thus, it is difficult for financial advisors to play the role of market gatekeeper in a direct listing. Response paths include deferred payment of financial advisors' remuneration, financial advisors assuming legal liabilities of underwriters, etc. The reform of direct listing in the United States cannot be separated from the developed private equity market, a complete integrity environment and a good market-making mechanism. Although the conditions for introducing the direct listing system in China are not yet mature, the reform of direct listing still brings enlightenment to China in terms of issue pricing, listing path and sponsorship and underwriting system.

Key Words: direct listing, IPO listing, securities private placement, gatekeeper, sponsor and underwriting system

(责任编辑:周 游 赵建蕊)

论债券预期违约救济的法理基础及分类构造

季奎明 陈霖*

内容提要：公司债券具有继续性和关系性合同的性质，是以信用为基础的金融工具，在持续履行过程中的信用风险如何解决，是一个重要议题。我国债券司法实践中有在发行人预期违约下提前解除债券合同之做法，其目标是为受侵害之投资者提供加速到期之救济。然而债券上不仅承载持有人的期待利益，亦存有债务人之期限利益，司法上需要考虑两者之间的平衡，避免风险负担的转嫁和扭曲。对此，我国法上虽无债券加速到期制度，但观诸域外立法例以及《民法典》中体现的信用交易的规范理念，应当对之有所区分和调和。司法上宜以信用风险程度之大小为基础分别适用渐进式解除权和径直式解除权；以合同目的无法实现作为共同要件，准确把握解除权的构成要件；以商事准则为基础进行综合判断，避免债权人解除的任意化；促进债券商事信用的建设。

关键词：预期违约 期限利益 法定解除权 债券信用风险

• 353 •

一、债券预期违约救济的“法”与“理”

（一）预期违约救济的现实基础：债券到期之前的信用风险

公司债券是典型的信用载体，这种信用具体而言是持有人相信发行人将按照发行债券时的承诺保障债权人的权益和未来收益，^{〔1〕}在履行期限到来前发行人负有维持信用的义务，若发行人的商事信用因其自身行为或外部因素而贬损甚至丧失，则债券继续履行之信任基础也危在旦夕，信用风险转化为预期违约风险，这可以发生在债务履行期到来之前。金融领域双方交易的标的是未来净现金流入，各类金融工具都是预期未来净现金流入，这种预期会随着信息和激励约束条件的

* 季奎明，华东政法大学经济法学院教授；陈霖，华东政法大学经济法学院硕士研究生。

〔1〕 参见刘迎霜：《公司债：法理与制度》，法律出版社2008年版，第26页。

变化而变化。^{〔2〕}在履行期到来之前，发行人陷入违约风险时，持有人不可能无所作为而等待履行期限的到来，这就产生了持有人主动救济的需求。

但是，目前我国债券市场正处于剥离政府信用而转向商事信用的转型阵痛期，路径依赖下依然存在市场人为割裂、刚性兑付落空、多头监管套利等发行弊病，^{〔3〕}具体而言，债券信用评级制度失灵、债券利率的风险定价机制失效、债券发行人信息披露失实、债券持有人集体行动机制失能，在信用风险下持有人与发行人的自主协商机制无法有效起到定分止争、化解风险的作用，债券信用基础丧失情况下持有人最终不得不选择终结双方合同关系，通过司法诉讼求偿机制解决纠纷，然而我国以股为中心的偏正结构型证券立法又无相应的债券加速到期等制度供给，在此背景下，投资者需要提前实现救济，要求发行人还本付息从而使自己的债权风险得到化解，这是法定解除权在债券纠纷中被应用的一个现实前提。

（二）债券预期违约救济的民法逻辑

1. 债券合同论

法律不是完全的，所以在适用法律时需要借助法律解释和法律补充进行法条的组合，形成完全的法律规定。^{〔4〕}在特别法上无法寻得解决救济的法律规范后，投资者和司法机关从合同法的债法原理中寻求规范补充供给。一般认为，民法和商法存在交叉部分，民法中债法的基本理论是公司债的法理基础。^{〔5〕}正如钱玉林所言之商法与民法之“人”字交叉关系，民法基本法在我国商事纠纷解决中亦承担了一般性规则供给的作用。通说认为，债券交易的商事实质是基于契约自由的意定之债。^{〔6〕}这包含了将“债券”这一经济生活事实涵摄于“合同之债”这一法律概念的逻辑判断，认定债券上所表征的权利不过就是“证券化了的债权”。而债权，依照《民法典》第118条第2款的规定，是权利人请求特定义务人为或者不为一定行为的权利。债券债权表现为债券持有人在债券到期时请求发行人偿还本息的请求权。^{〔7〕}基于这样的判断，债券合同论成为我国司法实践的一种主流观点，并指导着合同法在债券纠纷中的援用。

2. 未到期债权、期限利益与履行迟延

韩世远认为，履行期到来前的债权是具有期待权色彩的、请求力不足的不完全债权。^{〔8〕}申言之，若债券规定的还本期限未届至，债券持有人对发行人无本金请求权。在此期间，若发行人发生信用风险，为避免风险扩大至债权最终无法实现，债券持有人欲求摆脱双方之间的债务期限束缚，要求提前归还本金。但是由于约定的本金债务履行期限尚未届至，持有人无法基于履行迟延而主张强制履行和违约责任，则未到期之债券持有人应当如何实现救济？为了化解债权风险，提前收回本金，持有人期待绕开契约自治对债务履行期限的限制，寻求法定解除权等合同法制度

〔2〕 参见汪其昌：《金融本质和金融工具与合同法和金融法律关系》，载赵万一主编：《合同法视野下公司法与金融法的适用》，法律出版社2017年版，第195-216页。

〔3〕 参见范鑫：《公司信用类债券发行注册制的时代构建——以商事信用流转为中心展开》，载《证券法律评论》2020年卷，中国法制出版社2020年版，第174-196页。

〔4〕 参见黄茂荣：《法学方法与现代民法》，台北元照出版社2019年版，第361页。

〔5〕 参见前引〔1〕，刘迎霜书，第62页。

〔6〕 参见冯果等：《债券市场风险防范的法治逻辑》，法律出版社2016年版，第236页。

〔7〕 参见《公司法》第153条、第154条；《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第2条。

〔8〕 参见韩世远：《合同法总论》，法律出版社2018年版，第563页。

填补其救济,嗣前消灭或者嗣后终止合同的约束力,从而剥夺发行人享有的债务期限利益和资金用益利益,实现投资的返还。

3. 预期违约下的解除合同:间接实现债券加速到期

因违约而发生的合同解除,在功能上具有守约方“合同义务的解放”与“交易自由的回复”,以及违约方“合同利益的剥夺”之效果。^{〔9〕}债券持有人通过解除合同可以实现“加速到期”的效果,剥夺了发行人依据募集说明书条款享有的期限利益,得从消极地容忍发行人占用资金的义务中解脱出来。

在解除效果上,需要对一时性合同和继续性合同进行区分,继续性合同被解除通常不产生恢复原状义务。^{〔10〕}债券发行人基于自身对市场的投资承诺及投资者的投资预期决定了债券合同的继续性质,^{〔11〕}债券合同被解除后不产生恢复原状义务,但因债务人受领货币资金的法律上的原因被合同解除消灭,债务人因此而负担不当得利的返还义务。而且,在履行效果上,由于法定解除权属于当事人单方的形成权,无需经过债务人同意,则可以达到即时加速到期的效果,即使债务人对此表示异议,此后经过诉讼确认解除时点亦可追溯至债权人单方发出通知之时。同时,解除合同并不妨碍损害赔偿的主张,就合同解除之后的资金使用行为给债权人带来的损失,法院亦得判决债务人予以赔偿。对于合同解除之后损害赔偿的计算,实践中以《民法典》第 584 条的可得利益规则确定损失,参照债券票面利率而非同期银行同业存款利率进行确定。通过授予预期履行利益的损害赔偿,持有人按照债券合同享有的本息同时受到了法院的实质保护,实现了提前到期的效果。

(三) 提前解除的司法政策之确立

追根溯源,对于民商事合同提前解除的司法政策,司法机关在 2008 年就已经通过司法文件的形式确定下来。根据最高人民法院发布的《关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》第 17 条的精神,当事人一方已经完全履行给付义务,即使约定的价款期限未届至,债务人有拒绝履行、预期履行不能等情形,当事人诉请付款方支付未到期价款的,除非付款方已经提供适当的担保,否则收款人可以依据不安抗辩权、预期违约等规则解除合同。^{〔12〕}提前解除合同成为解决债券纠纷的常用法律救济手段,使持有人可以绕开期限屏障请求偿付,主张还本付息。而 2019 年最高人民法院发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》则将“债券募集文件关于预期违约、交叉违约等的具体约定以及发生事件的具体情形”作为发行人提前还本付息的考量因素。该《纪要》还规定,债券持有人依据发行人存在欺诈发行、虚假陈述等事由提前解除合同,法院应当综合考量行为是否足以导致合同目的不能实现等因素予以确认。上述两个司法文件规定了提前解除合同的做法,但是停留在确认司法政策的层面,并未对基层法院给予统一明确的审判指导。

〔9〕 参见前引〔8〕,韩世远书,第 649 页。

〔10〕 参见前引〔8〕,韩世远书,第 674 页。

〔11〕 参见前引〔6〕,冯果等书,第 240 页。

〔12〕 该文件规定了加速到期的一些参考因素:有确切证据证明付款方明确表示不履行给付价款义务,或者付款方被吊销营业执照、被注销、被有关部门撤销、处于歇业状态,或者付款方转移财产、抽逃资金以逃避债务,或者付款方丧失商业信誉,以及付款方以自己的行为表明不履行给付价款义务。

二、债券预期违约救济司法现状之梳理

（一）“合同目的不能实现”的司法判定

在本金到期前，债务人可能出现利息违约的情况，根据多则判例，法院普遍认定利息违约属于根本违约：因投资者购买债券的主要合同目的在于“获取利息”，发行人利息违约的行为使投资者的合同目的无法实现，构成根本性违约，投资者可以解除合同。^{〔13〕}这是实践中最为典型的做法，将按期受偿利息的投资目的认定为“合同目的”，迟延付息则造成“合同目的的落空”。

除了利息违约外，违反其他合同义务也可能被认定为“根本违约”。证券信息披露义务的履行确保发行人信息的透明，是市场定价、投资决策、风险警示等的重要基础。在债券投资中，发行人充分的信息披露揭示发行人的偿债能力和偿债意愿，保护债券持有人利益，属于债券发行人的一项重要附随义务。在发行人递延付息不构成违约的永续债券下，法院认为发行人的持续信息披露违规行为损害了债券的流通性，因而导致持有人欲通过出售票据收回本金的目的无法实现，构成根本违约。^{〔14〕}除此之外，为保障债权人权益，在债券发行时投资者可能与发行人约定了若干投资者特别保护条款，其中亦可能规定发行人的担保义务以保障债券本息的实现，构成发行人的一项从给付义务。司法实践中，存在以发行人出现利息违约，且未能履行双方约定的维持担保物价值条款的义务，导致投资者获得投资收益的主要合同目的无法实现，而认定构成根本违约的做法。^{〔15〕}此处我们可以看出，法院在论证过程中基本上把“合同目的的实现”推定为“合同义务的全部履行”，等同于合同履行的完满形态，债券发行人主给付义务、从给付义务和附随义务的违反都可能引致解除权的发生。

（二）法定解除权依据选择及违约认定

1. 法定解除权依据之选择

由于我国法定解除权制度具有混合继受的特征，规范之间可能存在适用上的重叠。在现行制度下，履行期到来前债券发行人陷入履行不能之虞时，债权人既有可能通过主张债务人构成预期违约而解除合同，也有可能通过行使所谓不安抗辩权继而解除合同。因此，在债券预期违约纠纷中对于解除权依据的选择，有原《合同法》第94条第2项和《合同法》第69条两种路径。在景顺长城诉中城建债券交易纠纷一案中，发行人出现多期债券违约，期间转让其名下多家公司股权，偿债能力严重下降，法院认为：其可能丧失履行债务的能力时，持有人行使不安抗辩权，中止履行并以函件、决议等形式要求增加担保，但是发行人拒绝履行，因此可以解除合同。^{〔16〕}同样的情形，实践中更为主流的做法则是认定发行人是“以行为表明不履行主要债务”，构成默示的预期违约。以上规范对于解除权的构造是不同的，因此会对权利的行使要求和法律效果产生不同的影响，亦会产生不同的疑问，这在债券合同解除纠纷中亦然，其具体情况将在下文展开。

〔13〕 参见北京市第二中级人民法院（2019）京02民初409号民事判决书；广东省深圳市南山区人民法院（2019）粤0305民初5614号民事判决书；上海市第一中级人民法院（2017）沪01民初716号民事判决书。

〔14〕 参见上海市黄浦区人民法院（2017）沪0101民初13670号民事判决书。

〔15〕 参见广东省深圳市南山区人民法院（2018）粤0305民初17751号民事判决书。

〔16〕 参见上海市黄浦区人民法院（2017）沪0101民初13670号民事判决书。

2. 债券发行人预期违约的判定

(1) 明示不履行

若发行人在履行期限到来之前明确表示其无法履行兑付义务,则债权人可以依据《民法典》第578条主张债券发行人构成预期违约,要求其承担违约责任并解除合同。最高人民法院在一则判决中表示:债务人向债权人明确表示无法履行本案涉诉债券清偿义务,且在案件审理过程中债务人明确认可债权人要求提前到期的理由,因此即使债券募集说明书中没有约定加速到期条款,亦可以加速到期。^{〔17〕}在华溢之星诉无锡五洲国际装饰城一案中,债券发行人无锡五洲发行的“16锡洲02”债券连续两年利息违约,且发行人在上交所官方网站发布公告表示公司经营困难无力支付债券本金及利息,法院结合债券发行人对外偿付能力、无力履行的意思表示等事实,认定发行人构成预期违约,对债权人提前解除合同的请求予以支持。^{〔18〕}

(2) 在本债中拒绝追加担保或采取补救措施

法院普遍认为在发行人偿债能力面临危机的背景下,发行人负有积极作为以保障债权人的履行期待的义务,故可以通过发行人的消极状态推定其存在拒绝履行主要债务的意思,从而得出违约的结论。具体而言,这种消极状态的“不作为”既包括发行人“未履行增加担保义务”的“不作为”,也包括发行人资信状况恶化时“未支付任何款项及采取相应补救措施”的“不作为”。

在债券募集文件条款对于债务人追加担保义务有明确约定的情况下,违约的认定也比较简单:在大成基金与神雾集团债券交易纠纷案中,案涉债券的募集说明书明确约定债券担保物价值下降时发行人有追加担保的义务,发行人未履行追加担保的义务,未能维持担保比例不低于140%,构成违约,结合发行人利息违约、涉案可转债不能依约换股等事实,法院确认并支持了持有人提前解除的请求。^{〔19〕}在鹏华基金诉深圳一体投资一案中,案涉债券约定了发行人维持担保比例的义务,发行人未能依约使担保比例维持在110%以上,构成违约,法院认定该违约行为以及利息违约等情况共同导致投资者的主要合同目的无法实现,投资者有权解除合同。^{〔20〕}

若债券募集说明书未约定追加担保义务条款,在发行人出现其他债券违约、资产冻结等偿付能力危机事件时,持有人另以持有人会议决议、催告函等形式要求发行人追加担保、采取补救措施等,但是发行人予以拒绝的,也可能认定其构成预期违约。在平安银行诉中冶和中城建一案中,尽管案涉债券为可递延付息的永续中期票据,但是发行人财务状况恶化,案涉债券评级下降,持有人会议作出决议要求中城建公司提供信用增进措施、增加交叉违约条款后,中城建公司均未同意,以行为表明不履行债务构成预期违约。^{〔21〕}而在国联安诉中城建一案中,发行人资信状况恶化且不能支付案涉债券利息,持有人起诉要求解除合同,法院认为被告对未到期债务无法确保能如期支付,也不能提供进一步的保证措施,认定预期违约具有事实依据,^{〔22〕}尽管该案中未有证据表明

• 357 •

〔17〕 参见最高人民法院(2016)最高法民终397号民事判决书。

〔18〕 参见北京市高级人民法院(2018)京民初188号民事判决书。

〔19〕 参见北京市第一中级人民法院(2018)京01民初460号民事判决书。

〔20〕 参见广东省深圳市南山区人民法院(2018)粤0305民初17751号民事判决书。

〔21〕 参见北京市高级人民法院(2017)京民初54号民事判决书。

〔22〕 参见上海市第一中级人民法院(2017)沪01民初716号民事判决书。

持有人向发行人提出过追加担保要求，法院仍以司法裁判方式推定发行人不提供担保，构成以行为表明拒绝履行，从而属于预期违约，这是一种司法上的拟制，但似乎存在逻辑论证上的跳跃。

（3）其他债券中的违约

因为在债券到期前要认定债券发行人存在违约行为面临较大障碍，所以发行人其他债券的违约行为随之成为持有人起诉要求解除的重要依据，也是司法上判断预期违约的考量因素之一。对于发行人存在其他债券违约行为能否推导出涉案债券的预期违约，司法实践上有不同意见。一种观点认为，若没有规定交叉违约条款，则债券违约并不具有传染性。云南省高院认为，债券没有交叉违约的约定，其他案件中的违约情形及涉诉情形均不能成为永泰公司构成违约的依据。^{〔23〕}上海浦东新区法院认为：“每一项债券的发行和兑付均系被告的独立履约行为，对其中任何一项债券丧失兑付能力并不必然延及其他债券的兑付结果。”^{〔24〕}但是在徽商银行与安徽外经合同纠纷案中，债务人出现其他债券违约行为且至今未支付任何款项和采取补救措施，即使涉案债券未到期且无交叉违约规定，法院认为发行人仍构成预期违约。^{〔25〕}而在一起永续债解除纠纷中，由于发行人递延付息不构成违约，法院则以发行人其他债券违约以及拒绝采取相应补救措施的行为作为依据，认定其对案涉永续债构成了违约，也属于违约具有传染性的观点。^{〔26〕}

（三）对现状的检讨

1. 债券“合同目的无法实现”的认定

法院对于债券纠纷中“合同目的无法实现”的认定存在简化过度的缺陷，裁判说理不够充分，这模糊了“合同目的”的边界，导致“合同目的无法实现”异化为任意的兜底性规定，无法衡量违约行为后果的严重程度，失去了原有拘束解除权滥用的作用。司法应当精准定位特定金融产品投资的“合同目的”，不能将“合同目的”等同于“合同义务”；须仔细判断案涉行为后果的严重程度，并衡量其对于合同目的的最终实现造成的影响，而非以静态的合同实现状态概而论之，不能将“合同目的的实现”等同于“合同的完满履行”。

2. 解除权规范竞合情形需要厘清

在处理规范竞合的情形时，法院对于不安抗辩权和预期违约解除权的适用关系未能厘清，导致出现法院表面上是在适用预期违约规则，但实践上却采取了类似不安抗辩权规范构造的说理思路，对债务人施加提供担保的要求，追加担保义务的履行成为法院判断预期违约的最主要依据。但是由于法院最终援引的并非不安抗辩权规范，故在判断和说理时又舍弃了不安抗辩权基础上解除权的期限、催告等限制性要件，这种法律适用上的错配可能导致实践效果的南辕北辙，使解除权的门槛过于宽松，这让法院保护投资者权益的初衷异化为扭曲的风险规避渠道。

（四）争议核心的总结：信用风险与期限利益

信用风险的分配与预测是债券投资的基础。债券合同提前解除的争议本质在于债券发行人信用风险下的加速到期问题。债券发行人所享有的信用授予具有长期性，而信用风险由于金融市场的动态性和复杂性而具备多样形态。按照正常的债券市场逻辑，投资者基于债券信用评级和发行

〔23〕 参见云南省高级人民法院（2018）云民初122号民事判决书。

〔24〕 上海市浦东新区人民法院（2015）浦民六（商）初字第4310号民事判决书。

〔25〕 参见安徽省合肥市中级人民法院（2019）皖01民初1482号民事判决书。

〔26〕 参见北京市第二中级人民法院（2018）京02民初6号民事判决书。

人主体信用评级、债券本身的信用保障措施等判断债券的违约风险,作出投资决策后应当自行承担违约风险和违约的后果。^[27] 据此应当着重思考:在履行期间出现的信用风险在何种情况下超越了合同约定安排甚至违背了金融市场秩序,从而使得加速到期具有正当性。

由于目前我国立法上尚无债券加速到期的特别规定,在债券募集文件中亦无明确约定的情况下,需要通过解除合同迂回地实现加速到期的效果。所以,亦须进一步考量:债券持有人对于债务人未来会履行债务的期待是否被直接危及甚至剥夺,从而使得提前解除的救济成为必需。合同的基本目的在于保证当事人对已同意的风险分配的服从。^[28] 合同的解除是对原有风险分配的否定和推翻。从合同法的规范理念上考量,合同解除是“契约严守”原则的例外,法律规定的合同解除条件或原因必须严格,否则将危及交易安全与市场信心。^[29] 所以解除不得任意化。风险计算是缔结契约的轴心,其等式计算包括预期收益和损失风险两个因素,缔约前提是通过“信任”和“制裁”实现等式的正值化,“制裁”以惩罚背叛行为的威胁降低了损失的风险,但信任具有更决定性的作用。^[30] 即使是法定解除权,其在债券纠纷中的适用,也应当能发挥其预防和制裁债券发行人机会主义行为的作用,在维护信用的同时依照市场逻辑处置信用风险,并以最大努力促进契约义务的履行,这是一个非常重要的出发点。

三、债券发行人预期违约之分类模式

(一)“合同目的无法实现”作为共同限定要件

合同法规定根本违约规则的目的在于限制解除权的适用范围,^[31] 一般而言非根本违约不得解除,其判断标准为违约结果的客观严重性,即是否实际剥夺了债权人的履行利益。^[32] 在违约风险化解语境下债券违约是发行债券的根本性违约,即债券发行人实质上无法履行债券的本息兑付义务,债券持有人投资无法收回。^[33] 所以,在债券纠纷中应用违约解除权,也需要以合同目的无法实现为共同的要件,在具体判断时从违约行为给守约方造成的经济损失的角度界定不能实现合同目的的意义,^[34] 必须考虑债务人违约行为给持有人造成的损害后果的严重程度。

1. 债券合同目的的识别

崔建远回溯原《合同法》立法过程,认为“不能实现合同目的”与“(严重)影响订立合同所期望的经济利益”具有相同或相似的含义。^[35] 合同目的连接着最为核心的履行利益,是通过主要债务的履行实现的。债券投资者的收益权对公司而言是一种固定要求权,但由于投资资本的预付性,作为信用购买者的投资者承担着发行人商事信用风险。^[36] 从债券投资的市场特性上考

• 359 •

[27] 参见窦鹏娟:《新常态下我国公司债券违约问题及其解决的法治逻辑》,载《法学评论》2016年第2期。

[28] 参见管斌:《金融法风险逻辑》,法律出版社2015年版,第93页。

[29] 参见刘凯湘:《民法典合同解除制度评析与完善建议》,载《清华法学》2020年第3期。

[30] 参见〔英〕休·科林斯:《规制合同》,郭小莉译,中国人民大学出版社2014年版,第106-111页。

[31] 参见王利明:《论根本违约与合同解除的关系》,载《中国法学》1995年第3期。

[32] 参见赵文杰:《〈合同法〉第94条(法定解除)评注》,载《法学家》2019年第4期。

[33] 参见前引〔6〕,冯果等书,第244页。

[34] 参见崔建远:《论合同目的及其不能实现》,载《吉林大学社会科学学报》2015年第3期。

[35] 参见崔建远:《合同一般法定解除条件探微》,载《法律科学》2011年第6期。

[36] 参见刘迎霜:《公司债券投资者保护理论与制度》,载《月旦财经法杂志》2010年第12期。

察，债券投资者主要是通过授信获得固定投资收益，而收益与风险具有相称性，高收益债券（high-yield bonds）通常也是高风险债券。低风险的债券投资人的合同目的主要是隔离企业经营风险，投资企业的信用和偿付能力较好，而债券投资人的收益一般也不与该企业盈利情况挂钩，而是获得固定的投资收益；而高风险债券投资具有“冒险游戏”的特征，市场逻辑下的高收益债券的合同目的天然地包含着“无法实现”的潜在风险，发行企业的信用和偿付能力较差，其本息的偿还具有不确定性，融资需要付出更高的成本，投资者以较低的价格买入表征较高债权数额的高风险债券，享受较高的利息，若能实现本息偿付则可获得巨大的投资收益，故其投资本身具备射幸性质。法院在确定合同目的时应当考虑具体投资逻辑，依照投资产品的经济性质确定其“合同目的”，对此可以借助债券发行时的债务人主体信用评级、涉案债券信用评级、债务人公开披露的债券资金用途、债券利率和定价与市场平均水平的比较、债券的条款特殊约定等综合进行，这一点在股债区分日益模糊的现代金融产品下尤为重要，有助于贯彻“买者自负、卖者尽责”的原则。^{〔37〕}

2. 违约后果严重程度的判断

范斯沃斯在其所著的合同法经典教材中认为，判断合同目的无法实现可以综合考量：债务人的违约行为在多大程度上剥夺了债权人合理期待的利益，以及其遭受剥夺的可能性、治愈违约的可能性、行为与诚实信用与公平交易的标准相符合的程度。^{〔38〕}学理上认为，合同目的系通过给付义务的履行得以保障和实现。^{〔39〕}如最高人民法院在一例判决中所言：“不能简单地由所违反条款的性质推断根本违约，而必须讨论这一违约是否会产生合同目的落空的结果。”^{〔40〕}违反主给付义务以外的其他义务是否可以产生解除权，若合同中无约定，则需要个案中考察当事人的利益状态和合同目的。^{〔41〕}债券信息披露义务属于合同附随义务，其违反并不必然影响发行人债券本息的完全清偿；履行过程中出现的利息迟延支付，属于有瑕疵的迟延履行，但是迟延履行并不必然导致根本违约，更何况是持续履行过程中的偶然迟延，在后期仍有治愈的可能性，裁判实践中将利息违约直接等同于根本违约的做法忽视了迟延履行与根本违约之间的程度差异，存在论证逻辑上的跳跃。

（二）债券发行人预期违约的分类基础及理路：

1. 分类的必要性

（1）防止单方形成权的滥用

《民法典》合同编典型合同分编规定了部分信用交易的法定的加速到期规范以保护债权人利益，避免了债权人被动等待履行期届满方可行使相应权利的不利局面。例如，《民法典》第634条规定了分期付款买卖中的出卖人法定加速到期权利，以减小出卖人向买受人授予信用而面临的

〔37〕 最高人民法院在《全国法院民商事审判工作会议纪要》中认为：在审理金融产品发行人、销售者以及金融服务提供者（以下简称卖方机构）与金融消费者之间因销售各类高风险等级金融产品和为金融消费者参与高风险等级投资活动提供服务而引发的民商事案件中，必须坚持“卖者尽责、买者自负”原则，将金融消费者是否充分了解相关金融产品、投资活动的性质及风险并在此基础上作出自主决定作为应当查明的案件基本事实，依法保护金融消费者的合法权益，规范卖方机构的经营行为，推动形成公开、公平、公正的市场环境和市场秩序。

〔38〕 参见〔美〕E·艾伦·范斯沃斯：《美国合同法》，葛云松、丁春燕译，中国政法大学出版社2006年版，第586页。

〔39〕 参见杜景林：《合同解除的体系建构》，载《法商研究》2020年第3期。

〔40〕 最高人民法院（2016）最高法再251号民事判决书。

〔41〕 参见谢鸿飞：《合同法学的新发展》，中国社会科学出版社2014年版，第389页。

风险,但是该加速到期权利亦对债权人设置了债务比例数额和合理期限催告的限制,防止出卖人任意提前到期。正因为其对法律效果产生的重大变更,所以加速到期应当以根本违约为前提。^{〔42〕}法定加速到期权的行使攻击合同履行期限,产生了现时履行请求权,而解除权的行使攻击合同本身,变更了双方债务的性质,使意定之债变为法定之债,这是两者法效果上的区别。但是从实践意义上,两者均是对债权人的一种主动救济措施,且在适用上必须平衡考量双方当事人的权益,以防止单方形成权的滥用。在此前提下,分情形赋予债权人救济符合利益平衡原理的要求。

(2) 衔接债券加速到期的原理

债券加速到期的原理与债券预期违约救济具有目标上的一致性,即同为在履行期限到来之前剥夺债务人基于契约享有的债务期限利益,实现授信的回转。所以,两者在法理上具有亲缘关系,从域外债券加速到期特别规定中提取债券加速到期原理,并以此作为衔接法定解除权规范适用与债券原理的一条重要线索,有助于优化债券合同提前解除的裁判效果,恰当平衡债券发行人与债券持有人之利益。

日本《公司法》中规定了债券的法定加速到期规范,其第 739 条规定了发行人出现利息违约的情况下,债权人会议作出决议后,执行人可以依据决议通知发行人在一定期间内清偿,若未按期清偿,则发行人丧失公司债总额的期限利益,但通知记载的期限不得少于两个月。^{〔43〕}该条规定对利息违约采取了渐进式的加速到期模式,对债券持有人设置了“集体会议决议+通知催告”的程序性要求,并赋予发行人一定的保护期限,在该期限内发行人可以“治愈”自己的利息违约行为,从而避免加速到期的后果。而美国法上虽然债券加速到期权利没有在立法层面予以确认,但是作为示范法典的《美国统一商法典》第 1—208 条亦对加速到期的一般性权利进行了限制,要求提前履行或者提供额外担保的选择权只有“当诚信地认为清偿或者履行的前景堪忧时才能行使”^{〔44〕}。同时,美国律师协会(ABA)起草的《信托契约示范文本(修订版)》对违约事件的认定和处置采取了详细而差异化的做法:对于利息的迟延支付需持续 30 天才构成违约事件;本金到期未兑付则构成违约事件;对于其他违反约定的行为,需要受托管理人或者债权达到一定比例的持有人向债务人送达违约通知,并经过 60 天的治愈期未能解决后才构成违约事件。对于上述违约事件情形,受托管理人或者持有代表超过 25% 的债权份额的持有人可以主张加速到期,但是该加速到期的主张也可以被持有相对多数债权份额的持有人所撤销。^{〔45〕}

无论是日本还是美国,其债券加速到期实践均给予债务人一定的期限“治愈”,而不是径直地宣布加速到期;而且将加速到期的风险治理与债券上组织治理和程序治理进行了衔接,从而保障每个债券持有人在面临发行人信用风险时平等的知情权、表决权以及随之而来的受偿权,避免造成不公平的个别受偿;在加速到期的触发上,都对债权人的权利进行了限制,日本法将其限制在债务本息的实质性违约之情事,而美国法则对权利进行了“预期不能履行”的前置要求,以防止加速到期的随意化,保护债务人正当的期限利益;同时,不同类型的信用风险对于债权人的期

〔42〕 参见李建星:《法定加速到期的教义学构造》,载《法商研究》2019 年第 1 期。

〔43〕 参见吴建斌:《日本公司法:附经典判例》,法律出版社 2017 年版,第 349 页。

〔44〕 美国法学会、美国统一州法委员会:《美国〈统一商法典〉及其正式评述》,孙新强译,中国人民大学出版社 2004 年版,第 34—35 页。

〔45〕 See Section 6.01—6.02, Revised Model Simplified Indenture, 55 Bus. LAW. 1115 (2000).

待利益的损害和威胁程度是不同的，因此持有人享有的救济也进行了相应的区分。总体上，债券提前到期的门槛并不低，其标准细致而严格，尊重债务人依据契约享有的期限利益，依照风险事件的不同而设置了相应的程序对加速到期权进行缓和，促进双方通过再交涉妥善化解风险，这体现了商法上债务拯救之精神，避免了发行人债务的“硬着陆”。

2. 债券持有人救济的分类理路

(1) 预期不能履行：渐进式模式

① 从不安抗辩到预期不能履行

在我国法上，原大陆法系的不安抗辩权由于解除权的接入而超越了一般意义上的履行抗辩的范围。原《合同法》上基于不安抗辩权所设置的解除权经过《民法典》的修订后，成为预期不能履行下的解除权。《民法典》使预期不能履行被吸纳进入预期违约的规则体系。^{〔46〕}该规则在债券发行人丧失偿债能力使得债券债务预期履行不能的情形中有适用空间，它赋予了债权人要求担保的权利和法定解除权，同时其以渐进式救济模式对双方合同利益进行了适当调和，对债权人施加了催告以及等待合理期限的前置门槛，可以避免径直解除带来的偏颇和破坏性后果，兼顾信用风险与期限利益。《民法典》第528条将不安抗辩后的合同解除视为预期不能履行下的解除，是对目前不安抗辩权规则与法定解除权规则的调和。在因发行人陷入预期不能履行之虞而适用《民法典》第563条第1款第2项时，可以参照《民法典》第528条的制度安排进行解释，以渐进式的解除权对预期不能履行进行处理，这样解释的原因主要在于：第一，由于是在第563条的基础上进行解释，故不会受到第527—528条的不安抗辩权规则体系的履行顺序要求限制，可以适当扩大预期不能履行规则的适用范围，避免“中止履行”的解释疑难；第二，预期不能履行下的解除权已经被纳入预期违约的规则体系，没有理由对同类情形因履行顺序的不同而作出差别化处理。

② 适用情形

《民法典》第527条第1款列举了四种情形，但其在体系上既缺乏内部自治性，也与其他规范发生了重叠冲突，因此需要进行解释上的加工以明确区分其适用情形。其第2项“转移财产、抽逃资金以逃避债务”规定的是债务人主观上拒绝履行的情形，应当属于《民法典》第563条第1款第2项的拒绝履行调整范围，因为在发行公司已积极主动地攻击契约履行基础的情况下，抗辩已经无法为债券持有人提供有效及时的救济。除第2项外，提炼第527条第1款各项共性，可以发现该条款核心在于第4项的“债务人丧失偿债能力”，不论是商业信誉还是经营状况，都与偿债能力存在牵连关系，从第528条规定的“恢复履行能力”考察也印证了这一点。所以，在债券纠纷中适用该条款也应当牢牢把握偿债能力这一中心，判断其对发行人偿债能力的影响，将“丧失或可能丧失偿债能力”作为适用该条预期不能履行规则的共同前提。

关于第1项中规定的“经营状况严重恶化”，发行公司的自治权是受保护的，可以在不受债权人干预的情况下管理其财产，即此时债务关系的天平是向债务人倾斜的，这种平衡仅在债务人破产或者濒临破产时才会被改变。^{〔47〕}公司的经营状况一般与债权人无涉。如美国特拉华州衡平法院在一则判例中认为当公司“处于破产边缘”（in the vicinity of bankruptcy）时董事的信义义

〔46〕 参见叶金强：《不安抗辩中止履行后的制度安排》，载《法律科学》2020年第5期。

〔47〕 See William W. Bratton, Corporate Debt Relationships: Legal Theory in a Time of Restructuring, 1989 DUKE L. J., 92 (1989).

务则不仅局限于股东，而可以延及包括债权人在内的公司整体。^{〔48〕} 公司的经营状况会受到宏观经济环境、公司经营管理层的经营决策、监管政策等内外因素的影响，而体现出一种周期性波动，这属于发行公司的一种常见的商业风险，债券投资者已经以固定利息排斥公司的盈亏影响，并以公司责任财产为基础进行适度的商业风险隔离，仅当这种隔离被突破从而危及债务清偿时，债权人先取的请求才具备正当性。换言之，只有当发行公司的亏损已经严重弱化甚至毁坏了发行公司根本偿债能力时，债券持有人才有不安的合理根据，可以采取救济行动请求提前偿还，一般意义上的业绩波动和流动性困难不足以突破这种隔离。在此前提下，对于发行公司的偿债能力状况，则可以借助发行公司其他债券的履行情况、涉及诉讼的判决执行状况、财务会计报表所呈现的资产状况等因素作综合性的判断。

关于第3项中的“丧失商业信誉”，在司法实践中债券信用评级被作为与偿债能力相关的“丧失商业信誉”的重要考量因素之一。债券信用评级制度对于投资者的风险预判以及债券的市场定价有着重要的影响。但是，由于目前我国债券市场信用评级的总体质量不高，存在评价虚高、区分度不够、跟踪评级不及时、风险预警功能弱等现象，“评级悬崖”等异常现象频发，^{〔49〕} 债券信用评级在评价发行人信用时的参考价值受到限制。同时，债券信用评级属于资信中介机构对于债券投资属性的判断，而资信中介机构与司法机构在证券市场基础设施中的不同定位决定了信用评级与司法判断之间的不同方向：作为“看门人”的资信中介机构，其侧重于对发行人发行时债券本息偿还的可靠程度和风险程度进行评估；^{〔50〕} 而司法机构是对通常已经出现信用风险的发行人与债权人之间的纠纷进行事后的裁处，其侧重于对发行人主观意图、双方风险分担平衡等进行综合判断，所以法院在裁量时亦不能有迷信信用评级的倾向，需要综合发行人的诉讼执行信息、其他契约履行情况、在涉案纠纷及其他债务纠纷中的补救行动等因素，对发行人债券市场商业信誉进行独立判断。

③ 渐进模式构成要件的理解

关于适当担保，首先，适当担保应当依商业标准判断，若发行人的履约风险较大、可靠程度较低，则担保比例可以适当提高；反之则可以适当降低；适当担保的判断需要尊重商业规律，而非机械适用民法上的填平的标准。其次，“适当担保”的类型不限于民事上的动产担保，还包括商事上具备足够增信作用的一切措施，属于广义上的偿债保障措施。《美国统一商法典》第2—609条规定了与大陆法系不安抗辩权规则相似的“期待贬损规则”（diminished expectation），卖方有不安的合理根据时得要求买方提供及时履行的“充分保证”，但其“充分性”需要依据商业准则判断。尽管商业准则较为抽象，但是美国统一州法委员会在其编纂《评注》中认为其充分性不能纯粹依照卖方单方“善意”的衡量标准，而必须是基于“理性”的，且卖方必须遵守诚信义务和商业准则。^{〔51〕} 法院对于“适当担保”应当独立判断，需要结合发行人所出现的风险类型和危险程度进行情景化的

〔48〕 See Credit Lyonnais Bank Nederland, N. V. v. Pathe Communication Corp., 17 Del. J. Corp. L. 1099, 1155 (Del. Ch. 1991).

〔49〕 参见财新网：《财新周刊 | 信用评级如何去泡沫》，载 <https://weekly.caixin.com/2021-01-02/101645940.html>，最后访问时间：2021年3月1日。

〔50〕 参见前引〔1〕，刘迎霜书，第32页。

〔51〕 参见前引〔44〕，美国法学会、美国统一州法委员会书，第189—190页。

考察，遵循诚信和公平交易的准则，将债市交易习惯作为重要的参考依据。

关于解除权，《民法典》第528条的解除权规定与第563条的法定解除权规定进行了衔接，即在债务人满足“未提供适当担保+未恢复履行能力”要件的情况下，则视为“以自己的行为表明不履行主要债务”，这属于一种法律上的拟制，该条解除权的规定与第563条其他法定解除权规定适用同样的判断标准，否则将破坏法定解除权内在的体系，所以此处的法定解除权也应当以“合同目的无法实现”作为行使的前提。给付迟延导致债的关系分层推进，其效力具有动态性。^{〔52〕}当存在预期违约情形时，债权人可先行依据《民法典》第578条请求对方承担违约责任，要求还本付息，进而实现加速到期的效果；在请求承担违约责任终不能实现救济效果，而合同目的完全落空时，债券持有人可以依法解除合同。

（2）期前拒绝履行：径直模式

预期不能履行处理的是债券义务履行过程中债券发行人丧失或者可能丧失履行能力的情形，是对债券发行人偿债能力的一种客观判断，暂时履行不能的状态不能直接等同于拒绝履行，而需要等待一定的期间。但是实践中除债券发行人缺乏偿债能力之外，亦存在其缺乏偿债意愿的情形，其可能采取各种措施暗自毁约，对债权人造成的危害更甚，是故有必要赋予债权人以强度更高之救济，债权人无需像在“预期不能履行”的情形下那样等待债券发行人增信或者恢复履行能力，而可以直接要求解除，提前收回债券本息。《民法典》第563条第1款第2项属于广义的预期违约规则，该规定除“预期不能履行”外，亦包括了“期前拒绝履行”的行为类型，指债务人通过行为以一种非常明确且肯定的方式，表明自己主观上不愿再履行合同，其中，债务人通过自发且积极的行为造成合同不能履行的情形为其典型。^{〔53〕}若债务人已经没有履行的意愿，则要求债权人继续受合同约束，坐等违约损害的发生会导致法秩序上的不正义。在发行人拒绝履行的情形下，契约的履行已经无期待可言，持有人解除无可厚非。但对于“拒绝履行”的判断仍需要谨慎，必须考虑该拒绝履行的义务属性。附随义务的违反通常不发生相对人的解除权。^{〔54〕}持续信息披露属于发行人的附随义务，债券发行人信息披露违约的目的可能是为了掩盖发行人逃避债务的行为，如发行人对于重大资产转让事项等信息未对债券持有人及时披露等，但信息披露的违约本身并不能导出发行人拒绝履行本息偿还义务，实际危害债权人的是发行人秘密从事的逃废债行为。同时，一些轻微的、与偿债能力无重大关联的事项的信息披露义务瑕疵也并不导致合同目的落空的后果。除了发行人明确以其意思表示拒绝履行的外，期前拒绝履行以积极侵害债权行为为典型，该行为类型与第527条第1款第2项“逃避债务”发生竞合，但是从规范意旨和债权人保护的角度思考，在救济规范构造上宜采取“径直模式”。

合同法的一个重要功能在于制止当事人的机会主义行为，保障合同义务的履行。金融债权因其在商事上的特殊性而具备了可侵害性，《证券法》对于发行人欺诈发行、虚假陈述等行为亦采取了侵权责任规制路径而非违约责任规制路径，这也是证券债权成为侵权对象的一个例证。在债券履行过程中，债券发行人欺诈性转移财产，导致公司资本流失而掏空债权人的未来偿付基础的，属于积

〔52〕 参见黄茂荣：《债法通则之二：债务不履行与损害赔偿》，厦门大学出版社2014年版，第101页。

〔53〕 参见陈韵希：《合同预期不履行的救济及其法理基础——再论〈合同法〉不安抗辩权和预期违约的界分》，载《比较法研究》2017年第6期。

〔54〕 参见前引〔8〕，韩世远书，第664页。

极侵害债权的行为,债权人除请求撤销该财产转移行为外,可同时以预期拒绝履行为由要求提前还本付息。因为此时发行人不仅没有履行意愿,更存在恶意欺诈和违约之情形,并不属于正常商业风险的范畴,严重损害了债权人权益,在此异常情形下,持有人要求加速到期具有正当性和紧迫性。在发行公司及其控制股东以及其他相关人员抽逃出资、以关联交易形式转让公司财产、放弃债权等恶意减损公司偿债基础,导致公司丧失偿债能力的情形下,持有人可以依据《民法典》第563条第1款第2项之规定,解除双方的债券合同关系,同时要求对方承担违约责任。

四、结 语

公司债券作为一种持续授信工具,其义务履行过程中出现信用风险并不特殊,其本身亦不违背债券市场规律,但是其在我国司法上的处置具有特殊性,这背后有我国债券市场信用转轨、合同立法的多元特性、合同基础法与金融合同义务履行的调适与衔接等多方面的原因,这对司法者无疑提出了更高的要求。在处置公司债券信用风险时,司法机关既需要对合同法基本规则有深度理解,亦需要对涉案金融产品的性质有充分认识,贯彻“买者自负、卖者尽责”的原则。债券合同提前解除的司法问题正是债券司法纠纷领域中观层次的一个重要议题,司法机关需要把握好“保护投资者”的度,区分信用风险的大小对解除合同的请求进行处置,从而更好地推动债券市场商事信用的形成。

• 365 •

Abstract: Corporate Bonds are continuing contracts and relational contracts, as well as financial instruments based on credit. The key issue is that, during the term of continuous performance, how to tackle with the credit risks. According to legal precedents of corporate bond disputes, the contract of bonds could be rescinded before maturity date by the bondholders. The goal of this judgment is to grant acceleration remedies to the aggrieved bond investors. However, the period benefit of the debtor is also agreed and protected under the bond contracts, and judges need to consider the balance of these rights, in order to avoid risk transference and distortion. Though there is not any domestic legislation on bond acceleration, foreign legislations and the provisions about credit transaction in the Civil Code could be our references. The courts could adopt direct rescission and gradual rescission respectively based on the level of credit risks, and take the frustration of purpose doctrine as common elements of the standard, also review the elements precisely with the business principles, to avoid arbitrary rescission by the creditors, and promote the business credit of bonds.

Key Words: anticipatory breach, period benefits, the right to rescission, credit risk

(责任编辑:周 游 赵建蕊)

债券契约变更的路径选择

李 敏*

内容提要：债券违约或预期违约频发的背景下，债券契约修改就成为必经之路，但债券作为标准化证券的涉众性使得如何聚合持有人的意见并获得其同意成为关键。在我国市场实践中，存在着大额债券持有人压迫小额债券持有人的问题。域外立法解决“压迫问题”的路径呈现实体保护与程序保护上的差异化。美国的做法是交换要约，德国和日本则为债券持有人会议制度。不同路径背后所蕴含的是对债券持有人本息受偿这一根本性权利的立法差异，在更大的层面上，这与各法域惯有的债券投资者权益保护机制及配套制度支撑的差异相关联。我国既有大陆法系彰显债券持有人集体权利行使的债券持有人会议制度，又有英美法系保障债券持有人核心个体性权利的债券置换。两种制度本身各有缺陷，叠加使用还存在兼容性问题。鉴于我国债券持有人保护架构及配套制度，完善债券持有人会议制度及配套法制更符合我国的历史传统及现实诉求。

关键词：债券契约修改 债券持有人会议 受托管理人 债券置换

一、问题提出：债券契约变更中的压迫问题

违约常态化背景下债券契约的修改是违约处置的重要路径。^{〔1〕}在我国债券交易市场中，机构大户持券集中度高，使得我国实践中出现了大额债券持有人压迫小额债券持有人的问题（以下简称“压迫问题”），这在“13 海航债”债券持有人会议令人瞠目结舌的“操作”中尤为突出。^{〔2〕}其实，

* 李敏，中央财经大学法学院讲师。

〔1〕 Wind 数据显示，2020 年以来共有 60 只债券发生违约，合计债券余额为 743.77 亿元，相较于 2019 年同期的 483.5 亿元，同比增长约 54%。其中，已违约的发行人中有 25 家还存在着交叉风险。

〔2〕 2020 年 4 月“13 海航债”持有人会议从会议程序到决议都引起了投资人的强烈不满，引发了市场各界的广泛关注，并将“持有人会议集体决议”与“个体持有人利益”的讨论推向了风口浪尖。对于“13 海航债”持有人会议风波的评析，参见缪因知：《海航债展期风波启示录：警惕多数决“陷阱”》，载《经济观察报》2020 年 4 月 20 日，转引自 <http://www.eeo.com.cn/2020/0418/381483.shtml>，最后访问时间：2022 年 4 月 3 日。

“13 海航债”并非个例，发行人利用持有人会议决议以“集体多数决”的方式修改债券契约条款，变更持有人实质性权益的情况与日俱增。^{〔3〕}这在一定程度上损害了异议个体债券持有人获得本息偿付的根本性权利，异议个体持有人被“集体多数决”所“代表”。特别是在“被代表”的过程中，可能还同时涉及会议程序的合规性、议案内容的合法性、受托管理人（或主承销）的尽职履责、利益冲突持有人的回避要求等，由此引发了市场对滥用持有人会议决议的“控诉”。

与此同时，关于债券违约的处置路径，我国的监管文件还规定了债券置换。这事实上能够最终实现债券契约修改的效果，而且满足异议持有人根据自我意志选择留券还是接受新券，不至于使自身利益和意愿被代表和牺牲。然而，债券持有人会议决议和债券置换这两种制度源于不同法系，虽然二者都有解决“压迫问题”的功效，但背后蕴含的是对债券持有人权利属性的不同立法预设和规定，对应着不同的债券持有人权益保护路径。

本文的研究基于我国债券市场实践中随着债券违约风险上升而迸发的债券契约修改中债券持有人权益保护这一现实问题，即大额债券持有人能否通过债券持有人会议的“集体多数决”来压迫小额债券持有人。这涉及更深层次的问题：债券持有人的权利属性，到底是集体性的还是个体性的；若基于公正和效率而承认债券持有人权利的集体性主导地位，那么如何平衡集体利益与个体利益，防止“多数人的暴政”；如何解决我国债券持有人会议决议和债券置换并存所产生内在冲突。

二、债券契约及其变更

• 367 •

与股东权利主要由立法提供默认保护不同，债券持有人权利主要由债券契约予以保护。债券契约是约定债券持有人和发行公司双方权利义务的发行合同，在我国，这一载体主要是指债券募集说明书。因此，债券契约变更就是对债券发行合同中发行人与投资者权利义务的修改，比如按照面值提前兑付债券、变更债券期限并增加回售权、变更票面利率、变更募集资金用途、抵押品释放或置换等。债券契约是构筑持有人与发行人之间法律关系和权利义务的基础，相比于通过《公司法》《证券法》等法律提供的强制性保护措施，债券契约对债券持有人权益的保护更具有灵活性，当事方可以根据实际情形对债券契约条款进行事后变更。

（一）债券持有人权利保护的 legal 框架

债券在法律性质和法律适用方面呈现出复合性与双重性。一方面，债券所记载的权利义务关系均以发行人与投资者之间的债权债务关系为基础，适用合同法的一般原理；另一方面，其所具有的涉众性、标准化、整体性、流通性等特殊属性，又使债券需要更多的强制性监管约束，以及组织法的治理规范，包括《公司法》《破产法》《证券法》及配套的监管规范。由此构建的债券持有人权益保护体系既体现法制随社会经济生活演进的历史痕迹，也反映了债券的经济、金融理论

〔3〕 根据广发证券研究中心的统计数据，2020 年以来，共发布 126 份债券持有人会议决议公告，包括 37 份交易所债券的决议公告和 89 份交易商协会品种的决议公告。在统计的决议公告中，与提前偿付有关的决议公告有 21 份，为最主要的议题；延期兑付及无条件豁免债券违约的分别有 6 份和 4 份。如上所述，上述议案所涉事项均关系到持有人的实质性权利，但加总之和占据全部持有人会议公告的 24.6%。上述情形还不包括私募发行的债券产品。

对法律制度的影响,依次包括传统借贷视角下的债权人保护、公司运营资金供给视角下债权人的保护,以及投资工具视角下的债券持有人权益保护。^{〔4〕}

由诸多法律构筑起的债券持有人权利保护体系中,合同法承担了基础保护。《公司法》中的资本制度为所有债权人提供股东有限责任下的有限保护;《破产法》则在公司资不抵债时介入,以实现全体债权人的公平受偿和有序清偿;《证券法》则侧重信息披露基础上的投资者保护。然而,最终承担起维护债券持有人核心权益的是契约保护,即围绕着保障债券持有人获得“本金和利息受偿权”的约定安排。

比如,美国债券发行交易的百年历史经验积累促成了债券契约范本的形成,其包括非常复杂、严密的债券持有人权益保护机制和内容,通常有财务条款、投资者保护条款(以下简称“投保条款”)和其他条款。^{〔5〕} 债券契约中规定的债券持有人诸多权利构成了“权利束”,围绕着本息受偿这一根本权利展开。财务条款首先保障债券持有人的根本权利,此外,还包括可赎回权(optional redemption)、偿债基金(sinking funds)、^{〔6〕} 可卖回权(put rights)、可转换权(conversion rights)以及次级条款(subordination clauses)。投保条款则是对公司的经营行为施加的约束,比如对再次举债、分红、投资、资产出售或抵押、售后回租、合并重组等进行限制,防止发行人的高风险经营或对股东的过度利益分配损害债券持有人的财务利益。若发行人违反投保条款,会触发债券违约,此时要么获得债券持有人的同意豁免违约,要么债券提前到期,发行人必须即刻清偿,发行人现金流若不足以偿付提前到期的本息,则会面临更大的麻烦。

(二) 契约修改:“不完备合同”的克服

根据“不完备合同”理论,由于缔约方的有限理性、信息的不完全性以及交易事项的不确定性,现实中合同都是不完备的。债券投资者作为缔约一方并不能“预测到未来一切不确定状态及一切偶尔事件”,也不能“在合同中明确界定不确定状态下双方的权利和义务”^{〔7〕}。公司投融资所在市场具有商事迅捷性和时限性,作为债券投资者与公司联结的纽带,债券契约同时体现出合同的关系性和继续性,从而呈现出合同的不完备性、过程性和不确定性。^{〔8〕} 因此,在预期违约或违约处置过程中,通过债券契约的修改来化解或应对违约风险,就成了发行人与债券持有人共同的诉求所在。

近年来,在我国经济增长下行压力加大、信用风险暴露速度加快、违约事件频发的背景下,部分发行人为了避免在公开市场中构成实质性违约,^{〔9〕} 纷纷要求进行风险处置及债务重组,如

〔4〕 See William W. Bratton, Corporate Debt Relationships: Legal Theory in a Time of Restructuring, 1989 *Duke Law Journal*, 92-172 (1989).

〔5〕 除财务条款和投保条款外,债券契约还规定了其他诸多债券持有人权利,诸如:在遗失或被盗的情况下补办债券证书的权利;在违约利息特殊付款日收到支付通知的权利;收到赎回通知或行使可卖回权通知的权利;在某些情况下调整转换价格的权利;一旦优先级债券全部偿还完毕,次级债券持有人有权取代优先级的顺位。

〔6〕 一家公司(或机构)发行了债券,为了避免出现偿债危机,预先设立“偿债基金”,以用于还债,减少信用风险;公司就可以在债券到期日之前,用偿债基金中的资金来提前偿还本金。

〔7〕 刘迎霜:《公司债券受托管理的信托法构造》,载《法学评论》2020年第3期,第94页。

〔8〕 参见冯果等:《债券市场风险防范的法治逻辑》,法律出版社2016年版,第239页。

〔9〕 此处的违约为法律意义上的违约,包括:一是债务人未能按照合同约定(包括在既定的宽限期内)及时支付到期债券本金或利息;二是债务人不能清偿到期债务,并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力,债务人被人民法院裁定受理破产申请的,或被接管、被停业、关闭。

采取减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限等措施，还有部分债务人由于市场基准利率不断下降等因素，要求调整负债结构或债券提前到期兑付等。发行人的上述诉求的实现，大多都是以召开持有人会议的形式，通过“集体多数决”形成了有效决议，使修改后的债券契约具有了法律效力。

之所以通过债券持有人会议决议来完成债券契约的修改，与债券的属性密切相关。首先，债券的合同属性决定了与债券契约有关的事宜需要获得发行人一方及债券持有人一方的契约合意。其次，债券的整体性^{〔10〕}决定了债券持有人一方的意见需要特定（程序）机制来聚合、代表和表达。而且，债券持有人属于分散、信息不对称、能力局限的弱势群体，需要集体行使权利的途径，在遇到风险时消除单个持有人的弱势，保护持有人的共同利益。美国采取表决权同意征集规则，德日则为债券持有人会议机制，最终实现“经多数人同意的决议对全体当期债券持有人有效”，从而完成债券契约的变更。

三、两大法系回应债券契约变更中压迫问题的不同路径

持有同一次发行债券的投资者权利通常是相同的，这意味着全体债券持有人对于该批次的债券权利在某种程度上是共享的。因此，债券持有人之间存在一定程度的相互依赖性。对全体持有人所共享权利的任何修改或行使，都不可避免地会牵涉个体权利（由每个持有人独立所有）与集体权利（由特定比例的持有人或者持有人代表所有）之间的权衡。^{〔11〕}此时，为避免“多数人暴政”或“压迫问题”，程序正义非常关键。程序规则之于决议效力的一个重要意义在于，正当程序能够修正集体多数决之内缺陷，以实现决议行为集体意思正当化。^{〔12〕}英美法系和大陆法系国家解决债券契约变更中“压迫问题”的路径呈现实体保护与程序保护上的差异化。美国的做法是交换要约，德国和日本则为债券持有人会议制度，背后所蕴含的是对债券持有人本息受偿这一根本性权利的立法差异。这种差异在更大的层面上则与各法域惯有的债券投资者权益保护机制及配套制度支撑的差异化相关联，体现的是对债券持有人“集体权利”与“个体权利”^{〔13〕}不同的平衡方式。

（一）以美国为代表的普通法系

美国 1939 年《信托契约法》中规定了债券持有人本金和利益获得清偿的这一根本权利不受

〔10〕 公司债与一般债权债务关系不同之处在于“整体债务性”。债权人依定型化契约与公司缔结契约，其地位不因持有数量而有所不同，即“公司债债权人平等原则”。依循此原则，公司纵有支付能力不足之情事，仍应对全体债权人依持有公司债比例清偿。参见王文宇：《公司法论》，台湾元照出版公司 2018 年版，第 530 页。

〔11〕 See Marcel Kahan, Rethinking Corporate Bonds: The Trade-Off between Individual and Collective Rights, 77 (4) *New York University Law Review*, 1040-1089 (2002).

〔12〕 参见杭雅伦：《不能免死的“免死金牌”——13 海航债程序豁免决议效力探究》，载《金融法苑》总 104 辑，中国金融出版社 2020 年版，第 209-219 页。

〔13〕 同为公司发行的证券持有人，股东权利有自益权和共益权之分，自益权可以单独行使（如查阅公司文件），而共益权受资本多数决约束，需要集体行使（如参与股东大会投票表决来决定公司重大事项）。相应地，债券持有人的权益有个体性权利和集体性权利的划分。个体性权利由债券持有人单独行使，比如美国法下的债券持有人的本息受偿权，德国法下对债券持有人会议决议由异议的主体提起诉讼，而集体性权利则需要通过债券持有人会议来聚合众议，因涉及集体多数决，所以程序正义和异议主体的司法救济权非常关键。

侵犯。该法旨在规范向公众发行的1000万元以上的债券契约条款,重心内容放在“债券契约必须任命受托人来代表债券持有人整体行事,并对受托人的独立性和行为准则予以规范”^[14]。鉴于当时发行人与承销商肆意变更债券契约而严重侵害债券投资者的本金受偿这一根本性权利,^[15]该法在第316(b)条将债券持有人的根本性权利设置为个体性权利予以保护。^[16]因此,涉及债券利率、币种、债券本金金额、到期日、债券评级,以及其他有关债券基本性质的条款在修改时,需要得到债券持有人的一致同意才可以进行。而在不涉及本金、利息等有关债券基本性质的条款的修改上,多数持有人同意即可对于其他异议持有人产生约束力。此外,债券存续期间的其他事项,大部分非实质性内容的修改由受托管理人自行同意变更。^[17]

在美国,除了由受托管理人同意变更的债券契约非实质性条款,其他实质性条款的变更因涉及获得债券持有人的同意,通过表决权征集(也称“同意征集”)和交换要约制度实现,交换要约是为了实现债券持有人一致同意契约修订的变通做法。

1. 表决权征集制度

在债券存续过程中,当发行人陷入财务困境,导致无法按照原条款继续履约,或发行人想要进行某项必须以违反原债券条款为前提的交易行为(如出售重大资产、对外提供担保、股息分配),发行人可以根据债券契约的规定,向目标债券的合格持有人发送同意征集文件,从而实现债券契约的修改。在该文件中阐明对现有债券条款的拟议修改,并陈述修改理由,提请债券持有人在特定的征集期间内作出“同意”的意思表示。通常,为了激励债券持有人积极参与,发行人会向在规定日期前作出有效同意的债券持有人支付现金或其他形式的对价作为“同意费”。^[18]

通过同意征集程序来获得债券持有人的统一意见,债券契约根据重要性程度设置了分层表决机制,重大性程度与表决通过的比例成正比。实践中,同意征集的表决机制分为三种:简单多数(50%)、绝对多数(通常是75%或90%)、一致同意(100%)。使用哪种表决机制取决于所修改的目标条款性质。如果发行人在同意征集截止日期前获得了拟议修改条款的最低同意比例,那么在同意征集完成后将执行修订后的契约,并在截止日前向有效作出同意的债券持有人支付同意费。需要注意的是,同意征集成功后,新修改的条款对现有债券持有人及其转让的后续持有人都具有约束力,而不论单个的持有人本人是否同意。如果发行人到截止日期没有收到足够数量的同

[14] Stephen Choi, A. C. Pritchard, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, Foundation Press, 2015, p. 37.

[15] See Mark J. Roe, The Voting Prohibition in Bond Workouts, 97 *Yale Law Journal*, 232-280 (1987).

[16] 具言之,债券持有人在债券契约载明的各到期日当天或之后收取该合同项下债券本金和利息的权利,或者在该各到期日当天或之后为执行任何该等付款提起诉讼的权利,未经该持有人的同意不得受到损害或影响。

[17] 根据《简化标准公司债券契约》(Model Simplified Indenture)第9.01条,发行人和受托管理人可在未经任何债券持有人同意的情况下,修订债券契约或证券:(1)以纠正任何歧义、缺陷或不一致之处;(2)以遵守第5.01、10.15节的规定(为合并做出的必要的技术性修改);(3)对无纸化证券作出规定;(4)做出任何不会对任何债券持有人的权利产生不利影响的变更。除上述非实质性修改外,受托管理人在契约修改中几乎不发挥作用。

[18] 例如:每1000美元未偿本金的债券将获得10美元的同意费。这种做法,由于存在“购买选票”的嫌疑,在很长一段时间里受到抨击,被指有违发行人对债券持有人的善意义务和公正原则。但是也有不少为其辩护的声音:其一,条款的修改可能会使债券的保护性变弱或直接令债券持有人遭受损失,在这种情况下给予债券持有人一些补偿也是合理的;其二,联邦证券法上的法定方式、程序并不是一种基于美德的交易,而是建立在充分信息披露基础之上的。只要发行人在提出诱导因素的程序上保持公开透明,所有债券持有人均有相同的机会进行自由选择,并可自行衡量是否能接受相应的选择结果。一项设计所能达到的良好效果,便是发行人与投资者都享有更大的选择空间,令二者相向而行,那么其设计就是合理的。

意，或预计在截止日不会收到足够数量的同意，那么发行人可以选择终止征集或延长征集期限。如果发行人选择延长期限，它可以通过提高同意费率，或使拟修改的条款更为“温和”等方式，来提高同意征集对债券持有人的吸引力。但如果最终仍未达到最低同意数量，则同意征集失败，且发行人不会向已经作出同意的债券持有人支付同意费。

需要强调的是，债券的同意征集也受到美国《证券法》和《证券交易法》的约束，前者的规制目的在于防范发行人通过同意征集而对债券契约进行重大修改，从而规避证券监管要求而损害投资者利益，后者的规制目的则在于为同意征集提供程序和保障信息真实性上的规范。概括来讲，第一，如果同意征集所要进行的修改是重大的，以至于会对债券持有人的实质性权利产生影响，则会被视为产生了出售或发行新证券的效果，^{〔19〕} 需要依据《证券法》第 5 条进行注册，并依据《信托契约法》进行资格审查。^{〔20〕} 第二，面向已注册债券持有人的同意征集须遵守《证券交易法》14 节（a）款^{〔21〕}对于“委托权征集”的规定，以及配套的证券交易委员会（SEC）条例 14A（委托权征集规则），主要包括同意征集的形式、^{〔22〕} 同意征集的期间和同意费的支付。^{〔23〕} 其中，同意征集的期间会因单独使用同意征集，抑或与要约收购或交换要约一起使用而有差异。单独使用时，征集的期间应根据发行人对契约条款修改的复杂程度来设定，给投资者对相关事项进行消化和决策留足时间，实践中通常是开放 5 至 20 个工作日。若与要约收购或交换要约一起进行，应遵守《证券交易法》规则 14e—1（a）（b）关于要约期限的规定。即要约期间需要保持开放 20 个工作日，在此期间内若对要约内容进行了修改，则同意征集期间必须在修改要约后仍继续保持开放 10 个工作日。此外，同意征集文件还受《证券交易法》下信息披露要求^{〔24〕}及反欺诈规则^{〔25〕}的约束。

• 371 •

2. 交换要约制度

交换要约制度化解债务危机之功效源于法律规定和实践需求的双因素促成。由于《信托契约

〔19〕 在判断对债券契约的修改是否达到了出售或发行新证券的效果时，判例法中普遍认可的检验标准是：修改是否实质性地影响了未偿付债券持有人的法律权利和义务，使其投资性质和投资风险发生重大变化，对持有人来说构成一项新的投资。

〔20〕 See Nicholas P. Saggese, Gregg A. Noel, Michael E. Mohr, A Practitioner's Guide to Exchange Offers and Consent Solicitations, 24 *Loyola of Los Angeles Law Review*, 527 (1991). 债券持有人最重要的权利就是按期获得利息以及在到期日获得本金偿付。因此，如果是对基础财务条款做出了不利的修改，比如降低利率、延长到期日，当然会产生出售或发行新证券的效果。那么上述修改显然会对债券持有人的权利产生实质性影响，所以需要纳入监管范围，重新注册。

〔21〕 该款规定：“任何个人利用邮寄或者任何州际交往手段或工具或者全国证券交易所的任何工具或其他方法，违反委员会为维护公共利益和保护投资者利益制定的必要或适当的规则和规章，自行或者由他人代理征集关于依据本法第 12 节登记的任何证券（豁免证券除外）的委托权、同意或者授权，应属违法。”

〔22〕 法律对此并不强制，依同意征集文件的规定实施。同意征集并不必要以召开债券持有人会议进行，也不必要有一个正式的投票程序；做出同意的方式可以是口头或书面。

〔23〕 发行人通常会向在有效期内做出有效同意的债券持有人支付现金或给予其他形式的对价作为“同意费”，以交换获得债券持有人对债券条款的修改，或对发行人违约行为豁免的同意。此外，发行人还可能设计“先到先得”（early-bird）同意费，即在同意征集期间的早期，向率先提交有效同意的持有人支付更高的同意费。

〔24〕 同意征集文件是发行人向债券持有人提供的最重要的信息披露文件。SEC 制定的条例 14A 中的附录 14A，对于依据《证券交易法》第 12 条注册的证券的征集代理行为，利用 23 个项目详细描述了发行人在正式征集文件中需要向证券持有人披露的信息，在此基础上不限制披露额外的信息。只有在每位证券持有人都知悉附录 14A 所要求披露的全部信息后，才可以进行相应的征集代理。

〔25〕 注册债券的同意征集行为的反欺诈规则，是由《证券交易法》征集规则中的 14a—9 条与 14c—6 条共同组成的，禁止对同意征集有关的任何重大事项做出虚假的、误导性的陈述，或遗漏对任何重大事实的陈述。除了征集规则中的反欺诈条款外，联邦证券法、各州法律以及普通法下的反欺诈规则也同样适用于同意征集文件（如《证券法》10b—5）。

法》将本息受偿权以法定形式赋予每一个债券持有人，债券存续期间出现影响该项根本性权利实现的情形之际，必须获得每一个债券持有人同意。即便通过表决权征集程序，这种一致同意在债券持有人分散且利益分化的背景下也几乎难以实现，交换要约制度则巧妙地化解了这一困境——发行人与同意要约的部分持有人订立新的债券契约，不同意修订的则继续遵守原有债券契约，从而让每一个持有人的意思都能获得尊重。

交换要约的兴起源于美国历史上杠杆收购浪潮之后债务重组的现实需要。20世纪80年代，由于美国史无前例的杠杆收购浪潮使得高收益公司债券市场呈现爆发式增长，美国资本市场以债务为主导的融资结构占据主导地位。^{〔26〕}然而，由于20世纪90年代全球经济的下滑，前述债务融资对于企业的长期融资规划和短期流动性都造成了巨大的压力，许多企业面临着破产危机。对于困境企业来讲，无法偿还到期债券可能直接导致其破产，而破产程序对于企业（股东）和债券持有人而言成本高昂。^{〔27〕}因此，困境企业通常会竭尽全力对其债券进行重组，以避免漫长的破产程序对各方造成损失。^{〔28〕}交换要约正是在此背景下产生，与现金要约收购共同构成要约收购的两种类型，是债券发行人的可资利用的债务重整方式之一。

一般而言，当发行人想要通过要约收购进行债务重组而又缺乏足够的流动资金以回购其债券时，其就会考虑采取交换要约的方式处置现有债券。由于无需付出额外的现金且实际上获得“展期”效果，对于陷入困境的公司来说，债券交换要约可以免去高昂重组成本和破产风险，是一个解决公司流动性问题“有效且相对廉价”的方法。发行人使用交换要约进行债务重组时，可通过两种有先后适用顺序的方式：一是在庭外重组（out-of-court restructuring）中使用；二是在《破产法》下的“预重整”^{〔29〕}（prepackaged bankruptcy）中使用。本文重点关注庭外重组中的交换要约。尽管“预重整”下的交换要约只需要绝对多数通过（而非庭外重组中的一致同意），但若以失败告终，则发行人再无走向破产的“屏障”，所以其通常会在庭外重组中先使用交换要约。

由于交换要约本身涉及新债券的发行和销售（并与旧债券进行置换），其也须适用《证券法》之注册规定，具体注册的程序与普通的公开发行证券注册程序相同，此处不作赘述。此外，交换要约也受制于联邦证券监管对于要约收购规则的约束，包括信息披露、反欺诈规则，及交换要约的有效期的规定，^{〔30〕}从而保障债券持有人有完整的信息判断交换要约的价值，并且有充足的时间进行尽职调查和决定是否接受要约。

〔26〕 See Lewis S. Peterson, Who's Being Greedy? A Theoretical and Empirical Examination of Holdouts and Coercion in Debt Tender and Exchange Offers, 103 *Yale Law Journal*, 505 (1993).

〔27〕 对于企业而言，破产直接导致企业消灭，企业持续经营以营利的目的将由此落空，股东只能获得偿债之后的剩余财产。债券持有人同样面临破产带来的高昂成本和损失，例如本金损失、高昂的法律和行政执法费用、投资规划受挫、可能会丧失顾客和供应商等等。

〔28〕 See John C. Coffee, William A. Klein, Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations, 58 *University Chicago Law Review*, 1210 (1991).

〔29〕 发行人可根据《破产法》第11章提交“预重整”计划，在提交破产申请书之际或之前向债券持有人发出交换要约，此时只要获得“总额三分之二以上且人数过半的适格债权人”同意，那么这项“预重整”下的交换要约将具备强制性，对所有债券持有人都有效。See 11 U.S.C. § 1126 (c).

〔30〕 在经过注册后，发行人可以向债券持有人发出交换要约，要约的有效期自要约开始之日起不得少于20个工作日。同时，如果发行人中途通知债券持有人或者公告要改变收购比例、要约对价或承销商费用等事项，那么从通知或公告发布之日起该交换要约还必须至少持续10个工作日。

在实现债券契约修改上，交换要约并非万能良方，更非完美无缺。首先，交换要约中债券的发行价格一般会略高于交易价格但低于已发行债券的票面价格，这势必影响债券持有人本息受偿这一根本性权利，所以受《信托契约法》下“一致同意”规定的约束。由此也会存在债券持有人抗拒的情形，发行人应对“钉子户”（holdouts）方法为：私下协商以回购这些债券，或直接撤销交换要约并私下协商回购或在公开市场回购债券。其次，交换要约存在备受诟病的胁迫问题，尤其是与同意征集结合使用之际。具言之，发行人在发出交换要约的同时进行同意征集，要求删除或修改就债券契约条款（一般为投资者保护条款），接受交换要约的债券持有人需对这种修改进行同意。换言之，接受要约的持有人在放弃旧债券、接受新债券时，就自动视为赞成对旧债券条款的修改（被称为“退出同意”）。^{〔31〕}这存在明显的胁迫因素。在退出同意中，同意的结果并不会影响到参与投标的债券持有人，因为他们已经在要约收购中获得了现金或在交换要约中获得了新债券，有时还有可能是现金和新债券的组合。但继续持有旧债券的持有人将可能面临如下处境：旧债券契约中许多重要的保护条款将被弱化或删除，旧债券的流通性也大大降低。所以，当发行人宣布要约收购或交换要约与退出同意同时进行，债券持有人必须权衡：是选择参与投标，还是留存一张基本没有什么法律保护的债券。在此情形下，债券持有人通常会更倾向于参与投标而不是继续持有旧债券。

综上，美国在尊重债券集合性^{〔32〕}的前提下，将债券持有人的根本权利设置为个体性权利，并予以法定。这就意味着债券持有人本息受偿这一根本权利不能因集体多数决来处分和损害。债券持有人的本息受偿权如果需要通过债券契约修改来变动，则需要每一个债券持有人同意，实践中则通过交换要约制度予以应对。根本性权利之外的其他权利基本上都是集体性的，通过表决权征集程序行使，受集体多数决的约束。

（二）以德国、日本为代表的大陆法系

或许在立法之初，大陆法系国家不存在像美国 1939 年《信托契约法》通过之际所面临的特殊背景（解决债券持有人本息受偿权被肆意侵害的问题），因此债券立法并未将债券持有人的根本权利设置为个体性权利，而是更侧重债券的整体性，对债券持有人的权利分配也是集体性的，即债券持有人通过法定的债券持有人会议来行使权利，且决议对全体债券持有人有效。决议能解决群体决策的问题，决议程序有助于不同理性之间的碰撞、加工和升华，但决议之中的多数决原则可能忽视少数人的利益、智慧和尊严。^{〔33〕}因此，决议必须遵守严格的程序（最为著名的是美国罗伯特将军的“议事规则”^{〔34〕}）。在正义的程序得到实施的前提下，程序过程本身能够使结果

〔31〕 See Tuckman K B, Do Bondholders Lose from Junk Bond Covenant Changes? 66 *Journal of Business*, 499 - 516 (1993).

〔32〕 一只债券，尽管会被划分为很多标准化的份额，但每一份额的权利义务是同质的，每一份额或债券的偿付等在时间以及方式上也是同质的，一只债券的所有持有人作为一个整体作为发行人的债权人，因此要求所有债券持有人要有一定程度的一致行动，由此衍生出的对治理的需求也较为突出。

〔33〕 参见陈醇：《论单方法律行为、合同和决议之间的区别——以意思互动为视角》，载《环球法律评论》2010 年第 1 期。

〔34〕 它是一套严密的会议程序规则，包括规定会期、选举代表、通知、确定召集人或主持人、提出议案、公开讨论和修改议案、记录、表决等。参见〔美〕亨利·M. 罗伯特：《议事规则》，王宏昌译，商务印书馆 1995 年版，第 23 页。

正当化,并且有吸收当事人不满的功能。^[35]大陆法系解决“集体多数决”滥用的制度设计在于:一是分层表决设计,当决议事项关涉债券持有人根本性权益时,通过比例为绝对多数,而非一般事项所适用的普通多数;二是规定了债券持有人的异议程序。

1. 德国《债券法》对债券持有人会议的规定

德国债券持有人会议制度的规则体系由具有普遍适用性的强制性法律规范和以市场成员自由意志为基础缔结的契约条款共同构成。在法律层面,德国《债券法》作为最主要的上位法,通过对公开发行债券持有人会议的决议权限、决议机制、决议效力和召开程序等事项进行明确规定,正式确立了债券持有人会议制度的法律地位。《债券法》以充分保证持有人的知情权为出发点,充分借鉴了上市公司股东大会的程序性规定,对会议从召开到决议执行的全部程序作出了详细规定,以最大限度维护决议机制的程序正义。^[36]其要点包括:(1)债券持有人会议的决议机制。普通决议过半数以上通过,而对债券重要约定进行实质性变更则须适用绝对多数决机制。设置了“低门槛”的二次会议,以防止参会人数未达法定要求而无法做出有效决议。^[37](2)对决议内容的限制性规定。一是除非法律明确规定,不得为债券持有人新设置发行文件未约定的义务;二是违反同等对待原则^[38]的决议无效,除非受到劣后对待的持有人明示同意。(3)决议效力。持有人会议的决议对全体同期持有人产生同等约束力,但不必然对发行人产生约束效力,而须以与其形成合意为要件。(4)异议程序。持有人认为决议违反法律或发行文件约定的,可在异议期即决议公布之日起一个月内向发行人注册地州法院提出异议。^[39]

2. 日本《公司法》关于公司债制度的规定

日本《公司法》所规范的公司债制度,其基本命题在于落实公司债发行公司调度资金的机制与确保公司债债权人的权益。^[40]日本《公司法》设专章规定“公司债”,^[41]包括总则(第676—701条)、公司债管理人(第701—714条)和公司债债权人会议(第715—742条)三部分内容。日本《公司法》为了多数公司债权人规定了集团处理机制,另外,因为公司债是向一般社会公众发行的大量的、长期的公司债务,所以特别设置了公司债权人保护规定,另外关于作为有价证券的公司债,从其流通保护开始制定了有价证券法的相关规定。^[42]其中,第724条对公司债债权人会议决议的通过比例予以规定,第734条规定决议的效力,第740条则是对债权人异议

[35] 参见田平安、杜睿哲:《程序正义初论》,载《现代法学》1998年第2期。

[36] 参见甘露原、成睿:《德国债券持有人会议制度研究》,载《金融市场研究》2019年第11期。

[37] 若持有人会议的参会人数未达到法定要求,会议召集人可决定再次召集会议。第二次会议原则上对持有人的出席比例不设限制。但针对适用绝对多数决的事项,会议在参会持有人所持表决权比例达到25%以上时方具有决议行为能力。这是为了提高持有人会议效率,维护市场运行秩序,德国《债券法》规定的可突破多数决限制的特殊情况。

[38] 同等对待原则是指全体持有人均享有债券所附的同等权利和义务,持有人会议的决议对全体持有人产生同等约束效力。这一原则实质上杜绝了对个别持有人单独予以特殊的优待或不平等待遇,也排除了债券发行人和个别持有人达成个别合意的可能性。除保护持有人外,该原则背后的另一重要立法考量则是确保相同份额的债券均附带完全相同的权利和义务,从而维护债券的标准化属性。

[39] 参见前引[36],甘露原、成睿文。

[40] 参见廖大颖:《公司债法理之研究——论公司债制度之基础思维与调整》,正典出版文化有限公司2003年版,第101页。

[41] 《日本公司法》“公司债”编约束对象是信用债,附担保公司债由公司法之外的《附担保公司债信托法》予以规范。

[42] 参见〔日〕近藤光男:《最新日本公司法》,梁爽译,法律出版社2016年版,第366—367页。

程序的特别规定。

总结来看，债券持有人会议决议通过比例因普通决议和特殊决议而有所区分。普通决议须获得超过出席会议表决权人表决总数的 1/2 同意。特别决议必须有表决权人总表决权数的 1/5 以上的人出席，且拥有出席会议表决权人表决权总数的 2/3 以上的同意。通过的决议对持有该类别公司债的所有债券持有人都有效，但决议须经法院批准才能生效；异议债权人在法院认可决议之前可以向法院提出异议。^{〔43〕}《公司法》所列举的法院不应认可公司债债权人会议决议的法定情形包括：（1）公司债权人会议的召集手续或者其决议方法违反法律法规，或者违反了募集说明书记载事项的；（2）决议以不正当方法达成的；（3）决议有失公正的；（4）决议违反债权人一般利益的。^{〔44〕}

综上，大陆法系下的债券持有人集体权利设置与英美法系下将债券持有人根本权利赋予个体的设计不同。法律上规定了债券持有人的会议的法定程序，为债券契约修改提供了程序保障，通过程序正义来吸收和聚合诸多债券持有人的意见。强制性规范的核心功能之一是为集体多数决议方式进行的债务重组提供法律基础。因此，在债券契约修改层面上，大陆法系债券持有人的权利都是集体性的，即通过债券持有人会议的集体多数决来形成决议，且有效决议对全体债券持有人具有约束力。这意味着：一方面，同批次债券持有人权利相同、立法上平等对待，彰显债券的集合性，也保障债券的标准化从而便于流动。在此背景下，不会有美国交换要约那种允许部分持有人依据新契约、异议持有人继续保留旧契约存在的法制土壤。另一方面，为保护公司债权人免受多数决的压迫，设置了异议持有人的司法救济措施，从而解决集体多数决与个人意愿之间的矛盾。这相当于间接考量了债券持有人的个体利益，只不过以程序法定的方式对债券持有人的集体利益和个体利益做出了平衡。

（三）比较：两大法系对债券契约变更中压迫问题的回应

债券的属性决定了债券治理的方式。债券的合同属性决定了与债券契约有关的事宜需要获得发行人一方及债券持有人一方的合意。另外，债券的整体性决定了债券持有人一方的意见需要特定（程序）机制来聚合、代表和表达。对此，美国的做法是表决权同意征集和交换要约，德日则为债券持有人会议制度。两大法系在聚合债券持有人意见的方式上，既有共相，亦有殊相。共同之处包括：其一，基于债券集合性和持有人行权效率的考量，承认集体多数决对大部分关涉债券持有人权利的事项的处理；其二，表决设计上，按同意事项的重大性程度，设置分层表决机制；其三，赋予异议持有人权利救济途径。

两者的差异之处则在于对待债券持有人本息受偿这一根本性权利的立法差异。从宏观视角来看，这种差异首先与两大法系债券持有人的整体保护架构相关，进一步则与自身互异的配套法律制度供给关联。

首先，在债券持有人保护架构上，美国为受托管理人承担维护债券持有人利益的角色，而在德日，强调债券持有人会议机制下的自治。受历史惯性的影响，债券持有人与受托管理人之间延

〔43〕 参见吴建斌编译：《日本公司法》，法律出版社 2017 年版，第 348-349 页。

〔44〕 参见前引〔42〕，近藤光男书，第 386 页。

续(形式上的)信托关系,^[45]独立的受托管理人积极、主动行事。在大陆法系,尽管也可能存在受托管理人(比如日本),^[46]但其与债券持有人之间的关系通常被视为委托关系,是债券持有人会议决议的执行主体,处于相对消极被动地位,与英美法系中受托管理人的法律地位不同。因此,当债券契约修订之际需要征求债券持有人意见时,美国法下,受托管理人必须通过同意征集来聚合众议,若为影响债券持有人根本性权利的修改事项,则须通过交换要约来获得一致同意。而在德国和日本,债券契约的修改通过债券持有人会议机制形成约束全体债券持有人的决议。只不过为了避免集体多数决的滥用,越是关涉持有人实体权利的事项越必须以绝对多数表决通过,并赋予异议持有人司法救济权。

其次,两大法系对于异议持有人权益保护路径的差异,与各自的法律制度供给息息相关,最终体现了立法在保护理念上的差异,即美国以法定实体权利保护,而德、日为法定程序权利保护。美国《信托契约法》只规定债券持有人的本息受偿这一根本性权利不受侵犯,其余权利均交由信托契约来规范。这一根本权利是法定的个体性权利,由单个债券持有人享有,因此在债券契约修改会变更此权利时,需要获得每一个债券持有人同意。这种看起来几乎无法做到的“全体一致同意”,被实践中发展出的交换要约制度所巧妙化解。因此,债券契约修改时,根本权利受影响的持有不同意见的债券持有人通过选择继续保留债券而避免加入新修订的债券契约来使自身对债券契约修订的异议消解。这相当于法律明确承认债券持有人的核心权利为个体性权利,不受集体多数决的约束。因此,美国法下处理债券契约修订时异议持有人权利保护的方式是法律明确赋予单个债券持有人实体性权利。而大陆法系国家法律上对债券持有人本息受偿这一根本性权利的维护是通过法定的程序性保障实现的,体现了立法者致力于通过维护决议程序的公平公正来保障持有人合法权益的立法思路。德、日通过规定债券持有人会议法定程序的方式,以程序正义来聚合债券持有意见,并为异议持有人赋予诉权,或者通过决议受司法审查的方式来解决集体多数决与异议持有人之间的冲突。

需要说明的是,美国将债券持有人的根本权利予以法定实体保障,并非未能向债券持有人提

[45] 历史上,最初发行的债券都附有财产抵押,为了保障债券持有人的债权实现,以及便于抵押物的管理和处置,发行人将该抵押物设定为信托财产,由债券受托管理人保管。由此形成的受托管理人与债券持有人之间的关系为信托关系,发行人为委托人,受托管理人为受托人,债券持有人为受益人。然而,在近现代美国债券市场实践中,无担保信用债成为主流,已经没有需要独立出来的信托财产由受托管理人保管和处置,丧失了信托实质,但基于历史惯性,信托架构延续至今。需要说明的是,在美国,从抵押担保债券到信用债券的商业实践变迁中,信托法律关系已“名存实亡”。抵押担保债券中,存在抵押物作为信托财产来保障债权人权益的他益信托法律关系适用空间,但信用债券因信托财产的缺失而存在适用困境。从美国的立法和司法判例来看,债券受托人在违约前只有合同义务,违约后承担“审慎人标准”下的信义义务,但这是否为信托法下的信义义务存疑。就商业实践层面而言,美国的债券持有人制度本身并非完美无缺,在垃圾债券盛行的背景下,曾出现过债券持有人利益保护严重不足而替代路径涌现的局面。因此,美国债券受托人制度并非人们所设想的以信托法律关系架构并在交易实践中一以贯之的操作,其产生有着深刻的历史背景,目前权利义务的分配是路径依赖、利益平衡的结果。See Efrat Lev, *The Indenture Trustee: Does It Really Protect Bondholders?* 47 *University of Miami Business Law Review*, 50 (2000); Ramon E. Johnson, Calvin M. Boardman, *The Bond Indenture Trustee: Functions, Industry Structure, and Monitoring Costs*, 8 (2) *Financial Practice and Education*, 16 (1998); Martin D. Sklar, *The Corporate Indenture Trustee: Genuine Fiduciary or Mere Stakeholder*, 106 (1) *Banking Law Journal*, 44 (1989).

[46] 因为债券持有人缺乏股东大会或董事会这样的公司内部组织机构来代表自身利益、行使权利,所以法律肯定债券持有人会议的自治功能。虽然日本也有受托管理人,但其在信用债里是委托关系,执行持有人会议决议,扮演的是维护持有人利益的辅助角色。

供程序性保障，只是这种程序保障不那么显现。由于存在受托管理人作为维权的主体，契约修改时由受托管理人启动同意征集程序。只有当同意征集不能获得一致同意时，交换要约才进场。而同意征集和交换要约都是有程序性要求来保障实施的，依赖于美国证券法上的规定来展开。此外，当修改涉及原有契约的实质变更时，可能需要重新注册，这些都是对债券持有人的程序性权利保障，以及实体权利的补充保护。

四、我国债券持有人利益公平保护的模式选择及完善路径

在我国，法律层面对债券持有人根本性权利的保护，既无美国法下的实体赋权保护，也无德、日立法例下的法定程序保护。在监管规范和实践层面，我国债券市场违约处置既有大陆法系债券持有人会议，也有美国法下的交换要约制度（即债券置换）。仔细梳理和审视我国现有的制度文件和实践做法，会发现我国债券持有人权益保护上的双重问题：债券持有人会议和债券置换各自存在问题，二者叠加使用还存在制度兼容问题。

（一）现有制度梳理及问题分析

1. 债券持有人会议：法律规则层面规定不清，交由市场约定

法律层面，《公司法》没有对债券持有人会议制度作出规定，仅有《证券法》第92条第1款的原则性规定。^{〔47〕}因此，持有人会议的召集程序、会议规则和其他重要事项等完全依靠市场自治和债券契约约定。可以说，持有人会议的合法性及效力来源，基本上是依据债券契约中各方达成的合意，除《民法典》（合同编）之外，在法律层面上再无其他制度可予以适用。

当然，在实践操作中，债券持有人会议的召开和决议事项，还需要进一步遵守金融监管规则^{〔48〕}和行业自律管理规范、^{〔49〕}司法政策等规定，但这些规范性文件立法层次较低，适用范围和指导性不强，并且自身存在问题，如不同市场监管要求不协调、^{〔50〕}未设置分层表决机制、缺乏异议持有人的权利救济等，导致实践中过分强调了决议对全体持有人具有约束力的结果，而忽视了决议形成的程序和异议持有人的权利保护。尽管最高人民法院近期发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（以下简称《纪要》）第15条对债券持有人会议决议效力做出了规定，

• 377 •

〔47〕 我国于2020年3月1日起正式施行的新《证券法》，首次从法律层面确定了债券市场的持有人会议制度，使其成为强化债券持有人权利主体地位、统一债券持有人立场的基础性制度，一定程度上解决了分散的持有人的集体行动难题。

〔48〕 2019年底，央行、发改委和证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知（征求意见稿）》，统一了各市场公司信用类债券违约处置的相关原则和措施，并明确要充分发挥持有人会议在债券违约处置中的核心作用，切实保障债券持有人合法权益。

〔49〕 中国银行间市场交易商协会于2019年颁布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程（修订稿）》，对持有人会议的程序事项等进行了详细规定，并规定“本规程的规定是持有人会议的最低要求”，鼓励市场通过约定采取更高的债券持有人保护标准。而证监会、发改委主要将持有人会议规则交由发行人、债权代理人、债券持有人大会自行约定，自治管理。

〔50〕 表决机制方面，交易所现行要求为50%以上的持有人表决后，决议方可生效。交易商协会原来要求[《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》（2013版）]三分之二以上的持有人出席，会议方可生效；四分之三以上表决权通过，决议方可生效。自2020年7月1日实施《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》（2019年修订版）后，交易所债券、交易商协会品种要求均为50%以上持有人表决后，决议生效。同时，特别议案的最低线为90%持有人同意方可生效，例如本金或利息金额、计算方式、支付时间、信用增进协议及安排。

除非存在法定无效事由及规定的例外情形,^[51] 债券持有人会议根据债券募集文件规定的决议范围、议事方式和表决程序所作出的决议对全体债券持有人具有约束力。然而, 现有规则对法定无效事由语焉不详; 而且大多数募集文件对于决议范围、议事方式和表决程序基本与监管规则保持一致, 属于格式条款。这极可能导致发行人利用起草的主动权, 或者联合承销机构或受托管理人、大额债券持有人, 侵害中小持有人合法权益的风险。

综上, 在我国, 法律层面仅有《证券法》对债券持有人会议的原则性规定。此外, 虽然有交易所和交易商协会出台的关于债券持有人会议的程序规定, 但内容本身并不完善, 而且自律监管规范不具有等同于法定程序的强制力, 因此, 债券持有人的集体自治机制基本上依赖于债券募集说明书中对债券持有人会议的规定内容。相应地, 在债券持有人之间的压迫问题上, 我国目前法律层面的制度供给尚付阙如。因此, 债券契约保障债券持有人权利宪章的地位更加凸显。然而, 债券契约并未承担起如此重大的使命。债券募集说明书中约定内容的简单且存有疏漏 (比如没有分层表决, 也没有异议人的权利救济), 使其对实践中出现的前述“压迫问题”束手无策。在缺乏法定保护, 且约定的程序保护本身并不完善的情况下, 加之债券持有集中度高, 使得少数几家持有债券的机构投资者就能决定和处分全体债券持有人获得“本息受偿”这一根本权利, 小额、分散的债券持有人权益保护问题触目惊心。^[52]

2. 债券置换实践: 程序不规范对投资者权益的损害

在监管部门提出债券置换可用于债券违约及其风险处置之后, 市场实践积极开展。中国银行间市场交易商协会于2019年12月27日发布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》, 提出“发行人可以通过置换的方式处置违约债券”。2020年7月央行、发改委和证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》, 明确“允许发行人在基于平等、自愿原则下, 通过债券置换、展期等方式协商进行债务重组”。目前, 我国市场上已出现三起实践案例, 分别是北京桑德环境工程有限公司 (以下简称“桑德工程”)、华昌达智能装备集团股份有限公司 (以下简称“华昌达”) 和瓦房店沿海项目开发有限公司 (以下简称“瓦房店开发”), 成功置换比例高达80%以上。^[53] 其中, “桑德工程”是国内首单债券置换,^[54] “瓦房店开发”是首只私募城投债置换。^[55] 由于实践案例数量所限, 加上私募债券置换信息披露较少,

[51] 2020年7月15日, 最高人民法院发布了《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》, 其中第15条持有人会议决议效力指出, 债券持有人会议根据债券募集文件规定的决议范围、议事方式和表决程序所作出的决议, 除非存在法定无效事由, 人民法院应当认定为合法有效, 除本纪要第5条 (债券受托管理人的诉讼主体资格)、第6条 (债券持有人自行或者共同提起诉讼) 和第16条 (债券持有人重大事项决定权的保留) 规定的事项外, 对全体债券持有人具有约束力。

[52] 大额债券持有人更容易与发行人达成共识: 利益绑定更大; 博弈谈判时可能有利益输送或者换路径找补。小额债券持有人分散带来理性冷漠下的集体行动问题, 因为反对了也没用, 即便成功了胜利果实会同其他持有人共享, 而行动成本全部由自己承担。躺下装死的后果就是遭受集体多数决的压迫, 且没有异议或退出途径。

[53] 桑德工程的“17桑德工程MTN001”债券置换作为国内首单债券置换要约, 置换比例达到80%; 华昌达对“17华昌01”开展置换要约, 置换率达到64.85%; 瓦房店开发对“17瓦房02”的债券置换率更是达到了100%。参见孙彬彬、谭逸鸣:《如何看待债券置换?》, 载 <http://bond.hexun.com/2020-04-11/200987197.html>, 最后访问时间: 2022年4月1日。

[54] 参见上海清算所:《推动市场化处置债券风险, 上海清算所支持完成首单债券置换业务》, 载 https://www.shclearing.com/gwym/xwdt/202003/t20200306_648565.html, 最后访问时间: 2022年4月1日。

[55] 参见史晓娜:《首只城投债置换引发的思考》, 载 <http://news.hexun.com/2020-04-16/201043872.html>, 最后访问时间: 2022年4月1日。

所以只能根据有限的公开资料来对我国的债券置换予以评价。

总体上，这三起债券置换均在债券到期前通过置换来避免发生实质性违约，同意置换的持有人获得相较于原有债券更高利息收益但延后偿付时间的新债券，而不同意置换的持有人则继续保留原有债券，其本息能否如期受偿则取决于发行人的偿付能力。“瓦房店开发”债券置换中政府参与协调，置换比例高达100%；在“华昌达”案例中，保留原有债券的投资者如期获得了偿付，而在“桑德工程”案例中，未接受置换的投资人最终协商的结果是展期。诚然，在经济下行，债券违约率不断攀升的背景下，债券置换可以避免发行人违约，而且能够缓解企业偿债的短期流动性压力，“用时间换取生存空间”，使得具有持续经营能力或仍具起死回生潜力的发行人获得喘息的机会。

然而，我国市场实践中的具体操作，相较于美国的交换要约制度，还存在着债券置换程序上的不规范带来的投资者权益保护问题。债券置换最终会带来债券契约的实质修改，对债券持有人本息的偿付金额、期限利益作出修改，因此，在美国法下，新债券必须先向证券监管部门注册，然后发行人向债券持有人发出交换要约，遵循联邦证券法对于要约持续时间的要求（通常为20个工作日，特殊情形可再延长10日），以及信息披露（包括发行人的财务、债券评级等信息）和反欺诈约束。从而让债券持有人有足够的时间和充分的信息披露来决策到底应该选择持券还是置换为新债券。反观我国的市场实践，一是新债券无需注册，投资者未能获得证券发行监管准入制度的保护。二是从债券置换要约发出到需要投资者作出决策的时间非常短暂（平均两天左右），^[56]且未能同时披露发行人财务信息及评级机构关于发行人的信用评级报告等。这就意味着投资者需要在短时间内且信息不充分的情况下作出关涉投资损益的重大决策，债券持有人陷入“囚徒困境”及发行人的“胁迫”问题在所难免。首先，如果选择留券的投资者可以获得足额及时偿付，那么债券置换来缓解发行人流动性压力、避免债券违约的功能可否有效发挥令人存疑。毕竟债券置换并无法掩盖信用主体风险的暴露，最终的债务偿付主要依靠企业自身经营的改善以及由此带来的企业现金流改善。因此，再高的预期收益若只是空头支票，那么债券持有人肯定会选择留券以“落袋为安”。当所有人都如此选择时，债券置换就面临失败。其次，如果选择持券的投资者最终未能获得足额及时偿付，那么市场主体未来可能会趋向于选择债券置换，至少还能得到高出原有债券利息的收益预期。在这种情况下，所谓的“投资自主决策”恐怕也仅仅是发行人的变相“胁迫”。

3. 债券持有人会议与债券置换叠加的内在冲突

虽然我国的债券置换与美国的交换要约在功效上都有对异议持有人本息受偿权的维护，但债券持有人会议制度和交换要约制度本身源于不同法系，所依存的法律制度环境截然不同。制度设计的有效实施并不取决于数量，叠床架屋的设置都指向共同的问题（债券契约修改）时，则存在着兼容性问题。

[56] 参见搜狐每日经济新闻：《桑德工程完成银行间市场首单债券置换业务！置换金额4亿元，占原有债券发行金额80%》，载 https://www.sohu.com/a/378192685_115362，最后访问时间：2020年8月20日；《华昌达智能装备集团股份有限公司2020年置换公司债券要约结果公告》，载 <https://q.stock.sohu.com/newpdf/202038715016.pdf>，最后访问时间：2022年4月1日。

中国目前规制路径的内在冲突在于缺乏上位法对债券持有人实体权利和持有人会议程序机制的规定,我国债券持有人权利的保护路径上与美国趋同,采取契约保护。但大的保护模式架构上采取了大陆法系的做法:债券持有人会议决议—受托管理人代为执行决议。换言之,整体保护机制上是大陆法系的做法,但没有上位法对于债券持有人会议程序的细化规定。于是在具体的保护路径上就落在了契约保护上,但又没有像美国那样在法律层面明确债券持有人的根本权利不受侵犯。这首先带来了大额债券持有人通过集体多数决来压迫小额持有人的问题。另外,在债券违约处置的监管文件中,又规定了债券置换这一方式,而这种方式是美国法下为了保障债券持有人本息受偿权不受侵犯而衍生出的获得债券持有人对债券契约修改一致同意的变通做法。

尽管债券置换可以解决异议持有人的权利维护问题,但当其与债券持有人会议制度在工具层面同时使用时,制度逻辑上的冲突在所难免。债券持有人本息受偿的这一根本性权利,不可能既是集体性的,又是个体性。若为个体性权利,那么其不受集体多数决的处分;若为集体性权利,那么就得受集体多数决的约束。在我国,两种制度并行,存在着债券持有人会议决议架空债券置换的可能。因为当持有人会议集体多数通过的决议适用全体债券持有人时,债券置换对异议持有人的保护要么缺乏根本适用空间,要么仅仅是执行会议对于债券置换的决议而已,异议持有人仍然难逃“多数人暴政”的命运。这体现了监管者在债券持有人权利保护制度上未能体系化思考。更深层次上,二者对债券持有人根本权益保护理念和配套立法制度要求上的分野,恐怕是未来完善我国债券法制无法回避的难题与选择。

(二) 实现路径分析及完善建议

如上所述,一方面,我国的债券持有人会议法律制度由于自身缺陷,无法应对债券市场中大额债券持有人通过持有人会议集体多数决来压迫小额债券持有人的问题。另一方面,市场实践兴起的债券置换似乎为解决前述压迫问题带来一线生机。然而,债券置换本身的程序不规范既未解决异议债券持有人的权益保护问题,还带来了发行人对债券投资的“胁迫”问题。而且,当债券置换与债券持有人会议并行时,存在着被后者架空的可能。

事实上,债券持有人会议制度与债券置换源于不同法系平衡债券持有人集体利益和个体利益的不同路径,核心在于对待债券持有人本息受偿这一根本权利的态度和救济设置不同。回到我国的现实问题上,对于解决债券持有人之间的“压迫”问题,首先要厘清规制理念:赋予债券持有人的根本性权利为集体性权利还是个体性权利。不同的赋权需要匹配的制度不同,两大法系的立法例差异印证了这一点。具言之,德国和日本将本息受偿权设置为债券持有人集体权利,通过立法规定债券持有人会议的程序正义来平衡集体与个体利益;而美国则在法律层面赋予每一个债券持有人不可侵犯的根本性权利,通过同意征集和交换要约在维护债券持有人集体利益的同时,保障个体根本利益不受集体多数决的侵害。这种差异在更大的层面上则与各法域惯有的债券投资者权益保护机制及配套制度支撑的差异化相关联。因此,任何制度并非孑然独立存在,我国的路径选择也必须综合考量我国债券持有人保护架构及现有的配套制度供给来审慎决策。笔者认为,完善债券持有人会议制度及配套法制更符合我国的历史传统及现实诉求。下面从两个层面展开分析:为什么我国应选择债券持有人会议制度这一路径,以及如何完善该制度,从而解决债券契约修改中的“胁迫”问题。

1. 实现路径：债券持有人会议机制

考虑到我国债券持有人保护架构，以及与债券相关的配套法律制度，完善债券持有人会议机制更符合历史传统及变革的低成本要求。首先，我国惯行的债券持有人保护架构为债券持有人会议机制与受托管理人结合。在我国，债券持有人与受托管理之间是委托关系，而非美国法下的信托关系。受托管理人并非像美国法下积极、主动履职来维护债券持有人利益的主体，而是扮演执行债券持有人会议决议的消极、被动角色，这与大陆法系中日本的做法类似。其次，凝聚债权人共识的机制，在大陆法系由债券持有人会议承担，在英美法系则由表决权征集与交换要约共同承担。在配套制度供给层面，德国通过单行的《债券法》、日本通过《公司法》设专章，来规定债券持有人会议制度，为债券持有人集体行权提供法定程序保障，并为异议持有人提供司法救济；美国则是通过《信托契约法》规定债券持有人根本权利不受侵犯，并借助联邦证券法下对于证券表决权征集和要约收购的规则，来维护债券持有人的根本性权利，并在除本息受偿权之外的多数事项上集体行权。我国法律并未肯定债券持有人的本息受偿权为法定实体权利，此外，现行《证券法》重心聚焦于“股票”，仅仅规定了股票的表决权征集及要约收购，并未提及债券的相关规定。新《证券法》刚刚实施，再次启动修法的可能性不高。相较而言，《公司法》正在讨论修改，也有学者提议通过单行的债券法律法规来统一我国债券市场目前的分割及监管不一。因此，从债券持有人会议制度和债券置换配套的立法和修法成本及可行性上看，完善债券持有人会议制度是优选。

当然，这并非绝对否认债券置换在我国市场中的存在空间。毕竟，债券具有契约属性，因此，只要发行人与债券持有人在协商一致的基础上同意置换，法律会尊重市场主体的意思自治。尤其是在私募债的情况下，债券持有人数量少、成熟度高、集体行动困境程度低，达成债券置换之合意并非难事。比如，前述的“瓦房店开发”发起的债券置换就获得了持有人的一致同意。需要注意的是，在公募债券置换中，出于保护公众投资者的考量，现有的债券置换操作程序还是太过简单粗暴。即便短时间内不能通过《证券法》的修订来提供程序上的制度支撑，也应该在监管规范层面出台配套规定，否则就会出现“桑德工程”债券置换中对异议债券持有人根本性权利的侵害，即同意置换的债券持有人损失了期限利益，但是得到了高利益收益，而不同意置换的债券持有人并未得到本息到期的足额偿付，而是通过召开债券持有人会议的方式进行了债券展期。

2. 完善建议：回归债券持有人会议制度的程序正义

要解决债券违约处置实践中大额债券持有人“压迫”小额持有人的问题，必须完善债券持有人会议的程序。这包括两方面：形式上，应提升程序规范的法律位阶，在法律或金融监管规范层面规定债券持有人会议制度的程序；内容上，完善持有人会议流程。

首先，债券持有人会议程序的制度供给应由立法或监管法规提供，而非交由市场约定。债券契约为格式合同，其内容通过债券募集说明书体现。而债券募集说明书是由发行人和债券承销商起草和撰写的，债券持有人作为契约一方并未参与其中，因此债券契约并非发行人与投资者充分博弈并协商的结果。尽管这并不意味着债券契约一定会损害投资者的利益，^{〔57〕}但当制定主体亦

〔57〕 作为债券市场上的重复博弈者，为了避免损失未来的融资机会，发行人的债券契约基本上都会遵循市场上的共通做法。

为承担契约义务的主体时,其必然缺乏动机去提升享有权利一方的保护水平,除非通过债券契约条款来提高债券持有人的保护会被债券市场的定价有效反映。此外,提高投资者契约保护的创新做法并不受版权或专利保护,一经公开就会被其他市场主体搭便车。这也会挫败发行人创新约定条款的意愿。因此,发行人的债券契约基本上都会遵循市场上的共通做法,而非主动创新。但强制性规范的适用会化解市场主体的激励不足问题,所以应出台效力层级较高的监管规范,对债券持有人会议机制予以规定,从而为市场中的发行文件提供内容指导。

其次,债券持有人会议制度应予完善,包括明确会议的权限范围、召集、召开、延期程序、决议生效条件与决策程序,决议效力范围等事项。其中,尤其要明晰可决议事项,并引入分层表决安排。公司债券持有人会议并非拥有无限权利,其决议的事项仅限于公司债券持有人共同利害关系的事项。我国法律法规目前没有明确规定诸如本息修改等关键事项可否作为持有人会议决议事项,因此,当持有人会议就修改本息等事项形成决议时,其效力受到质疑。因此,需要在高位阶规范性文件中明确持有人会议可就延期支付、免除违约责任等关键事项作出决议。而且,决议的重要性越高,出席会议的法定人数和表决比例要求也越高。由于持有人可能不关注影响小的议案而不参会,针对重要性低的议案可设置更低的法定人数。

此外,要明确债券持有人会议决议对全体债券持有人具有约束力,与此同时,规定异议持有人的司法救济途径,从而平衡债券持有人的集体利益与个体利益。以法律的形式确定多数决的效力,可以使公司债券持有人会议规避因少数人反对决议而使发行公司陷入困境,符合现代商法、公司法对效率追求的精神实质,方便发行公司对其债券的管理。^[58]同时,为了避免公司债券持有人会议因“多数决”原则的滥用,致使少数公司债券持有人利益受到损害或限制的情形,还应赋予异议持有人司法救济途径。由于我国的发债规模和债券投资体量,以及经济下行期债券违约量激增所带来的债券契约修改倍增,以及债券投资的专业性和所涉利益复杂性,由法院裁判债券持有人会议决议的效力不仅会使司法资源过载,且有效解决争议的可能性也有待考量。因此,可效仿德国模式,决议通过后无需经过法院审查即可生效,但允许投资者向法院起诉,在违反法律法规或显失公平的情况下,法院可判定决议无效。^[59]但需注意,基于效率原因,对异议债券持有人的救济途径应有一定期限限制和“时间窗口”,避免影响持有人会议机制整体运行效率。

五、结 论

债券持有人之间的“压迫问题”似乎与大股东压迫小股东的问题相似,但法律为二者所提供的制度供给截然不同。尽管股东之间的冲突和意见不一也基本服从“资本多数决”,但《公司法》也赋予异议股东回购请求权、使大股东对中小股东负有信义义务,以及特定情形下股东可提起针对股东会决议无效、可撤销之诉,来平衡股东集体利益与个体利益。反观我国的债券投资者保护,仅在自律规则中强调了持有人会议“集体多数决”的法律效力,但并未对“集体多数决”的

[58] 参见王作全、解萌:《公司债券持有人会议制度探析》,载《青海师范大学学报(哲学社会科学版)》2016年第6期。

[59] 参见中国银行间市场交易商协会法律专业委员会系列研究报告:《海外债券市场投资者保护条款和持有人会议制度研究》(2020年),第2-3页。

公正性提供充足的制度保护。另外，承载债券持有人保护的债券契约某种程度上只是满足监管规范要求的格式合同，关于债券持有人会议的内容简单且存有疏漏，对实践中出现的“压迫问题”束手无策。

域外立法解决“压迫问题”的路径呈现实体保护与程序保护上的差异。美国的做法是交换要约，德、日则为债券持有人会议制度，背后所蕴含的是对债券持有人本息受偿这一根本性权利的立法差异。从宏观视角来看，前述差异与两大法系债券持有人整体保护架构相关，进一步则与自身互异的配套法律制度供给相关。在我国，法律层面对债券持有人根本性权利的保护，既无美国法下的实体保护，也无德、日立法例下的程序保护。在监管规范和实践层面，我国债券契约修改既有大陆法系债券持有人会议自治的运用，也有美国法下交换要约制度（即债券置换）的使用。这两种制度自身存在问题，叠加使用时还存有冲突。考虑到我国债券持有人保护架构，及债券的相关配套法律制度，完善债券持有人会议机制更符合历史传统及变革的低成本诉求。

Abstract: Under the background of frequent bond defaults or expected defaults, the modification of bond contracts to protect the rights of bondholders has become the only way to go. However, since the nature of bonds is standardized securities, it is essential to aggregate the opinions of bondholders and obtain their agreement. In Chinese market practice, there is a problem that large bondholders oppress small bondholders. The path of extraterritorial legislation to solve the “oppression problem” presents a difference between substantive protection and procedural protection. The US approach is exchange offer, while Germany and Japan are bondholders’ meeting systems. What lies behind it is the legislative difference between the fundamental right of bondholders to receive the principal and interest. On a larger level, this discrepancy is related to the differences in bond investor rights protection mechanisms and their supporting systems in various jurisdictions. China has not only a bondholder meeting system in the continental law system that highlights the exercise of the collective rights of bondholders, but also a bond replacement in the common law system that protects the core individual rights of bondholders. The two systems themselves are not perfect, and there are compatibility issues between them. Considering our country’s bondholder protection structure and the existing supporting system, perfecting the bondholder meeting system and its supporting legal system is more in line with our country’s historical tradition and realistic demands.

Key Words: bond contract modification, bondholder’s meeting, trustee, bond exchange

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)

内幕交易抗辩事由：实证分析与法律规制

齐 萌 刘 博*

内容提要：内幕交易的抗辩事由是指当事人提出的不符合内幕交易构成要件或者可以减轻、免除责任的事由。除了内幕交易的可独立抗辩事由之外，内幕交易行为人还提出了种类繁杂的不可独立抗辩事由。中国证监会为了证明和说理的需要，承担着一定的辩驳压力。通过对比国外关于可独立抗辩事由的监管制度、观察中国证监会2004年至2020年对内幕交易作出的行政处罚案例并进行实证分析，可以归纳出实践中当事人提出的抗辩事由的具体形态，总结其抗辩效力、判断因素，并探寻内幕交易证券执法所存在问题，为证监会提供应对思路。此外，结合实证研究的结果，针对证监会内幕交易监管所遇到的困境和不足，建议细化可独立抗辩事由的适用规定、建立典型案例公布制度、明确证券执法证明标准和推定规则、提高听证程序的合规性。

关键词：内幕交易 内幕交易抗辩事由 证监会 行政处罚

一、问题的提出

2020年12月28日，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）对轰动市场的“新开普公司被蚂蚁金服收购”一案作出行政处罚，认为马明海和李晖利用新开普公司被蚂蚁金服收购的内幕信息交易相关股票的行为构成内幕交易，当事人对其在敏感期间密切联系的解释自相矛盾。当事人曾辩称其交易基于独立分析判断并符合以往交易习惯。但是，证监会结合当事人的交易时间、通话记录、资金来源、买卖时点等多方面因素认为其交易不具备合法性。^{〔1〕}自2004年以来，证监会因内幕交易已经处罚了615位当事人，其中56%的当事人在处罚中提出了抗辩事由。由此可见，内幕交易抗辩在证券执法实践中已较为常见，但长期以来我国内幕交易抗辩制度

* 齐萌，上海政法学院国际法学院副教授；刘博，上海政法学院国际法学院硕士研究生。

本文为国家社科基金一般项目“公司债券违约市场化处置机制研究”（19BFX154）的阶段性成果。

〔1〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（马明海、李晖）》（证监罚字〔2020〕6号）。

的理论研究却滞后于证券执法现状。

内幕交易是严重危害证券市场健康发展的恶性毒瘤，世界各国均将其作为重点打击对象，同时又将证券市场执法、司法实践中违法阻却性较为显著或行业公认较为可信的抗辩事由予以立法确认。自新《证券法》实施以来，我国加大了对内幕交易的监管和处罚力度，然而针对抗辩事由的规定却相对空白。当前的立法状况未涵盖所有可能出现的抗辩事由，导致证监会的执法实践依据匮乏。^{〔2〕}因此，如何优化抗辩事由法律制度便是未来证券监管的重点和热点话题。

根据抗辩事由的提出是否可以独立阻却违法性，抗辩事由可以分为可独立抗辩事由（也可被称为“法定抗辩事由”）和不可独立抗辩事由。前者是指法律明确规定当事人具有抗辩权利的事项，只要当事人对抗辩事由提供了充分且合理的证据，那么便可以产生内幕交易违法阻却性。而后者是指非经法律确认，当事人根据自身的交易状况提出的抗辩事由，这种事由的抗辩效力需考察当事人的举证情况并结合交易的时间、习惯、金额、接触内幕交易的可能性等因素综合判断。在起初阶段，世界大多数法域的立法都采用“知悉说”^{〔3〕}来认定行为人是否构成内幕交易，但这也使得监管机构打击范围过于宽广，从而将部分仅“知悉”内幕信息，却与其无关的合法交易行为列入了打击范围，因此不利于证券监管的精准执法。为了提高打击内幕交易的精准度，当今世界主要法域的立法均增添了抗辩事由来区分合法交易行为与内幕交易行为，从而转向了“修正知悉说”。^{〔4〕}目前，该学说已经影响了世界上诸多国家和地区，其也被应用到证券立法中作为内幕交易抗辩制度的渊源。比如，美国证券交易委员会（以下简称“SEC”）的10b5-1规则给予实施预定交易计划的人免责抗辩的机会。当行为人证明其具有抗辩事由所规定的情形时，其交易的依据就不属于重大非公开信息，其也并未违对于发行人及其股东等其他内幕消息知情者所负有的忠实或保密义务。此外，欧盟在《市场滥用条例》的序言中、澳大利亚在《2001年公司法》第1043B—1043L条、新西兰在《1988年证券市场法》第9D条和10C条、英国在《市场行为准则》第1.3条和1.4条、日本在《金融商品交易法》第166条、南非在《金融服务法》第73条、我国香港地区在《证券及期货条例》第271条都通过立法建立了内幕交易抗辩制度。虽然中国台湾地区在2010年的“证券交易法”修订之时未将内幕交易抗辩制度予以通过，但是在实践中已经承认内幕交易的抗辩事由。比如，我国台湾地区台北地方法院95年度重诉字第9号刑事判决书中支持了被告“执行预先订立的交易计划”的抗辩理由。由此可见，内幕交易的抗辩制度在世界主要法域的证券法中均已建立。

2012年3月公布的《最高人民法院、最高人民检察院关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》（以下简称《内幕交易司法解释》）第4条规定的抗辩事由包括：（1）持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有上市公司百分之五以上股份的自然人、法人或者其他组织收购该上市公司股份的；（2）按照事先订立的书面合同、指令、计划从事相关证券、期货交易；（3）依据已被他人披露的信息而交易的；（4）交易具有其他正当理由或者正当信息来源的。《内幕交易司法解释》第4条同时将上市公司收购、依据公开信息进行交易等正当市场行为作为内幕交

〔2〕 参见蔡奕：《内幕交易特殊行为的形态分析》，载《证券法苑》2011年第2期。

〔3〕 “知悉说”认为行为人知悉了内幕信息，并实施了相关证券的交易行为，便构成内幕交易行为。

〔4〕 中国、日本、美国、澳大利亚等国家均采用了“修正知悉说”的观点。虽然欧盟和英国的立法明确了“利用说”的观点，即行为人“知悉”内幕信息后，还要求当事人“利用”了内幕信息，但是“利用”行为较难取证，因此在行政执法和司法领域，仍偏向“修正知悉说”的观点。

易的可独立抗辩理由,但当前正当市场行为的豁免条款不能满足我国证券市场国际化建设的需要。

从已有的文献来看,现有的研究主要集中在以下几个方面:其一,从制度供给的角度,借鉴境外的制度和经验;^{〔5〕}其二,针对内幕交易可独立抗辩事由进行研究,比如,预定交易计划、^{〔6〕}正当市场行为(如股份回购制度、^{〔7〕}安定操作^{〔8〕}等);其三,在探讨其他内幕交易基本问题时涉及抗辩法律制度的问题与完善^{〔9〕}。从不可独立抗辩事由的法律规制角度进行系统研究较为罕见。法律修订具有滞后性,列举式立法模式无法穷尽内幕交易者所提出的种类繁杂的抗辩事由,而且我国证券监管机构执法水平的局限性导致其很难在实务中适用抽象、笼统的独立抗辩事由的兜底条款,因此,实践中出现了内幕交易的不可独立抗辩事由“泛滥”的态势。^{〔10〕}

内幕交易隐蔽性较强,很难找到直接证据证明违法者“知悉”内幕信息,并从事相关证券交易,因此证监会通常结合当事人通话记录、交易金额、时间、习惯等多种间接证据形成一套相互印证的证据链来推定当事人行为构成内幕交易。为了保证这种证据链的相互印证和有效性,证监会需要不停地反驳法律法规未予明示又难属于抗辩事由的“狡辩”。一方面,不可独立抗辩事由的“泛滥”会强化和从反面激励行为人的违法动机,并大幅度增加监管机构的监管成本,让监管机构陷入无止境的反驳和证明当中,从而降低监管机构的执法效率,妨碍社会公众判断合法和违法行为的界限。另一方面,囿于我国证券行政执法依据匮乏和理论研究的滞后,证监会在辩驳当事人抗辩之时缺乏说服力的情况时有发生,不仅使其常遭受滥用自由裁量权的指责,也未能使当事人诚心伏法,进而引发更多的行政诉讼。这就急需对内幕交易抗辩事由进行较为系统的研究,从而为证券监管提出完善建议。

鉴于此,本文从域外可独立抗辩事由的监管制度和我国的行政监管实践出发,梳理和总结证监会行政处罚决定书所提及的可独立抗辩事由和不可独立抗辩事由,通过观察实践中当事人的抗辩理由,归纳其主要形态、效力或需考虑因素,为证监会应对不可独立抗辩事由“泛滥”的执法实践提出法治建议,为理论研究和制度完善提供滋养。

〔5〕 参见曾洋:《证券内幕交易的“利用要件”》,载《环球法律评论》2013年第6期;夏雅丽、李婧:《论内幕交易主观要件的认定》,载《青岛行政学院学报》2012年第6期;曹理:《证券内幕交易构成要件比较研究》,法律出版社2016年版,第135页。

〔6〕 参见楼秋然:《作为内幕交易责任阻却事由的预定交易计划:问题及其补救》,载《证券法苑》第26卷,法律出版社2019年版,第251-272页;齐萌:《内幕交易中的预定交易计划抗辩事由研究》,载《财经科学》2016年第9期;刘成塘:《内幕交易免责抗辩事由之探讨》,载《铭传大学法学论丛》2011年第15期;Stanley Veliotis, Rule 10b5-1 Trading Plans and Insiders' Incentive to Misrepresent, 47 *American Business Law Journal*, 313 (2010); Jesse M. Fried, Insider Abstention, 113 *Yale Law Journal*, 491 (2003)。

〔7〕 参见朱庆:《论股份回购与操纵市场的关联及其规制》,载《法律科学(西北政法学院学报)》2012年第3期;朱庆:《上市公司股份回购中操纵市场行为认定与豁免探讨》,载《证券市场导报》2015年第4期;Matthew J. Gardella, New SEC Rules for Stock Repurchases, 18 *Insights*, 19 (2004)。

〔8〕 参见蓝威:《论操纵证券交易价格的抗辩事由——以安定操作抗辩为中心》,载《价格理论与实践》2014年第6期;张保华、李晓斌:《欧盟关于市场操纵行为的监管与立法实践》,载《证券市场导报》2005年第1期;程啸:《论操纵市场行为及其民事赔偿责任》,载《法律科学(西北政法学院学报)》2001年第4期;Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991, pp. 89-117。

〔9〕 参见顾功耘:《证券交易异常情况处置的制度完善》,载《中国法学》2012年第2期;刘宪权:《论内幕交易犯罪最新司法解释及法律适用》,载《法学家》2012年第5期;曾洋:《证券内幕交易主体识别的理论基础及逻辑展开》,载《中国法学》2014年第2期;李激汉:《新〈证券法〉下内幕交易主体范围确定之构想》,载《北方法学》2020年第6期。

〔10〕 参见前引〔2〕,蔡奕文。

二、我国内幕交易抗辩制度的实践现状

（一）样本选择和说明

目前我国证券市场内幕交易行为监管体制主要由新修订的《证券法》《内幕交易司法解释》和最高人民法院发布的《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》（以下简称《纪要》）三部规范构成。本文搜集了 2004 年到 2020 年之间，证监会公布的涉及内幕交易的行政处罚案例，共 382 件。通过对这些案例的研究，试图揭示证监会对内幕交易的执法监管实践，而且可以清晰地看出，当事人提出不可独立抗辩事由的典型的类型，也由此展现出内幕交易抗辩事由制度存在的理论和实践问题。此外，之所以选择将证监会的行政处罚决定书作为实证研究的主要样本，主要基于证监会的行政执法在构建我国内幕交易监管法律制度方面具有其他手段不可比拟的作用，行政处罚也是目前实践中对内幕交易行为人最重要的打击手段。^{〔11〕}同时，专业监管机构在行政处罚中对法律的适用和解释，在某种程度上会得到司法机关的尊重。^{〔12〕}

（二）实践样态的基本情况

1. 样本期间和数量

本文共收集了证监会从 2004 年至 2020 年对内幕交易作出的 382 份行政处罚决定书。^{〔13〕}其中，2004 年 2 件，2005 年和 2006 年 0 件，2007 年 1 件，2008 年 3 件，2009 年 6 件，2010 年 12 件，2011 年 10 件，2012 年 14 件，2013 年 36 件，2014 年 47 件，2015 年 11 件，2016 年 53 件，2017 年 35 件，2018 年 48 件，2019 年 60 件，2020 年 44 件。由此可以看出，证监会内幕交易行政处罚的数量呈现波浪式上涨的趋势。（如图 1 所示）。

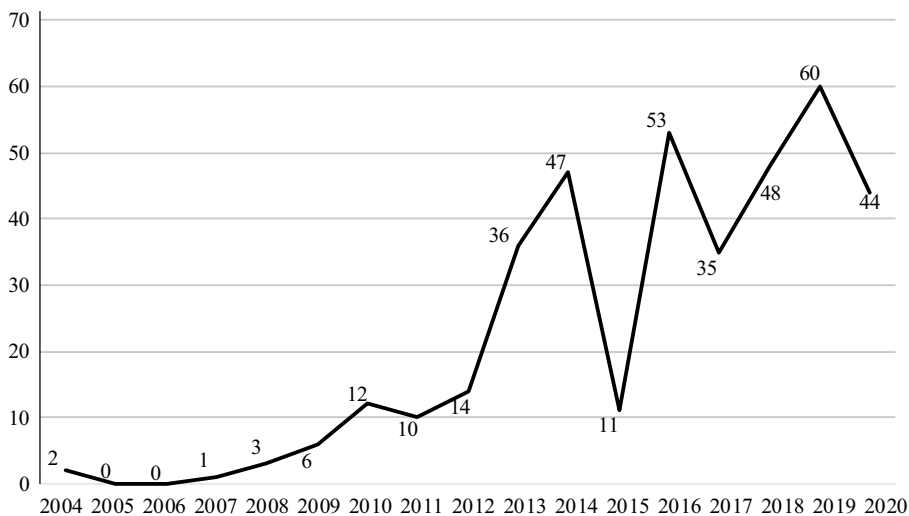


图 1 内幕交易行政处罚概览（2004—2020）

〔11〕 参见蔡奕：《我国证券市场内幕交易的法学实证分析——来自 31 起内幕交易成案的统计分析》，载《证券市场导报》2011 年第 7 期。

〔12〕 参见彭冰：《内幕交易行政处罚案例初步研究》，载《证券法苑》第 3 卷，法律出版社 2010 年版，第 88 页。

〔13〕 我国内幕交易行政处罚案例主要集中于证监会，各地证监局所作出的行政处罚案例极少，故本文所统计的案例只包括证监会官网公布的案例，不包含各地证监局的处罚案例。

2. 抗辩比例和人数

在本文统计的 382 个案件当中,共涉及 615 人次,其中提出抗辩的有 347 人次,占比为 56%;未提出抗辩的有 268 人次,占比 44% (如图 2 所示)。可以看出,当事人提出抗辩的比例要高于未提出抗辩的人数比例。究其未抗辩的原因可能在于:其一,当事人确实从事了内幕交易,甘愿受罚;其二,当事人并不知晓自己具有抗辩权;其三,行政处罚数额不大,当事人对此并不在乎。

3. 抗辩事由的类型和比例

从 382 份证监会的行政处罚决定书中可以发现,当事人提出的抗辩事由五花八门,类型各异,归纳起来主要包括以下八种:其一,独立分析判断。此种类型是当事人提出最多的,共有 90 人次采用该抗辩,占比为 35%。其二,违法情节轻微。该种抗辩理由共有 60 人次提出,占比 23%。其三,依据公开信息进行交易。该类型有 46 人次提出,占比 18%。其四,符合以往交易习惯。该抗辩事由共有 32 人次提出,占比 12%。其五,法律认识错误。该种抗辩事由共有 14 人次提出,占比 5%。其六,纯属巧合或偶然。该种抗辩事由共有 11 人次提出,占比 4%。其七,依据预定交易计划。该种抗辩事由共有 6 人次提出,占比 2%。其八,已过追诉时效。该种抗辩事由共有 2 人次提出,占比 1%。

其中,依据公开信息进行交易、依据预定交易计划、已过追诉时效属于可独立抗辩事由,共占 21%,而独立分析判断、违法情节轻微、符合以往交易习惯、法律认识错误、纯属巧合或偶然为不可独立抗辩事由,占比 79%。由此可知,在内幕交易执法实践中我国内幕交易抗辩事由总体朝着不可独立抗辩事由的方向发展。

抗辩事由的类型及所占比例请参见图 3。

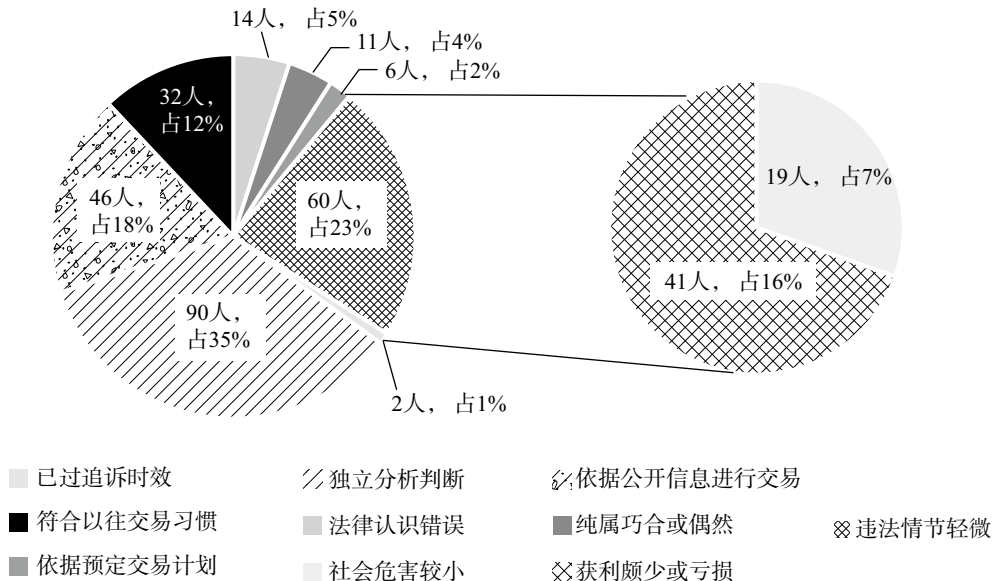


图 3 抗辩事由的类型和比例

三、内幕交易可独立抗辩事由立法例比较与反思

（一）预定交易计划

预定交易计划是指在知悉内幕信息之前，将有价证券交易时间、数量、单价等标的要素通过合同、指示或者书面计划的方式制定的交易行为，该行为与内幕信息无关，因此不属于内幕交易行为。美国 SEC 在 10b5-1 (C) 规则中确立了该项抗辩事由。SEC 同时也制定严格的细则来防止预定交易计划条款被滥用。第一，如果当事人任意改变标的的要素便不可再运用此抗辩事由。第二，交易计划的内容必须包含书面演算公式或电脑程序。第三，除非在未知悉内幕信息之时，否则不允许任何人对该交易计划产生影响。第四，交易计划必须符合诚实信用原则或非出于规避监管的目的。^{〔14〕} 在参考美国规定的基础上，我国香港地区《证券及期货条例》第 271 条第 9 款规定了预定交易计划，并在 273 条规定当事人若在知悉内幕信息之前已经获得买入或卖出相关股票或者衍生工具的期权，不得因其交易该等股票而视为内幕交易行为。相比之下，日本《金融商品交易法》第 166 条第 6 款对预定交易计划的例外情形规定更为细致，即在知道重要事实之前就已经签订合同，因履行该合同而进行的证券交易，如法定条件下信用交易的相反买卖，依照持股计划、委托证券公司所进行的共同收购行为等。^{〔15〕} 而反观我国《内幕交易司法解释》所规定的预定交易计划则较为简单，无具体适用条件和限制条款。这种较为原则性、抽象的立法状况不仅导致该条款容易被投机者滥用，也导致证监会易滥用自由裁量权反驳该抗辩事由。

• 389 •

（二）正当市场行为

合法的交易行为是内幕交易可独立的抗辩事由。主要包括以下几种类型：

第一，上市公司收购行为，通常是指以取得目标公司控制权为目的而购买股票的行为，这种行为理应被排除在内幕交易之外。例如，美国 1934 年《证券交易法》第 14e—3 (c) 条规定，证券公司或者收购方的代理人向证券市场的任何人购买目标公司的股票，或者任何人向其出售的行为，均不认为内幕交易行为。此外，英国《市场行为准则》第 1.3.3 (2) 条和欧盟《市场滥用条例》第 9.4 条，中国香港地区《证券及期货条例》第 271 条第 8 款均有规定。

第二，做市商行为，是指证券公司依照客户的报价指令，利用自有资金或者证券与其交易以此赚取利差的行为。^{〔16〕} 通常而言，做市制度有利于证券交易流动性和证券价格稳定，可以促进市场大宗交易的正常开展。英国的《1993 年刑事正义法》《市场行为准则》对该种抗辩制度作出了较为细致的规定。英国的金融服务局提出如下几点来判断做市商交易的合法性：（1）行为人开展做市行为规避风险的程度；（2）行为人是否严格依据了《商业行为准则》；（3）行为人是否以促进市场交易为目的；（4）行为人开展的相关交易与客户是否存在关联，该相关交易是否对相关证券的价格产生了波动，或者是否事前向客户作出了充分的披露，且客户未表示反对；（5）行为

〔14〕 参见前引〔6〕，齐萌文。

〔15〕 参见森田章：《公开公司法论》，中国政法大学出版社 2012 年版，第 351 页。

〔16〕 参见刘道远：《创业板市场强制做市商法律制度研究》，载《河南大学学报（社会科学版）》2011 年第 3 期。

人的交易行为是否为了履行客户的指令。^{〔17〕}

第三,执行客户指令。金融机构在执行客户交易指令之时便具有知悉内幕信息的可能性,而法律禁止的是作出内幕交易决定之人,而非执行交易指令之人。所以,金融机构尽职履行客户交易指令的行为不应当视为内幕交易行为。该抗辩事由在欧盟《市场滥用条例》第9.2(b)条、英国《市场行为准则》第1.3.6条和新西兰《1988年证券市场法》第9D条都予以采纳。此后,英国金融服务局将金融机构的“尽职履行”的标准细化如下:(1)行为人是否遵守《商业行为准则》;(2)是否严格依照客户指令的时间、价格和交易对象开展执行工作;(3)该行为是否以完成客户指令为目的;(4)行为具有合理性且符合正常市场交易的特征;(5)该交易对股票价格无负面影响或已向客户履行信息披露。

第四,安定操作行为。该抗辩事由是指允许行为人在遵守相关规定的情况下,为了稳定股票价格而做出连续买卖。但这也可能在稳定股价的同时短暂地造成市场繁荣假象而误导投资者。^{〔18〕}因此,美国1934年《证券交易法》第9(a)(6)条禁止安定操作行为。而欧盟则认为可以通过调整市场供需平衡缓解市场压力或避免投资者认购新股所导致的股价非理性上涨。故欧盟在《市场滥用条例》第5条第4款将安定操作认定为合法行为,并在《豁免规则》第9条对安定操作作出了进一步限定。

当前,我国内幕交易可独立抗辩事由的立法状况还不能为我国证券市场的发展提供足够的制度保障。随着证券市场的发展和交易机制的完善,我国也需要结合本国国情,并吸取域外证券市场立法经验,考虑开放正当市场行为的修改项目,优化内幕交易监管和抗辩事由法律制度。

四、我国内幕交易抗辩事由的实证分析

(一) 可独立抗辩事由的实证分析

1. 依据公开信息进行交易

依据公开信息进行交易是指行为人根据在一般投资者可以接触到的报刊、网站等媒体上,或者在中国证监会指定的报刊和网站等媒体上披露,或者已经被一般投资者知悉和获取的信息所作的交易。在统计的382个案件当中,有39个案件涉及该种抗辩事由,被46人次提出,其使用频率是仅次于独立分析判断的抗辩事由。根据统计可以看出,当事人提出的公开信息的类型多种多样,主要包括年报、股吧帖子、研究报告、业绩预增报告等。《内幕交易司法解释》第4条第3款规定利用公开信息进行交易是内幕交易的合法抗辩之一。有效的信息传递与公平的信息竞争是资本市场投资者参与金融商品价格发现的市场基础。^{〔19〕}法律并不禁止基于因市场公开信息获取能力差异形成竞争优势而获取金融交易利润,而是禁止滥用信息优势与资本市场信息的经济价值

〔17〕 参见英国《市场行为准则》第1.3.6条。

〔18〕 参见张保华、李晓斌:《欧盟关于市场操纵行为的监管和立法实践》,载《证券市场导报》2005年第1期。

〔19〕 参见谢杰:《利用未公开信息交易罪量刑情节的刑法解释与实践适用——“老鼠仓”抗诉案引发的资本市场犯罪司法解释反思》,载《政治与法律》2015年第7期。

并从价差发现与相关金融交易中获取利益的行为。具体而言，证监会在审查该抗辩事由的适用时，会以以下理由否认此等抗辩：

第一，所依据的公开信息之外不存在独立的内幕信息。在“证监罚字〔2010〕29号”处罚中，虽然当事人称其以粤富华的业绩预增公告作为投资依据，但是证监会认为该理由不能阻断其利用投资分红方案的可能性。首先，未公开的投资分红方案属于内幕信息。证监会明确指出，尽管粤富华公司发出业绩预增公告，但并未切断内部投资分红方案与股票价格波动的关联性，综合考虑投资者对该分红方案的预期以及该分红方案与上市公司股票价格变动的相关程度等因素，投资分红方案在粤富华业绩占有相当大的比重且对投资者判断的影响重大，故也符合内幕信息的“重要性”标准。^{〔20〕}其次，未公开的投资分红方案是影响粤富华业绩预增与粤富华股价变动的主要原因。证监会认为即便当事人依据公开的业绩预增的公告作出交易，但其作为投资分红方案的法定内幕信息知情人，不能够排除其也利用投资分红方案的可能性。

第二，交易行为与行为人所声称依据的公开信息不具有关联性。比如，在“证监罚字〔2012〕24号”处罚中，周晓丹提出依据网络媒体报道的信息交易涉案股票，但实际上该报道既无关于新日投资收购宁夏恒力的内容，也无明确的买入宁夏恒力股票的投资建议。证监会认为周晓丹仅因一篇毫无关联的网络媒体报道就借用他人账户全仓买入涉案股票，且投入资金量是其之前交易的唯一一只股票“民生银行”资金量的7倍多，其辩解缺乏合理依据。^{〔21〕}

第三，交易时间在有可能接触内幕信息之后和内幕信息公开之前。即便内幕信息知情人或非法获取内幕信息的人员提出了充分的证据证明其在知悉内幕之前便通过市场的公开信息交易涉案证券，也只能证明其在知悉内幕信息之前交易的合法性，并不能够成为其在知悉内幕信息之后仍然交易涉案证券的抗辩事由。^{〔22〕}比如，在“证监罚字〔2017〕36号”处罚中，证监会指出，余伟业在与法定内幕信息知情人接触之后、内幕信息公开之前的时间段内全仓交易“彩虹精华”，并在复牌后全部卖出，交易明显异常，因此余伟业以依据已公开信息进行交易的抗辩理由不能解释其接触内幕信息之后交易涉案证券的不合理性。^{〔23〕}

第四，信息来源不权威、没有较高可信度。行为人所依据的公开信息应当来源于官方或者公认的网站。^{〔24〕}比如，证监会认为依照“股吧”信息进行交易对当事人专业人士的身份而言不具有可信度，因此不能作为依据公开信息进行交易的分析依据。^{〔25〕}

从证监会处理该类抗辩事由的案件来看，我国可独立抗辩事由的解释体系尚未完善。第一，内幕信息的“重大性”没有具体的衡量标准。虽然新《证券法》第80条列举了内幕信息“重大性”的事项，但仍然较为模糊。实践中如何理解“重大性”的标准通常还是由证监会自主裁量。

〔20〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（李际滨、黄文峰）》（证监罚字〔2010〕29号）。

〔21〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（肖家守、朱莉丽、周晓丹、肖传健）》（证监罚字〔2012〕24号）。

〔22〕 参见刘宪权：《论内幕交易犯罪最新司法解释及法律适用》，载《法学家》2012年第5期。

〔23〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（余伟业）》（证监罚字〔2017〕36号）。

〔24〕 证监会官网显示：如果内幕信息在监管部门指定的报刊、网站等媒体上公布，或者在一般投资者能够接触到的全国性报刊、网站等媒体上公布，或者被一般投资者普遍知悉或理解，就可以判定该信息丧失了非公开性。参见《〈证券法〉关于内幕交易认定的法条解读》，载 http://www.csrc.gov.cn/pub/guangdong/xxfw/tzbbhfwzx/fwzxcjwjtjd/201307/t20130710_230496.htm，最后访问时间：2021年7月25日。

〔25〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（岳远斌）》（证监罚字〔2011〕57号）。

这便使得证监会与当事人常因内幕信息“重大性”的界定展开争论。第二,现行立法仍然缺少可独立抗辩事由的适用细则。比如,交易行为与公开信息之间的关联度、二者之间的时间联系等。这容易导致市场投机主体抱有侥幸心理、滥用抗辩事由,同时也徒增证监会的监管和执法成本。

2. 依据预定交易计划

我国《内幕交易司法解释》第4条第2项借鉴了SEC的10b-1规则,将预定交易计划作为可独立抗辩事由。在证监会行政执法实践当中,共有2个案例、6人次提出了该抗辩理由。在预定交易计划的举证和认定时,证监会主要注意以下几个因素:

(1) 当事人所提交的证据是否足以支持该抗辩事由。在“证监罚字〔2011〕57号”处罚中,岳远斌提出买入是按照预定交易计划所作,而证监会认为当事人的该抗辩事由缺乏证据支持。^{〔26〕}

(2) 当事人执行预定交易计划是否基于善意。在“证监罚字〔2013〕59号”处罚中,光大证券等5名当事人认为对冲交易是按照光大证券《策略投资部业务管理制度》的规定和策略投资的原理进行的,符合既定计划的合理性和常识性,但是证监会认为当事人虽然可以按照自身规定实行对冲策略,但是其知悉涉案内幕信息后未向社会公开便进行了交易,并非针对所遇到的风险而进行对冲交易,因此当事人利用预定计划的交易并非基于善意,而是规避法律制裁和法律责任的行为。^{〔27〕}

从该类案件的实证结果来看,我国关于预定交易计划的规定未能满足证券执法的需求。我国《内幕交易司法解释》第4条未规定正当交易行为应当出于善意,而证监会在光大证券一案中,却借鉴美国SEC 10b5-1(C)规则,以5名当事人的交易并非基于善意认定其抗辩不能成立。在此便出现了一个两难境地,即如果证监会严格适用现行预定交易计划的规定,该制度适用规则的空白可能会使违法者侥幸逃脱,但如果借鉴境外法域制度来处理此案,又会使得证监会脱离我国现行立法规范开展行政执法监管,从而扩大证监会自由裁量的空间。因此,一方面,我国现行立法缺乏预定交易计划详细的适用规则导致该条款难以发挥实际效果;另一方面,证监会在行政裁量中临时解释预定交易计划具体适用标准也存在着滥用自由裁量权的臆断。此外,在本案中光大证券依照内部规章制度实施的对冲行为,最多认为其预定计划的预定程度较低,而且光大证券在该案中是否构成内幕交易行为在学术界也存在着争议,故证监会以该理由否决光大证券抗辩的法理依据仍然有待商榷。^{〔28〕}

3. 已过追诉时效

行政处罚时效制度是指对行政机关就违法当事人的不当行为追究行政处罚责任的期限。新《行政处罚法》第36条第1款规定,违法行为两年未发现的,不再给予行政处罚。在内幕交易行政执法实践中,该种抗辩事由涉及1个案件,共2人次提出。

证监会通常认为追诉时效应当从当事人违法行为终了之日起计算。比如,在“证监罚字

〔26〕 参见前引〔25〕。

〔27〕 参见《中国证监会行政处罚决定书(光大证券股份有限公司、徐浩明、杨赤忠等5名责任人)》(证监罚字〔2013〕59号)。

〔28〕 参见缪因知:《光大证券事件行政处罚与民事索赔之合法性质疑》,载《法学》2014年第1期;陈洁、曾洋:《对“8·16光大事件”内幕交易定性之质疑》,载《法学评论》2014年第1期。

〔2015〕45号”处罚中，证监会称当事人违法交易行为属于有连续状态的，应该从行为终了之日起计算追诉时效，而证监会的调查取证行为处于违法行为的追诉时效之内，从而认定该抗辩不能成立。^{〔29〕}

但剖析本案后发现，证监会还存在着行政听证程序合法性的缺陷。听证主持人未事先告知行政处罚决定的事实、理由及依据，变相剥夺了当事人合法陈述、申辩的权利，从而导致法院判决证监会先前所作出的“证监罚字〔2014〕59号”处罚无效。迫于此，证监会才作出“证监罚字〔2015〕45号”处罚。^{〔30〕}《行政处罚法》第4条、第44条确立了合法行政原则，其要求行政机关在作出剥夺公民、法人合法权益或者增加其义务的行政行为之时，必须符合相关的法律规定，遵守法定程序。证监会作为法律授权的行政主体，其对行政相对人作出行政处罚之时，也必须遵守该原则的规定。^{〔31〕}

（二）不可独立抗辩事由的实证分析

1. 未利用内幕信息

内幕交易审查的主要焦点在于当事人是否依据了内幕信息从事相关交易。例如，前文提及的独立分析判断、符合以往交易习惯、纯属巧合或偶然这三种抗辩事由的逻辑出发点均是未利用内幕信息。该种抗辩事由共涉及108个案件，133人次提出。

（1）独立分析判断

独立分析判断，是指根据自身的知识储备、投资经验，通过分析上市公司的股价走势、价值及各种影响因素，预测股价未来涨跌的一种正当事由。独立分析判断是被使用频率最高的抗辩事由，在72个案件中，被90人次使用。与独立分析判断类似的抗辩事由包括自主判断、自主分析、个人技术分析、个人对市场行情的分析等。从行政执法实践来看，大多当事人未提交基于独立分析判断的证据，导致无法排除其利用内幕信息从事内幕交易。根据实证分析和归纳总结的结果，证监会在处理该类案件时主要从考察当事人是否知悉内幕信息的角度来考虑该抗辩事由是否合理。如果行为人有证据证明其在完全不知悉内幕信息的情况下，也会从事相同的交易行为，则可以认定行为人确实依据独立分析判断进行交易，否则便不能阻却违法性。比如，证监会认为当事人在敏感期间多次接触内幕人员且申辩缺乏客观、可信的证据，不能排除内幕信息传递的可能。^{〔32〕}

从该类案件来看，如果当事人无法证明其不知内幕信息，证监会通常会推定当事人从事了内

〔29〕 在本案中证监会并未直接在行政处罚书中对追诉时效的抗辩详细阐述，而是在当事人提起的行政诉讼中，证监会对追诉时效的抗辩事由进行了详细的回复。参见北京市高级人民法院（2015）一中行初字第236号行政判决书；《中国证监会行政处罚决定书（张益武、李介苗、李焕红）》（证监罚字〔2014〕59号）。

〔30〕 参见前引〔29〕。

〔31〕 最高人民法院公报案例的裁判要旨认为，未听取当事人的陈述和申辩意见，违反“先听取意见后作出决定”的基本程序规则的行政行为因违法而可被撤销。参见“定安城东建筑装修工程公司与海南省定安县人民政府、第三人中国农业银行定安支行收回国有土地使用权及撤销土地证案”，最高人民法院（2012）行提字第26号行政判决书。为了完善程序合法性，证监会从2003年便开始确立实施“查审分离”的改革，其设立行政处罚委员会将案件的审理从稽查部门抽离，改变以往调查与审理案件均为同一部门管理的做法，在保障当事人申辩权等程序合法性方面已经取得了良好的成效。2021年修订的《中国证券监督管理委员会行政处罚委员会组成办法》（以下简称《组成办法》）进一步完善了听证审理的程序，但是仍存在有待改善之处。比如，《组成办法》第10条第5款规定行政处罚委员会应当负责主持听证程序，但第2条第3款却规定该委员会主任由证监会负责人担任。这便使得证监会行政处罚委员会的行政地位可能高于甚至间接领导稽查部门，难以发挥审查部门和稽查部门相互独立的作用，一定程度上有悖于“查审分离”的原则，阻碍了听证主持人中立性和当事人申辩权的实现。

〔32〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（张国明）》（证监罚字〔2020〕45号）。

幕交易行为。这是因为独立分析判断属于主观意识范畴,证监会无法洞察内幕交易者的内心真意,只能通过现有证据排除其独立判断的可能性。因此,《纪要》也明确指出人民法院审理证券行政处罚案件时应当考虑部分证券违法行为的特殊性,监管机关需要对主要违法事实承担举证证明责任,适当将特殊事实的证明责任转移给当事人或者第三方。从实践来看,《纪要》所指的是行为人实施了证券交易,行为人要对其不知内幕信息的事实进行举证。换言之,若行为人无法自证清白,证监会基于其所认定的事实推定其构成内幕交易。因此,《纪要》引入推定原则,一定程度上减轻了证监会的执法难度,但也有悖于行政诉讼证明责任的分配规则,很可能使无辜正当市场参与主体陷入“自证无罪”的困难处境。^[33]因此,如何在监管执法的效率价值和证券投资者权益保障的公平价值之间做到妥善平衡,仍然值得研究。

(2) 符合以往交易习惯

符合以往交易习惯是指当事人习惯于在特定的时间买入或者卖出特定数量的股票,并经过反复实践而形成一种交易习惯。该抗辩事由在统计样本中,共在27个案件中有32人次主张。交易习惯具有较强的外在性,但又受其投资经验、交易策略、教育背景等多元因素的影响,当事人的交易习惯形态各异。证监会在审核交易习惯的举证并进行认定时,一般考虑以下几个因素:

第一,抗辩理由要与事实相符。在当事人的交易习惯之中,价格因素应该是交易习惯的核心构成要素之一。比如,在“证监罚字〔2015〕4号”处罚中,赵罡辩称交易习惯是选择同类题材中相对价格较低的股票,证监会调查后发现该涉案股票的价格较高,从而认为当事人的申辩理由前后矛盾,因此拒绝了赵罡交易符合自身习惯的抗辩理由。^[34]

第二,综合分析和查证当事人的交易时间、交易规模、投资经验、财务状况等因素。比如,证监会认为当事人在内幕信息形成之后开始股票交易,并且交易资金规模明显比先前扩大,综合资金来源、交易规模、决策依据等因素,便推断其买卖行为系“利用”了内幕信息。^[35]

适用推定原则虽然免除了证监会对当事人知悉内幕信息的证明,但是其仍然需要对主要事实承担能达到行政诉讼证明标准的举证责任。^[36]《纪要》第5条第5款规定了证监会推定事实所要达到的证明程度是“高度吻合”。但是这种模糊的表述在实践中难以把控和量化。^[37]而“高度吻合”“明显异常”等在一定程度上是由证监会利用间接证据在自由心证把控下的推定,在未提供充分且有说服力的解释的情况下,这使得其在执法实践中对主要事实证明标准难以明确,片面地放宽了执法的自由裁量权。

(3) 纯属巧合或偶然

该种抗辩事由共涉及9个案例,共11人次使用。比如,杨涛辩称自己在敏感期间买入“汉鼎宇佑”纯属偶然。^[38]然而,综合分析当事人的行为异常情况,便可使纯属巧合的理由难以信

[33] 参见陈洁:《内幕交易事实认定中自由裁量权的适用及其规制——以内幕交易“知悉”要件的推定为视角》,载《清华法学》2018年第6期。

[34] 参见《中国证监会行政处罚决定书(赵罡)》(证监罚字〔2015〕4号)。

[35] 参见《中国证监会行政处罚决定书(谢岳峰、谢均云)》(证监罚字〔2020〕57号)。

[36] 参见冯俊伟:《行政诉讼中事实推定的适用》,载《行政法学研究》2010年第1期。

[37] 参见前引〔33〕,陈洁文。

[38] 参见《中国证监会行政处罚决定书(王麒麟、杨涛)》(证监罚字〔2018〕55号)。

服。证监会在对当事人执法之时，通常会调查当事人是否有可能接触到内幕信息或者与内幕人员是否有密切联系，结合当事人交易时间、交易金额以及交易历史信息、当事人解释的合理性和逻辑性等因素综合判断，便驳回了该抗辩事由。比如，在“证监罚字〔2019〕21号”处罚中，证监会认为李建平在敏感期内与内幕知情人有多次电话联系，其辩解不能合理解释突击开户、集中大额交易、单一持股等异常交易情况，因此便认定当事人构成内幕行为。^{〔39〕}但是，证监会驳回此类申辩理由之时也存在不足。比如，仅简单说明当事人交易纯属巧合的理由不能排除内幕交易，并未说明具体的理由。^{〔40〕}尽管推定原则要求当事人承担举证责任来抗辩，但是当事人举证应当达到何种证明程度才能对抗证监会的假定仍然不明确。因此，推定原则下行为人抗辩的证明标准还需立法来填补空白。

2. 法律认识错误

对相关法律认识错误的抗辩事由在统计的样本之中，共涉及9个案件，共14人次使用。其中，有7个案件，共12人次提出因为不了解法律法规，无意触犯，只有2个案件共2人次提出是对相关法律规定较为了解，但不认为自身行为违法。其抗辩用词通常表现为“对法律法规不熟悉”“无法律意识”“对相关法律规定不了解”“了解相关规定但未意识已违法”。比如，在“证监罚字〔2012〕37号”处罚中，当事人邹建平称，其因对法律法规不熟悉，不懂股票交易规则才违法。^{〔41〕}

与之相类似的抗辩事由是当事人将对法律不了解的原因归结于证监会的宣传不到位。比如，在“证监罚字〔2012〕55号”处罚中，覃炳辉辩称证券监管部门对禁止内幕交易的宣传缺失，但证监会认为禁止内幕交易是《证券法》所规定的，每个公民都应当遵守。^{〔42〕}法律适用于整个国家的公民，并不是只约束这个国家懂法或者不懂法的公民。诚如学者所言，如果用不同的规则要求不同的人，实际上这不是在减少而是在强化社会的不平等，我们会变得非常残忍，却还为自己真诚的虚伪而感动。^{〔43〕}

3. 违法情节轻微

我国新《行政处罚法》第33条第1款规定违法行为轻微并及时改正，没有造成危害后果的，不予行政处罚。虽然当事人具体适用的措辞略有不同，但是其均是从违法情节轻微的角度来进行抗辩。在执法的实践当中，当事人主要从社会危害性较小和获利颇少或亏损两个角度来进行辩解。

社会危害性较小是当事人从社会危害性的角度提出的理由，当事人通常也用“动用较少资金交易”“市场影响不大”“未造成严重后果”“情节轻微”等理由。该抗辩事由共涉及13个案件，共有19人次提出，主要有以下两种典型类型：第一，内幕交易规模较小，没有使证券市场的股票价格产生较大的波动。比如，邱颖提出自己交易额小，社会危害小，不符合处罚条件。^{〔44〕}第

〔39〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（李建平）》（证监罚字〔2019〕21号）。

〔40〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（蔡越）》（证监罚字〔2020〕14号）。

〔41〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（庄坚毅、王建辉、高金花、邹建平、章敏芝、周星夫）》（证监罚字〔2012〕37号）。

〔42〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（李琳杰、覃炳辉）》（证监罚字〔2012〕55号）。

〔43〕 参见苏力：《弱者保护与法律面前人人平等——从孕妇李丽云死亡事件切入》，载《北京大学学报（哲学社会科学版）》2008年第6期。

〔44〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（邱颖）》（证监罚字〔2017〕67号）。

二,违法后果情节轻微。比如,宝利国际等当事人辩称无误导投资者的故意,没有严重危害后果和严重情节,恳请撤销处罚。^[45]或认为涉案行为情节显著轻微,获利用于公司周转,未损害投资者利益,因此社会危害小。^[46]

获利颇少或亏损是指当事人认为交易的无盈利可以阻却行为的违法性,但本质上也属于当事人从违法情节的角度进行的抗辩。该抗辩事由在统计的样本之中,共涉及16个案件,共有41人次使用。该抗辩事由在实践中的体现,主要包括以下两种:^[47]其一,交易未获利。当事人沈峰以没有在股票交易当中获利为由,请求不予行政处罚。^[48]其二,盈利甚微。光华基金会辩称卖出涉案股票盈利甚微。^[49]

当事人从违法情节轻微的角度提出免责的主张一般不成立。原因在于:

(1)内幕交易的违法情节不属于内幕交易处罚的考量因素。首先,即便交易金额极少也存在获利巨大的可能性。^[50]其次,内幕交易者通常动用大量的资金参与投机交易,容易造成资本市场的波动和不稳定。在本文统计的382件样本中,当事人动用的资金少则2万多元,多则达到上千万元。因此,在证券执法实践中,内幕交易不具有违法情节轻微的特点,证监会也并未采纳当事人所提出社会危害性小的申辩意见。^[51]

(2)违反了股票交易的本质。证券市场的“三公原则”要求保证每个投资者都能够平等获取交易信息,凭借独立的决策进行证券交易,营造一个透明、开放、健康的交易场所。证券违法的涉众性和高风险性等特点便使得其危害性区别于一般的违法行为,故难以适用违法情节轻微作为免于处罚的条件。

• 396 •

五、完善我国内幕交易抗辩事由制度的法律建议

(一) 细化内幕交易可独立抗辩事由适用规则

当前我国内幕交易可独立抗辩事由制度较为抽象和宽泛,这种描述性的立法条文缺乏详细的制度构建,在增加执法实践适用难度的同时,也容易导致抗辩事由被滥用。^[52]在我国内幕交易监管治理水平尚不健全的情况下,原则性规定抗辩事由将会增加执法实践中的不确定性和法律适用的难度,反观其他法域都在不断思考应当如何进一步细化和明确内幕交易抗辩事由的适用条

[45] 参见《中国证监会行政处罚决定书(江苏宝利国际投资股份有限公司、周德洪等6名责任人员)》(证监罚字〔2017〕66号)。

[46] 参见《中国证监会行政处罚决定书(张恩荣、张云三)》(证监罚字〔2017〕88号)。

[47] 当事人还提出过非以牟利为目的而交易的抗辩事由,但该种抗辩事由提出的人数很少且不具有代表性,因此不在文中赘述。

[48] 参见《中国证监会行政处罚决定书(沈峰、黄慧红)》(证监罚字〔2020〕51号)。

[49] 参见《中国证监会行政处罚决定书(光华基金会、任晋阳、梁范栋)》(证监罚字〔2011〕56号)。

[50] 根据A股、H股交易规则,最低单次交易100股,最低股价为0.01元。假设,内幕信息公开前0.01元每股,最低单笔交易1元(不包含手续费、税费),在内幕交易重大利好信息公开后股价连续涨停板到100元每股抛售,获利9999元。因此,即便按照最低的交易标准来考虑,内幕交易者也可能获得高额回报。

[51] 参见前引[46]。

[52] See Huang Hui, *International Securities Markets: Insider Trading Law in China*, Kluwer Law International, 2006, p. 247.

件，因此，建议我国在吸收域外立法经验的基础上，尽快出台内幕交易抗辩事由的具体适用细则。鉴于此，证监会应及时对实践中出现的新问题进行解释和说明，使内幕信息“重大性”的认定等方面更加明确且可量化，以此避免执法中不必要的争论。另外，将可独立抗辩事由的具体适用方法公开，并随着证券监管的实践需要不断补充和完善。由于我国关于正当市场行为的抗辩事由法定情况还较少，随着我国证券监管逐渐市场化和交易逐渐开放化和国际化，将会出现像做市商制度和安定操作等更多需要区别于内幕交易的合法交易行为。同时，基于我国证券市场的发展、改革及其立法特点，需要对我国市场中逐渐出现的较为典型且学界和实务界探讨较为成熟的交易行为予以规制。因此，建议采取“渐进式”的立法模式，随着资本市场的发展逐渐增加抗辩事由的种类。这便要求监管机构根据证券市场整体需求，较为系统地考虑内幕交易监管和避免抗辩事由被滥用的情形，逐步修正、开放抗辩事由的项目，以此保障证券市场参与主体的利益最大化。^{〔53〕}随着证券市场结构的快速发展和不断深化，我国立法修改的滞后性将难以满足证券市场的需要，笔者认为我国《证券法》关于内幕交易抗辩事由的兜底条款的解释权利可授权给证监会，以此保证证监会能够应对复杂的内幕交易抗辩实践，也可以针对实践中不断出现的抗辩事由新类型进行及时的回应和规范。鉴于此，建议我国内幕交易抗辩事由的兜底条款修改为“国务院证券监督管理机构规定的其他未利用内幕信息的正当市场行为”。

（二）建立证券执法典型案例公布制度

法典和司法解释以成文法的形式在我国执法和司法领域发挥着重要的作用，但是由于法律的稳定性、严格的程序性以及实践案件情况的复杂多变性，法律的滞后性便体现出来。我国成文法已经将“预定交易计划”“上市公司收购”等情形作为可独立抗辩事由，但是由于法律规范精炼和抽象的特点，未能周延概括实务中繁杂的不可独立抗辩事由，如“纯属巧合”“独立分析判断”“符合以往交易习惯”等。证监会在面对这些不断出现的抗辩事由时，需要在执法中对这些事由一一论证，这极大制约了行政执法的效率。而典型案例的公布具有针对性强、制定期间较为灵活的特点，能够及时解释执法过程中的难题并作出相应的指引，在一定程度上弥补了成文法的漏洞。因此，建议证监会效仿最高人民法院指导案例制度，将在实践当中泛抗辩化事由的经典案例进行定期的公布，并在普法活动当中大力宣传。这样可以发挥法律的预测、指引和警示作用，告诫证券交易参与主体抗辩事由的个案适用规则及其违法阻却的效力，使得证券投资者形成稳定的法律预期。同时，当事人提出不可独立抗辩事由的概率也会大大减少，证监会也不需在执法理由中详细地一一赘述，从而提高执法效率。

（三）明确证券执法证明标准和推定规则

虽然《纪要》引入推定原则是在无直接证据的条件下提高证券执法效率的措施，但需要辅以更完善的推定规则和证券执法证明标准才能妥善兼顾证券执法效率与执法公平。由于行政诉讼立法的研究起步较晚，其证明标准规则依然较为模糊，远没有达到民事领域和刑事领域那样成熟。从证监会的执法实践来看，主要采用“明显优势证明标准”，即达到绝对优势的程度。^{〔54〕}但是对于

〔53〕 参见前引〔6〕，刘成堉文。

〔54〕 参见宋随军、梁风云：《行政诉讼证据案例与评析》，人民法院出版社2005年版，第489-493页。

当事人而言,其举证能力相对于监管机构明显较弱,如果要求其抗辩也达到该标准明显过于苛责。因此,建议将当事人抗辩的证明标准适当降低,适用“优势证明标准”(相对优势标准即可)。此外,当事人所承担的抗辩证明标准也应因特定身份有所区分。比如,内幕信息法定知情人基于职位或出资关系等因素对接触内幕信息享有某种便利,推定其知悉并利用内幕信息更具合理性,故其所要承担的抗辩证明责任理应越重。同理,如果当事人获得内幕信息的难度越大,其所承担的抗辩证据的标准理应越轻。申言之,如果证监会发现内幕信息法定知情人在敏感期内实施或者建议他人实施相关证券交易,便可以推定其构成内幕交易。而非法获取内幕信息者所承担的抗辩证明标准理应比内幕信息法定知情者更轻,因此当证监会稽查该类当事人便需要拿出更多的证据来推定其构成内幕交易行为。^{〔55〕}因此,建议应当尽快根据主体条件的差异,设立不同标准的推定规则,让越易获取内幕信息的人承担更加严格的抗辩证明标准。另一方面,证监会驳斥当事人抗辩事由之时也应达到相应的证明程度。如若证监会未针对当事人的违法行为展开详细的论证,仅以“行为与内幕交易高度吻合”“交易明显异常”等言辞来驳斥,也未必使当事人服法,从而导致更多行政诉讼的可能。因此,笔者建议证监会尽快对“高度吻合”“明显异常”等模糊性的规定进行细致的解释,并对行为人设立账户、买入或卖出相关证券与内幕信息形成的时间间隔和交易资金放大的倍数作出较为量化的规定,使得其执法论证清晰、合理且有说服力,以此避免因举证标准模糊而遭受滥用自由裁量权的质疑。^{〔56〕}

(四) 提高听证程序的合规性

行政听证制度要求证监会在处罚过程中充分考虑当事人抗辩理由,从而对即将生效的行政处罚进行重新评估和考虑,其对行政相对人权利救济的重要性不言而喻。一个合格且称职的主持人在听证程序中发挥着极其重要的作用,其既能够保证听证程序的合规开展,又能对双方争论的焦点进行有效把控与引导,使当事人的抗辩理由能够得到有效的听取和讨论。故重新审视听证程序的合规性需牢牢把握听证主持人这个“牛鼻子”。首先,贯彻“查审分离”原则,发挥稽查部门与审理部门之间相互独立、衔接配合的功能。证监会有必要设立与稽查部门平行行政等级的审理部门,将其职责从行政处罚委员会中独立出来并履行听证的职责,确保审理部门在听证会中能够理性、中立地审视当事人的抗辩诉求。其次,基于“有权必有责”的理念,为了有效监督听证主持人合法履行自己的职责,应对其制定专门的处罚和惩戒规则,防止因剥夺当事人的申辩权导致行政处罚被法院宣告无效的窘境,避免证券监管资源的浪费。鉴于此,笔者建议,在《组成办法》第9条关于解聘行政处罚委员会委员的内容中应增加一款,即“任期内因违反法定程序,未严谨履行主持听证职责导致处罚效力瑕疵或无效的”。第三,坚持公众参与原则,证监会应邀请实务律师、证券法学者、财经媒体等社会人士参与听证会中。基于此,证监会应当建立证券执法听证人员库,并向社会公开其受邀人员的标准、人员名单及其邀请的理由。每次行政听证之时,可以从听证人员库中随机抽取受邀名单,让实务界、理论界和社会舆论发表独立的看法。这不仅有利于当事人的辩解得到最大限度的听取,而且使得听证程序合法性得到加强和改善,在增强证

〔55〕 参见前引〔11〕,蔡奕文。

〔56〕 参见前引〔33〕,陈洁文。

监会执法可信度与权威性的同时，也提高了其证券监管能力和水平。

六、结 语

对内幕交易抗辩事由法律制度的研究不仅可以帮助证监会明确打击范围，促进证监会的精细化执法，而且有利于提高证监会行政执法的效率，优化监管资源的合理配置。但是，通过审视我国的立法和执法实践发现，我国内幕交易抗辩事由法律制度未能得到足够重视，其整个制度构建还存在许多缺陷，内幕交易的可独立抗辩事由的立法建设尚未良好贴合内幕交易监管实践的发展，导致内幕交易不可独立抗辩事由呈现愈发泛滥的态势。由此，证监会在应对杂乱无章的不可独立抗辩事由之时花费了大量的时间和精力，从而导致执法效率较低和缺乏完善的说理体系。因此，在履行证券监管法定职责与摆脱杂乱无章的抗辩事由的羁绊之间，我国证券市场监管法治建设的建设之路依旧漫长。这就需要立足证监会内幕交易行政执法现状和动态发展的局势，不断地实证考察和梳理当事人所提出的抗辩事由，系统总结出目前我国实践中抗辩事由的种类及抗辩效力，并探寻证券执法所面临的困境及其原因，以此为我国证券市场监管提供参考思路和借鉴。

Abstract: The defense of insider trading refers to the reason that the party does not meet the constitutive requirements of insider trading or can reduce or exempt the liability. In addition to the independent defense of insider trading, insider trading actors also put forward a variety of non-independent defense. In order to prove and justify, China Securities Regulatory Commission (CSRC) bears infinite pressure of refutation. By comparing independent supervision system of the justifications abroad, observing the administrative punishment on insider trading case made by CSRC from 2004 to 2020 and the empirical analysis about them, we can sum up the concrete forms of defense, summarizes its defense force, judgment factors, existing problems, explore the insider trading securities law enforcement and provide countermeasures for the CSRC. In addition, based on the results of empirical research and in view of the difficulties and deficiencies encountered by the CSRC in the supervision of insider trading, it is suggested to refine the applicable regulations of independent defences, establish the system of publishing typical cases, clarify the standard of securities law enforcement proof and presumption rules, and improve the compliance of hearing procedures.

Key Words: insider trading, insider trading defenses, The CSRC, the administrative punishment

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)

禁止操纵证券市场的理论基础：法律与金融的分析

樊 健*

内容提要：就操纵证券市场可被责难的原因，我国目前存在四种主要学说，即“欺诈投资者说”“破坏市场机制说”“滥用优势地位说”以及“剥夺公平交易机会说”。虽然其具有一定的合理性，但无法解释金融市场基准操纵的违法性与上市公司回购股份等行为的合法性。此外，这些理论还存在适用范围过宽或过窄的问题，如无法准确地区分短期套利与短线操纵行为。应从交易行为是否损害证券价格的真实性和证券流动的充分性，即是否减损证券市场效率的角度，来判断该交易行为是否构成操纵证券市场。“市场效率减损说”具有理论的统一性，便于遵守和执法，且不存在适用范围过宽或过窄问题。除了对典型操纵证券市场行为和可被责难的金融市场基准操纵具有解释力，该说还能对“浑水式”做空交易及短期套利的合法性提供理论支持，并对于连续交易、频繁或大量下单并撤单、“兜底式增持”及判断上市公司信息控制等行为的合法与否提供依据。

关键词：操纵证券市场 理论基础 价格失真 流动性降低 市场效率减损说

一、问题的提出

操纵证券市场与证券市场的兴起和发展如影随形，同操纵行为的斗智斗勇，也贯穿于整部证券执法历史。^{〔1〕}虽然世界主要发达经济体都通过立法的方式禁止任何人操纵证券市场，^{〔2〕}然而就

* 樊健，上海财经大学法学院副教授。

本文为上海市哲学社会科学规划课题“我国证券市场信息型操纵民事责任研究”（2018BFX005）的阶段性成果，同时也获得了上海财经大学法学院“互联网与大数据法治问题研究”项目的资助。

〔1〕 See Jerry W. Markham, *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, Routledge, 2014, pp. 9 - 32.

〔2〕 例如，我国《证券法》第55条、美国《证券交易法》第9条、欧盟《禁止滥用市场指令》（2014年修订）第12条、日本《金融商品交易法》第159条、我国台湾地区“证券交易法”第155条。

禁止操纵证券市场的理论基础是什么，学界和实务界并没有形成一致的看法。^{〔3〕}少数著名学者甚至质疑法律禁止操纵证券市场的正当性。^{〔4〕}因此，操纵证券市场是证券法中最具争议的概念。^{〔5〕}

由于法律无法对所有操纵证券市场行为作出明确和细致的规定，立法空白在所难免。因此，需要根据禁止操纵证券市场的基础理论来应对新情况和具体化构成要件，从而有助于证券市场的稳定性和吸引力。^{〔6〕}

首先，就证券市场参与者而言，由于其无法明确地预判行为的边界，要么因为害怕动辄得咎，而错失获利丰厚的合法交易机会，要么抱有侥幸心理，游走于“灰色地带”，最终可能受到法律的严厉制裁。^{〔7〕}

其次，就法院裁判和证监会行政执法而言，有时会面临法律依据不足或说理不充分的问题。例如，在《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》（以下简称《司法解释》）^{〔8〕}和2019年修订的《证券法》生效之前，法院就“抢帽子”交易是否构成操纵证券市场存有相当大的争议。^{〔9〕}又如，在“任子良操纵证券市场案”中，任子良的抗辩理由之一就是“法律、法规、规章尚未对《证券法》第七十七条第一款第（四）项（即现行《证券法》第五十五条第一款第八项）作出解释，该规定不能作为处罚的依据。证监会、交易所对操纵案件宣传不够，当事人不知道相关行为构成操纵”^{〔10〕}。该案中，证监会没有明确指出“以其他手段操纵证券市场”与《证券法》所具体列举的操纵证券市场行为之间的共同点是什么。在没有明确理论基础的情况下，被告或者行政相对人仅能从法院裁判和证监会行政处罚的个案中，总结“以其他手段操纵证券市场”的类型。这种“类推适用”的方法遇到新型案

〔3〕 See Tālis J. Putniņš, Market Manipulation: A Survey, 26 *J. Econ. Survs.* 952 (2012); Albert S. Kyle, S. Viswanathan, How to Define Illegal Price Manipulation, 98 *Am. Econ. Rev.* 274 (2008).

〔4〕 See Daniel R. Fischel, David J. Ross, Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Markets, 105 *Harv. L. Rev.* 503 (1991); Omri Yadlin, Is Stock Manipulation Bad-Questioning the Conventional Wisdom with Evidence from the Israeli Experience, 2 *Theoretical Inq. L.* 839 (2001).

〔5〕 See Merritt B. Fox et al., Stock Market Manipulation and Its Regulation, 35 *Yale J. on Reg.* 67, 70 (2018).

〔6〕 《证券法》第55条第1款规定：“禁止任何人以下列手段操纵证券市场，影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量：（一）单独或者通过合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖；（二）与他人串通，以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易；（三）在自己实际控制的账户之间进行证券交易；（四）不以成交为目的，频繁或者大量申报并撤销申报；（五）利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者进行证券交易；（六）对证券、发行人公开作出评价、预测或者投资建议，并进行反向证券交易；（七）利用在其他相关市场的活动操纵证券市场；（八）操纵证券市场的其他手段。”显然，本规定无法涵盖所有的操纵证券市场行为，例如上市公司通过控制信息披露的时间和节奏来操纵证券市场。并且，具体操纵行为的构成要件也不明确，例如短期套利与短线操纵的区别。

〔7〕 例如，在“谢风华等操纵证券市场案”中，谢风华一直宣称自己的行为属于合法的“市值管理”而非操纵证券市场。参见《中国证监会市场禁入决定书（谢风华）》（〔2017〕20号）；缪因知：《利用信息优势操纵市场之执法案例解析》，载《金融法苑》2020年第1期。

〔8〕 根据《司法解释》第1条第2项的规定，“抢帽子”交易是指行为人“通过对证券及其发行人、上市公司、期货交易标的公开作出评价、预测或者投资建议，误导投资者作出投资决策，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量，并进行与其评价、预测、投资建议方向相反的证券交易或者相关期货交易”。

〔9〕 参见范军利：《激辩“抢帽子”交易 汪建中案凸显立法空白》，载 <http://china.caixin.com/2010-10-29/100193418.html>，最后访问时间：2020年1月20日；王崇青：《“抢帽子”交易的刑法性质探析——以汪建中操纵证券市场案为视角》，载《政治与法律》2011年第1期。

〔10〕 《中国证监会行政处罚决定书（任良成）》（〔2015〕85号）。

件就会“力有不逮”。

最后,就某些看似构成操纵证券市场的交易行为,法律法规却并不认定为违法,例如超额配售选择权、^[11]上市公司回购股份、^[12]股市异常波动期间的“救市安排”^[13]以及上市公司的股价稳定预案^[14]等。那么这些合法“操纵证券市场”行为的合法理由究竟在哪里?探究前述交易行为的合法性基础,不仅能够正当化这些行为,还能回答我国证券实务中的新问题,例如“兜底式增持”是否构成操纵证券市场。^[15]

总之,如果缺乏对于禁止操纵证券市场理论基础的共识,那么市场参与者、裁判者以及监管者等就难以适应如今不断高科技化、复杂化的证券市场。^[16]

本文拟从法律和金融两个角度,尤其是金融市场微观结构(market microstructure),^[17]来探究禁止操纵证券市场的理论基础。在此基础上,研究如何准确地区分合法的证券市场交易行为与非法的操纵证券市场行为,以期市场参与者、裁判者及监管者在遇到疑难情形时,提供充分的理论支撑。

二、禁止操纵证券市场的诸多理论及其局限

我国《证券法》第55条规定了操纵证券市场行为人的主观要件,即行为人需要有影响证券交易价格或者交易量的主观意图,缺乏该意图则不构成操纵证券市场。仅仅有操纵的意图,但行为人的行为缺乏可被责难的原因,同样也不构成操纵证券市场。^[18]证监会制定的《中国证券监督管理委员会证券市场操纵行为认定指引(试行)》(现已失效)(以下简称《原指引》)第2条曾规定:“本指引所称证券市场操纵行为,是指行为人以不正当手段,影响证券交易价格或者证券交易量,扰乱证券市场秩序的行为。”其中所谓的不正当手段与可被责难的原因相近。然而,

[11] 按照证监会颁布的《超额配售选择权试点意见》,超额配售选择权是指发行人授予主承销商的一项选择权,获此授权的主承销商按同一发行价格超额发售不超过包销数额15%的股份,即主承销商按不超过包销数额115%的股份向投资者发售。在本次增发包销部分的股票上市之日起30日内,主承销商有权根据市场情况选择从集中竞价交易市场购买发行人股票,或者要求发行人增发股票,分配给对此超额发售部分提出认购申请的投资者。该制度的主要目的是为了稳定新股的交易价格。

[12] 根据《公司法》第142条第1款第6项规定,上市公司不得收购本公司股份,但是,上市公司为维护公司价值及股东权益所必需的除外。

[13] 参见吴月霞:《国家队救市清单:1.2万亿买入1365股,浮亏2100亿》,载https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_1391161,最后访问时间:2020年2月10日。

[14] 《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》第2条第1款第2项规定:“发行人及其控股股东、公司董事及高级管理人员应在公开募集及上市文件中提出上市后三年内公司股价低于每股净资产时稳定公司股价的预案,预案应包括启动股价稳定措施的具体条件、可能采取的具体措施等。具体措施可以包括发行人回购公司股票,控股股东、公司董事、高级管理人员增持公司股票等。上述人员在启动股价稳定措施时应提前公告具体实施方案。”

[15] 参见任明杰:《“兜底式增持”受追捧 是否涉嫌操纵股价存争议》,载《中国证券报》2017年6月7日,转引自<https://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/2017-06-07/doc-ifyfuvpm7707545.shtml>,最后访问时间:2020年2月12日。

[16] 参见中国证监会“中国资本市场操纵行为发展趋势及监管执法对策研究”课题组:《中国资本市场操纵行为监管对策》,载《理论动态》2013年第29期;Tom C. W. Lin, The New Market Manipulation, 66 *Emory L. J.*, 1253 (2017).

[17] 金融市场微观结构是金融经济学的一个分支,主要研究证券交易与市场结构的关系,相关研究可参见Larry Harris, *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press, 2003.

[18] See Gina-Gail S. Fletcher, Legitimate Yet Manipulative: The Conundrum of Open-Market Manipulation, 68 *Duck L. J.*, 479, 496 (2018).

究竟什么才是可被责难的原因则成为判断操纵证券市场的首要难题。实务界和学界关于禁止操纵证券市场理论基础的分歧，也正是存在于这一点上。

本部分接下来依次分析我国四种关于操纵证券市场可被责难的理由或禁止操纵证券市场的理论基础，即“欺诈投资者说”“破坏市场机制说”“滥用优势地位说”及“剥夺公平交易机会说”，亦将指出这些理论所存在的局限性。

（一）欺诈投资者说

该理论认为，操纵证券市场的本质是该行为欺诈或误导了投资者，因此为了保护投资者利益，法律禁止操纵证券市场。该理论为我国诸多学者所赞同，居于主流地位。例如，有学者认为：“关于操纵的本质，存在多种见解……‘欺诈说’认为其本质特征在于制造虚伪的市场行情从而诱使投资者在对行情误解的情况下做出错误的投资决定。”^{〔19〕}还有学者认为：“操纵证券市场，指为谋取证券相关利益，故意诱使他人对证券投资价值产生错误判断而实施交易的行为。主流观点将操纵市场视为证券欺诈行为的一种。”^{〔20〕}该学者进一步解释道：“多数操纵在根本上是通过诱导他人交易来实现非法牟利目的，而其他被诱导交易是由于被欺诈，即对交易价量产生误判，而非屈服于操纵人的市场力量。操纵引发的市场波动、秩序混乱是大量投资者被欺诈的后果。”^{〔21〕}有法院也认为：“操纵市场本质上是一种证券欺诈行为，其目的是以异常的交易行为，影响市场价格，制造交易假象，诱导或致使其他投资者在不了解真实的情况下作出证券投资……”^{〔22〕}境外有不少学者和实务裁判也持有类似观点。^{〔23〕}

确实，针对典型的操纵证券市场行为，例如洗售交易或蛊惑交易等，该理论具有极强的说服力。因为操纵行为人主观上希望投资者因操纵行为对证券的交易价格或交易量产生错误判断，从而跟进买入，^{〔24〕}当证券价格达到操纵行为人所预想的水平时，其再卖出获利。操纵行为人要达成操纵目的，必须集合受到欺诈投资者的集体力量，方能形成“水涨船高”的局面，好让行为人在“退潮”之前安全撤离。^{〔25〕}

但该理论无法解释以下一些构成操纵证券市场的行为，即操纵行为人仅凭自身的资金优势等便可达成操纵的结果，此时其提高证券价格的行为无需其他投资者的参与。这种行为在金融市场基准操纵（financial benchmark manipulation）^{〔26〕}中较为常见，尤其是操纵行为人进行尾盘操

• 403 •

〔19〕 汤欣、高海涛：《操纵市场行政处罚案例全景观察》，载《证券法苑》第18卷，法律出版社2016年版，第39页。

〔20〕 缪因知：《信息型操纵市场行为执法标准研究》，载《清华法学》2019年第6期，第161页。

〔21〕 前引〔20〕，缪因知文，第161页。

〔22〕 “薛文聪等与中国证券监督管理委员会行政处罚上诉案”，北京市高级人民法院（2019）京行终1928号行政判决书。

〔23〕 参见赖英照：《最新证券交易法解析》，作者自刊2020年版，第510页；Steve Thel, \$850000 in Six Minutes-The Mechanics of Securities Manipulation, 79 *Cornell L. Rev.*, 219 (1994); Santa Fe Indus., Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977).

〔24〕 因为“一般散户观念，当一股票成交量放大，且股价逐渐上升，表示有市场主力介入，股价容易上涨，散户投资者通常愿意买进、追高。因此，为吸引散户投资人，炒作者必须藉冲洗买卖制造活络现象”。吴光明：《证券交易法论》，三民书局2019年版，第355页。

〔25〕 例如，“沈昌宇操纵证券市场案”，《中国证监会行政处罚决定书（沈昌宇）》（〔2010〕31号）。

〔26〕 美国学者称这种操纵行为是有外部利益的公开市场操纵（open market manipulation with an external interest）（参见前引〔5〕，Fox等文，第75页），或者以合约为基础的操纵（contract-based manipulations）（参见前引〔4〕，Fischel、Ross文，第523页）。关于金融市场基准操纵，参见Andrew Verstein, Benchmark Manipulation, 56 *B.C.L. Rev.*, 215 (2015)。

纵,以避免被平仓、^{〔27〕}高价减持^{〔28〕}或者获得较高的股权激励薪酬等。例如,就股权激励中的操纵证券市场行为,操纵行为人的获利公式是:(行权时的股票价格一行权价格)×可行权的数量。其中,行权价格和可行权数量固定,因此行权时股价越高,行权人获利也就越丰厚。如果操纵行为人仅凭自身的资金实力就抬高了股价,那么其并未通过买进股票后再卖出的交易行为来欺诈投资者,也不具备诱骗其他投资者跟进买入股票的故意,^{〔29〕}所以该操纵行为很难被认定为欺诈。^{〔30〕}事实上,真正受到欺诈的是授予期权的上市公司,而上市公司在此处显然不是投资者。

总之,虽然“欺诈投资者说”具有较高的说服力,但当操纵行为人并不具备欺诈投资者的故意时,则会暴露该说在理论上说服力的不足。正如有学者所指出:“操纵行为的成立,不以欺罔为构成要件。如硬将欺罔因素作为操纵行为之构成要件,则将限缩禁止操纵证券市场之规定的适用范围,而无法达到维护自由市场秩序之目的。”^{〔31〕}

(二) 破坏市场机制说

有学者认为:“在正常供求关系基础上形成的证券价格可以正确引导资本的流向,从而实现资源的合理配置。而市场操纵行为通过有意拉抬或打压特定证券价格,人为影响证券市场的供求关系,使证券价格与公司的经营状况脱离,操纵者便在人为造成的证券价格异常波动中误导资金流向,导致资源错配……在这个意义上说,市场操纵行为破坏了资本市场的有效价格机制,阻碍了资本市场资源配置功能的有效发挥……”^{〔32〕}有学者也认为:“在操纵证券市场行为中,行为人利用资金、持股和信息等优势人为地改变市场供求关系,影响证券市场价格和交易量,阻碍了资本的自由流动。”^{〔33〕}有法院同样认为:“操纵证券市场的行为主要是通过对相关信息进行积极的‘虚构’或消极的‘隐瞒’,非正常地影响证券的价格和量,阻碍价格真实形成,进而侵犯证券交易市场的正常运行机制和投资者的合法权益。”^{〔34〕}因此,禁止操纵证券市场的主要理由在于防止市场机制被破坏或经由自然供需关系而形成证券价格的机制(fundamental forces of supply and demand)被破坏。^{〔35〕}该学说具有一定的道理,通常情况下,在操纵证券市场中,操纵行为人的

〔27〕 例如,在“穗富投资操纵证券市场案”中,穗富投资辩称其“账户组买入6支股票是在发生史上罕见股灾背景下,为防止部分产品‘爆仓’而采取的维护产品净值进而维护投资者利益的行为,不存在通过抬高交易价格或制造交易实际或表面活跃的假象以‘诱使他人买卖’的主观恶意,不具有欺诈性”。《中国证监会行政处罚决定书(广州穗富投资管理有限公司、易向军、周岭松等4名责任人员)》(〔2016〕77号)。

〔28〕 例如,“新理益集团等操纵证券市场案”,《中国证监会行政处罚决定书(新理益集团、刘益谦、薛飞)》(〔2011〕44号)。

〔29〕 一般认为,行为人构成欺诈行为的前提条件是,其具有故意诱使受欺诈人作出错误意思表示的故意,“所谓诈欺,系欲相对人陷于错误,故意示之不实之事,令其因错误而为意思表示。……亦即诈欺之人明知其表示系属不实,或故意隐匿事实,而意图引起表意人据此作成错误的表示”。陈聪富:《民法总则》,元照出版公司2019年版,第335页。在此类操纵市场行为中,行为人并无诱使对方投资者作出错误意思表示的故意。

〔30〕 参见前引〔24〕,吴光明书,第361-362页;张益辅:《“证券交易法”第一百五十五条第一项第四款“连续交易”操纵行为之探讨》,载《证交资料》第600期,第66页。

〔31〕 张进德:《证券交易法》,元照出版有限公司2018年版,第371页。

〔32〕 前引〔16〕,中国证监会“中国资本市场操纵行为发展趋势及监管执法对策研究”课题组文,第2页。

〔33〕 郑佳宁:《操纵证券市场行为法律认定标准的实证研究与再审视》,载《政法论坛》2016年第5期,第101页;前引〔24〕,吴光明书,第348页。

〔34〕 “谢风华与中国证券监督管理委员会行政处罚行政责任纠纷案”,北京市第一中级人民法院(2018)京01行初78号行政判决书。

〔35〕 See Charles Mills, Karen Dildei, The Necessity of Price Artificiality in Manipulation and Attempted Manipulation Claims, 37 Futures and Derivatives Law Report, 1 (2017).

介入（不论是通过交易还是通过传播虚假信息）致使市场自由竞争机制无法实现。但该学说的局限性也非常明显。

其一，由于证券市场本身就是由人所组成的市场，因此从广义上说，任何人力的介入都有可能引发证券供求关系变化，进而引发市场的波动。因此，如果采用此观点，合法的交易行为与违法的操纵证券市场行为之间的界限将变得非常模糊，^{〔36〕}使市场参与者动辄得咎，反而会损害证券市场的健康发展。例如，短期套利交易者，其在短期内连续买入股票，等股价上涨至其预期水平，便卖出股票以获利。其行为显然改变了该只股票的供求关系，但由于短期套利交易者的交易行为是基于上市公司基本面的分析而做出的投资决策，并非为了操纵证券市场，其行为与所谓的短线操纵有别。^{〔37〕}

其二，有法院认为：“《证券法》第七十七条第一款前三项列举的三种典型操纵证券市场行为，不论是利用资金优势、信息优势或者持股优势，其实质均是人为地以各种不正常手段制造证券行情，使得证券市场供需关系无法正常发挥自动调节作用，最终影响证券交易价格或者证券交易量，扰乱证券市场秩序。”^{〔38〕}然而，在上市公司回购股份和股市异常波动时的“救市安排”等场合，交易者都是通过自身的资金优势和持股优势等，来人为地干预证券的交易价格或者交易量，而前述行为是被法律所许可的，并不构成操纵证券市场。

因此，“破坏市场机制说”会造成适用范围过宽的问题，不能很好地区分合法的交易行为与非法的操纵证券市场行为，给市场参与者带来所谓“寒蝉效应”，损害证券市场的健康发展。

（三）滥用优势地位说

在典型的操纵证券市场行为中，相比于一般投资者，操纵行为人通常具有资金或持股优势等，因此其通过这些优势地位来影响证券价格被认为是滥用了其优势地位或者是市场力量。^{〔39〕}有学者认为：“正是因为实施操纵行为的交易者拥有其他交易者不具备的优势，包括资金优势、持股优势，在人工智能时代，部分交易者甚至还将拥有速度优势、智能优势等，而这部分交易者完全可以通过滥用这些优势，形成对证券、期货市场的控制。”^{〔40〕}有法院也认为：“操纵市场的违法行为人通常利用自身优势，采取不正当的手段，操纵或影响证券市场的价格。这种行为会导致市场机制失灵，侵害投资者的合法权益。”^{〔41〕}因此，禁止操纵证券市场就是为了防止行为人滥用其优势地位。该理论针对交易型操纵市场具有一定的说服力。在一般情况下，通过交易行为来操纵市场需要耗费大量的资金成本，并且在一定时间段里面，操纵行为人在购买量、申报量以及持股比例等方面占有较大比例，具有优势地位。^{〔42〕}

〔36〕 参见前引〔4〕，Fischel、Ross文，第507页。

〔37〕 参见蔡奕：《证券市场短线操纵的界定与规制法律难点分析》，载《金融服务法评论》2011年第1期。

〔38〕 “阮克荣与中国证券监督管理委员会行政处罚纠纷案”，北京市西城区人民法院（2018）京0102行初262号行政判决书。

〔39〕 “2017年2月7日至2月17日期间的9个交易日中，北八道公司实际控制的账户组持仓量、资金量均较一般投资者具有显著优势，期间申买量、申卖量、成交量、成交额均明显高于一般投资者。”“北八道集团有限公司与中国证券监督管理委员会行政处罚责任上诉案”，北京市高级人民法院（2019）京行终4208号行政判决书。

〔40〕 刘宪权、林雨佳：《操纵证券、期货市场犯罪的本质与认定》，载《国家检察官学院学报》2018年第4期，第114—115页；刘宪权：《操纵证券、期货市场罪司法解释的法理解读》，载《法商研究》2020年第1期，第5页。

〔41〕 “谢一峰与中国证券监督管理委员会行政责任纠纷案”，北京市第一中级人民法院（2019）京01行初387号行政判决书。

〔42〕 例如，“黄信铭等操纵证券市场案”，《中国证监会行政处罚决定书（黄信铭、谢冠华、陈国因等6名责任人员）》（〔2016〕61号）。

但该理论无法解释以下一些操纵证券市场行为。首先,针对信息型操纵证券市场行为,尤其是蛊惑交易等操纵行为,操纵行为人显然并不具有信息或资金方面的优势地位,但也可能会引起证券价格或交易量的变化。^[43]其次,在虚假申报、短线操纵等场合,不少操纵行为人只是普通投资者,很难说其具有资金优势或持股优势。最后,在上市公司回购股份等场合,上市公司自身显然具有资金和信息方面的优势地位,但是其行为并不构成操纵证券市场。

(四) 剥夺公平交易机会说

该说与前说有些类似,只不过是从事其他投资者的角度出发。由于其他投资者没有操纵行为人所具有的优势地位,如果不禁止操纵行为人利用其优势地位操纵市场,那么显然对其他投资者而言并不公平,有违“三公原则”。而这些受到不公平对待的投资者因而可能会用脚投票,离开证券市场,这样将极大地减少证券市场的资金来源和流动性。^[44]因此,禁止操纵证券市场的理由在于保护广大普通投资者的公平交易机会。该说也有一定道理。确实,如果普通投资者知道自己在和操纵行为人进行交易,其交易的意愿就会降低。

但该说除了与“防止滥用优势地位说”存在相同的局限外,还存在适用范围过宽(over-inclusive)和过窄(under-inclusive)的问题。就前者而言,该理论同样适用于禁止内幕交易^[45]和确保信息披露的公平性等场合,因此其对解释禁止操纵证券市场缺乏针对性。就后者而言,其不能解释“兜底式增持”是否构成操纵证券市场,因为该行为并未产生不公平交易的问题。

综上所述,虽然前述四种学说都有一定的合理性和说服力,但也存在着无法解释某些证券市场实务问题的局限性。显然,这些学说无法为到底什么是操纵证券市场可被责难的原因提供统一化与合理化的解释。因此,只有回到证券市场本身,或许才可能找到令人满意的答案。

三、“市场效率减损说”作为禁止操纵证券市场的理论基础

(一) 证券市场功能及其实现

按照福克斯(Fox)教授等学者的观点,证券市场^[46]的功能主要体现在以下几个方面:其一,上市公司管理层能够更好地使用现存的资源,最大化其产出(use of existing productive capacity);其二,资本的分配(capital allocation),将宝贵的资源分配到产生最大效用的地方;其三,资源的跨期限分配(allocation of resources over time);其四,风险的分配(risk allocation)。^[47]

[43] 参见汤欣、高海涛:《证券市场操纵行为认定研究》,载《当代法学》2016年第4期。

[44] 参见前引[18],Fletcher文,第492-493页;前引[24],吴光明书,第349页。

[45] 我国禁止内幕交易的主要理论基础就是公平信息理论(equal access to information)。参见吕成龙:《谁在偷偷地看牌?——中国证监会内幕交易执法的窘境与规范检讨》,载《清华法学》2017年第4期。

[46] 我国绝大多数操纵证券市场行为发生在交易市场。参见前引[43],汤欣、高海涛文。但是,在定向增发等场合,操纵行为人通过操纵交易市场价格来锁定或者抬高定向增发价格的案件也有发生,例如《中国证监会行政处罚决定书(浙江恒逸集团有限公司、楼翔)》(〔2014〕41号)。相关讨论,参见Stephen J. Choi, A. C. Pritchard, Should Issuers Be on the Hook for Laddering-An Empirical Analysis of the IPO Market Manipulation Litigation, 73 U. Cin. L. Rev., 179 (2004)。

[47] See Merritt B. Fox et al., *The New Stock Market: Law, Economics and Policy*, Columbia University Press, 2019, pp. 33-58.

也有学者认为，证券市场的核心功能是资本或资源的分配。^{〔48〕}

证券市场上述功能的实现主要取决于两个条件：证券价格的真实性（accurate price）和充足的流动性（high liquid trading），两者结合起来即构成一个有效市场（efficient market）。^{〔49〕}“根本上讲，资本市场质量的高低取决于其功能能否充分发挥，特别是存量与增量资源配置的效率以及证券定价的效率，因而市场效率（market efficiency）是评估市场质量的重要维度。”^{〔50〕}

1. 价格的真实性

所谓价格的真实性是指当前的证券价格能够反映（或尽可能）反映发行人的基本面（fundamental value）或内在价值（intrinsic value）。所谓基本面是指证券持有人未来所能获得的现金流（cash flow）。^{〔51〕}随着影响现金流状况信息的不断变化，证券价格也随之发生波动。证券价格除了受制于发行人的基本面，还受供需关系、市场行业等因素的影响，但这些因素对于证券价格的影响是短期的。因此，最终决定证券价格的长期性和根本性的因素仍为发行人的基本面。

理想状态下，在任何一个时刻，证券价格都应当真实地反映其基本面。但实际上，证券价格或多或少总是与基本面存在一定的偏离。如果这种偏离是随机的话，那么并不影响以证券价格作为反映发行人基本面的指标。实务中，常用 R^2 来测算证券价格的准确性。 R^2 越低，则表示证券价格越准确。^{〔52〕}

通常而言，只有信息投资者（例如私募基金、证券公司自营部门等）才会对影响现金流的信息进行收集、核实、定性、定价与交易，而其他类型的投资者，例如组合投资者（例如被动型共同基金）并不关心影响现金流信息的变化，而噪音投资者（例如绝大多数普通投资者）则基于他人推荐、小道信息等做出决策，一般也不关心（亦无力关心）影响现金流的信息。信息投资者通过充分地利用公开和未公开的影响现金流的信息，来买进被低估的证券或者卖出被高估的证券，在获得巨额收益的情况下，促进了证券价格对于发行人基本面的回归。如果信息投资者需要耗费大量成本去获得和核实信息，或需要付出大量成本才能完成交易，则其要么不愿意再从事这样的信息套利交易，要么通过其他方式来弥补所支付的巨额成本（如提高管理费或者买卖差价等）。^{〔53〕}

2. 充足的流动性

流动性是指在一定时间内完成交易所需要的时间或成本，或寻找一个理想的价格所需要的时间或成本。^{〔54〕}适度的流动性能够促进市场交易，提高市场效率，降低融资成本。^{〔55〕}

〔48〕 See Benjamin P. Edwards, Conflicts & Capital Allocation, 78 *Ohio St. L. J.*, 181 (2017); Charles K. Whitehead, Reframing Financial Regulation, 90 *B.U.L. Rev.*, 1, 35 (2010).

〔49〕 See Zohar Goshen, Gideon Parchomovsky, The Essential Role of Securities Regulation, 55 *Duke L. J.*, 711, 720 (2006).

〔50〕 李志辉、王近：《中国股票市场操纵对市场效率的影响研究》，载《南开经济研究》2018年第2期，第57页。

〔51〕 参见杨朝晖主编：《证券投资分析》，格致出版社2018年版，第36页。

〔52〕 See Merritt B. Fox, Measuring Share Price Accuracy, 1 *Berkeley Bus. L. J.*, 113, 114 (2004).

〔53〕 参见前引〔49〕，Goshen、Parchomovsky文，第726-732页。

〔54〕 See Douglas J. Elliott, Market Liquidity: A Primer, p. 3, available at <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/Market-Liquidity.pdf>, last Visited on Jan. 20, 2020.

〔55〕 参见张峥等：《中国股市流动性间接指标的检验——基于买卖价差的实证分析》，载《经济学》2013年第1期。

一般而言,上述成本主要包括显性成本和隐性成本两部分,其中显性成本主要包括佣金和印花税等费用,而隐性成本主要包括买卖价差(bid-ask spread)、换手率(exchange frequency)、市场冲击成本(market-impact costs)和延迟与搜寻成本(delay and search costs)。^[56]其中买卖价差是隐性交易成本中的重要组成部分,是衡量证券市场流动性的直接指标,^[57]证券买卖价差越小,则说明流动性越充足。

证券价格越真实,投资者核实信息等成本将越小,相应的价格套利机会和买卖价差也将越小,因此市场流动性将提升。随着市场流动性的提升,证券买卖价差逐步缩小,反过来又助于真实价格的发现。由此可见,价格的真实性与充足的流动性之间是相辅相成、互相促进的关系。^[58]

3. 价格的真实性与充足的流动性如何实现证券市场功能:以资本的分配为例

将社会资本分配于最能被有效利用的公司,其效用就能得到最大的体现,整个国民经济将因此受益。如果证券价格能够真实反映发行人未来的现金流,那么那些未来现金流充沛的发行人就能获得更多的资本。反之,如果证券价格不能真实反映未来的现金流,那么资本可能被错误地分配,被分配到不能产生最大效益的地方,整体而言则是资本的浪费。充足的流动性,使得社会资本能够以更低的成本(买卖差价、交易成本等)进行分配。相反,如果流动性不充足,则资源分配的成本会提高。因此,价格的真实性和充足的流动性能够实现证券市场的重要功能,即资本的有效配置。^[59]

(二) 操纵证券市场可被责难的原因:价格失真与流动性降低

1. 价格失真

操纵证券市场最明显的一个后果是,“致使相关证券的价格走势明显偏离发行人基本面的情况”^[60]。不论通过什么方式,操纵证券市场行为都是将错误的信息反映到了证券价格上,扭曲了证券价格,释放了虚假的市场信号,最终使证券价格不能真实地反映基本面。^[61]有学者也认为,操纵证券市场的结果是导致产生没有支撑的价格压力(exercising unsupported price pressure),^[62]事实上也即造成证券价格失真。“操纵市场之行为人不论是直接向市场散布流言或不实资料,还是透过相对委托或冲洗买卖而向市场散布交易数量之不实资讯,乃至藉由连续买卖(连续交易)散布交易价格之不实资讯,皆有害于特定有价证券真实价格之形成,损及证券市场之健全发展。”^[63]

证券价格一旦失真,上市公司、投资者以及其他证券市场参与者(例如融资融券中的证券公司)等无法再以证券价格作为发行新股、确定行权价格、投资公司或者确定股权质押合同核心条款

[56] 参见前引[55],张峥等文。

[57] 参见前引[54],Elliott文,第3页。

[58] 参见前引[5],Fox等文,第86页;Yakov Amihud et al., Liquidity and Asset Prices, available at <http://pages.stern.nyu.edu/~lpederse/papers/LiquidityAssetPricing.pdf>, last visited on Joh. 20, 2020.

[59] See Merritt B. Fox et al., Law, Share Price Accuracy, and Economic Performance: The New Evidence, 102 Mich. L. Rev., 331 (2003).

[60] 《原指引》第14条第3款第4项。

[61] 参见证监会:《2018年证监会行政处罚情况综述》。

[62] See Maithijs Nelemans, Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 Val. U. L. Rev., 1169 (2008).

[63] 王志诚等:《实用证券交易法》,新学林出版股份有限公司2018年版,第522页。

的参数。如此一来，证券市场资源配置的重要功能也将消失殆尽。^{〔64〕}此外，作为操纵行为人的重要交易对手方，信息投资者将耗费大量的时间和资金成本去核实证券价格发生波动的真实原因，以避免受到操纵行为的损害。因此，信息投资者做出投资决策的时间会延长，并且其会通过扩大买卖差价等方式来弥补这些成本，尤其是在做市商交易的情况下，^{〔65〕}从而又降低了市场的流动性^{〔66〕}。

2. 流动性降低

操纵证券市场的另一后果是，扩大了证券买卖价差，延长了投资者尤其是信息投资者的交易时间和成本，加剧了证券市场的波动性，从而降低了市场的流动性。

操纵行为人往往会以高于当前市场价格的报价买入证券，或以低于当前市场价格的报价卖出证券，从而确保其实现控制证券价格的目的。等操纵行为一结束，操纵行为人获利离场，由于缺乏基本面支持，证券价格即持续下跌。^{〔67〕}该行为不仅会导致证券价格失真，证券波动性加剧（证券的波动性越大，价格也就越失真），也势必会导致该证券买卖价差的扩大，进而降低该证券的流动性。相反，在合法的交易行为中，由于交易行为使得证券价格更能真实地反映其基本面，所以交易结束之后，证券价格一般会保持平稳，不会下跌。有学者研究了尾盘操纵后认为：“操纵行为可能通过两个渠道对市场效率产生影响：一是通过加剧市场波动导致相对有效价差扩大，从而在一定程度上佐证了‘操纵行为—加剧市场波动—降低订单非执行风险—投资者报价策略趋于保守—价差扩大及交易成本上升’的作用渠道。二是通过降低市场交易活跃度导致相对有效价差扩大，这意味着操纵行为由于破坏了市场公正，侵害绝大多数投资者的合法权益，从而恶化投资者信心，降低其参与市场交易的意愿。此时，市场总体的交易活跃程度可能会有所减弱，并促使市场流动性降低和交易成本上升。”^{〔68〕}事实上，如果操纵行为时间不长（例如短线操纵），其对流动性的损害要远大于对价格的扭曲。^{〔69〕}

总之，“操纵行为不仅影响了证券市场的价格发现功能，而且增加了交易成本，并导致市场有效性降低，从而损害了广大投资者的利益”^{〔70〕}。

（三）禁止操纵证券市场的基础理论：“市场效率减损说”

禁止操纵证券市场的理由在于该行为致使证券价格失真，市场流动性降低，进而减损了证券市场的效率，本文称之为“市场效率减损说”。因此，判断一种交易行为，究竟属于违法的操纵证券市场行为，抑或属于合法的正当交易行为，主要标准为是否减损市场效率，也即是否使证券价格失真和流动性降低。诚如有学者所言：“反操纵条款设置之目的，在于保护效率资本市场机制的正常运作，使资本市场有限的资金，获得最有效率与最适当之配置。倘若操纵行为之结果，有助于资源有效率的配置，进而健全效率资本市场机制，则反操纵条款应无理由，对于该操纵行

〔64〕 See Marcel Kahan, Securities Laws and the Social Costs of Inaccurate Stock Prices, 41 *Duke L. J.*, 977 (1992).

〔65〕 参见萧鑫：《证券做市交易与市场操纵的界分》，载《比较法研究》2019年第1期。

〔66〕 参见前引〔49〕，Goshen、Parchomovsky文，第741—743页。

〔67〕 例如，“陈贇操纵证券市场案”，《中国证监会行政处罚决定书（陈贇）》（〔2016〕69号）；Rajesh K. Aggarwal, Guojun Wu, Stock Market Manipulations, 79 *J. Bus.*, 1915, 1917 (2006).

〔68〕 前引〔50〕，李志辉、王近文，第69页。

〔69〕 参见前引〔5〕，Fox等文，第73页。

〔70〕 李梦雨：《中国股票市场操纵行为及预警机制研究》，载《中央财经大学学报》2015年第10期，第41页。

为加以制裁。或者,更精确地说,操纵者若透过操纵行为,向资本市场释放‘真实的’公司消息,而非传达不实讯息者,则该操纵行为应无该当证券诈欺之可能。申言之,吾人之所以容许合法的操纵行为概念,实是因为本文坚信合法的操纵行为,就等同于行为人向资本市场提供完整且正确的信息,符合证券交易法之立法目的。而效率资本市场机制,也因合法操纵行为之介入,使得投资人拥有更完整与更正确的信息,进而使得市场定价机制更为精准,流动性也更为提高。”〔71〕

因此,操纵证券市场的本质不在于欺诈投资者,而是对证券市场本身的欺诈。所以即使有操纵行为人为辩称其并没有欺诈或者诱骗投资者的意图,也不影响其构成操纵证券市场。据此,在民事诉讼中,一旦操纵行为被确定,法院就可以直接依据“欺诈市场理论”来认定因果关系的存在,而无需再去探究操纵证券市场与投资者交易行为之间的因果关系。〔72〕理由在于,对于那些针对操纵证券市场行为人为提出民事诉讼的普通投资者而言,操纵市场行为已经减损了市场效率,因此,基于“欺诈市场理论”,这些投资者可以被推定为由于操纵行为而从事了交易并遭受了损失,投资者自身无需证明因为信赖了操纵证券市场行为而从事交易,并遭受损失。

相较于本文第二部分所介绍和分析的诸理论,“市场效率减损说”的优势在于:

1. 理论的统一性

“市场效率减损说”能够为禁止操纵证券市场提供统一的理论基础,而不像现存诸多理论那样,无法对认定某些特定交易行为是否构成操纵证券市场行为提供较为合理的解释。

例如,就上市公司回购股份而言,从形式上看,其符合连续买卖操纵的构成要件,即通过资金和持股优势,连续买卖本公司股份,影响股价。并且,上市公司回购股份的主观意图也在于影响股价。但上市公司回购股份并不构成操纵证券市场,其主要理由在于该行为致使股价偏离基本面的状态得到恢复或使得股价能够更为真实地反映基本面。质言之,有时由于公司内部人与外部投资者之间信息不对称或由于整个证券市场处于非理性下跌状态,此时上市公司的股价并没有真实地反映其基本面,通过上市公司回购股份,能够使失真的价格恢复到真实状态,〔73〕有利于维护上市公司和股东的利益,所以该行为不仅不应该被认为是操纵证券市场,反而应当鼓励。〔74〕当然,如果上市公司股价并未偏离其基本面,上市公司回购股份的主要目的是防止被收购等,则可能构成操纵证券市场。市场异常波动下的救市安排和首次公开发行时的超额配售选择权等都可以依据该理论而被正当化。

又例如,在行为人进行尾盘操纵以避免被平仓或者获得较高的股权激励薪酬等情形下,由于

〔71〕 庄永丞:《论证券价格操纵行为之规范理论基础:从行为人散布流言或不实资料之操纵行为展开》,载《东吴法律学报》2008年第1期,第30页。

〔72〕 参见四川省高级人民法院(2020)川民终1532号民事判决书。该案一审法院认为:“在一个公开有效的证券交易市场中,公司股票的价格是由公司基本面和供求关系所决定的,操纵证券市场行为扭曲了公司基本面或供求关系,前者主要表现为信息型操纵,后者主要表现为价量型操纵。不管是哪种类型的操纵证券市场行为,最终都会导致公司股票价格偏离真实价值,此时的股票价格对投资者而言是不公平的,因信赖该股票价格为公正价格而交易的无辜投资者将因此遭受损失。”

〔73〕 参见前引〔4〕,Fischel、Ross文,第508页。

〔74〕 证监会在《关于支持上市公司回购股份的意见》中规定:“上市公司股价低于其每股净资产的,董事会应当及时了解是否存在对股价可能产生较大影响的重大事件和其他因素,通过多种渠道主动与股东特别是中小股东进行沟通和交流,充分听取股东关于公司是否应实施股份回购等措施的意见和诉求。”证监会认为当公司的股价低于其每股净资产时,其股价可能并没有真实地反映公司的基本面,因此,公司可以考虑通过股份回购的方式来消除股价和基本面的偏离。

操纵行为人仅凭自身的资金实力即可提高股价，因此难以用欺诈投资者来解释其违法性，事实上其也缺乏欺诈投资者的主观故意。唯一能够解释该行为可被责难的理由在于该行为致使股价偏离上市公司基本面，加剧了该股票的波动性，从而减损了市场效率，所以应当被禁止。

2. 便于遵守与执法

“市场效率减损说”给出了非常明确的认定交易行为合法与否的标准，因此对行为人来说，其能够较好地明晰交易行为的合法性边界。对于法院和证监会而言，也能在裁判和行政执法时，较为准确地判断某种新型交易行为是否构成操纵证券市场，并给出令人信服的理由。

例如，就“浑水式”做空交易^{〔75〕}是否构成操纵证券市场，我国理论界多数持肯定态度，^{〔76〕}证监会对此则不置可否^{〔77〕}。但按照本文的“市场效率减损说”，由于“浑水式”做空交易提早曝光了虚假陈述行为，使股价及早恢复其真实状态，因此不构成操纵证券市场。^{〔78〕}通过“市场效率减损说”为“浑水式”做空交易正名，不仅能够使这些交易者放心大胆地从事该种交易行为，也能够为证监会认可这种行为提供理论支持。

又例如，判断“兜底式增持”行为是操纵证券市场还是合法交易的关键，在于探寻上市公司实控人等号召员工增持的原因为何。是因为公司股价严重被低估而通过增持来使股价恢复真实水平，还是存在其他原因，例如担心股价下跌而致使自己质押的股票被强制平仓。若为前者，则不构成操纵证券市场。对此，我国台湾地区有法院认为：“被告系因他公司之刻意打压，始被迫采取防御行动，对于他公司之‘意图压低柜台交易市场关于顺发公司股票之交易价格，以他人名义，对该有价证券，连续以低价卖出’之行为施以反制，显然系对于外力之侵害，不正常下跌之情况下……可见被告行为之目的不仅不是‘以人为操作因素导致集中市场行情发生异常变动，影响市场秩序’，反而系‘以人为操作因素使得集中交易市场行情正常化，使之不影响市场秩序，以保护一般投资大众’……尚难认被告在主观上是否有抬高集中交易市场上顺发公司股票价格之意图。”^{〔79〕}当然，上市公司实际控制人肯定会以股价被严重低估，看好公司未来发展等理由来号召增持，所以本文认为针对这种处于灰色地带的行为，应当要求实控人提交独立的财务意见书，来详细说明上市公司的股价为何被低估。如此方能防止以“兜底式增持”之名，行违法操纵股价之实。

3. 不会造成适用范围过宽或者过窄的问题

由于“市场效率减损说”明确了认定是否构成操纵证券市场行为的标准（使得价格失真和流动性降低），因此不会造成适用范围过宽或过窄的问题。

〔75〕 “浑水式”做空（short attack）交易，是指“类似浑水公司（Muddy Waters Research）这般不具有证券投资咨询资格的非持牌做空者，于公开媒介传播关于发行人负面信息、同时卖空（或与行动相关人联合卖空）发行人的股票”。宋澜等：《证券市场的“浑水式”做空 境内外实践与监管选择》，载《证券法苑》2020年第3期。

〔76〕 参见王彦光：《做空报告监管的“南橘北枳”——论中国信息型操纵市场规则的建立》，载《金融法苑》2020年第2期。

〔77〕 参见证监会对北京中能兴业投资咨询公司的回复函；朱宝琛：《证监会再次回复对做空合法性的询问》，载《证券日报》2013年7月18日，转引自 <http://finance.sina.com.cn/360desktop/stock/t/20130718/032916159205.shtml?from=wap>，最后访问时间：2020年4月15日。

〔78〕 当然，为了避免误导投资者情况的出现，“浑水式”做空交易者需披露其交易安排。参见谢杰：《市场操纵犯罪司法解释的反思与解构》，载《法学》2020年第1期。

〔79〕 前引〔63〕，王志诚等书，第552-553页。

例如,短期套利行为中,短期套利者抓住了短时间内某些证券被高估或低估的情况,通过多次买进再卖出来获益。本文认为,该种行为缩小了买卖价差,增加了市场流动性,并且使得证券价格能更真实地反映其基本面,因此属于合法的交易行为。相反,短线操纵则是使证券价格背离其基本面,扩大了买卖价差,加剧了证券的波动性。^{〔80〕}当然,在实务中,两者并不容易区分。^{〔81〕}本文认为,区分两者的主要考量因素包括但不限于:主观上是否有影响证券价格的故意、是否有作为交易基础的分析报告、是否利用他人账户交易、是否有其他违法行为配合(例如虚假申报等)^{〔82〕}以及交易之后的证券价格走势。一般而言,在短线操纵的情况下,操纵结束后证券价格往往出现明显下跌。^{〔83〕}

四、以“市场效率减损说”检视若干交易行为

本部分运用本文所提出的“市场效率减损说”来检视我国《证券法》《司法解释》等所禁止的操纵证券市场行为和实务中若干新型交易行为,分析这些行为被禁止的原因,并指出判断其合法性时需注意的问题,从而印证本说。

(一) 肯定会减损市场效率的违法操纵行为

以下几种交易行为,明显会使证券价格失真,市场流动性降低,减损市场效率,因此属于典型的操纵证券市场行为。

1. 约定交易

约定交易,又称对敲或相对委托,是指操纵行为人“与他人串通,以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易”^{〔84〕}。该交易行为虽然表面上存在交易,但并没有任何经济上的理由,主要目的在于造成交易活络的假象,使投资者追涨,等证券价格上涨后,操纵行为人再卖出证券获利。该行为使证券价格失真,加剧了证券波动性,减损了市场效率,是典型的违法操纵证券市场行为。

2. 洗售交易

洗售交易,是指操纵行为人并不实际转移证券的所有权,只是“在自己实际控制的账户之间进行证券交易”^{〔85〕}。该行为与约定交易类似,并无经济上的正当理由,主要目的是为了造成交易活络的假象,等证券价格上涨后再卖出获利。^{〔86〕}该行为使证券价格失真,加剧了证券波动性,

〔80〕 参见前引〔67〕,Aggarwal、Wu文,第1916页;中国证监会监督管理委员会行政处罚委员会编:《证券期货行政处罚案例解析》,法律出版社2019年版,第194-195页。

〔81〕 参见前引〔37〕,蔡奕文。

〔82〕 “从证监会行政处罚的案例看,短线操纵具有综合性特点,行为人多同时采用拉抬或打压、虚假申报、封涨停申报、尾市交易、操纵开盘价或收盘价等手段。在一些短线操纵特征明显的案件中,行为人在几十分钟甚至几分钟内,在连续交易过程中,同时出现了倒拉抬、虚假申报、影响开盘价、尾市封涨停等情形,借股价的短期波动反向交易牟利。”前引〔43〕,汤欣、高海涛文,第109页。

〔83〕 也可从行为属性及交易动机、交易前后之状况、交易形态、交易占有率以及违反投资效率值交易判断。参见前引〔63〕,王志诚等书,第539-543页。

〔84〕 《证券法》第55条第1款第2项。

〔85〕 《证券法》第55条第1款第3项。

〔86〕 参见前引〔63〕,王志诚等书,第559页。

减损了市场效率，同样是典型的违法操纵证券市场行为。

3. 蛊惑交易

蛊惑交易，是指操纵行为人“利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者进行证券交易”^{〔87〕}。该虚假或不确定的重大信息致使证券价格失真，加剧了证券波动性，减损了市场效率，同样是典型的违法操纵证券市场行为。^{〔88〕}

4. “抢帽子”交易

“抢帽子”交易，是指操纵行为人“对证券、发行人公开作出评价、预测或者投资建议，并进行反向证券交易”^{〔89〕}。操纵行为人一般具有特定的身份属性，例如证券分析师等，所以投资者才会听从其推荐等。^{〔90〕}操纵行为人反向证券交易的行为即表明其所做出的评价、预测或者建议等，并非其真实的意思表示。换言之，其所做出的评价、预测或者建议等与涉案证券的基本面并不相符，因此该行为致使被评价、预测或者建议的证券价格失真，加剧了证券波动性，减损了市场效率，同样是典型的违法操纵证券市场行为。^{〔91〕}

5. 金融市场基准操纵

在证券市场中，诸多合约的核心条款往往与某种金融交易参考基准（例如股价、指数等）相挂钩，例如融资融券中的股票价格、股权激励计划中的行权价格以及定向增发中的发行价格等。操纵行为人可以通过操纵相关证券价格而从该类合约中获利，即使操纵行为本身发生亏损，也能从合约中获得弥补，整体来看操纵行为人能够通过操纵行为获得收益。^{〔92〕}因此，在实务中，往往需要将证券交易行为与合约联系起来分析，才能看清操纵行为人的真实意图。^{〔93〕}该行为之所以被认定为操纵证券市场行为，主要理由在于其除了致使证券价格失真（当然时间不会很长）之外，更致使市场参与者对金融市场基准失去信心，从而导致交易的时间和成本大大提高，降低了证券流动性，减损了市场效率。

（二）不会减损市场效率的合法交易行为

本文认为“浑水式”做空交易和短期套利交易不仅未损害市场效率，反而有助于证券价格反映基本面，同时促进证券的流动性，增强市场效率，因此属于合法的交易行为。由于前文对此已

〔87〕《证券法》第55条第1款第5项。

〔88〕在美国乔纳森·李贝得（Jonathan Lebed）操纵证券市场案中，这位15岁的美国高中生，通过在网络上散布谣言的方式，来操纵交易量少的小盘股（thinly traded microcap stocks），最终获利80万美元，成为有史以来被美国证监会处罚的最年轻的操纵行为人。See David B. Kramer, The Way It Is and the way it Should Be: Liability under Sec. 10 (b) of the Exchange Act and Rule 10b-5 thereunder for Making False and Misleading Statements as Part of a Scheme to Pump and Dump a Stock, 13 U. Miami Bus. L. Rev., 243, 277-280 (2005).

〔89〕《证券法》第55条第1款第6项。

〔90〕例如，“朱炜明操纵证券市场案”，上海市第一中级人民法院（2017）沪01刑初49号刑事判决书。朱炜明系国开证券有限责任公司上海龙华西路证券营业部证券经纪人，上海电视台第一财经频道《谈股论金》节目特邀嘉宾。

〔91〕参见前引〔5〕，Fox等文，第113页。有学者认为，“抢帽子”交易的违法性体现在操纵行为人未披露利益冲突事项。参见前引〔43〕，汤欣、高海涛文。但问题在于，操纵行为人即使披露利益冲突，其仍可能虚伪地推荐证券，致使证券价格失真，因此同样构成操纵证券市场。当然，如果其披露利益冲突事项，投资者依据推荐等买进证券时，可能需要仔细考虑该推荐的真实原因。

〔92〕美国经典案例为 United States v. Mulheren, 938 F.2d 364 (2d Cir. 1991).

〔93〕相关讨论参见 Shaun D. Ledgerwood, Paul R. Carpenter, A Framework for the Analysis of Market Manipulation, 8 Rev. L. & Econ., 253 (2012).

详细分析,在此便不再赘述。

(三) 可能会减损市场效率的操纵行为: 需要严格防范

以下几种交易行为,不必然构成操纵证券市场行为,应当从该行为是否减损市场效率的角度来予以进一步分析。

1. 连续交易

所谓连续交易,是指行为人“单独或者通过合谋,集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖”^[94]。联合交易,是指两个以上行为人,约定在某一时段内一起买入或卖出某种证券。^[95]连续交易,是指行为人在某一时段内连续买卖某种证券。在一个交易日内交易某一证券两次以上,或在两个交易日内交易某一证券三次以上的,即构成连续买卖。^[96]买卖包括未成交的买卖申报,不限于实际成交的买入或卖出交易。

虽然,《证券法》将该种行为认定为操纵证券市场行为,但事实上,此类操纵证券市场行为与正常的交易行为之间并不容易区分,这也是美国著名学者费雪(Fischel)和罗斯(Ross)教授主张不应当禁止操纵证券市场的主要理由。^[97]例如,投资者连续买进股票的主要原因在于看好该只股票,其行为也可能导致股价出现异常波动,甚至涨停,但该交易行为并不构成操纵证券市场。^[98]有学者认为,“连续交易操纵之所以具有违法性,关键不在于涉及哪种优势,而在于行为是否反映了操纵的本质,即借助资源优势而连续买卖的外在形式背后,是否具有制造证券交易活跃的假象或诱使他人跟风买卖证券的主观动因”^[99]。但问题在于,操纵行为人一般不会将该主观动因如实坦白,实践中还是需要通过客观行为去判断操纵意图。

根据“市场效率减损说”,合法的连续交易与非法连续交易操纵的主要区别,除了主观上是否有影响证券价格的意图之外,最重要的区别在于:前者有助于缩小证券的买卖差价,增加证券流动性,使证券价格真实反映基本面,有助于增加市场效率,因而合法;而后者则有助于市场效率。事实上,合法的连续交易行为人并不希望证券价格出现大幅度波动,因为这样会引起其他投资者的注意,减少其因私人信息而获得利益。^[100]相反,非法的操纵行为人则希望证券价格出现大幅度波动,从而使其他投资者跟进买入。本文之前在论证短期套利交易合法性时,已分析了判断合法交易行为与非法操纵证券市场的考量因素,例如有无分析报告、是否有其他违法行为或者内部人配合以及交易行为结束后的证券价格走势等,这也可以作为判断合法的连续交易与非法的连续交易操纵的考量因素。

总之,针对连续交易,不能因为有证券法的规定,就想当然地认为其必然构成操纵证券市场行为,而应深入分析该交易行为是否减损证券市场效率,从而准确地判断其合法性。

[94] 《证券法》第55条第1款第1项。

[95] 参见《原指引》第20条第1款。

[96] 参见《原指引》第21条第1款。

[97] 参见前引[4], Fischel、Ross文,第519-523页。

[98] 参见前引[63], 王志诚等书,第542页。

[99] 前引[43], 汤欣、高海涛文,第107页。

[100] 参见前引[4], Fischel、Ross文,第509-510页。

2. 频繁或大量下单并撤单

交易者频繁或者大量申报并撤销申报，有可能是基于程序化交易而形成的价格发现策略，以交易为导向的交易策略，有助于价格发现，^[101]并不会减损市场效率，因此不具有可责难性，是合法的交易行为。相反，虚假申报，即“不以成交为目的，频繁或者大量申报并撤销申报”^[102]，其主要目的并非为了交易，而是通过频繁或者大量申报并撤销申报来加剧证券的波动性，使证券价格偏离其基本面，则减损了市场效率，是典型的违法操纵证券市场行为。^[103]

当然，虽然将“不以成交为目的”作为虚假申报操纵证券市场行为的构成要件，但操纵行为一般人不会承认自己不以成交为目的。因此，有学者指出，区分“不以成交为目的”的虚假申报和以价格发现为目的的合法交易行为的关键在于是否存在反向卖出行为，“反向卖出行为是区别虚假申报操纵和常见的降低交易成本的频繁申报和撤单的重要因素，也是操纵市场行为客观行为必需考量的内容”^[104]。也有学者提出，可以从撤单的频繁程度、堆单行为的异常性以及申报价格和数量的异常性等进行区分。^[105]

3. 上市公司的信息控制行为

《司法解释》第1条第1款第4项规定了上市公司信息操纵，即“通过控制发行人、上市公司信息的生成或控制信息披露的内容、时点、节奏，误导投资者作出投资决策，影响证券交易价格或者证券交易量，并进行相关交易或者谋取相关利益”。根据字面解释，只要上市公司从事了“生成或者控制信息披露的内容、时点、节奏”的行为，即构成操纵证券市场行为，但这样的解释会造成适用范围过宽的严重后果，不利于保护证券市场投资者利益。考虑到刑法的谦抑性，应当予以限缩性解释。按照本文提出的“市场效率减损说”，如果上市公司的信息控制行为有助于证券价格反映基本面，增强市场效率，那么该行为就属于合法的信息控制行为。相反，如果上市公司的信息控制行为使得证券价格失真，那么该行为应当被认定为操纵市场行为。

• 415 •

[101] “自动做市商的高速计算机具有通过发出超级快速订单来发现其他投资者投资意向的能力。例如，在以极快速度发出一个买单或卖单后，如果没有被迅速成交，该订单将被马上取消；然而如果成交，系统即捕捉到大量潜在、隐藏订单存在的信息，以此来获利。”叶伟：《我国资本市场程序化交易的风险控制策略》，载《证券市场导报》2014年第8期，第47页。“程序化交易策略中的套利策略，是国内普遍使用的交易策略，主要是通过发现市场价格偏离来寻找获利机会，纠正价格偏差。以股指期货市场普遍使用的期现套利为例：当系统发现期、现货价差偏离历史阈值一定程度后，会自动买入较低价格品种并卖出较高价格品种，赚取基差回归利润。在该策略下，当市场有大量套利单执行时，有助于价格发现，抑制过度投机，降低标的资产波动，使期、现货价格回归正常波动和价差水平，有利于市场稳定。”姜哲：《程序化交易的潜在风险和监管体系研究》，载《金融监管研究》2017年第6期，第81页；Adam D. Clark-Joseph, Exploratory Trading, available at <http://www.nanex.net/aqck2/4136/exploratorytrading.pdf>, last visited on Apr. 25, 2020.

[102] 《证券法》第55条第1款第4项。

[103] 例如，在“阮克文操纵证券市场案”中，安徽证监局认为：“阮克荣使用其个人账户大量申报买入‘益民集团’、‘市北高新’股票并非以成交为目的，而是为了通过短时间内的频繁申报、大量申报向市场传递不真实的买入信息，误导其他投资者对该股交易价格和市场供求关系的判断，诱导其他投资者跟进买入，推高股价，进而进行后续反向卖出，其涉案行为已经对市场产生了较为明显的影响。”另参见前引[43]，汤欣、高海涛文。

[104] 冒智桥：《虚假申报操纵市场认定规则探究》，载《法律适用》2019年第18期，第36页。在“谢一峰操纵证券市场案”中，“账户组在标的股票已经涨停，涨停价申报买入数量较大的情况下，仍以涨停价大量委托申报，并迅速撤单，且存在将排队在前的涨停价买单撤单，再以涨停价申报买入的情况，并维持至收盘，次日反向卖出。由此可见其不以实际成交为目的、误导投资者的意图明显，具有明显的操纵股价的主观故意”。《中国证监会行政处罚决定书（谢一峰）》（〔2018〕60号）。

[105] 参见前引[43]，汤欣、高海涛文；肖凯：《高频交易与操纵市场》，载《交大法学》2016年第2期；邢会强：《证券期货市场高频交易的法律监管框架研究》，载《中国法学》2016年第5期。

例如,上市公司提早披露一个真实的利好信息,主要目的在于抬高公司股价,使其在资产购买时减少股份支付,本文认为由于该提早披露真实利好信息并未损害到市场效率,应属合法行为。^[106]交易对手方可以通过股价计算公式更为合理化的方式来维护自己的利益。^[107]相反,上市公司为了抬高公司股价,使其在资产购买时减少股份支付,披露虚假的或有重大误导性的利好消息或延迟披露真实的利空消息,均使股价失真,有损于市场效率,应当被认定为操纵证券市场行为。例如,在“谢风华操纵证券市场案”^[108]中,证监会认定,“恒康医疗”未完整、准确披露收购三家医院对价情况;未真实、准确披露“DYW101”项目研发情况以及未及时披露独一味牙膏研发进展情况,符合信息型操纵的客观行为要件。^[109]对此,法院认为:“在行为上,其操纵意图主要体现在信息披露的内容与时点两个方面,即通过控制信息披露的内容与时点来误导投资者形成错误的市场判断。”^[110]如果信息控制行为没有误导投资者,则不构成操纵证券市场。

(四) 小结

本部分根据“市场效率减损说”检视了《证券法》和《司法解释》所禁止的几种操纵证券市场行为和实务中常见的几种有争议的交易行为。总体而言,《证券法》和《司法解释》所禁止的多种操纵证券市场行为,致使证券价格失真,降低了证券流动性,减损了证券市场效率,因此属于违法的操纵证券市场行为。但连续交易、频繁或大量下单并撤单,以及上市公司信息控制行为,并不必然构成操纵证券市场行为,需要进一步分析其是否减损市场效率。此外,就“浑水式”做空交易和短期套利交易,本文认为并不构成操纵证券市场。本文第三部分就上市公司回购股份、“兜底式”增持等进行了分析,认为使股价能够真实反映基本面的回购行为和增持行为,由于其有助于增强市场效率,故为合法的交易行为。只是从事股份回购和“兜底式”增持的行为人应当说明当前的股价未能真实反映基本面的原因。

五、结 论

我国目前对于操纵证券市场行为可责难性的主要理论包括四种,即“欺诈投资者说”“破坏市场机制说”“滥用优势地位说”及“剥夺公平交易机会说”。这些理论虽然都具有一定的合理性,但无法合理解释金融市场基准操纵的违法性与上市公司股份回购等行为的合法性。此外,这

^[106] 然而,在“阜兴公司等操纵证券市场案”中,证监会认为:“至于当事人所称披露的信息真实,属于正常信息披露的意见,我会认为,本案认定的信息披露事项是在阜兴集团与李卫卫共同操纵股价的目的下实施的,且在信息披露前后,当事人利用掌握信息披露时点、信息内容等优势使用账户组连续交易,符合利用信息优势连续交易操纵的特征,该认定与信息是否真实无关。当事人关于不构成利用信息优势操纵市场的申辩意见不能成立。”《中国证监会行政处罚决定书[上海阜兴金融控股(集团)有限公司、朱一栋、李卫卫等5名责任人员]》(〔2018〕77号)。本文认为,如果行为人所披露的信息是真实的,同时也没有违反信息披露规定(例如延迟披露、不公平披露等),因为没有减损市场效率,所以不应当认为是操纵证券市场行为。

^[107] 参见前引〔5〕,Fox等文,第110-111页;前引〔23〕,Thel文,第280-284页。

^[108] 《中国证监会行政处罚决定书[蝶彩资产管理(上海)有限公司、谢风华、阙文斌]》(〔2017〕80号)。

^[109] 在上市公司收购场合,收购方为了降低收购价格而不予披露大额持股信息的行为,同样也导致股价失真,同时也违反了《证券法》第63条的规定,故有学者认为该种场合也可能构成操纵证券市场,并非无据。参见梁上上:《论违规增持的私法救济》,载《法商研究》2019年第2期。

^[110] “蝶彩资产管理(上海)股份有限公司与中国证券监督管理委员会行政处罚纠纷上诉案”,北京市高级人民法院(2019)京行终2328号行政判决书。

些理论还存在适用范围过宽或过窄的问题。本文从金融市场微观结构角度出发，认为操纵证券市场可责难性的主要理由在于，该行为致使证券价格失真，降低了证券流动性，减损了证券市场的效率，因此称之为“市场效率减损说”。该说具有理论的统一性、便于遵守和执法，且不会造成适用范围过宽或过窄的问题。该理论除了能解释典型操纵证券市场行为（例如洗售和蛊惑交易）和金融市场基准操纵的可责任性，还能为“浑水式”做空交易以及短期套利交易的合法性提供理论支持，并且对于连续交易、频繁或大量下单并撤单、“兜底式增持”，及上市公司信息控制等行为的合法与否提供基本的判断依据。

Abstract: The key component of securities market manipulation is the objective behavior must be blameworthy. As for the reasons of blameworthiness, the four major theories, namely defrauding investor, disrupting market mechanism, abusing privilege position and depriving fair trading opportunity are persuasive to some extent, but they can not explain the illegality of financial benchmark manipulation and the legality of shares repurchases by listed corporations. Besides, these theories are over-included or under-included, e. g. they can not tell the differences between short-term arbitrage trading and short-swing manipulation. Whether some trading is manipulation action or not shall be judged by whether it makes price inaccurate and liquidity attenuated or not, namely makes the securities market inefficient or not, which is named the theory of reduced market efficiency (TRME). The TRME is inner unified, easy to be followed and enforced, and will not cause the problem of over-and-under inclusion. The theory can explain the blameworthiness of classic manipulation behavior and financial benchmark manipulation, besides it also can support the legality of muddy water style short selling and short-term arbitrage trading and provide theoretical basis for judging whether continuous trading, high frequent or large placing and withdrawing orders, profits guaranteed buying and information controlled behavior by listed corporations are illegal or not.

Key Words: securities market manipulation, theoretical basis, inaccurate price, attenuated liquidity, theory of reduced market efficiency

（责任编辑：李 敏 赵建蕊）

“参照”规则视角下的 证券虚假陈述侵权适用范围之辨

杨 婷 王 琦*

• 418 •

内容提要：近年来，我国证券虚假陈述侵权制度在适用中似有不断扩张的趋势，“参照”适用的主张被大量提出。但该制度的适用与“参照”适用范围的判断重点似不应完全落在涉案交易对象是否构成名义的“证券”上，而应重点考虑作为其制度特色的信赖推定规则。作为一种因果关系推定，信赖推定的规则设置需有充足的合理化理由。因此，对于目前尚未经合理论证、尚不明晰合理化基础的情形，不宜一概允许其“参照”适用信赖推定；但证券虚假陈述侵权制度中基于一般民法理论产生的其他规则或可予以“参照”。在此基础上，应对目前该制度的大量“参照”适用主张加以分析，合理界定该制度的适用与“参照”范围。

关键词：虚假陈述 信赖推定 因果关系 参照适用

一、“参照”适用引发的疑问

近期，我国关于证券欺诈民事责任制度的理论讨论及实践尝试如火如荼。这既有国家政策的指导作用，也有市场的引导作用。理论界和实务界需认识到，越是在这种背景下，越应当重视制度建设与适用的审慎，必要时暂予缓行，以充分识别操作过限，防止脱离初衷。

我国目前规则最完善、实务运作最成熟的证券欺诈民事责任制度是证券虚假陈述侵权制度。最初，最高人民法院（以下简称最高院）2003年《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（以下简称2003年《司法解释》）系以股票市场诱多型虚假陈述为“模板”制定。但近年来，该制度在司法适用中似有不断扩张的趋势。例如，在蝶彩资产等操

* 杨婷，北京市金杜律师事务所合伙人；王琦，北京市金杜律师事务所律师。

纵恒康医疗股票案中,法院系参照2003年《司法解释》认定蝶彩资产的操纵行为与投资者损失之间存在因果关系,进而支持索赔请求。^{〔1〕}再如,在中车金证诉保千里证券虚假陈述责任纠纷案中,中车金证系通过非公开发行认购方式买入涉案股票。法院虽认定中车金证不属于2003年《司法解释》规定的原告范围,但认为该司法解释中关于“三日一价”及损失计算等规定“亦可以参照适用”。^{〔2〕}此外,在立法层面,最高院于2022年初发布的新修订《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(以下简称新《司法解释》)第1条第2款规定:“按照国务院规定设立的区域性股权市场中发生的虚假陈述侵权民事赔偿案件,可以参照适用本规定。”最高院指出:“无论任何类型的证券,只要信息披露义务人实施了虚假陈述,均应适用新《司法解释》;除全国性证券交易场所之外,其他股权市场中发生的虚假陈述也可以参照适用新《司法解释》。”^{〔3〕}

本文认为,证券虚假陈述侵权制度的核心特色在于因果关系的推定,而“参照”适用意味着这种推定需被推广到其原适用范围之外,该等现象需要引起警觉,需对其适用界限加以辨析。在探讨证券虚假陈述侵权制度之适用或“参照”适用问题时,不应完全着眼于涉案交易对象是否构成名义的“证券”,而应重视作为其内核本质的因果关系推定规则,对因果关系推定的巨大威力保持警惕,适度、公允地对证券欺诈责任作出评价。

因此,面对目前证券虚假陈述侵权制度的大量“参照”适用主张,本文至少有三项追问:第一,证券虚假陈述侵权制度作为一种极为特殊的侵权制度,其本身是否可以或者适合被“参照”适用;第二,证券虚假陈述侵权制度由一整套规则组成,究竟其中哪些规则可以被“参照”,还是其全部规则均可被“参照”;第三,如可以“参照”,那么能够“参照”适用证券虚假陈述侵权制度的情形应具备哪些特点。对此,本文将从“信赖推定”这一核心特色制度入手,首先阐述证券虚假陈述侵权制度如何围绕信赖推定进行规则展开,其后将论述该制度适用范围的判断标准,最后将讨论该制度在若干具体场合下的适用性以及“参照”适用所面临的问题。

• 419 •

二、围绕“信赖推定”的制度理解

(一) 信赖推定与欺诈市场理论的合理化支撑

相较于一般性的侵权制度,证券虚假陈述侵权制度的最特殊之处在于因果关系推定。证券虚假陈述侵权制度的肇源系美国法中的欺诈侵权。侵权案件中,原告需证明两重因果关系,一是事实因果关系(大抵对应大陆法责任成立因果关系),二是法律因果关系(大抵对应大陆法责任范

〔1〕 参见《恒康医疗案一审判决原告胜诉“首恶”担责》,载 <http://www.isc.com.cn/html/zxxw/20200121/1743.html>,最后访问时间:2022年3月8日;系列案件示例裁判文书参见四川省高级人民法院(2020)川民终1532号民事判决书。除此之外,在G证券公司“乌龙指”民事赔偿案等其他非虚假陈述类型的案件中,也能见到“参照”适用证券虚假陈述侵权制度的影子;系列案件示例裁判文书参见上海市高级人民法院(2016)沪民终234号民事判决书(由本文作者及所在单位参与代理的诉讼案件本文均作匿名处理,下同)。

〔2〕 参见广东省高级人民法院(2019)粤民终2080号民事判决书。

〔3〕 参见林文学、付金联、周伦军:《〈关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定〉的理解与适用》,载《人民司法·应用》2022年第7期。

围因果关系)。^{〔4〕}其中,事实因果关系在虚假陈述欺诈中主要指原告对被告虚假陈述内容的合理信赖。^{〔5〕}

但在现代股票市场的“非面对面”交易中,普通投资者对被告虚假陈述的合理信赖难于举证。至1972年,美国联邦最高法院在 *Affiliated Ute Citizens v. United States* 案中对因果关系的认定作出了重大突破,确立了在虚假陈述具有重大性情况下的推定信赖规则。^{〔6〕}在其后1975年 *Blackie v. Barrack* 案中美国法院指出:“我们认为在非个人之间的股票交易背景下,没有直接信赖证据,只要购买人证明虚假陈述的重大性,因果关系就成立。重大性确立了某些市场交易者的购买行为是基于信赖,因此股价虚高时,只要有购买行为,被告的行为和原告损失之间的因果关系就形成了,完成了表面上的证明。”^{〔7〕}对于信赖推定的合理性,该案进一步解释道:“此处我们排除了原告需要承担证明信赖要件的要求,因为该举证责任既不合理也不存在关联性……他(原告的投资)一般依赖于股票价格合理的假设,不会预料到有人为操作抬高股价的情况,从而间接地依赖股价背后陈述的真实性。不论是否意识到,其支付的价格都反映了虚假陈述的重大性。”^{〔8〕}目前多数研究认为欺诈市场理论(FOMT)是在1988年 *Basic Inc. v. Levinson* 案中由美国联邦最高法院确认的,^{〔9〕}也有观点认为 *Blackie v. Barrack* 案就正式确立了欺诈市场理论,即:虚假陈述构成了对所有投资者的欺诈,所以原告只要证明当时的股价是受到虚假陈述影响之后的非正常价格,而其按照这种价格交易了股票,就可以构成对虚假陈述信息的合理信赖。^{〔10〕}

由此,在信赖推定规则确立之前,证券虚假陈述侵权的构成要件与“普通法欺诈侵权责任保持一致”^{〔11〕},并未自成一派。但在此之后,信赖推定一方面解决了原告主张权利的现实难点,另一方面也通过推定事实因果关系使得证券虚假陈述侵权独树一帜。该领域内常被述及的欺诈市场理论则是服务于信赖推定的理论,系以“有效市场”假说为基础对信赖推定“提供一个精进的理论解说”。^{〔12〕}因此,证券虚假陈述侵权制度的最大特点,或者说其制度内核,就是由欺诈市场理论提供合理化支持的事实因果关系推定。

(二) 围绕信赖推定的制度理解

承上分析,我国法律于证券虚假陈述侵权领域中也采“信赖推定”说并认可“欺诈市场理论”,故我们亦可尝试围绕信赖推定这一核心规则去理解目前我国的整套证券虚假陈述侵权制度。^{〔13〕}具

〔4〕 参见缪因知:《内幕交易民事责任制度的知易行难》,载《清华法学》2018年第1期;王泽鉴:《侵权行为》,北京大学出版社2014年版,183-184页。

〔5〕 “假如原告并没有信赖被告的虚假陈述,被告的行为与损害结果就没有实际联系(即,不存在事实上的因果关系),也就不存在诉讼。如果原告虽然听到被告的陈述,但对于陈述不屑一顾,因为他明知陈述的不实性或根本不相信被告,结果也一样。”〔美〕文森特·R·约翰逊:《美国侵权法》(第五版),赵秀文等译,中国人民大学出版社2017年版,第222页。

〔6〕 See *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128 (1972).

〔7〕 See *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891 (1975).

〔8〕 参见前引〔7〕。

〔9〕 See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

〔10〕 参见施天涛、周伦军主编:《美国证券欺诈经典案例:内幕交易与虚假陈述》,法律出版社2015年版,第217页。

〔11〕 耿利航:《欺诈市场理论反思》,载《法学研究》2020年第6期,第130页。

〔12〕 参见前引〔11〕,耿利航文,第130页;焦津洪:《“欺诈市场理论”研究》,载《中国法学》2003年第2期;陆思璇:《“欺诈市场理论”的三原色——金融、社会与法律三方面的分析》,载《中国证券期货》2020年第5期。

〔13〕 本节论述主要参考夏东霞、杨婷、王琦:《新〈虚假陈述司法解释〉解读之六:总结及未尽事宜探讨》,载“金杜研究院”微信公众号,2022年2月19日。

体而言,信赖推定属于“推定”的因果关系,故其需要构建“推定”所需的基础事实;^[14]同时,鉴于这种因果关系是拟制的(而不一定是客观存在的),所以也需要建立被告的反证规则。此外,作为欺诈侵权之一种,其亦需适用不涉及信赖推定的其他侵权规则。因此,围绕信赖推定这一核心理念,证券虚假陈述侵权中的具体制度可以理解为三种类型:(1)为构建完整信赖推定机制而设置的规则(信赖推定建立规则);^[15](2)为赋予被告反证权利和反证情形而设置的规则(信赖推定抗辩规则);(3)基于普遍民法和程序法理念或规则产生的其他规则。

在信赖推定建立规则方面,我国的2003年《司法解释》和新《司法解释》均大抵通过三类规则构建信赖推定所需的基础事实:一是虚假陈述重大性规则,二是虚假陈述期间规则,^[16]三是损失成立与认定规则。在信赖推定抗辩规则方面,我国同样采“可抗辩的推定”立场。^[17]从大的方面来看,由于我国制度同时推定事实和法律两重因果关系,故在两种因果关系方面均需赋予被告相应的抗辩情形。从小的方面来看,对事实因果关系(交易因果关系)的抗辩主要是推翻“推定”所需的基础要件,即:重大性抗辩、^[18]交易期间抗辩,以及触及交易因果关系本质的交易原因抗辩。对法律因果关系(损失因果关系)的抗辩主要是“纯化”虚假陈述对证券价格的影响、排除其他无关致损因素的抗辩,实践中常见情形为系统风险抗辩、非系统风险抗辩及其他因素抗辩。除此之外,我国的证券虚假陈述侵权制度还包括从民法和民事诉讼法一般原则、规则延展出的配套规则,大抵包括相关程序规则(如受理、管辖、集体诉讼制度等)、责任主体范围、归责原则、连带责任人的承责认定规则、诉讼时效规则等。

综合来看,上述具体安排构成了我国证券虚假陈述侵权的完整制度,其中最具特色并居于核心地位的系信赖推定建立规则与抗辩规则,其他配套规则或多或少都可从民法和诉讼法的基本原理中推演而来。尽管证券虚假陈述侵权制度不是完全按照“信赖推定→具体规则”的时间脉络发展起来的,但在进入信赖推定时代后,证券虚假陈述侵权中的主要制度确实具有紧密围绕信赖推定展开的特点。“信赖推定→具体规则”的思考逻辑可以协助我们更容易、更准确、更触及本质地理解和把握整套规则的精神核心以及具体规则之间的内在联系。且从本文作者的实务体会来看,照此逻辑进行整体制度理解,也更容易把握具体案件中的处理思路。

在此理解之下,可以厘出证券虚假陈述侵权制度的几个理解侧面:其一,证券虚假陈述侵权制度是以推定因果关系为根本特色的侵权责任制度;其二,相较于美式信赖推定和经典欺诈市场

[14] “《规定》参照了欺诈市场理论的思路,以‘推定信赖’的原则,确定投资损失与虚假陈述之间的因果关系存在与否。只要《规定》设定的有关基础事实得到证明,就可以推定该因果关系存在。”李国光主编:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》,人民法院出版社2015年第2版,第250页。

[15] 另需注意的是,我国证券虚假陈述侵权制度在借鉴美国经验的过程中未全盘照收,两者在因果关系推定方面的最大差异是我国允许推定事实和法律两重因果关系,而非仅推定事实因果关系。

[16] 参见前引[14],李国光主编书,第250-251页。

[17] “在证券欺诈案中采纳欺诈市场理论认定因果关系,并非将原告的‘合理信赖’这一连接虚假陈述行为与损害结果之间的要件完全取消,只是通过建立投资人信赖股票价格,进而信赖虚假陈述的一种推定,将举证负担由原告转之于被告。这种推定是可以抗辩的。”前引[14],李国光主编书,第250页。

[18] 重大性抗辩在我国制度中的地位可能略有存疑之处。按照新《司法解释》的规定以及最高院的解读,虚假陈述的重大性在新《司法解释》中似为侵权构成要件本身,而非“推定”所需基础要件,这是否符合信赖推定的原旨有待讨论。但基于体系化思考的方便,本文暂将其安置于此,并期待对此问题的进一步解释。参见前引[3],林文学、付金联、周伦军文;前引[13],夏东霞、杨婷、王琦文。

理论所要解决的问题，我国制度的推定范围更大，在适用范围的衡量上也需更加谨慎；其三，证券虚假陈述侵权中的具体制度，具有不同的来源、承担不同的功能，理论上也应具有不同的适用范围，相关制度不应一概而论、等同视之。

三、适用证券虚假陈述侵权制度的前提条件

（一）因果关系推定的特殊地位

现代侵权法以及证券法中部分民事责任制度是调整民商事争议中强弱平衡的重要阵地，因为私法同样需要“正视个人与社会的差异，认为法律应支援社会弱者，而牵制社会的强者，使之达于真正的平等”^{〔19〕}。侵权法实现这一目的的主要方式不外乎在侵权要件上为原告（潜在受害者）“减负”：或是降低甚至倒置、免除原告的证明责任，或是直接省略某一构成要件。除了运用较为广泛的过错推定、无过错责任制度在主观要件上的减负之外，侵权法也通过如替代责任、根据被告得利确认损失等方法在侵权行为和损害要件上为原告减负。但是，直接在因果关系上为原告减负的侵权制度则相对罕见，有学者称之为“被传统侵权法忽略的问题”^{〔20〕}。

根据我国学者的总结，我国侵权法可以适用因果关系推定（或从规范中可以解读出因果关系推定）的情形仅包括共同危险行为和原因力不明的侵权行为、雇主责任、高度危险责任、动物占有人责任以及环境侵权责任等。^{〔21〕}以上制度或是在因果关系客观上无法查明时对受害人的倾斜保护之举，或是替代责任下的产物，有其出现和存在的特殊性。而且，在因果关系推定规范最为明确、目前理论界讨论也最多的环境侵权领域，中外学界都对因果关系推定的合理化问题提出了大量理论解说，旨在赋予其足够的规则正当性。亦需关注的是，即使在法律已经明确设置因果关系推定规则的情况下，我国法院在司法实践中的评判尺度也显得极为谨慎。有研究表明，在《侵权责任法》实施后至2016年，我国法院对环境侵权诉讼的全部驳回率（未支持原告任何诉讼请求）高达66.66%，其中以因果关系不成立为由驳回的比例更高达68.51%。^{〔22〕}至2020年的研究，上述比例均有所下降，但支持原告全部诉讼请求的比例仍然仅有15%，且由于因果关系不成立而判决驳回的比例依然居高不下。^{〔23〕}这与目前我国证券虚假陈述诉讼中（同样有因果关系推定保护）的原被告胜诉率以及法院对因果关系认定的普遍态度存在较大区别。

以上情况至少说明两个问题：其一，在法律上设置侵权因果关系推定制度需要极强的合理性要求，依学者总结，这至少要根据经验法则达到较高的盖然性要求，同时也需有正当的规范目的。^{〔24〕}首先，盖然性要求意味着某一特定侵权情形下的被告行为与原告损害之间的联系需普遍

〔19〕 郑玉波：《民法总则》，中国政法大学出版社2003年版，第7页。

〔20〕 马栩生：《因果关系推定的基本法律问题》，载《武汉大学学报（哲学社会科学版）》2004年第4期，第528页。

〔21〕 参见叶名怡：《过错及因果关系推定与证明责任倒置——从事实到价值的思考》，载《北方法学》2007年第4期；周翠：《〈侵权责任法〉体系下的证明责任倒置与减轻规范——与德国法的比较》，载《中外法学》2010年第5期。

〔22〕 参见叶锋：《新司法解释视域下环境侵权责任因果关系的反思与重构——以120份民事判决书为分析样本》，载《法律适用》2016年第4期。

〔23〕 参见范兴龙：《民法典背景下环境侵权因果关系认定的完善》，载《法律适用》2020年第23期。

〔24〕 参见前引〔21〕，叶名怡文。

存在,而非仅在特定情形下才会发生。且需注意的,这种“普遍”的广泛程度也需具备较高的要求,否则举证责任的公允分配可以通过个案处理,而无需上升为制度层面对某类侵权的普适性推定要求。其次,所谓“正当规范目的”也是有限度的,一般而言指法律需要惩治高度危险行为、威慑某种涉众侵权、解决现实的证明困难或实现特定弱势群体保护等情况。其二,即使在法律规定可以推定因果关系的情况下,也并不意味着法院必须将举证责任全部加诸被告,而是需要在“推定”基础事实成立的情况下,综合考量双方的证据情况,以“被告行为是否使损害结果发生的盖然性增加”等标准判断因果关系是否成立。^[25]因此,因果关系推定不等于法院无需实质考虑因果关系问题,这也恰恰说明了因果关系在侵权要件中“无法省略”的重要地位。

(二) 证券虚假陈述侵权制度适用范围的判断条件

如上分析,因果关系推定规则的设置需要极高的正当化基础,所以因果关系推定规则亦应当根据其特有的正当化基础“专事专用、专人专用”;否则,就会出现未经正当化论证而径行适用因果关系推定的不合理情况。因此,对证券虚假陈述侵权制度适用范围的分析,亦需考虑该侵权类型下的因果关系推定系为解决哪些“专人、专事”问题而设置。只有满足这些“专人、专事”的情况范围,才应当是该制度理论上的直接适用范围。

从美国以欺诈市场理论支持的信赖推定规则设置缘由来看,其正当规范目的主要是解决普通中小投资者对交易因果关系的证明困难,且需加上中小投资者保护,威慑和惩治证券市场虚假陈述行为等目的。但从技术角度来看,解决特定市场、特定人群的证明困难仍应是最重要的理由。在盖然性要求上,欺诈市场理论支持下信赖推定规则的推理逻辑应是:其以半强有效市场中的证券价格为连结点,认为该等市场中的重大虚假陈述有高度可能会影响证券价格,而投资者在作出投资决策时又有高度可能性会参考证券价格、受其影响,故认为重大虚假陈述和原告的投资决策之间具有交易因果关系。因此,在盖然性要求方面,信赖推定的适用还需满足两个预设前提:一是涉案虚假陈述需满足重大性要求,二是涉案证券需在半强有效市场中发行和交易。

进一步而言,美国欺诈市场理论支持下的信赖推定规则只考虑了交易因果关系的推定。在1981年Huddleston v. Herman & Maclean案^[26]中,美国法院强调了交易因果关系和损失因果关系的区分,并明确将损失因果关系的举证责任施于原告。^[27]至1995年《私人证券诉讼改革法》(PSLRA)之后,其针对证券欺诈发行案件采损失因果关系举证责任倒置的规则,但在持续信息披露阶段的证券交易中发生的欺诈诉讼,则明确要求由原告证明损失因果关系。^[28]在后续发生的Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo案^[29]和Halliburton Co. v. Erica P. John Fund Inc.案^[30]中,美国法院再次强调了交易和损失因果关系的不同,并指出推定损失因果关系不符

[25] 参见施理:《环境侵权诉讼中因果关系推定的适用》,载《法律适用》2015年第3期。

[26] Huddleston v. Herman & Maclean, 640 F.2d 534 (1981).

[27] 法院认为,对虚假陈述的信赖和损失因果关系是不同的问题,对虚假陈述的信赖意味着如果投资者知悉虚假陈述就不会做出涉案投资行为,而损失因果关系则要求对投资行为作进一步分析,“即使投资者不会这样投资,虚假陈述行为还能否是造成损失的原因”。参见龙非:《美国证券欺诈案件中“损失因果关系”的证明责任》,载《证券法律评论》2020年卷,中国法制出版社2020年版,第382页。

[28] 参见前引[27],龙非文,第374页。

[29] Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336 (2005).

[30] Halliburton Co. v. Erica P. John Fund Inc., 134 S.Ct. 2398 (2014).

合法律规定。与之不同的是，我国的证券虚假陈述侵权制度可以对交易和损失因果关系予以双重推定，但对于损失因果关系的推定似没有单独的正当化理由。本文认为，虽然我国采取损失因果关系推定的态度几成定论，但在制度适用中，仍需考虑到该等推定可能存在的正当化理由尚不充足之处。尤其是在新《司法解释》已明确区分交易和损失因果关系的情况下，^[31] 在“推定”中如何采取一定的区分态度亦显得必要。

综上，如果我们更侧重于理解证券虚假陈述侵权制度系一类可以适用因果关系推定的侵权制度，那么其直接适用范围应当与目前经过正当化论证后、法律允许推定因果关系的范围相同。也即，能够完整适用证券虚假陈述侵权制度的前提条件应包括：（1）虚假陈述具备重大性；（2）涉案证券上市交易所处的市场具备有效市场假说的要求，证券价格能够反映虚假陈述信息；（3）原告的交易与信赖虚假陈述之间具备足够的盖然性要求，且原告属于在因果关系上确有举证困难的群体，需要采取推定规则予以倾斜保护。

四、直接适用与“参照”适用的若干讨论

（一）基本判断原则

综合以上论述，本文对题述问题提出的判断原则是：（1）符合前述三项（因果关系推定之正当化理由的）前提条件的，可以完整适用证券虚假陈述侵权的制度规则；（2）不符合虚假陈述重大性条件的，理论上不能适用与因果关系推定有关的规则；（3）不符合有效市场条件的，亦不能适用与因果关系推定有关的规则，但可以基于个案情况“参照”适用依托民法基本理念设置的配套规则；（4）原告信赖虚假陈述在某类情形下的盖然性整体不足，或原告对于因果关系的举证没有与普通投资者相等同的现实困难的，不能适用因果关系推定规则，但可以基于涉案证券的性质以及个案情况“参照”适用与损失认定有关的规则以及依托侵权法基本理念设置的配套规则。

本文考虑以上方案的根本出发点是，现行制度中的因果关系推定规则已经历了正当化论证，其正当化基础系基于特定情形（即前述三项前提条件）而存在。因此，因果关系推定本身只能在这一特定情形中“适用”，而不应未加论证地“参照”至其他情形。同时，对于没有经过因果关系推定之正当化论证的情形，原告不能“参照”因果关系推定规则，但不意味着原告会因此得不到救济。此时，可以视情况“参照”除因果关系推定之外的其他规则，以达到参引目的。基于以上基本判断原则，本文将框架性讨论几种目前已在实践中发生的情形对证券虚假陈述侵权制度的适用性。

（二）基于原告身份的不同情形

原告的身份区分，在目前司法实践中主要讨论的是“机构投资者”与“普通投资者”问题。我国法院在早期并不认为应对机构投资者和普通投资者采取相同的标准判断其对虚假陈述的合理信赖程度。在 D 基金公司诉 Y 上市公司案中，法院援引《证券投资基金法》的规定认为应当对

^[31] 参见夏东霞、杨婷、王琦、范晓：《新〈虚假陈述司法解释〉解读之三：关于虚假陈述侵权行为及因果关系认定》，载“金杜研究院”微信公众号，2022年1月28日。

基金管理人适用高于普通投资者的标准进行判断,并指出D基金公司“是否依照基金契约的规定,运用其专业知识和技能,严格履行投资决策程序,是判断(其)能否合理信赖(上市公司)虚假陈述的关键”。最终,法院认为D基金公司“未能合理运用自身专业知识和专业技能”对涉案股票投资价值作出判断,“实际决策过程中存在不周全和瑕疵之处”,也并未按照基金合同履行投资决策程序,投资涉案股票具有重大不合理性,因此以因果关系不成立为由驳回了D基金公司的全部诉讼请求。^[32]至2019年,我国法院在Y投资公司诉X上市公司案中亦认为专业投资机构与普通投资者在适用信赖推定规则时应存在区别,且明确指出:“不能仅凭(专业投资机构)买入受虚假陈述影响的股票即认定其投资损失与虚假陈述存在因果关系,应分析辨别其投资损失是受虚假陈述影响还是其他因素导致。”^[33]

但在近期,我国法院对待机构投资者的态度似发生了转向。无论是在W债券案^[34]还是前述中车金证案中,法院都不支持在信赖推定问题上区分对待机构投资者与普通投资者(当然,在中车金证案中,法院以中车金证系保千里非公开发行股票认购人的原因仍然认定应由其承担交易因果关系的举证责任)。^[35]在近期发生的一些案件中,已有包括公募基金公司在内的不少典型机构投资者起诉主张索赔,故对其能否适用信赖推定规则的问题,也必将成为这部分案件的诉辩焦点之一。

以本文观点,要判断机构投资者是否应适用信赖推定规则,除了目前已讨论的“是否与普通投资者尽同等注意义务”之外,也要回溯到设置信赖推定的合理化理由,即机构投资者在普遍意义上是否具有与普通投资者相等同的举证困难。在此意义上,目前实践中讨论的“机构投资者”概念或许还不十分严谨,^[36]“专业投资者”和“非专业投资者”的概念或许更加适合该问题的讨论。专业投资者“通常指具有专业知识、技能和投资经验或者拥有高额财富,具备自我保护能力而无须证券法专门保护的投资者”^[37]。研究表明,专业投资者的投资情绪能够明显影响、引领普通投资者,且其投资行为对于被投公司的公司治理和信息披露本身也具备促进作用。^[38]故如部分学者所言,专业投资者正是基于其收集和分析的证券市场信息而非单纯的证券价格开展交易,是“价格的制造者、调整者,而非被动接受者,可谓有效市场假说的真正的基石。所以专业投资者并不理所当然地完全适用欺诈市场理论的保护”^[39]。

[32] 参见宁夏回族自治区高级人民法院(2007)宁民商终字第74号民事判决书。

[33] 浙江省高级人民法院(2019)浙民终1414号民事判决书。

[34] 系列案件示例裁判文书参见浙江省高级人民法院(2021)浙民终436号民事判决书。

[35] 中车金证案中法院指出:“无论是机构投资者,还是普通投资者,在证券交易中的身份均是投资者。投资者是否应负有更高注意义务,不应因其身份有所差别,而应根据交易市场和交易方式来确定。”参见广东省高级人民法院(2019)粤民终2080号民事判决书。

[36] 在W债券案的代表人诉讼中,法院系按照自然人与非自然人投资者对案件进行划分,将所有非自然人投资者划为一案。但本文认为非自然人投资者并不一定代表其系专业投资者,有可能只是以法人名义进行的投资;反之亦然,自然人投资者也未必不属于专业投资者。

[37] 洪艳蓉:《从雷曼迷你债券案看香港证券业专业投资者制度》,载《金融服务法评论》第1卷,法律出版社2010年版,第116页。

[38] 参见刘维奇、刘新新:《个人和机构投资者情绪与股票收益——基于上证A股市场研究》,载《管理科学学报》2014年第3期;谭劲松、林雨晨:《机构投资者对信息披露的治理效应——基于对机构调研行为的证据》,载《南开管理评论》2016年第5期。

[39] 缪因知:《证券虚假陈述与投资者损失因果关系否定的司法路径》,载《证券法苑》第30卷,法律出版社2020年版,第92页。

从这一角度观察，基于专业投资者超越非专业投资者的能力、资金量以及在证券市场中的“话语权”，其作出的投资决策多数应存在较为严谨且满足一定标准的论证过程。故对这部分投资者而言，不宜认为其在证明是否信赖虚假陈述的问题上与非专业投资者具备同样的举证困难情境。事实上，无论在D基金公司案还是中车金证案中，原告也确实具备对信赖要件的举证能力，客观上向法院举示了与投资决策有关的证据。在此情况下，要求专业投资者证明自身合理地相信了虚假陈述信息，并基于对该信息的分析和信赖作出投资者决策不应十分困难。因此，在专业投资者并非普遍存在举证困境的前提下，不宜同样允许其直接适用信赖推定规则。

另外，不允许专业投资者直接适用信赖推定还有更深层次的意义。首先，专业投资者自身也有自己的投资者。法律要求或合同约定专业投资者需履行必要的程序、审慎作出投资判断，也系保护投资者之举。故不允许专业投资者适用信赖推定，也是倒逼其重视投资的研究和决策过程、尽到法律要求的勤勉尽责义务，这最终会使其投资者受益。其次，实证研究表明，专业投资者的决策机制越完善、法律对其勤勉程度的要求越高，其对持股公司的绩效越能起到改善作用。^{〔40〕}故不允许对专业投资者直接推定信赖，其自我保护机制也会对提升上市公司表现、净化资本市场起到推动作用。总之，如果对专业投资者还轻易推定信赖、使其失败的投资能够轻易获偿，则不利于鼓励谨慎投资，更会消减专业投资者对于资本市场整体的内在价值。

（三）基于原告交易方式的不同情形

除了证券虚假陈述侵权制度重在保护的场内集中竞价交易之外，目前实务中讨论最多的、基于交易方式的制度适用性场景主要有两类：一是大宗交易和协议转让，二是非公开发行认购。本文认为：上述情形下的讨论主要应集中于相应场景之下原告信赖虚假陈述的盖然性程度以及原告是否具备充分的举证困境；不区分交易方式而一概适用信赖推定的主张似并不公允，需进一步考虑。

1. 大宗交易与协议转让

2003年《司法解释》规定，“在国家批准设立的证券市场上通过协议转让方式进行的交易”不适用该司法解释，上述情形既包括大宗交易也包括协议转让。^{〔41〕} 最高法院认为，2003年《司法解释》调整的虚假陈述侵权所面向的是不特定对象，而大宗和协议转让则通过“一对一”方式进行，如果一方权益受到侵害，可以单独向对方提起违约或侵权之诉，无需适用2003年《司法解释》。^{〔42〕} 现新《司法解释》将该条规定予以删除。最高法院的倾向意见是“原解释将证券类型限定为股票、将大宗交易和协议转让排除在适用范围之外的做法，难以满足审判实践的需要”，认为新《司法解释》的适用范围不受到交易方式的影响。^{〔43〕} 本文认为，最高法院在2003年《司法解释》项下的态度具备合理性。从信赖推定设置的合理化理由角度，应当考虑到大宗交易和协议转让的特殊性。

〔40〕 参见张涤新、李忠海：《机构投资者对其持股公司绩效的影响研究——基于机构投资者自我保护的视角》，载《管理科学学报》2017年第5期。

〔41〕 据本文观察，在新《司法解释》出台前夕，法院仍在严格按照2003年《司法解释》的要求将大宗交易和协议转让排除在适用范围之外。参见成都市中级人民法院（2020）川01民初5885号民事判决书。

〔42〕 参见前引〔14〕，李国光主编书，第114-115页。

〔43〕 参见前引〔3〕，林文学、付金联、周伦军文。

首先,如最高院对2003年《司法解释》的解说所述,大宗交易与协议转让实质上是“一对一”交易模式,且其定价规则亦不同于场内竞价交易,交易双方存在一定的协商自主定价空间,定价结果受公开披露文件的影响要相对较小。^[44]其次,很多大宗交易和协议转让都具有特定的交易目的,而不完全是为了投资获利。目前上市公司的控制权转让以及具有特定交易背景和持股调整安排的交易等,相当一部分都是通过大宗交易和协议转让进行。尤其是在目前我国对于大额股份权益变动的监管规则之下,很多大股东、特定股东的增持股票或减持套现也会选择大宗交易。此类交易者不仅自身即可能知悉虚假陈述是否存在,且其需要在提前披露的增减持计划之下开展具体交易,也会根据其自身掌握的信息进行择机交易。^[45]因此,这不仅更进一步地降低了交易者信赖虚假陈述的盖然性程度,也无法说明其与普通投资者具备等同的举证困境。此时,如果仍对其适用信赖推定规则,则反而可能出现被告的举证困难(例如被告无法调查交易者对虚假陈述真实的知悉情况、无法知悉其真实的交易目的等),这与信赖推定的设置初衷恰恰相反。

2. 非公开发行认购

在前述中车金证案中,法院针对非公开发行认购问题主要提出了两项观点:一是2003年《司法解释》项下的信赖推定适用于受到虚假陈述侵害的不特定投资者,而非公开发行认购属于“面对面”交易,故不是2003年《司法解释》的适用对象。二是虽然非公开发行认购者应就其交易因果关系负有举证责任,但由于涉案虚假陈述属于“应披未披”,“投资者难以就该消极事实对交易的影响进行举证,故只要投资者证明违法行为客观存在,就可推定交易因果关系成立”^[46]。也即,尽管法院认为对非公开发行认购人不应该适用信赖推定,但在实际判断中仍然根据案件情况推定了交易因果关系。在新《司法解释》出台之后,相当一部分评论认为其已对2003年《司法解释》的规定作出了修改,非公开发行认购已不再属于排除适用的范围。其中,很多评论认为非公开发行认购不应当适用新《司法解释》。^[47]

从本文的讨论框架出发,非公开发行中认购人信赖虚假陈述的盖然性程度是要明显低于普通场内竞价交易的,推定信赖在此场合下很难说具备普遍意义上的正当化基础。其一,根据现有监管规则,非公开发行过程中具有实质意义和内容的信息披露文件主要是非公开发行预案;在披露时点上,该文件需与董事会决议同时发布。^[48]但在董事会会议之前,非公开发行的对象在有些情况下已经被提前确定,即认购人在非公开发行预案公开披露之前已经作出了投资决策。此时,确实难以推定认购者的交易因果关系成立。而且,在上市公司非公开发行股票整个信息披露过

• 427 •

[44] 实证研究也表明,我国大宗交易的价格发现功能要弱于场内竞价交易,即大宗交易价格不如场内交易价格“(如收盘价)更能及时反映市场信息、更能揭示真实价格”。参见陈磊、李平、廖静池、许香存:《大宗交易的价格发现功能——来自沪深股市的经验证据》,载《证券市场导报》2013年7月号。

[45] 参见唐齐鸣、赵传玺、赵袁军:《减持新规对大宗交易市场筛选股票能力的影响——基于双重差分模型的实证检验》,载《证券市场导报》2018年12月号;林振兴、屈文洲:《大股东减持定价与择机——基于沪深股市大宗交易的实证研究》,载《证券市场导报》2010年10月号。

[46] 广东省高级人民法院(2019)粤民终2080号民事判决书。

[47] 参见龙非:《〈证券虚假陈述若干规定〉评论之一:非公开发行适用新司法解释吗?》,载“读律者”微信公众号,2022年1月28日;雷继平、王巍、兰朝晖:《系列解读之三:〈新虚假陈述司法解释〉是否适用于证券非公开发行等特殊情形?》,载“雷继平法律订阅”微信公众号,2022年1月25日。

[48] 参见前引[47],龙非文。

程中，上市公司集中提及近年主要财务指标的信息披露文件是发行已结束时披露的《上市公告书》，此时，该文件的披露更显得与投资人的交易决策相去较远，难以建立起实质意义上的交易因果关系。其二，如前所述，目前信赖推定中的盖然性标准主要以欺诈市场理论之下的证券价格为纽带建立。但无论是对董事会决议之前已确定全部发行对象的锁价发行还是在董事会决议前尚未确定全部发行对象的竞价发行而言，^{〔49〕}其发行价格的确定都具有相当的自由度。尤其是在竞价发行过程中，公司还需向意向投资者、前20大股东以及特定金融机构询价。^{〔50〕}换言之，在非公开发行认购过程中，认购者是实质参与定价过程的，其并非只是被动地依据证券价格作出投资判断。因此，或许一段时期内的证券价格确实会成为认购者的参考，但这一场合下的证券价格并不必然体现了虚假陈述信息，^{〔51〕}且此时的证券价格并不是认购者作出投资判断的唯一依据，当然也无法按照推定的标准构成认购者信赖虚假陈述的表面证据。其三，对于战略合作、战略投资以及发行股份购买资产等情形而言，认购者受虚假陈述诱导作为交易原因的盖然性还会进一步降低。

因此，从上述角度来看，非公开发行认购者信赖虚假陈述的盖然性程度在整体上低于普通场内竞价交易者。加之，基于非公开发行认购者的主体特殊性，其对于交易因果关系的举证能力与普通场内竞价交易者也存在较大差异。故非公开发行认购者信赖虚假陈述的普遍盖然性程度以及举证能力似不能达到目前设立信赖推定的合理化论证水平，不宜允许一概对其适用信赖推定规则。

（四）基于发行和交易市场的不同情形

目前实务中对题述问题的讨论有相当一部分集中于债券市场对证券虚假陈述侵权制度的适用性问题。目前的研究普遍认为，我国除了沪深交易所的主板、创业板、科创板股票市场可以认为属于“半强有效市场”之外，^{〔52〕}其他的证券交易市场是否满足有效市场条件均有待论证。但无论是新近的司法判例还是新《司法解释》的修改精神均认为，债券市场中发生的证券虚假陈述救济也适用包括信赖推定在内的证券虚假陈述侵权制度。由此，在是否满足有效市场条件高度存疑的情况下，这样的结论是否合理，值得深入考虑。

其一，从市场有效性角度考虑，债券市场确有其特殊性。根据中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中央结算公司”）的分类，我国的“债券”可分为8个大类、20个小类，目前实务中常讨论的企业信用债券分为8个小类。^{〔53〕}在关于市场有效性的研究中，理论界又通常会根

〔49〕 参见前引〔47〕，雷继平、王巍、兰朝晖文。

〔50〕 中国证监会《上市公司非公开发行股票实施细则》第23条规定：“认购邀请书发送对象的名单由上市公司及保荐人共同确定。认购邀请书发送对象的名单除应当包含董事会决议公告后已经提交认购意向书的投资者、公司前20名股东外，还应当包含符合《证券发行与承销管理办法》规定条件的下列询价对象：（一）不少于20家证券投资基金管理公司；（二）不少于10家证券公司；（三）不少于5家保险机构投资者。”

〔51〕 如在锁价发行中，发行价格可以按照不低于董事会决议公告日、股东大会决议公告日、发行期首日的八折确定，此时市场未必来得及消化可能同期披露的非公开发行预案中的信息。

〔52〕 “有效市场由弱至强分为三个层次：弱有效市场，即证券价格充分反映历史信息；半强有效市场，即证券价格充分反映公开信息；强有效市场，即证券价格充分反映公开和内幕信息。”由于弱有效市场不能充分反映当下的信息，而强有效市场可以甄别出虚假陈述信息，故理论上这两种市场中的证券价格都不含有虚假陈述的因素，而只有半强有效市场才适用欺诈市场理论。参见徐文鸣：《注册制背景下债市虚假陈述司法裁判的金融逻辑——以五洋债代表人诉讼为例》，载《证券市场导报》2021年5月号。

〔53〕 参见中债研发中心：《中国债券市场概览（2020年版）》，载 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/zzfx/nb/20210402/156808636.shtml>，最后访问时间：2022年3月29日。

据沪深交易所市场和银行间市场进行分类。尽管现有研究指出,以价格延迟衡量为标准来看,基于交易方式的不同,沪市的市場有效性较好,深市的价格反映有所延迟,而银行间市场的债券价格反映则比较迟钝,^[54]但上述有效性论述也仅是“相对而言”。直到目前,关于我国债券市场是否达到“半强有效市场”的程度,理论研究众说纷纭,尚未见相对权威的结论。^[55]不过,一个可以预见的定性结果是,债券市场的有效性应当与股票市场存在普遍性差异。故以股票市场为原型、以半强有效市场作为假设的欺诈市场理论所支撑的信赖推定规则,在债券市场中很难不加论证地当然适用。

其二,从投资者信赖虚假陈述的盖然性角度,信赖推定规则在债券虚假陈述中的适用性也宜作缓进论证。美国学者指出,相较于股票持有人,债券持有人“在面临债券欺诈时没有那么脆弱”^[56]。在对股债两种证券的估值中,股票持有人更侧重于对公司盈利及未来的评估,而债券持有人则享有收取本金和利息的合同权利,这种权利不会因为公司在一段时期内的盈利规模发生改变,故只有在“改变投资者对债券发行人能否完成利息支付和到期返还本金的评估时,新的信息才应当会影响债券的估值”^[57]。换言之,只要虚假陈述没有影响到市场对于债券违约风险、信用风险的评估,债券价格不应当视为受到虚假陈述影响。^[58]根据我国学者的研究,从W债券案中的债券价格走势来看,发行人关于募集资金使用管理不规范、募集说明书部分存在虚假记载等信息被揭露之后,“15W债”价格没有受到明显影响。至虚假陈述进一步揭露、评级机构下调评级、信用风险已经暴露时,债券价格才出现长期停牌之后的“腰斩”,但在信用风险进一步释放之后,债券价格又进入回升趋势。^[59]以上情况表明,债券投资者因为虚假陈述而改变投资判断的意愿并非足够强烈,对发行人违约风险的预估或许才是改变投资判断的关键因素。但即使是对于违约风险而言,我国的债券市场价格也未必能够予以充分反映。有实证研究指出,尽管我国债券市场中的成交价格与违约风险之间存在一定的关联性,但其关联程度、预警效果也受到债券流通性的影响,对于流动性较差、偿付能力不足的债券而言,其成交价格对违约风险的反映程度要相对更低。^[60]

承前述,在经典欺诈市场理论支撑下的信赖推定正当化论述中,对投资者信赖虚假陈述的盖然性论证主要依托于虚假陈述重大性和有效市场假说两个维度。然而在债券市场中,半强有效市

[54] 参见施一宁、李志冰、张海云:《债券市场价格效率研究》,载 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/zyzb/yjbg/list.shtml>,最后访问时间:2022年3月29日。

[55] 相关讨论包括樊健:《我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题》,载《中外法学》2016年第6期;高强、邹恒甫:《企业债券与公司债券的信息有效性实证研究》,载《金融研究》2010年第7期;张心瑜:《公司债券虚假陈述纠纷交易因果关系研究》,华东政法大学2020年硕士学位论文;刘梦堂:《我国公司债市场的有效性研究》,南京大学2018年硕士学位论文等。

[56] Jonathan Macey, Geoffrey Miller, Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud on the Market Theory, 42 *Stanford Law Review* 1059, 1085 (1990).

[57] [美]詹姆斯·J·帕克:《债券持有人与证券集团诉讼》,应元中、蔡卓瞳译校,载《证券法苑》第29卷,法律出版社2020年版,第6-10页。

[58] See Simon Kwan, Firm-Specific Information and the Correlation Between Individual Stocks and Bonds, 40 *Journal of Financial Economics* 63, 63 (1996).

[59] 参见前引[52],徐文鸣文。

[60] 参见袁海霞、彭月柳婷、王晨:《债券价格对信用风险预警有效性的实证研究》,载《债券》2022年第2期。

场的假定预设高度存疑，虚假陈述重大性与可能实质影响债券投资者判断的违约风险之间也并非完全重合。虽然最高院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》中对债券虚假陈述中的“重大性”以“发行人财务业务信息等与其偿付能力相关的重要内容”为标准作出了新的定义，但新《司法解释》仍以对于信息披露义务人的法定信息披露要求作为认定重大性的关键因素。因此，目前设置信赖推定规则的合理化理由似难与债券市场虚假陈述的情况完全适配，故是否仍应将其推广至债券市场，需再作深入思量。

其三，从原告举证的困难程度来看，债券市场投资者显著区别于股票市场投资者，且两市场之间的交易方式也有明显不同。根据中央结算公司的报告，按照我国的债券投资者适当性管理制度，我国银行间债券市场中的投资者均为机构投资者，交易所债券投资者分为合格投资者和公众投资者。^{〔61〕}其中，银行间债券的“交易达成主要通过交易双方自主谈判、逐笔成交”，主要包括询价交易、点击成交和请求报价三种；^{〔62〕}交易所债券的交易方式中虽然也包含竞价撮合成交，但大宗交易（协议交易或盘后定价）的门槛不高，且普通投资者不能参与固定收益平台的交易。另需注意的是，目前“银行间市场是中国债券市场的主体，债券存量接近全市场的90%”^{〔63〕}。换言之，我国债券市场整体上呈现一种绝大部分由机构投资者参与、由投资者双边议价、以大宗交易为主的市场样貌。这种整体样貌不仅与最高院2003年《司法解释》中“救济不特定主体”的初衷有较大差别，且原告的举证难度也不如股票市场中的竞价交易者。因此，如果我们认为一类市场中的投资者普遍不存在同等程度的举证困难问题，那么仍然要对其适用信赖推定的合理性，似需作出进一步说明。

由此，基于前述分析框架，本文不支持未加专门论证地对我国债券市场虚假陈述案件适用信赖推定规则。且诚如我国学者的建议，债券虚假陈述中的损失界定与损失因果关系的判断也需作单独考虑。^{〔64〕}换言之，除了现行规则中基于一般民法理论建立的规则之外，本文不建议在债券虚假陈述案件中简单地“参照”适用有关因果关系推定的全部规则，而是认为债券虚假陈述需另立适合的评判体系。

当然，美国学者也指出，美国的司法实践中正有越来越多的债券持有人参与因证券欺诈引发的集团诉讼，^{〔65〕}这不仅符合很多公司治理学说的倡导，而且基于公司股东与债权人之间可能存在的利益冲突，债券持有人集团也会对证券欺诈的司法处理带来不同视角。但是，美国的研究结果和法院判例同样对债券市场的有效性判断感到困难。在著名的AIG案件中，法院经过Cammer测试的“五要件”判断后认为“原告没有提供足够的证据证明AIG债券在公开、发达且有效的

〔61〕 银行间债券市场中的机构投资者包括人民银行、财政部等特殊结算成员、商业银行、非银行金融机构、证券公司、保险机构、基金公司、非金融机构、非法人机构投资者、境外机构投资者等。以上海证券交易所为例，其合格投资者包括证券公司、基金管理公司及其子公司、期货公司、商业银行、保险公司、信托公司、财务公司等金融机构，证券公司资产管理产品等非法人机构投资者，QFII和RQFII等境外机构，净资产不低于人民币2000万元的企事业单位法人、合伙企业，名下金融资产日均不低于人民币500万元的个人投资者等。参见前引〔53〕，中债研发中心文。

〔62〕 参见前引〔53〕，中债研发中心文。

〔63〕 前引〔53〕，中债研发中心文。

〔64〕 参见冯果、张阳：《证券侵权民事赔偿标准确立的内在机理与体系建构》，载《证券法苑》第25卷，法律出版社2018年版，第124-126页。

〔65〕 参见前引〔57〕，詹姆斯·J·帕克文，第6-10页。

市场中交易”；尽管上诉法院对一审的集团诉讼裁定作出改判，但没有明确否认一审关于信赖推定的结论。^{〔66〕} 该案引发了不少理论反思，这些讨论大多指向了信赖推定目前的支撑基础，也即欺诈市场理论本身。美国学者认为，债券市场的有效性确实普遍达不到标准，现有的欺诈市场理论假设需要得到修正后方能继续适用。鉴于债券投资者的决策与债券的信用风险高度关联，可以考虑将“欺诈市场”转向为“欺诈信用评级”，以投资者对评级结果的信任作为连结点构建债券市场中的信赖推定。^{〔67〕} 本文认为这种主张确实具备一定的合理性，其充分关注了影响债券投资决策的普遍原因并且给出了解释方案。但无论如何，想要设置一项完善的因果关系推定规则，似还需要更加充分的合理理由。

五、结 论

基于以上，本文拟讨论一种对于证券虚假陈述侵权制度之适用范围和“参照”范围的判断框架。本文的基本观点和分析逻辑是，证券虚假陈述侵权制度的核心和特色在于信赖推定，以其为核心，整套制度可以分为信赖推定建立规则、信赖推定抗辩规则以及基于一般民法理念设置的其他配套规则。信赖推定作为一种因果关系推定，其规则设立需要足够充分的合理化论证，故应以具备这些合理化基础的情形作为证券虚假陈述侵权制度的直接适用范围；对于欠缺合理化基础的情形，信赖推定规则不应未加充分论证地“参照”适用。基于构建信赖推定的合理化基础，对于第四部分所讨论的情形，本文均不建议在目前的条件下直接适用或简单“参照”信赖推定规则，当然，这些情形仍可“参照”适用其他配套规则。这一主张并不意味着本文认为这些情形下的证券投资者无需保护，而是认为这些情形之下的因果关系推定制度尚缺乏足够的合理化论证，不宜迫切地上升为普遍规则。如果法院在具体情形中认为仍有必要对原告施以倾斜保护，可以通过调节个案中的举证责任分配来实现目的。^{〔68〕}

• 431 •

最后，本文认为，我国现行的证券虚假陈述侵权制度虽冠以“证券”之名，但其运用范围的判断重点不应仅在于“证券”二字，而在于各界对于其信赖推定的制度内核采取怎样的态度。由于信赖推定的威力实在太过巨大，近年实务中以“证券虚假陈述”之名起诉的案件已是汹涌而来，这其中也裹挟了一些如纯属债券违约、主动购买“垃圾债”、因明确的商业安排购股等情况

〔66〕 目前美国诸多法院延续和发展 Cammer v. Bloom 案中的测试方法（Cammer 测试）。Cammer 测试的“五要件”为：（1）具备足够规模的周交易量；（2）存在大量分析师跟踪分析公司股票；（3）存在能够对公司新闻迅速反应的做市商和套利者；（4）公司能够对其公开发行股票提供 S-3 注册表；（5）表明公司披露预期之外事件与股价反应之间有因果关系的经验事实。在此后的判例中，美国法院在此基础上又增加了新的考量要素，大致形成了经营要件（operational factors）和价格影响要件（price-related factors）两方面的判断因素。参见前引〔55〕，张心瑜文，第 31-32 页。

〔67〕 参见前引〔57〕，詹姆斯·J·帕克文，第 49-51 页。

〔68〕 对此问题，本文赞同中车金证案中法院的部分观点。该案中，法院在认定涉案情形不适用 2003 年《司法解释》的前提下，认为“特定投资者作为被侵权人应举证证明其投资决定与信息披露义务人的虚假陈述行为之间存在因果关系”；当然，在原告已经完成证明义务后，则举证责任发生转移，由被告反证推翻原告的合理信赖主张。不过如前所述，该案中法院以涉案虚假陈述属于消极虚假陈述为由，仍然认定“只要投资者证明违法行为客观存在，就可推定交易因果关系成立”。但实际上，从判决书所载情况来看，中车金证已经提交了参加涉案非公开发行的《可行性报告》等证据，如果要对原告的证明效果作进一步分析也具备事实基础。未来，法院可以将举证责任的分配更加细化地处理，根据个案情况将因果关系证明问题划分为子问题，向双方公允分配证明责任。

下的案件。理论上讲，类似这种案件确实缺乏适用信赖推定保护的正当性，但在“证券”二字的包装下，这些情形对于其所涉案件的法律适用准据都有一定的蒙蔽作用。故面临愈加复杂化的现实局面，如果我们不以信赖推定为基础思考问题，而仅以“证券”二字为侧重点思考问题，那么不仅在理论思索上难以成立，或许在未来也要考虑如何纠偏的现实问题。因此，以信赖推定为内核的证券虚假陈述侵权制度的扩张、“参照”趋势有必要加以合理限制，识别操作过限，防止脱离初衷。

Abstract: In recent years, there seems to be a trend of continuous expansion in the application of the tort system for securities misrepresentation in China, and a large number of claims have been made to apply the relevant provisions of that system *mutatis mutandis*. However, in determining whether the system can be applied and how to apply the relevant provisions *mutatis mutandis*, the focus of judging such issues shall not only be on whether the relevant transaction is related to “securities”, but also on whether the specific transaction situation shall be applied to the presumption of reliance, which is the institutional characteristics of the securities misrepresentation tort system. As a kind of presumption of causation, the rule of presumption of reliance must be set up with sufficient and appropriate reasons. Therefore, it is not advisable to apply the presumption of reliance rule to transaction situation where reasonableness has not yet been argued and where rationalization basis is not yet clear. However, other rules based on general civil law theory in the tort system for securities misrepresentation may be applied to the relevant transactions. On this basis, a part of claims for “apply *mutatis mutandis*” should be analyzed, and the scope of “apply *mutatis mutandis*” of the system should be reasonably defined.

Key Words: securities misrepresentation, the presumption of reliance, causation, apply *mutatis mutandis*

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)

论我国公募 REITs 的混合型治理及其完善 ——基于首批 9 个试点项目的实证研究

刘东辉*

内容提要：《基金指引》在《证券投资基金法》之下构建了基础设施公募 REITs 的治理框架。但因权益结构及管理模式等差异，公募 REITs 与典型证券投资基金有显著不同，简化的基金内部治理结构难以应对公募 REITs 复杂的代理问题，应充分尊重公募 REITs 的商事组织性，借鉴公司内部治理的合理要素。原始权益人在《基金指引》所构建的混合型治理架构中具有多重角色，存在“双重代理人”难题。现行法对原始权益人和基金管理人的利益冲突问题及由此产生的监督失灵缺乏系统规制。实践中的契约型治理通过内设委员会、业绩激励等条款部分弥补了混合型治理的缺漏，但同样因利益冲突等而存在不完备之处。应重新配置公募 REITs 中主要治理主体的权责利，包括明确原始权益人及其代表的受信义务，优化基金托管人的监督权，构建基金投资者的共益权体系，完善浮动管理费条款及外部管理机构委托合同的规制。

关键词：公募 REITs 混合型治理 原始权益人 契约型治理 双重代理人

• 433 •

一、问题的提出

不动产投资信托基金（以下简称“REITs”）是投资于成熟的酒店商场、工业地产及基础设施等不动产的权益性产品，已有 40 多个国家发行了此类产品。2020 年 8 月，证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（以下简称《基金指引》），对公募 REITs 的基本结构、交易架构、募集发行、上市交易、信息披露及治理机制等做了特别规定。^{〔1〕} 2021 年 6 月，

* 刘东辉，中国政法大学民商经济法学院讲师。

〔1〕 在此基础上，基金业协会制定了《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引（试行）》，上海证券交易所和深圳证券交易所各自制定了公募 REITs 业务和自律监管规则。

上海和深圳证券交易所分别发行 5 只和 4 只公募 REITs，成为我国境内首批上市公募 REITs。^{〔2〕}《基金指引》创设的公募 REITs 具有混合型治理的特点。一方面，公募 REITs 是《证券投资基金法》（以下简称《基金法》）下的契约型基金，具有基金治理的结构；另一方面，公募 REITs 有像控制股东一样的原始权益人，《基金法》下的基金治理难以完全解决 REITs 的代理问题，《基金指引》有限地“嫁接”了公司治理的规则，使得我国公募 REITs 具有部分公司治理的元素。《基金指引》在不修改《基金法》的情况下通过这种混合型治理框架“高效”地推出了首批公募 REITs 产品。^{〔3〕}但是，因对公募 REITs 商事组织性及利益冲突复杂性的体系思考不足，对原始权益人和基金管理人这两类“代理人”的共存及分权问题缺乏系统性回应，现行的混合型治理框架存在诸多不足，可能引发公募 REITs 内部监督机制的失灵。虽然首批试点项目充分运用基金合同等自治性文件，吸收了公司治理的典型机制，对《基金指引》确立的混合型治理架构进行了一些补充和调适，但也存在契约型治理自身的局限性。因此，有必要从理论上反思这一混合型治理架构的规范与实践，解决公募 REITs 特殊构造引发的代理问题，明确契约型治理的规则与边界。具体包括：如何解决持有控制权份额之原始权益人的决策参与及控制权滥用问题；^{〔4〕}如何应对原始权益人和基金管理人之间可能出现的治理僵局，甚至“合谋”；是否应重新定位公募 REITs 中基金托管人的监督权；是否应参照公司法构建基金持有人的共益权体系。

本文以《基金指引》及相关自律监管规则创设的混合型治理框架为基础，结合将来可能被后续上市 REITs 模仿的首批 9 个试点项目的契约型治理实践，探讨我国公募 REITs 混合型治理的特征与法理，分析混合型治理下现行规范体系及契约条款存在的合理成分与缺漏之处，并在此基础上重构不同治理主体的权责利，完善公募 REITs 的治理体系。

二、《基金指引》下公募 REITs 的混合型治理框架

（一）我国公募 REITs 的特殊架构

REITs 是指主要投资于不动产并进行专业运营的集合投资计划。REITs 最早是美国税法设计的一种特殊税法实体，为了获得税收优惠，REITs 需要在股权结构、投资标的、利润分配等方面符合较多限制条件。^{〔5〕}与各国通行的 REITs 类似，我国公募 REITs 也需遵循资产结构、利润分配及杠杆比例等限制。一般认为，公募 REITs 稳定的投资策略、专业的管理、透明的信息及明显的税收优势，为中小投资者提供了投资大型不动产的机会，能够在风险可控的前提下获得稳定的回报。基于市场竞争及效率的需要，域外 REITs 立法越来越多地放松了对公募 REITs 的管制。^{〔6〕}

〔2〕 公募 REITs 的具体披露情况，参见上海证券交易所网站 <http://www.sse.com.cn/reits/home/> 和深圳证券交易所网站 <http://reits.szse.cn>，最后访问时间：2021 年 8 月 2 日。

〔3〕 在首批 9 个项目中，仅有深圳证券交易所在博时蛇口项目中对财务顾问的独立性这一问题进行了问询。

〔4〕 已有学者对原始权利人通过关联交易、同业竞争等滥用权利损害投资者利益的可能性进行了探讨。参见洪艳蓉：《基础设施 REITs 融资中资产方的身份转换与权利限制》，载《中国法律评论》2021 年第 4 期。

〔5〕 关于美国 REITs 法制的演变，参见李智：《房地产投资信托（REITs）法律制度研究》，法律出版社 2008 年版，第 56—60 页。

〔6〕 整体而言，REITs 从消极投资实体变为积极投资实体。例如，我国香港地区 2020 年对《房地产投资信托基金守则》进行了修订，提高了 REITs 的杠杆率，提高了可以投资开发项目的资产比重。

然而,我国公募 REITs 的重要目标是为基础设施建设提供资金,和域外的商业地产 REITs 模式有很大差异(见图1),主要体现在:(1)在底层资产上,REITs 投资标的严格限于符合产业政策的基础设施,^{〔7〕}基础设施及其运营方式具有很强的专用性;(2)将公募 REITs 视为金融产品,采用封闭型上市证券投资基金的形式,要求持牌的基金公司对 REITs 进行主动管理;(3)要求原始权益人至少持有公募 REITs 20% 的份额,在首批 9 个项目中,原始权益人持有的份额大多超过法定最低比例,其中 3 个项目超过 50%,4 个项目持股在 30%~40% 之间;(4)REITs 对基础资产采用间接控制,基金需通过资产支持证券和项目公司股权控制基础设施的完全所有权或特许经营权,形成“证券投资基金+ABS+项目公司+基础设施资产”的复杂交易架构;(5)规定委托管理模式,基金管理人可以委托外部管理机构负责运营管理,相比于基金管理人,原始权益人具有更专业的基础设施管理经验及持续营利目标,目前首批 9 个项目全部由原始权益人或其关联方充任外部运营管理机构。^{〔8〕}

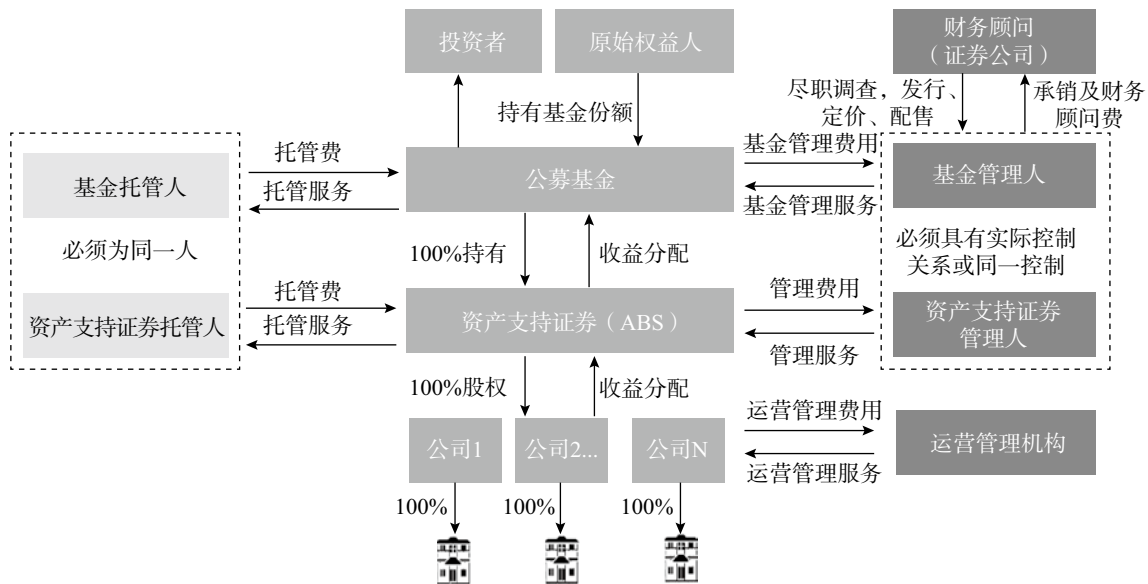


图1 我国公募 REITs 的交易架构^{〔9〕}

总之,相比于域外灵活和市场化的 REITs 设计,我国公募 REITs 受到更多制度与经济现实的约束。中国版的公募 REITs 颇具本土特色,原始权益人在公募 REITs 实践中具有发起人、控股者、运营者、供应商及客户等多重法律角色,这也决定了我国公募 REITs 治理的特殊性。

(二) 我国公募 REITs 混合型治理的法理分析

1. 我国公募 REITs 的基金治理及其缺漏

《基金指引》选择以证券投资基金作为公募 REITs 的“蓝本”,并通过投资资产支持计划的方式,符合《基金法》要求投资标的为“证券”的规定。^{〔10〕}作为证券投资基金,公募 REITs 遵

〔7〕 我国首批试点项目都是经发改委审核后向证监会推荐的。

〔8〕 以上具体规定,参见《基金指引》第2条、第18条、第28条、第39条。

〔9〕 该图来源于上海证券交易所网站 <http://www.sse.com.cn/reits/intro/>,最后访问时间:2022年4月10日。

〔10〕 参见《证券投资基金法》第72条。

循“基金持有人—基金管理人—基金托管人”的基金治理结构。在这一典型的基金架构中，基金投资者的控制权受到限制，基金管理人处于治理的核心地位，需遵守《基金法》中财产独立性、受信义务等规定。但公募 REITs 和典型的证券投资基金有很大差异，《基金法》所采用的简式治理结构难以应对 REITs 复杂的利益冲突。

首先，公募证券投资基金投资标的为高度流动性的标准化证券，一般能够被准确估值，投资者通过比较基金净值的表现可以有效评估基金管理人的水平，这种高效的产品市场竞争替代了复杂的内部治理结构。

其次，开放式基金的赎回机制为投资者提供了低成本的市场监督机制，在基金管理人的行为不利于基金投资者利益时，投资者能够以现时的基金净值退出基金，减少了积极“发声”的必要性。因赎回时的价格由基金净值决定，并不反映预期回报，不受基金管理人策略调整的影响，赎回机制是比股份出售更有效的保护方式，^{〔11〕} 所以基金持有人很少有动力召开持有人大会或提起诉讼。^{〔12〕}

再次，证券投资基金是个人投资者集合投资的工具，投资者持股分散且利益高度一致，核心难题在于基金持有人和基金管理人之间的单一代理问题。

最后，证券投资基金通常分散投资，^{〔13〕} 无负债经营，无核心投资决策权的转委托，利益主体及利益冲突类型都较少，如不存在债权人保护及破产问题。

由此可见，为了提高效率，证券投资基金是一种商事组织性较弱的信托，投资者和基金管理之间是高度分离的（separation of funds and managers），基金投资者放弃对基金管理人的直接控制，较多依赖外部市场机制及基金业监管，刻意简化了基金内部的分权及监督结构。^{〔14〕}

与之不同，REITs 需要更健全的内部治理结构。首先，REITs 投资于集中的基础设施，价值和风险不透明，资产具有高度专用性，无法实时估值和变现，管理者的管理水平无法实时考核；其次，REITs 是一种封闭型上市基金，无赎回机制，市场竞争机制对投资者的保护不足，实践中公募 REITs 的换手率也低于上市股票；再次，REITs 中有控制性份额持有人、外部运营管理机构、债权人，可能发生资产收购、基金扩募等结构性交易，不同主体间的利益异质性高，至少存在原始权益人与其他投资者、原始权益人与基金管理人之间的利益冲突。因此，简单的基金内部治理结构不足以解决公募 REITs 的代理问题。

2. 我国公募 REITs 参照公司治理的法理基础

公募 REITs 虽采用了证券投资基金的形式，但其本质是积极运营实体资产的商事组织，与上市公司相似，应参照公司治理的原理。第一，在资产运营方面，REITs 和公司都集中运营不透明的实体资产，容易受到宏观经济和企业管理能力的影响；第二，在利益主体上，REITs 与公司一样具有多重利益主体及利益冲突，公募 REITs 中存在类似股权集中公司的持股结构，原

〔11〕 在上市公司中，虽然小股东可以因不满于公司管理层的新政策而出售股票，但出售时的价格已经反映了这种新政策，因此仍然会遭受损失。

〔12〕 See John Morley, Quinn Curtis, Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds, 120 *The Yale Law Journal* 84, 89 (2010).

〔13〕 参见《证券投资基金法》第 71 条。

〔14〕 投票表决及董事会等传统治理机制在证券投资基金中的价值有限。See John Morley, The Separation of Funds and managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation, 123 *The Yale Law Journal* 1228, 1233 (2014).

始权益人希望通过控制权的行使积极参与基金的投资决策及运营管理,存在持续的关联交易等利益冲突问题,需要解决“第二类代理问题”;第三,因基础设施管理的专业性,我国公募 REITs 都采用了转委托模式,基金管理人主动管理的职能被削弱,管理职能部分转变为监督职能,类似于公司中董事会对经理层的授权管理,具有更复杂的分权层级;第四,REITs 的交易与公司类似,涉及基金扩募、资产收购、控制权交易、基金借款、审计与评估等重要事项,这些事项涉及利益冲突,需要更有效的内部监督。比较法上,美国 REITs 可以采用公司或信托形式,但这两种形式在治理上并无实质差异。美国 REITs 采用的信托主要为制定法商业信托,具有法人人格,由受益人大会选任和解任受托人,受托人对 REITs 进行集体决策,上市 REITs 同样需适用证券监管机构及交易所关于上市公司的规定。^[15] 香港《房地产投资信托基金守则》虽采用了信托结构,但香港证监会也认为“房地产投资信托基金是结合上市公司特点和集体投资计划活动的混合产品…… 规管房地产投资信托基金的监管规则将需要同时顾及其作为上市公司及基金活动的两个层面”,其一贯的政策就是“以规管上市公司的方式规管房地产投资信托基金”。^[16]

我国《基金指引》也对传统的基金内部治理机制进行了“补强”,部分嵌入了与上市公司内部治理机制类似的元素:第一,《基金指引》第4条规定,基础设施基金财产的债务由基础设施基金财产承担,肯定了基金管理人的有限责任。^[17] 第二,《基金指引》第18条规定,原始权益人及其关联方持有的基金份额不少于20%,其中20%部分持有期自上市之日起不少于60个月,由此公募 REITs 具有类似公司的重要持股人或控制性持股人的地位。第三,构建了更完善的基金持有人大会职权及程序规范,在《基金法》规定的情形外,增加了需经基金持有人大会决议的事项。第四,建立了类似于公司法上的关联交易规制制度,包括回避表决及信息披露等,对关联交易中关联方的界定也拓展到原始权益人及其关联方。第五,参照《证券法》的上市公司大额持股报告及要约收购的规定,建立了大额基金份额变动及收购制度。^[18]

总之,公募 REITs 具有更强的商事组织性,在《基金法》及《基金指引》的限定框架下,我国公募 REITs 具有基金治理和上市公司治理相结合的混合治理的特征。但囿于《基金法》的限制及试点阶段规则的不完善,现有混合治理模式对公司治理的借鉴并不充分。

(三) 我国公募 REITs 混合型治理存在的不足

虽然《基金指引》所确立的混合型治理框架是现行法下的一种“创新”,但在具体运作中会产生新的治理问题。

1. 原始权益人在混合型治理中的缺位

传统基金中基金持有人持股分散,“只出钱,不出力”,只存在类似股权分散的上市公司中

[15] See 2019 Maryland Code Estates and Trusts, available at <https://law.justia.com/codes/maryland/2019/estates-and-trusts/title-14-5-maryland-trust-act/>, last visited on Aug. 2, 2021.

[16] 参见2020年《有关建议修订〈房地产投资信托基金守则〉的咨询总结》第15页,载 <https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/api/consultation/conclusion?lang=TC&refNo=20CP2>, 最后访问时间:2021年8月3日。

[17] 证券投资基金是信托结构,无法人格,按照信托法理,基金管理人和基金托管人需对基金发生的债务承担无限责任。因此,这一规定的合法性存疑。

[18] 参见《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务办法(试行)》第61条、第70条。

“第一类代理问题”。^{〔19〕}因此，与《公司法》不同，《基金法》的体系中没有控制性受益人的法律地位及具体规制。但公募 REITs 中，原始权益人至少持有 20% 的基金份额，多数项目的原始权益人是 REITs 的控制权人，具有控制及参与基金决策的现实需求。第一，原始权益人持有较多同类基础资产，希望后续通过 REITs 的扩募来收购同类资产；第二，原始权益人通过外部管理机构进行运营管理，因而原始权益人是重要的管理者，而且因基金公司的能力限制及路径依赖，这种情况将长期存续；第三，原始权益人是 REITs 的重要供应商或客户，如一些物流仓储项目的原始权益人在设立 REITs 后继续租用物流仓储项目，是 REITs 的重要利益相关者。因此，原始权益人同样是公募 REITs 的“代理人”，可能出现类似股权集中的上市公司之“第二类代理问题”。^{〔20〕}但根据《基金指引》的规定，原始权益人无法主动参与基金层面的决策，基金管理人在进行重大决策时需要提前与原始权益人进行协商，协调成本较大。而且，《基金指引》仅从资产出售者的角度规定了原始权益人的信息披露义务及禁止损害基金财产，并未对原始权益人滥用控制权的情形做出系统规制。^{〔21〕}

2. 混合治理可能造成基金管理人的监督失灵

与传统基金中基金管理人享有完全且单一的控制与决策权不同，在原始权益人同时担任外部管理机构的 REITs 中，存在两类代理人，基金管理人需与原始权益人及外部管理机构分享控制权与管理权，会出现原始权益人和基金管理人“相互监督”的悖论。一方面，基金管理人需要监督作为外部管理机构的原始权益人或其关联方，以履行自己的受信义务；另一方面，基金管理人也受到原始权益人的监督，面临被原始权益人通过持有人大会解聘或其他掣肘的风险。这种相互制衡的结构可能造成如下不利：第一，基金管理人难以有效监督外部管理机构，因这种监督可能引起原始权益人的敌意或抵制，造成基金管理人的监督动力不足。第二，可能导致类似公司僵局的公募 REITs 治理僵局，《基金指引》限制了基金管理人解聘外部管理机构的权力，只能在外部管理机构故意或重大过失造成基金严重损失、丧失主体资格或相关资质时，才能直接解聘外部管理机构，即使出现委托协议中约定的解聘事件，基金管理人也需要提请持有人大会决议，因《基金指引》规定原始权益人等关联方对此不需要回避表决，导致实践中相关决议很难获得通过。同样，原始权益人解聘基金管理人，需要三分之二特别多数决通过，一般也较难更换基金管理人，容易造成双方的僵局。第三，更容易发生的情形是原始权益人和基金管理人的“共谋”，相互“慷慨大方”，损害其他基金持有人的利益，因为原始权益人和基金管理人都需要得到对方的支持，如原始权益人默认基金管理人可以获得高额的管理费，基金管理人相应地在委托协议中规定对外部管理机构的高额报酬，由此，基金管理人可能成为原始权益人控制公募 REITs 的“通道”。在博时招商蛇口产业园和浙商沪杭甬高速公路项目中，基金管理人均均为原始权益人的关联方，^{〔22〕}原始权益人能

〔19〕 参见〔美〕莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等：《公司法剖析：比较与功能的视角》（第2版），罗培新译，法律出版社2012年版，第37页。

〔20〕 参见前引〔19〕，莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等书，第37-38页。

〔21〕 参见《基金指引》第43条。

〔22〕 博时招商局蛇口产业园项目中，基金管理人博时基金、原始权益人招商蛇口为招商局集团同一控制下的关联方。浙商沪杭甬高速公路项目中，基金管理人浙江浙商证券资产管理有限公司为主要原始权益人浙江沪杭甬高速公路股份有限公司的控股下属公司。

够直接控制或影响基金管理人，进一步加剧了内部监督的失衡。^{〔23〕} 无论是上述哪种情形，都将损害我国公募 REITs 的健康发展。因此，需要有相应的机制制约基金管理人的懈怠。

3. 基金托管人的职权配置不足

在证券投资基金中，基金财产是透明的，基金托管人的主要功能是保障基金财产的安全性，对基金管理人的投资指令及基金净值的计算等进行合规性监督，这种监督以形式审查为主，所以《基金法》对基金托管人没有配置更多的监督手段，与公司中监事会及独立董事的法律定位及职权存在明显差距。但是，公募 REITs 中，基础资产的运营管理更为复杂，原始权益人及基金管理人对诸多事务存在利益冲突。在部分项目中，原始权益人和基金管理人是一关联方，无法相互监督。财务审计、资产评估、关联交易及信息披露等重大事务也需要更严格的监督。我国基金业协会虽明确指出“公募 REITs 托管不同于传统的标准化资产托管，需要持续监督项目运营现金流并关注底层资产安全”^{〔24〕}，且规定基金托管人履职时，基金管理人及其他相关服务机构应当予以配合，但对于托管人如何监督底层资产的运营管理、是否需要监督外部管理机构的履职、如何要求基金管理人的配合等缺乏具体规定，也未相应增加基金托管人的职权及履职保障。

总之，《基金指引》缺乏内部治理机制的系统构建，原始权益人、基金管理人、基金托管人等重要治理主体的权责配置存在疏漏。

三、混合型治理框架下公募 REITs 的契约型自治

• 439 •

首批试点项目通过基金合同、外部管理机构委托协议等自治性文件的契约型治理，在较多方面参考了公司治理的原理，弥补了现行法中混合型治理的不足，但初始的基金合同及委托协议仅是原始权益人和基金管理人协商的结果，无外部投资者的参与，且部分项目的原始权益人和基金管理人存在关联关系，同样存在不完备之处。下文将以首批项目的招募说明书、基金合同等所披露的信息为基础，分析契约型治理的实践、功能及不足。

（一）公募 REITs 试点项目的基本情况

公募 REITs 试点项目的基本情况请参见表 1。

表 1 公募 REITs 试点项目的基本情况						
名称	基础设施资产	基金管理人	基金托管人	原始权益人及持股比例	机构投资者占比	外部运营管理机构
盐港 REIT	港口仓储物流	红土创新	招商银行	盐田港集团及关联方 34%	89.78%	盐田港物流公司
广州广河	高速公路	平安基金	工商银行	广州交投公司 51%	94.65%	广州交投及广州高速运营

〔23〕《基金指引》仅在第 10 条规定，设立基金时，基金管理人或其关联方与原始权益人存在关联关系，应当聘请第三方财务顾问独立开展尽职调查，未对基金持续运营阶段两者的关系做出特别规制。

〔24〕《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引（试行）起草说明》。

续前表

基本信息 名称	基础设施资产	基金管理人	基金托管人	原始权益人 及持股比例	机构投资者 占比	外部运营 管理机构
蛇口产业园	产业园写字楼	博时基金	招商银行	招商蛇口 33.33%	92.14%	招商创业
首钢绿能	生物质 发电设施	中航基金	招商银行	首钢集团 40%	92.70%	首钢生态
浙商沪杭甬 REIT	高速公路权益	浙商证券	招商银行	沪杭甬公司 56.843%	96.68%	沪杭甬公司
富国首创水务 REIT	污水处理设施	富国基金	招商银行	首创股份 51%	94.94%	首创股份
华安张江光大 REIT	产业园权益	华安基金	招商银行	张江集电和 光控安石 20%	88.24%	集挚咨询
东吴苏州产业 REIT	产业园权益	东吴基金	招商银行	苏州工业园和 建屋产业公司 40%	91.76%	苏州工业园和 建屋产业公司
中金普洛斯 REIT	仓储物流权益	中金基金	兴业银行	普洛斯中国 20%	94.64%	上海普洛斯

（二）公募 REITs 契约型治理的类型及衍生问题

1. 原始权益人参与基金决策的条款

我国公募 REITs 的设立与存续高度依赖原始权益人，原始权益人不单是资产出售者，还存在明显的决策及盈利需求，但《基金指引》缺乏对原始权益人准确的法律定位。实践中，有四个项目在基金管理人内部设立了允许原始权益人参与的投资决策委员会、运营管理委员会或咨询委员会等机构，具体负责 REITs 的决策、管理或咨询，原始权益人可以提名若干委员直接参与基金层面的决策，一定程度上弥补了现有治理结构对原始权益人参与的忽视。^{〔25〕}例如，中金普洛斯 REIT “考虑到基础设施基金的产品创新性及仓储物流类资产运营管理的特殊性……更专业化开展本基金的投资和运营管理，基金管理人设立中金普洛斯基基金运营咨询委员会……为本基金的投资和运营提供专业咨询意见和建议，以作为基金管理人的决策参考”。运营咨询委员会主要负责基金设施项目的购入、出售方案、签署管理交易协议等。该委员会的 5 名委员中包括 2 名原始权益人提名、不从基金管理人处领取薪酬的委员。

这类有原始权益人参与的内嵌式机构可以提高公募 REITs 的决策效率和专业管理。但《基金指引》缺乏对此类非正式机构的规范，实践中对这些机构的信息披露不充分，原始权益人提名的代表与基金投资者没有直接的法律关系，可能成为原始权益人损害其他基金投资者的“影子”。

2. 防范原始权益人及外部管理机构利益冲突的条款

与传统基金不同，公募 REITs 的原始权益人与基金存在持续的关联交易和同业竞争。实践中，所有项目都将原始权益人及其关联方纳入基金的关联方。一些项目采取了比《基金指引》更

〔25〕 这四个项目分别是广州广河、富国首创水务 REIT、华安张江光大 REIT、中金普洛斯 REIT。

严格的审查机制。盐港 REIT 和广州广河要求经基金托管人的同意,浙商沪杭甬 REIT 要求经基金公司独立董事组成之关联交易控制委员会的审核。但项目公司与外部管理机构的委托合同也是一种关联交易,对于如何保障委托协议中报酬等重要条款的公平性,契约实践及《基金指引》并未制定具体的规则。^{〔26〕}

现有项目主要通过原始权益人和外部管理机构的承诺防范同业竞争,承诺公平对待具有竞争关系的项目,不将项目公司已取得的或本应由项目公司取得的业务不公平地授予或提供给任何其他竞争项目,采取充分、适当的措施避免可能出现的利益冲突,并积极协商解决。原始权益人及外部管理机构的承诺能够缓解同业竞争等利益冲突,但现行法缺乏对外部管理机构法律地位及义务的明确规定,造成该类承诺安排缺乏法律基准,在发生纠纷时,难以确定“公平对待”的内涵及责任。

3. 激励基金管理人的浮动管理费条款

在原始权益人控制外部管理机构的模式下,如何激励基金管理人积极主动监督外部管理机构,是我国 REITs 治理的重中之重。实践中,除了蛇口产业园,其他 8 个项目都在固定管理费之外设置了基金管理人的浮动管理费。8 个项目的浮动管理费计算标准都考量了项目公司的业绩情况,以预定的运营收入或可分配金额等运营业绩目标为基准,若当年实际运营收入(部分为净收入指标)超过该基准,可支付一定比例的浮动管理费。整体而言,浮动管理费的设置对基金管理人具有激励作用。

但《基金指引》仅要求管理人披露费用信息,未对浮动管理费作具体规范,实践中,基金合同对浮动管理费的合理性、必要性都欠缺解释和说明。这些项目对业绩目标的确定方式存在很大差异,部分项目的基金管理人对业绩指标的确定几乎没有自由裁量权,如首钢绿能项目中,浮动管理费=年度基金可供分配金额超出 1.4 亿元部分 $\times 10\%$ +项目公司年度运营收入超过 395153982.54 元部分 $\times 20\%$ 。而部分项目的基金管理人可自行确定业绩指标,自由裁量权大,如在浙商沪杭甬 REIT 中,“每年度从项目公司收入、净现金流等运营指标及道路养护、安全管理等社会效益指标设定年度经营绩效目标。年度经营绩效目标由基金管理人自行审议决定”。管理人对管理费的确定的利益冲突,可能导致业绩指标设定过低或重复评价。

总之,浮动管理费的设置能够激励管理人的积极监督,降低被“俘获”的可能,但目前的浮动管理费设置存在信息披露不完整、基金管理人自由裁量权过大等问题。

4. 监督外部管理机构履职的条款

我国 REITs 的外部管理机构为原始权益人控制,外部管理机构的运营能力短期内具有“不可替代性”。基金管理人的一个重要职责就是考核和监督外部管理机构。但是,实践中,委托管理协议的内容披露并不充分,仅有个别项目的委托协议约定了外部管理机构的业绩考核目标、约定解聘事由。例如,盐港 REIT 中,全部基础设施项目年度运营收入总金额未能达到对应年度的运营业绩指标总和 90%的,外部管理机构应向基金管理人提交整改方案,基金管理人有权替换

〔26〕《基金指引》第 15 条第 2 款第(12)项仅规定:应当披露外部管理机构基本信息、人员配备、项目资金收支及风险管控安排等。

外部管理机构中的基础设施项目招商小组成员。但所有项目都未披露外部管理机构的报酬计算方式。总之，因《基金指引》对委托协议条款及其披露缺乏具体指引，而原始权益人具有强势的谈判地位，契约型自治对外部管理机构的监督作用有限。

5. 基金托管人的职权配置条款

个别项目规定，托管人对一些重大交易享有监督权。例如，盐港 REIT 和广州广河项目规定：对于重大关联交易，需要取得基金托管人的同意；基金托管人对于浮动管理费所依据的营业收入具有复核的权利；在外部管理机构解聘时，基金托管人有权提名新外部管理机构。在中金普洛斯 REIT 中，基金托管人在提请解聘外部管理机构的同时可以提名合格候选外部管理机构。这表明实践中对于增强基金托管人的独立监督具有现实需求，但现有监管规则对托管人的监督权配置明显不足。

四、混合型治理下公募 REITs 相关制度的完善

我国公募 REITs 的混合型治理框架及其基础上的契约型自治都有局限性，需要完善内部治理结构及监督机制，这既要求《基金法》等法律的修改，也需要在《基金指引》中进行更细致的规定。

（一）我国公募 REITs 治理结构的完善

1. 对原始权益人参与基金治理的规制

与传统基金投资者不同，公募 REITs 的原始权益人“既出钱，又出力”，基金管理人的管理需要得到原始权益人的积极配合。在现有的基金治理下，原始权益人通过非正式机构参与基金层面的决策，具有合理性和必要性，《基金指引》应明确允许基金管理人设立有原始权益人代表参与的投资管理委员会或运营管理委员会等内部机构。但为了增强透明度，应要求基金详细披露特定委员会的设置目的、职权范围、人员构成、决策程序以及利益冲突防范机制，特别是应披露原始权益人提名委员的信息，可参照上市公司提名董事的要求，包括代表原始权益人利益的委员与原始权益人的关系、个人的专业能力、是否从基金中获得报酬等。在具体决策中，也应披露这些委员对相关事项的表决意见。为了防范原始权益人完全控制这类委员会，应规定原始权益人提名的人数不得过半。在法律性质上，因这些委员具有决策权，应该将这些委员解释为事实上的受托人（fiduciary），^{〔27〕}需为基金持有人的最大化利益进行决策，承担较高的受信义务，不得滥用相关信息，对关联交易事项应回避表决等。

此外，原始权益人可能滥用控制权获取私利，应参照《公司法》对控股股东及实际控制人的规制，在《基金指引》中明确规定具有控制权的原始权益人的受信义务，不得滥用关联关系损害其他基金持有人的利益，在基金扩募及资产处置等利益冲突情形中，需承担受信义务。例如，在首钢绿能中，初始的《基金合同》约定，基金清算时，原始权益人首钢集团有权无偿受让基金设

〔27〕 在衡平法上，将虽然没有受托取得财产，但因特定事实背景及信任关系而取得类似受托人自由裁量权的主体称为受信人，受到和受托人义务类似的规制。See Kam Fan Sin, *The Legal Nature Of The Unit Trust*, Clarendon Press, 1997, p. 50; Geraint Thomas, Alastair Hudson, *The Law Of Trusts*, Oxford University Press, 2010, pp. 1404 - 1408.

施项目,且无需召开基金份额持有人大会。对于此种安排,需要结合清算时基础资产的价值,审查原始权益人无偿取得基金资产是否公平,是否严重损害其他基金持有人的利益,以决定条款的效力及原始权益人是否违反受信义务。若原始权益人对其提名的委员或控制的外部管理机构进行不当指示,损害基金持有人利益,应与相关责任人承担连带的失信责任。

以上是现行混合治理框架下的解释路径。从立法论的角度,也可以借鉴香港地区公募 REITs 的单一模式,创设专门的公募 REITs 管理人牌照,允许原始权益人申请管理人牌照。原始权益人可通过自己控制的管理人直接运营管理公募 REITs,减少不必要的转委托。^[28]在此基础上,要求 REITs 管理人的董事会中有相当比例的独立董事。相比于实践中的机构嵌套,这种模式可以充分利用原始权益人的资源和能力,提高决策效率,也具有更高的透明度。

2. 增强基金托管人的职权配置

现有《基金法》下,基金托管人的职责以形式监督为主,监督职权有限,为防范原始权益人的滥权及基金管理人的懈怠,充分发挥基金托管人独立监督的作用,《基金法》应该专门为公募 REITs 托管人配置基本的监督机制。事实上,部分公募 REITs 也已经通过托管合同增加了托管人的权力。比较法上,各国普遍增强了 REITs 受托人或托管人的权力。如香港《房地产投资信托基金守则》规定,受托人(类似于我国基金托管人)可以:(1)委任评估师对房地产项目进行估值;(2)就 REITs 相关的事宜寻求独立专业顾问的意见或建议;(3)可以要求管理人就违反监管规则的情况向受托人汇报;(4)受托人有充分理由认为更换管理公司符合持有人利益的,可以书面解聘管理公司,并且提名新的管理公司。结合《基金指引》及项目实践,应在以下方面增强基金托管人的职权:

第一,应明确基金托管人对外部管理机构的监督职责,对于外部管理机构违反法律法规及委托协议的行为,基金托管人可以要求其解释说明,并提出整改方案。

第二,应为基金托管人的监督提供更及时有效的信息渠道,如印度《基础设施投资信托条例》第9条规定,受托人应该监督投资管理人及项目管理人的活动,按季度要求其提供相关资料,可要求投资管理人制定有效监督基础设施运作所需的制度、程序,并提交所需的报告。

第三,应明确基金托管人对关联交易、资产估值及财务审计等重大事项的监督权。例如,印度《基础设施投资信托条例》第9条规定,受托人应审查投资管理人和其关联方开展的交易。在投资管理人已告知可能存在利益冲突的情况下,受托人还应就该交易的公允性获得职业会计师或评估机构(视具体情况而定)的确认。我国应规定托管人对重大关联交易进行审查,发表意见,在原始权益人和基金管理人存在关联关系的项目中,应明确基金托管人对资产收购等重大关联交易的同意权;对于基金管理人聘请的评估师及审计师的评估报告及审计报告存在疑问时,可书面要求相关专业机构进行解释说明,并可以独立聘请相关机构进行复核。应该明确托管人的上述履职行为所发生的费用应由基金财产承担。在基金管理人和外部管理机构明显损害基金利益、托管人有合理理由时,托管人有权召开基金份额持有人大会,提请解聘基金管理人或外部管理机构。

^[28] 事实上,蛇口产业园和浙商沪杭甬 REIT 的原始权益人已经通过“聘任”关联的基金公司作为基金管理人,部分实现了这种直接控制。

第四，应赋予基金托管人代表基金提起诉讼的权利。在基金管理人、原始权益人等利益关系主体损害基金利益时，应赋予基金托管人代表基金提起诉讼的权利。在此基础上，应允许基金合同按照实际情况增加基金托管人的职权。

当然，《基金指引》对于托管人的职权配置也可以采用更加灵活的方式，在肯定托管人基本职权的基础上，考量原始权益人与基金管理人是否有关联关系以及基金规模等因素，发挥基金托管人不同程度的监督功能。

3. 完善基金投资者的权利体系

在传统基金中，基金持有人的持股分散，对基金的监督缺乏足够的经济动力，但实证分析表明，我国公募 REITs 以机构投资者持股为主，且持股比例较高，前 10 大持有人中不乏持股超过 10% 的机构。^{〔29〕}而且，公募 REITs 的流动性较弱，机构投资者“用脚投票”存在困难。^{〔30〕}在原始权益人或基金管理人的行为损害基金持有人利益时，这些机构投资者有足够的动力维权。但现行法缺乏对基金持有人的权利配置。因此，应参照公司法、证券法对少数股东权利的保护，降低公募 REITs 投资者集体行动的成本，以扼制公募 REITs 可能出现的僵局或“共谋”。公募 REITs 投资者的权利可区分为共益权和自益权。

在共益权方面，首先，应该增设年度基金持有人大会制度，基金投资者有权通过持有人大会审核重要事项，并行使质询等权利。其次，明确基金持有人的提案权制度，规定单独或合计持有 10% 基金份额的持有人可以提出 REITs 管理相关的提案，包括解聘基金管理人及外部管理机构的提案权。再次，增设基金持有人的代表诉讼权，可参照公司法上的代表诉讼制度，要求基金持有人在外部管理机构或原始权益人等损害基金利益时，先书面请求基金托管人提起诉讼，若基金托管人不提起诉讼的，单独或合计持有基金份额百分之一以上的基金持有人可以提起代表诉讼。最后，规定公募 REITs 适用表决权征集制度，新《证券法》第 90 条新增了表决权征集制度，但该条仅限于上市公司，不能直接适用于公募 REITs。为了保护基金持有人的利益，公募 REITs 的持有人同样应该享有此权利，应规定持股百分之一以上的基金持有人享有表决权征集的权利。

在自益权方面，应增设新基金份额发行时的优先认购权。公募 REITs 后续将通过发行基金份额购买原始权益人同类基础资产，构成重大关联交易，基金持有人的优先购买权能够有效保障发行价格的公允性，减少原始权益人滥用控制权以谋取私利的情形。

当然，上市公司的股东还拥有很多其他权利，公募 REITs 不能完全“照搬照抄”，因为公募 REITs 的规模较小，且对利润分配等有强制性规定，一定程度上减少了原始权益人及基金持有人滥用权力的风险。监管机构应持续跟踪公募 REITs 中的治理问题，必要时由证券监管机构或证券交易所通过制定公募 REITs 治理准则等方式予以规范。

（二）对公募 REITs 中契约条款的规制

契约型治理较为灵活，能够降低代理成本，但自治同样有局限性，在原始权益人及基金管理

〔29〕 例如，在东吴苏州产业 REIT 中，战略投资者苏州银行股份有限公司持有 11% 的份额；在中金普洛斯 REIT 中，泰康人寿保险公司代表资产管理计划持有 20% 的份额；北京首钢基金有限公司在多个 REITs 中持股达到 10%。

〔30〕 以上海证券交易所的 5 个 REITs 为例，市值总额为 167.6 亿元，流通市场 52 亿元，2021 年 7 月的换手率仅为 4.08%，远低于上市股票的换手率。参见《公募 REITs 成交统计》，载 <http://www.sse.com.cn/reits/assortment/summary/>，最后访问时间：2021 年 8 月 1 日。

人控制基金,单独制定条款的背景下,合同内容可能损害其他基金投资者的利益,《基金指引》应制定更具体的指引及披露规则。

1. 浮动管理费条款的规制

首批试点项目中浮动管理费的设置较为任意,基金管理人可能因利益冲突难以制定真正体现基金长远利益的业绩激励条款。在比较法上,对于REITs业绩激励条款中的计算标准、合理性等有明确的规制。新加坡专门适用于房地产信托基金的《集合投资计划守则》第二部分2.2条规定,业绩报酬应与适当的标准挂钩,且该等标准的确定应考虑房地产信托基金及其投资人的长期利益,业绩报酬不应与基金的总收入挂钩。^[31]同时,新加坡《以房托基金资产向管理人支付费用的披露指引》要求向投资人详细说明从房地产信托基金的资产中向管理人支付的不同类型的费用是如何设置的,包括各自所对应的对价,需对相关费用的合理性进行解释说明,不同类别的费用之间不应存在重合,若向管理人支付业绩奖励费,管理人应当清晰的解释该等业绩奖励费的计算方法如何激励管理人为全体投资人的利益而提高房地产信托基金的长期价值和前景,并且不会激励管理人承担过多的短期风险。同样,我国香港《房地产投资信托基金守则》第9.12条也规定,如须向该计划征收业绩表现费用,有关费用:每年最多只可征收一次;只有当该计划的每单位资金净值超过上一次计算及支付业绩表现费用时该计划的每单位资产净值(即以“新高价”作为基础),方可征收。若表现费用的计算基准有别于以上所列的机制,则只有在该计算基准能够符合“新高价”原则、真实地反映出管理公司的运作及表现、不会损害持有人的权益及公平而客观地进行计算的情况下,才会获得香港证监会认可。

• 445 •

结合我国试点项目实践的问题,也应该制定类似条款。首先,应该规定《基金合同》需详细披露浮动管理费设置的必要性、合理性,解释浮动管理费计算中关键术语的含义,如营业收入、净收入、实际收入,说明浮动管理费的设置与固定管理费的设置是否有重复。具体而言,证券交易所及证监会在REITs发行审核阶段应要求基金管理人及中介机构对条款的内容予以详细解释说明。其次,对于业绩考核目标的设定基准,应说明是否符合逐年增加(新高价)的原则,是否考虑了通货膨胀等因素,若属于由基金管理人自行设定的标准或者规定的标准过于模糊,需经基金持有人大会表决通过。最后,对于因基金的资产收购或处置导致浮动管理费标准变化的,基金管理人应重新提出计算标准,并经基金持有人大会决议通过。^[32]若基金管理人设定的业绩报酬明显过高或不公平,基金持有人可以基金管理人违反受信义务为由,提起返还之诉。

2. 委托管理协议的规制

外部管理机构是《基金指引》特设的机构,实践中外部管理机构都是原始权益人的关联方,《基金指引》对外部管理机构的义务性质、解聘及运营管理协议等方面的披露规制较少,但由于存在严重的利益冲突,合同关系或单方承诺无法有效规制外部管理机构。

第一,应明确外部管理机构的法律地位。项目公司与外部管理机构存在委托关系,项目公司为委托人,外部管理人属于受托人。但这是一种长期的商事委托,基金持有人的利益高度依赖外

[31] 参见陈飞、韩志峰等主编:《全球主要REITs市场法规汇编》,机械工业出版社2020年版,第147页。

[32] 参见《证券投资基金法》第47条第1款第(四)项。

部管理机构的专业能力及忠实程度。在原始权益人及其关联方控制外部管理机构、基金公司欠缺管理能力的背景下，外部管理机构存在较为明显的利益冲突，外部管理机构可能管理多个相互存在竞争关系的基础资产项目，也可能受到原始权益人的不当指示。而《民法典》对委托合同中受托人义务的规定较为简单，不足以解决外部管理机构多元的利益冲突情形。而且，与一般委托合同的任意解除权不同，我国外部管理机构的解任受到严格限制。解释上，应该参照信托受托人转委托的情形，将外部管理机构认定为基金投资人事实上的受信人，要求其为了基金持有人的最大化利益服务，承担忠实义务和勤勉注意义务，不得利用公募 REITs 外部管理机构的地位或相关信息谋取私利。对于外部管理机构的同业竞争，需要遵守类似信托受托人的公平对待义务，外部管理机构的责任限制条款也需要受到更严格的审查，且一般不得减免其忠实义务。

第二，应降低基金管理人解聘外部管理机构的限制。《基金指引》中对外部管理机构解聘的类型规定过于严格，^{〔33〕}对于运营管理协议中明确约定的解聘事件，仍需由基金持有人大会表决通过，且关联方不需要回避表决，该规定不仅徒增程序成本，而且将成为基金管理人监督外部管理机构的障碍。一方面，《基金指引》规定基金管理人的责任不因委托而免除，^{〔34〕}另一方面，对基金管理人解聘外部管理机构的权力进行严格限制，具有内在的矛盾。因此，应该明确区分法定、意定和任意解除三种情形，对于出现法定事由和在管理协议中明确约定的事由，基金管理人可直接解聘外部管理机构，从而真正发挥契约自治的作用。^{〔35〕}对于法定及意定之外的解聘，基金管理人需提请持有人大会表决通过。

第三，现有的公募 REITs 发行文件仅要求披露招募说明书、基金合同等文件的全部内容，并未要求披露外部运营管理协议，不同项目对运营管理协议的披露程度不同，较多项目对于外部运营管理机构的费用及激励、解任补偿条款的有无等重要内容缺乏披露，在我国外部管理机构是 REITs 的重要利害关系方的情况下，可能造成基金管理人对外部管理机构过于“慷慨”的情形。对此，新加坡《集合投资计划守则》第 5.5 条规定，房托基金可委托利害关系方作为其物业管理代理人或物业招商代理人，但支付给该利害关系方的费用或佣金不得超过市场费率，与该利害关系方签署的协议不应包含会实质性限制房地产信托基金解聘代理人的条款。因此，我国《基金指引》也应该要求详细披露外部管理协议的重要条款，对于涉及外部运营管理机构的费用或其他利益条款，应该适用关联交易的审查程序，遵循公平原则。

五、结 语

我国存在巨量的基础设施等不动产，房地产行业也面临深刻变革，这些都将促使公募 REITs 在我国发挥其制度优势。但我国公募 REITs 的试点主要在证监会监管的证券投资基金的框架下展开，体现了我国金融法制的路径依赖。由于基础设施资产的特殊性，公募 REITs 的持股结构及管理实践和证券投资基金存在很大差异。《基金指引》通过系列裁剪和拼接，吸收了公司治理

〔33〕 采用了类似于信托法上解除受托人的规定，而不是《民法典》上关于委托合同任意解除权的规定。

〔34〕 参见《基金指引》第 39 条第 1 款。

〔35〕 另一种方案是，意定解除需由非关联基金份额持有人表决通过，从而赋予其他基金持有人慎重考虑的机会。

的要素，创设了混合型治理的结构，实践中也努力尝试完善这一治理框架。但这一框架只是在现行法下的“权宜之计”，由于双重代理人的存在，混合型治理框架需要在诸多方面予以改进。为了提高基础设施 REITs 的效率，充分保护 REITs 投资者的权益，进而为我国商业地产类 REITs 的发展提供制度保障，根本之计在于承认公募 REITs 具有的强组织性，在《基金法》下作为一类特殊的基金类型予以规制，在此基础上构建降低公募 REITs 治理成本的规则体系，实现公募 REITs 在决策、激励及监督等方面的平衡。

Abstract: “Fund Guideline” constructs the governance framework of public offering infrastructure REITS under the Securities Investor Fund Law. However, due to the different equity structure and management model, public offering REITS have significant difference with classic mutual funds, and a single fund governance is difficult to deal with the complex agent problems of public offering REITS. We should fully recognize the public offering REITS as a commercial organization and learn from the reasonable elements of corporate governance. The original assets providers have several legal roles in the hybrid governance architecture constructed by the Fund Guideline, and there is a double agent problem. The current rules lack systemic regulation of conflicts of interests of original assets providers and fund managers, and the resulting supervision failure. The contractual governance in practice makes up for the shortness of hybrid governance by the terms of the embedded committee, performance incentives and so on, but is incomplete due to conflicts of interest. The power, responsibility and rights of the main governance body should be reconfigured, including the recognition of the fiduciary duty of the original assets provider and its representatives, the optimization of the supervisory power of the fund custodian, building the fund investor’s co-interest rights system, improving the regulation of floating management fee and the agent contracts of external management agency.

Key Words: public offering REITS, hybrid governance, original assets providers, contractual governance, double agents

• 447 •

(责任编辑: 李 敏 赵建蕊)

“双碳”背景下 我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则构建论

季立刚 张天行*

• 448 •

内容提要：ESG 责任投资原则以现代公司治理、可持续发展及经济负外部性理论为基石，促使投资价值评估从以利润回报指标为核心向融合环境、社会和公司治理多维价值与多维指标体系转化，并以信息披露、量化评估、投资策略指引等为主要实施路径。在国际、区域、国别层面，虽 ESG 责任投资拥有不同模式、不同特点，但其遵循共同的理念和原则，其标准体系及治理框架亦日渐成熟。我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则的实施较晚，但其关注经济、社会、环境可持续发展等价值取向已被广泛认同。结合域外实践进程，并基于我国绿色证券市场的发展需要，应将 ESG 责任投资理念与原则更深地融入绿色证券市场建设中，通过努力培育绿色证券市场投资主体、优化绿色金融资源配置、完善上市公司 ESG 治理，构建完善的绿色证券市场 ESG 责任投资原则、制度，从而释放我国绿色证券市场发展的巨大新活力。

关键词：ESG 责任投资 绿色证券 企业社会责任 信息披露

全球可持续发展正面临来自气候变化、生物多样性遭破坏及污染等环境问题的威胁，实现生态环境保护与改善的进程紧迫而艰巨。近年来，与应对气候变化、环境保护议题高度契合的 ESG 责任投资逐步得到投资者广泛认可并成为全球资本市场的主流投资策略，至 2021 年底，已有管理资产规模超过 120 万亿美元的 4600 余家金融机构成为联合国负责任投资原则（UN PRI）的签署方。^{〔1〕} 在国际组织、各国政府及投资者等多方主体的共同推动下，以“信息披露、评估评级、投资决策”为主要内容的 ESG 责任投资标准体系逐步建立。

* 季立刚，复旦大学法学院教授、复旦大学中国金融法治研究院执行院长；张天行，复旦大学法学院博士研究生、复旦大学中国金融法治研究院研究人员。

本文为 2019 年度国家人权教育与培训基地重大项目“人权保障与金融秩序治理研究”（19JJD820010）的阶段性成果。

〔1〕 参见 UN PRI：《PRI 季度更新（2021 年 10 月—12 月）》，载 <https://www.unpri.org/download?ac=15820>，最后访问时间：2022 年 4 月 27 日。

我国经济发展模式正在经历向低污染、低能耗、低碳排放、高生产率重大转型的历史进程，在“双碳目标”引导下，绿色金融市场建设成就斐然，但在绿色金融特别是绿色证券市场的发展实践中还面临着一些制度困境和发展挑战亟待解决。域外国家较早关注到 ESG 责任投资对可持续金融发展的促进作用，ESG 评估和披露体系以及由此衍生出的多元化投资策略，可以推动一个更为丰富的可持续金融生态体系的形成。而我国 ESG 理念在投资领域的应用尚处于起步阶段，其市场接受程度和配套制度完备程度都有待提升，对经济社会全面绿色转型发展起到的正向支撑作用极为有限。在理论层面，现有研究成果或从实证出发探讨 ESG 投资策略与获得财务收益间的联系，或着眼于 ESG 责任投资机制中的具体制度，缺乏体系化论述域内外 ESG 责任投资原则理论发展、实施路径、治理模式的研究成果。由此，系统梳理“双碳”与经济绿色转型背景下责任投资原则的理论内涵与现实价值、比较分析全球 ESG 投资与治理实践、寻求我国 ESG 责任投资原则下绿色证券制度发展的优化方案，是促进我国绿色证券市场健康发展的一项重要任务。

一、ESG 责任投资原则的理论演进

ESG 责任投资 (Environmental, Social and Governance Investing)，是指商业主体在投资决策中将企业的环境影响、社会责任履行及公司治理结构纳入考量因素。ESG 责任投资原则以现代公司治理、可持续发展、经济负外部性理论为基石，由传统道德投资演化而来，对追求利润最大化的投资理念进行校正。^{〔2〕}

(一) 责任投资的觉醒：ESG 责任投资的伦理起源

以历史视角观察，责任投资的由来可追溯至犹太法律 (Jewish Law) 中明确规定的道德投资 (ethical investing) 概念。^{〔3〕} 在中世纪的欧洲，受天主教会影响，从事高利贷活动被视为道德败坏的象征，许多人拒绝与放高利贷者的生意往来。^{〔4〕} 18 世纪，约翰·卫斯理 (John Wesley) 倡导卫理公会教徒 (Methodists) 避免投资奴隶买卖、走私、酒精、烟草和赌博等与其宗教价值观念相冲突的行业或企业所发行的罪恶股 (sin stocks)，这种基于“不伤害” (do no harm) 的宗教教义对投资行为的道德筛选，借由教会团体的宣扬，开始作为一种独特的投资哲学逐步兴起。^{〔5〕} 真正现代意义上的责任投资诞生于 20 世纪 60 至 70 年代，二战后西方国家反战运动、民权运动及种族平等运动的崛起很大程度上推动了社会责任投资的发展，其核心诉求是在投资活动过程中关注投资标的公司的社会治理，避免投资与社会发展进步价值观相悖的行业。1971 年美国的第一只社会责任共同基金——派克斯世界基金 (Pax World Funds) 诞生，明确规定不得向资助越战的公司投资，此后，社会责任投资逐渐不再拘泥于宗教伦理，并根据价值观念的不同逐渐分为两个流派：遵循传统道德价值的社会责任投资和更具前瞻性的 ESG 责任投资。前者以“道德基金”为典型代表，其投资动机来源于道德观念以及对工业化所带来负面影响关

• 449 •

〔2〕 参见蒋建湘：《企业社会责任的法律化》，载《中国法学》2010 年第 5 期。

〔3〕 See Mark S. Schwartz, The “Ethics” of Ethical Investing, 43 *Journal of Business Ethics* 195, 196–197 (2003).

〔4〕 See Robert Heilbroner, *The Making of Economic Society*, Pearson Education Inc., 2012, p. 27.

〔5〕 See L. Caplan, *From SRI to ESG: The Changing World of Responsible Investing*, Commonfund Institute, 2013, pp. 2–3.

注，大多采用负面筛选的投资策略；而融合多元价值观念的 ESG 责任投资逐步演化成为一种更具包容性的投资策略，并拥有丰富的投资手段，突破了横亘在责任投资与主流投资方式间的阻碍。^{〔6〕}

（二）价值追求的跃升：从企业社会责任到 ESG 责任

企业存续目的在历史发展阶段上可分为股东至上主义（shareholder primacy）和利益相关者主义（stakeholder theory）。股东至上主义曾长期被奉为公司治理的圭臬，认为企业唯一的社会责任就是在法律与道德限度内运用其资源增加利润，^{〔7〕} 企业管理层为股东之外的其他外部利益群体负责与股东利润最大化的目标不一致，当管理层不以股东利益行事时，就会产生减损委托人福利的代理成本。^{〔8〕} 利益相关者理论则认为：建立于股东价值最大化基础上的商业运行规则无法平衡各经济参与者的利益，^{〔9〕} 公司是由不同类型的利益相关者（如债权人、客户、供应商、雇员及社区）所构成的组织，^{〔10〕} 除股东外的其他利益相关者所提供的人力资本、社会资本等对企业价值创造具有重要贡献，并与股东一道共同参与公司治理。^{〔11〕} 为此，企业管理层除对作为资本主要提供者的股东负有受托义务，还应对其他要素提供者和产品消费者等利益相关者承担更为广泛的社会责任。

企业社会责任（corporate social responsibility, CSR）治理主要是公司内部自我监管模式，^{〔12〕} 通过具有社会责任感的商业行为对公共领域产生积极影响。ESG 责任投资原则以 CSR 为理论基础，但因其可在量化、强制性、盈利性方面的制度优势，正在超越 CSR，成为衡量公司整体健康状况的重要指标。^{〔13〕} 其一，ESG 是一种实现社会价值与投资价值融合的投资方式，将可持续发展及道德原则置于与获取利润同等的地位，强调投资者履行社会责任的同时也可以获取自身利益的提升，而 CSR 更多被视为企业通过对慈善和社会事业的投入获得品牌及声誉价值的提升；其二，不同于原则导向的 CSR，ESG 是衡量公司可持续性和社会影响表现的可量化指标，被金融机构广泛用于规避风险和投资决策，而披露信息包含大量定性描述的 CSR 报告往往可比性和实用性不强；其三，ESG 将环境、社会及治理问题提升至投资者关切的领域，不再只属于公司自治范畴，而是受 ESG 强制性规范规制的合规行为。不过，有关“利”与“责”的争论从未

〔6〕 See Blaine Townsend, From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing, 1 *The Journal of Impact and ESG Investing* 1, 2 (2020).

〔7〕 See Milton Friedman, A Friedman Doctrine: Responsibility is to Increase Its Profits, *The New York Times Magazine*, Sept. 13, 1970, p. 17.

〔8〕 See M. C. Jensen, W. H. Meckling, The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 *Journal of Financial Economics* 305, 310-311 (1976).

〔9〕 See R. E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Cambridge University Press, 2010, pp. 24-25.

〔10〕 See ME Clarkson, A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance, 20 *Academy of Management Review* 92, 112 (1995).

〔11〕 参见李安安、冯果：《公司治理的金融解释——以金融法和金融学的科际整合为视角》，载《法制与社会发展》2015年第4期。

〔12〕 See A. Calveras, J. J. Ganuza, G. Llobet, Regulation, Corporate Social Responsibility and Activism, 16 *Journal of Economics & Management Strategy* 719, 736-737 (2007).

〔13〕 See RHT Law Asia LLP, The Evolution of ESG from CSR, available at <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=80bbe258-a1df-4d4c-88f0-6b7a2d2cbd6a>, last visited on Apr. 24, 2022.

停歇。最初社会责任基金或养老基金的受托人所进行的 ESG 投资因其包含道德和伦理在内的多元价值目标,而被质疑与信义义务项下的受益人唯一利益原则 (sole interest) 相冲突。^[14] 随着受托人角色由消极向积极的转变,将 ESG 纳入投资决策符合保证受益人利益最大化 (best interest) 的内在要求,相反 ESG 因素与财务绩效之间有着长期而紧密的联系,忽视气候变化相关的风险信息可能违反信托责任。^[15]

(三) 投资原则的革新:可持续发展的环境关怀

可持续发展理论是 ESG 责任投资原则产生和发展的重要理论支撑之一,是对人类中心主义 (anthropocentrism) 思维支配下经济发展模式的纠偏。人类中心主义信奉人对自然资源的绝对支配和使用,价值定位围绕人类自身利益的判断而展开,^[16] 经济发展水平与物质财富总量成为价值衡量的唯一向度。自然资源的过度利用所造成的空气污染、气候变化和物种灭绝等严重问题日益显现。与此同时,强调人与自然内在价值平等的生态中心主义 (ecocentrism) 从人类面临的现实环境危机出发,展开环境伦理上的批判与反思,^[17] 要求将人与其他生命体平等地视为组成自然界生态系统的组成部分,人不再是唯一的价值主体,人的利益和目的也不再是价值衡量的唯一尺度,而应服从于生态系统的整体利益,^[18] 但这种将生态环境保护与人类经济发展对立,甚至否认人的主体地位、忽视发展中国家经济发展合理诉求的观点也存在明显缺欠。1987 年联合国世界环境与发展委员会 (WCED) 发布的《我们共同的未来》(Our Common Future) 首次界定了“可持续发展”概念,即人类发展须“既能满足我们现今的需求,又不损及后代子孙满足他们需求的能力”^[19]。可持续发展理论在克服生态中心主义与人类中心主义局限性基础上形成了更为完善的改良生态伦理体系,强调生态可持续性与经济可持续性的相互协调与良性互动,以解决地区发展不均衡带来的代际内公平失衡,逐步形成人类社会共同追求的可持续发展目标 (SDGs)。

一系列环境和气候变化问题引发的社会关切,也成为推动 ESG 责任投资发展的核心因素。^[20] 1989 年,埃克森·瓦尔迪兹号 (Exxon Valdez) 漏油事件刺激了责任投资领域的发展,同年由机构投资者、环境组织组成的环境责任经济联盟 (CERES) 在美国成立,并颁布了《环境责任经济联盟原则》(CERES Principle),旨在督促企业在 10 项原则的框架下采用更为环保的技术与管理手段以履行环境责任。^[21] 2004 年在时任联合国秘书长科菲·安南主导下,多家金融

[14] See Max Matthew Schanzenbach, Robert H. Sitkoff, Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee, 72 *Stanford Law Review* 381, 388-389 (2020).

[15] See Freshfields Bruckhaus Deringer, A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social, Governance Issues into Institutional Investment, available at https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf, last visited on Apr. 24, 2022.

[16] 参见汪劲:《伦理观念的嬗变对现代法律及其实践的影响——以从人类中心到生态中心的环境法律观为中心》,载《现代法学》2002年第4期。

[17] 参见徐嵩龄:《论现代环境伦理观的恰当性——从“生态中心主义”到“可持续发展”到“制度转型期”》,载《清华大学学报(哲学社会科学版)》2001年第2期。

[18] 参见张德昭、袁媛:《价值层面的可持续发展》,载《自然辩证法研究》2006年第3期。

[19] WCED, *Our Common Future*, Oxford University Press, 1987, pp. 34-44.

[20] 参见前引[6], Blaine Townsend 文,第6-7页。

[21] 参见赵永刚:《绿色金融与绿色股票指数研究》,载 <http://www.greenfinance.org.cn/displaynews.php?id=571>, 最后访问时间:2022年4月23日。

机构联合撰写的报告《谁在乎输赢：将金融市场与变化的世界联系起来》正式发布，首次提出 ESG 责任投资概念。^{〔22〕} 2006 年，联合国环境规划署金融倡议组织（UNEP FI）和联合国全球契约组织（UNGC）共同推动成立联合国负责任投资原则组织（UN Principles for Responsible Investment, UN PRI），国际层面的 ESG 责任投资原则框架正式形成。UN PRI 致力于“将环境、社会和公司治理因素纳入投资决策和积极所有权”^{〔23〕}，帮助签署方提升 ESG 投资和规避相关风险的能力，以此创建一个兼顾经济效率和可持续性的金融体系。ESG 责任投资原则可视为可持续发展理念在金融投资领域的体现，很多主流 ESG 信息披露框架和评估评级体系在具体指标设计上都吸收了 SDGs 理念，与 SDGs 一道为企业可持续发展提供外部指引。

（四）治理工具的转化：经济负外部性与 ESG 多元治理

经济负外部性（negative externality）为 ESG 外部治理的正当性提供了理论依据。传统经济学是建立在亚当·斯密“个人利益最大化会带来集体利益最大化”的假设之上，市场机制作为“看不见的手”配置资源，并最终实现有效率的的市场均衡。然而，市场机制无法克服其自身固有的局限性，单纯依靠市场机制难免会出现资源配置缺乏效率而引发的市场失灵。^{〔24〕} 福利经济学主张通过征收庇古税的行政干预手段纠正外部性^{〔25〕}。但兼具伦理道德性和个体差异性特征的企业社会责任，单纯依靠对社会行为进行普遍强制力约束的硬法规范，难以满足其多元化治理需求，硬法规范的调整范围局限于企业应尽的最低限度法定责任。ESG 责任投资是一种在政府干预最小化的前提下，激励企业主动承担更多社会责任的多元治理实施机制，^{〔26〕} 监管机构和投资者可通过信息披露和评级评价反映出的企业 ESG 绩效，评价投资对象在促进环境保护、经济可持续发展与履行社会责任等方面的表现，并在政策引导和投资决策方面采取相应行动，其实质是引导企业在追求利润的同时自觉把商业行为对环境、社会造成的负外部性“内部化”。国际层面，以全球报告倡议（GRI）、可持续会计准则委员会（SASB）为代表的相关国际组织或第三方评级机构的成立及量化评价标准的发布，使伦理道德层面的责任投资原则逐步演化为具备可操作性和规范流程的标准化投资方式，并在各国政府及监管部门、大型机构投资者等多方主体共同参与下，围绕环境、社会、治理三个维度构建起 ESG 责任投资治理体系。

二、比较视野下 ESG 责任投资原则的实践进程

在可持续发展背景下，全球 ESG 责任投资规模逐年增长。根据 GSIA 统计，全球 ESG 投

〔22〕 See IFC, Who Cares Wins — Connecting Financial Markets to a Changing World, available at https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/de954acc-504f-4140-91dc-d46cf063b1ec/WhoCaresWins_2004.pdf?MOD=AJPERES&CVID=jqeE.mD, last visited on May 1, 2022.

〔23〕 UN PRI, UN Principles for Responsible Investment, available at <https://www.unpri.org/download?ac=10948>, last visited on Apr. 24, 2022.

〔24〕 参见黄世忠：《支撑 ESG 的三大理论支柱》，载《财会月刊》2021 年第 19 期。

〔25〕 See Martin L. Weitzman, Prices vs. quantities, 41 *The Review of Economic Studies* 477, 477–479 (1974).

〔26〕 参见钟颖、向超：《论企业社会责任的软法规制路径》，载《现代经济探讨》2015 年第 9 期。

资产的管理规模已经从2016年的22.8万亿美元增加至2020年初的35.3万亿美元,相较于2016年增长了近55%,年复合增速达13%,远超过同期全球资产管理行业的整体增速6%。^[27]以信息披露、评估评级、投资决策为主体的ESG投资标准体系也在发展中不断完善,成为推动可持续发展的现代金融体系最终形成的重要力量。但完全依赖资本市场的自发调节机制不能有效预防市场失灵和道德风险,也无法满足ESG市场快速成长的发展需要。各国监管机构以国际组织的相关指引和具体标准为蓝本,通过构建系列激励约束机制,为ESG发展提供有力制度支撑。

(一) ESG 责任投资的标准体系

ESG责任投资被市场主体广泛接纳并非依靠国家强制力保障实施,而是充分借助权威性国际组织的积极倡导及专业机构的ESG治理经验和市场影响力,促使企业自觉遵从。^[28]在投资体系运行过程中,各项制度紧密衔接,形成了推动ESG实践发展的正向反馈循环路径。各类国际组织制定发布的ESG披露框架和原则指引是ESG责任投资运行的基础,企业会选择特定披露框架定期发布ESG信息,之后,第三方评级机构根据企业自主披露或第三方提供的ESG信息,运用其制定的ESG评估框架对企业ESG绩效进行量化评级,最后投资者参考评级结果或自行分析ESG信息,来决定其投资策略。企业受投资者偏好激励积极履行负责任的商业行为,并提升信息披露数量、质量及时性,由此构建了金融市场的正向循环。

1. ESG 信息披露框架及标准

作为ESG责任投资运行的基础,信息披露是开展ESG评价和投资的重要依据,有助于弥合投资者与企业之间的信息不对称,并为各国监管机构制定信息披露规则提供参考。据统计,目前存在全球报告倡议组织(GRI)、国际综合报告理事会(IIRC)、可持续发展会计准则委员会(SASB)、气候变化相关财务信息披露工作组(TCFD)以及气候披露准则委员会(CDSB)发布的十余个国际通用的ESG信息披露框架及标准。^[29]其中,被认可程度最高并广泛使用的ESG报告框架是GRI标准。现行的2016版GRI标准由3项通用标准和涵盖经济、环境、社会议题下的34个专项标准构成,每个标准又包含30至50个不等的定性及定量指标,并根据信息披露的强制程度分为要求、建议和指南三种级别。这种模块化的结构设计使得报告编制更加灵活,可以满足不同行业的信息披露需求。^[30]SASB发布的可持续性会计准则和TCFD框架是近年来发展迅速的新兴披露框架。其中,SASB准则由一般披露指导、可持续性主题及描述、可持续性会计准则等6部分组成。它将企业根据业务类型、可持续概况划分为11个领域共计77个行业,并对其提供差异化的信息披露标准,从环境、社会资本、人力资本、商业模式与创新、领导与治理五

• 453 •

[27] See GSIA, Global Sustainable Investment Review 2020, available at <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>, last visited on Apr. 29, 2022; 东方证券:《ESG专题研究系列之一:ESG投资的起源、现状及监管》,载 https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP202203081551402211_1.pdf?1646774760000.pdf, 最后访问时间:2022年4月29日。

[28] 参见王兰:《公司法定位及其与公司法的衔接》,载《中国法学》2021年第5期。

[29] See John Niemoller, ESG Reporting Frameworks: Comparing CDP, GRI & More, available at <http://www.perillon.com/blog/esg-reporting-frameworks>, last visited on Apr. 24, 2022.

[30] 参见李晓蹊、胡杨璘、史伟:《我国ESG报告顶层制度设计初探》,载《证券市场导报》2022年第4期。

个维度对企业的可持续发展报告进行指导规范。^{〔31〕}TCFD 框架则重点关注企业因气候变化带来的风险和机遇以及对财务的潜在影响，从治理、策略、风险管理，以及指标和目标四个方面为金融机构进行气候相关信息披露提供标准建议。^{〔32〕}

然而，基于不同框架标准下生成的 ESG 报告缺乏可比性（comparability）和一致性（consistency），增加了投资者在内的利益相关人的信息处理成本。于是，制定一套全球统一、普遍适用的高质量 ESG 信息披露标准已成为国际组织的共识。为此，各国际组织曾通过成立协调机构或开展合作计划等多种形式就提升框架标准间的兼容性与互补性积极开展多边合作。近年来，国际组织之间的频繁合并加速了 ESG 信息披露的国际标准的形成。2021 年 6 月，由 SASB 和 IIRC 合并组建的价值报告基金会（Value Reporting Foundation, VRF）正式成立。2021 年 11 月，国际财务报告准则基金会（IFRS Foundation）宣布通过合并 CDSB 与 VRF，设立国际可持续发展准则理事会（ISSB）。新成立的 ISSB 致力于推动在全球范围内形成被广泛采用的统一 ESG 标准，在参考包括 TCFD、CDSB 及 SASB 等 ESG 报告框架基础上，已发布了两份关于《可持续发展披露准则》（ISDS）的征求意见稿，并预计在 2022 年年底发布正式版本。^{〔33〕}

2. ESG 评价体系

在责任投资领域，ESG 评级体系是从环境影响、社会责任、公司治理等角度出发，较为系统、全面评价经营主体 ESG 绩效的评估方法，旨在展现企业持续发展能力，以帮助投资者有效识别潜在的非财务风险与发展机会。ESG 评级和标准体系呈现出多元化发展的扩张趋势，截至 2018 年，全球有超过 600 项 ESG 评级及排名体系，^{〔34〕}包括由专业评级机构富时罗素（FTSE Russell）、路孚特（Refinitiv）、道琼斯（Dow Jones）、明晟（MSCI）以及国际组织英国碳信息披露项目（Carbon Disclosure Project, CDP）研发的 ESG 评价体系（参见表 1）。在特定评价框架下，ESG 评级机构会将获取到的测评对象 ESG 数据进行标准化处理，之后按照特定评价标准对其 ESG 指标表现逐项打分，最后通过特定计算方式得到测评企业 ESG 评分与对应的评级结果。数据来源、指标选取及权重分配是评级体系建构的核心要素，也是不同体系下 ESG 得分与评级差异化的重要来源。^{〔35〕}评级机构主要通过上市公司披露文件，政府、非政府组织或研究机构发布的数据、媒体资源及专业数据库等公开渠道抓取信息或以发放问卷的形式获取底层数据。在指标选择层面，通常以环境、社会和公司治理三个维度作为一级指标，并逐级延伸至三层及以上的底层指标，底层指标主要选取评级机构研究范畴内易获取和可量化的指标。在指标权重层

〔31〕 See Value Reporting Foundation, SASB Standards, available at <https://www.sasb.org/standards/>, last visited on Apr. 25, 2022.

〔32〕 See TCFD, Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, available at <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf>, last visited on Apr. 24, 2022.

〔33〕 参见普华永道：《气候信息披露准则将迎新纪元：国际可持续发展准则理事会（ISSB）发布两份 IFRS 可持续发展披露准则（ISDS）征求意见稿》，载微信公众号“普华永道”，2022 年 4 月 18 日。

〔34〕 See SustainAbility, Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results, available at <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/sustainability-ratetheraters2020-report.pdf>, last visited on Apr. 24, 2022.

〔35〕 See Florian Berg, Julian F. Koelbel, Roberto Rigobon, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, MIT Sloan School Working Paper 5822-19, p. 32.

面，虽然不同评价体系对 ESG 三大主题侧重程度有所不同，但大多根据各项指标对不同行业的重要程度而差异化配置其权重比例。

以 MSCI ESG 评级框架为例，对纳入 MSCI ESG 指数的公司开展评级，由 3 个支柱（pillars）、10 项主题（themes）、37 项关键问题（key issues）和数千个具体数据点（data points）组成，并在指标选取上兼顾对企业的 ESG 风险与发展机会的双重考察。在指标赋权方面，充分考虑到行业差异对环境与社会支柱项下指标赋权的影响，按照全球行业划分准则（GICS）将测评企业分类，并结合该项指标的影响程度和作用时间对其赋予不同权重，例如“水资源压力”指标在材料、消费必需品、信息科技和金融行业的权重分别为 11%、9%、1.5% 和 0%（即不考虑），而公司治理支柱适用不区分行业的统一权重。在打分评级方面，MSCI 主要从企业 ESG 风险敞口（exposure metrics）及对相关风险的管理能力（management metrics）两个维度对底层指标评分，再将各项指标自下而上依次加权汇总后的得分，与同行业公司进行比较，最终按得分高低对公司给出 AAA 至 CCC 不等的 ESG 评级。

ESG 评级体系是将原始的 ESG 披露信息转变为可以帮助投资者做出决策和采取行动的投资产品，^[36] 投资机构 ESG 主动或被动投资策略的构建需要以 ESG 评级为基础，对投资标的进行筛选，并主要应用于 ESG 指数及衍生投资产品、社会责任投资基金、交易型开放指数基金（ETFs）等投资产品的开发。在主题覆盖、指标度量及权重设置上，不同评价体系因侧重点不同而存在较大分歧，同一家公司在不同的评价体系下得到的结果之间缺乏必要的相关性与一致性，^[37] 甚至对同一公司会得出截然相反的 ESG 评价，这使投资者难以准确判断公司 ESG 表现，也在一定程度上削弱了 ESG 评价体系的公信力，甚至导致部分投资机构建立了自己的 ESG 数据库和评估框架。

• 455 •

表 1 国际主流 ESG 评级体系的基本框架与关键指标^[38]

评级机构	环境因素	社会因素	公司治理因素
富时罗素 (FTSE Russell)	生物多样性；污染和资源； 气候变化；水资源安全	客户责任；人权与社区；健 康与安全；劳动标准	反腐败；风险管理；公司治 理；纳税透明度
路孚特 (Refinitiv)	资源利用；排放；环保产品 创新	员工；人权；社区；产品 责任	管理；股东；社会责任战略
道琼斯 (Dow Jones)	环境报告；环境策略与管理 系统	社会报告；人力资源开发； 人才吸引与留存；企业公民 与慈善；劳工实践指标	公司治理；重大性；风险及危 机管理；商业行为准则

[36] See OECD, ESG Investing: Practices, Progress and Challenges, available at <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>, last visited on May 6, 2022.

[37] See R. Gibson, P. Krueger, P. S. Schmidt, ESG Rating Disagreement and Stock Returns, European Corporate Governance Institute Finance Working Paper No. 651/2020, pp. 2-3.

[38] 该表根据 MSCI、Refinitiv、CDP、FTSE Russell、Dow Jones 等评级机构的 ESG 评级标准汇总而得。

续前表

评级机构	环境因素	社会因素	公司治理因素
明晟 (MSCI)	气候变化；自然资源；污染和废弃物；和环境相关的发展机会	人力资本；产品责任；和利益相关方是否存在冲突；和社会责任相关的发展机会	公司治理；公司行为
英国碳信息披露项目 (CDP)	气候变化；森林；水安全	无	无

3. ESG 投资策略指引

将 ESG 融入投资分析及投资决策过程，不仅是 UN PRI 签署方有义务遵循的责任投资原则之一，^{〔39〕}也是 ESG 理念在投资中的具体实现方式。该原则是机构投资者、国际组织、政府机构在内的广泛利益相关方共同参与制定而形成的一套 ESG 责任投资领域决策基本原则，包括：将 ESG 理念纳入投资分析与决策过程；积极行使股东权利，推动企业完善环境保护、社会责任和公司治理；要求所投资的企业适时披露 ESG 相关问题；推动该原则在投资领域的广泛采纳；齐心协力提高该原则实施过程的效率；定期报告该原则的贯彻落实情况等。^{〔40〕}

伴随责任投资理念被投资者广泛接受，ESG 投资策略也衍生出更为丰富的样态。根据国际可持续投资联盟 (Global Sustainable Investment Alliance, GSIA) 的划分方法，可将目前国际通行的 ESG 投资策略分为七种子类型：第一类是负向筛选 (Negative Screening)，又被称为排除筛选 (Exclusionary Screening)，作为早在道德投资时期就已出现的投资策略，在现代 ESG 框架下依然发挥举足轻重的作用，要求投资人以负面清单形式避免投资于 ESG 表现低于行业平均水平或在行业内排名落后的公司；第二类正向筛选 (Positive Screening) 或同类最佳策略 (Best-in-Class)，则是将行业内 ESG 表现排名前列或优于行业平均水平的公司纳入投资白名单；第三类是标准筛选 (Norms-based Screening)，指剔除不遵守《联合国全球契约》、经合组织《跨国企业行为准则》等约束企业商业行为的国际准则的公司；第四类是 ESG 整合策略 (ESG Integration)，指系统化地将 ESG 要素融入传统财务和金融分析过程，并根据相关 ESG 信息调整投资组合成分的权重分配；^{〔41〕}第五类是可持续性主题投资 (Sustainability Themed Investing)，即通过对符合未来社会发展趋势的投资主题而非特定公司或行业进行 ESG 评估，优先投资与可持续性发展主题相关的资产，以把握经济结构转型中的投资机会，例如投资以绿色债券为代表的主题债券时，投资者尤为关注主题真实性问题，2021 年国际资本市场协会 (International Capital Market Association, ICMA) 新修订的《绿色债券原则》(Green Bond Principles, GBP) 为各市场参与者提供了一套由四项核心要素和两项重点建议构成的绿色债券发行流程和信息披露指引，^{〔42〕}以清晰

〔39〕 参见前引〔23〕，UN PRI 文。

〔40〕 参见前引〔23〕，UN PRI 文。

〔41〕 See UN PRI, CFA: ESG in Equity Analysis and Credit Analysis, available at <https://www.unpri.org/fixed-income/what-is-esg-integration/3052.article>, last visited on Apr. 27, 2022.

〔42〕 《绿色债券原则》提出的四项核心要素包括募集资金用途、项目评估与遴选流程、募集资金管理、报告，两项重点建议包括绿色债券框架和外部评审，只有完全遵守四项核心要素的债券才可以被认定为绿色债券。

的披露标准结合独立的外部审查实现对“绿色”的明确定义；^{〔43〕}第六类是公司参与及股东行动（Corporate Engagement and Shareholder Action），指股东基于 ESG 理念积极参与公司治理，通过与董事会或管理层直接对话、提交股东提案、召开临时股东大会以及代理投票等方式，^{〔44〕}充分行使股东权利影响被投资公司行为以改善该公司 ESG 表现；第七类是社区投资（Community Investing），主要指为解决特定环境或社会问题，以私人投资形式针对性地为传统金融服务难以覆盖的社区提供资金，它被视为慈善事业在责任投资领域的延伸。据最新统计，截至 2020 年，采用 ESG 整合策略的资金规模已达 25.2 万亿美元，超越负向筛选成为适用最广泛的 ESG 投资策略，紧随其后的分别是负向筛选和公司参与及股东行动策略。^{〔45〕}

（二）ESG 责任投资的治理框架

各国政府对待 ESG 投资所采取的监管态度和治理模式在一定程度上影响并决定了一国 ESG 市场的发展路径。国家层面的 ESG 治理体系主要由监管机构和自律组织“自上而下”推动，通过 ESG 信息披露监管和激励引导机制推动 ESG 投资。信息披露监管机制是由监管机构依据 ESG 领域的全球发展战略和国家政策目标，制定和实施符合资本市场发展需要的 ESG 信息披露标准，使投资者和相关利益主体可以有效掌握企业实际 ESG 信息，实现信息有效传递，是监管者对 ESG 投资最为直接的干预措施；而激励引导机制主要运用市场化手段，主动将 ESG 因素纳入主权财富基金和养老基金的投资决策分析，通过示范效应引导社会资本流向 ESG 表现良好的企业，以激励企业提升 ESG 实践。

1. 欧盟：强制披露主导的治理模式

作为 ESG 信息披露监管领域的先行者，欧盟通过采取强有力的干预措施，加强对投资端 ESG 信息披露规制，不断扩张 ESG 强制信息披露范围，并积极推进统一的 ESG 报告框架及标准的形成。2014 年 10 月颁布的《非财务信息披露指令》（Non-Financial Reporting Directive, NFRD）是欧盟首次系统纳入 ESG 因素的法律文件，以“遵守或解释”的披露要求，规定员工人数超过 500 人的大型公共利益企业需要公布非财务报告，信息披露内容覆盖环境、社会和员工权益等相关问题。^{〔46〕}但其存在的最大缺陷是未对非财务信息披露标准加以规范，又需要经各成员国转化为本国立法，导致信息缺乏可比性。2020 年 6 月，欧盟《可持续金融分类方案》（The EU Taxonomy Regulation, TR）作为欧盟范围内的首个对可持续经济活动进行定义与分类的官方文件正式发布，该文件通过划定绿色项目和绿色融资的法律范围，旨在为欧盟范围内可持续活动分类以及可持续发展信息的报告提供一致性标准，其以欧洲行业标准分类系统（NACE）为框架，

• 457 •

〔43〕 See ICMA, Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds, available at <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>, last visited on May 5, 2022.

〔44〕 See RIAA, Responsible Investment Explained, available at <https://responsibleinvestment.org/what-is-ri/ri-explained/>, last visited on Apr. 24, 2022.

〔45〕 参见前引〔27〕，GSIA 文。

〔46〕 See Directive 2014/95/EU, available at <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095>, last visited on Apr. 25, 2022.

表明每项经济活动所属的宏观行业和等级代码，并从原则、指标、门槛、合理性以及对其他目标无重大损害等角度进行了详细说明。《可持续金融分类方案》为欧盟可持续金融的发展建立了最基础的分类标准，就可持续发展议题建立了公司与投资者之间的共同语言。^[47] 2021 年 3 月生效的欧盟《可持续金融信息披露条例》（Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR）将 ESG 信息强制披露范围扩大至金融领域，要求欧盟境内所有金融市场参与者和金融咨询机构披露主要的可持续性风险以及投资决策中对可持续性的不利影响，金融产品则根据其 ESG 分类履行合同前披露义务和阶段性报告义务，^[48] 并授权欧洲监督机构（European Supervisory Authorities, ESAs）制定合同前和定期披露的《监督技术标准》（RTS）。^[49] 2022 年 2 月，欧洲理事会通过的《公司可持续发展报告指令》（Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD）修订了《非财务信息披露指令》的信息披露要求，把可持续发展报告的披露主体扩大到欧盟的所有大型企业和受欧盟监管的证券交易所上市的公司，并将表外无形资产纳入 ESG 报告范畴。随着《公司可持续发展报告指令》正式实施的逐步临近，信息披露标准也在加速走向统一。根据欧盟委员会发布的时间表，第一套区域内统一适用的可持续发展报告准则将于 2022 年 10 月通过。

2. 美国：市场驱动为主的治理模式

与欧盟形成鲜明对比的是，美国长期以来坚持自愿披露的 ESG 监管框架。大型机构投资者在 ESG 市场发展以及推动信息披露标准化进程中发挥着主导作用，通过积极行使股东权利的方式，建议或要求其投资的公司以其指定的披露标准发布 ESG 报告，并将未遵守规定的行为视为该公司无法有效管理 ESG 风险的标志。^[50] 目前，联邦层面没有直接专门针对 ESG 信息披露的强制性规定以及统一的信息披露框架。美国证券交易委员会（SEC）仅一般性地要求上市公司在年度报告 10-K 表格（Form 10-K）中对财务状况、运营业绩或投资者可能面临的重大风险在涉及 ESG 因素时进行披露。对 ESG 信息披露的专门规定可以追溯至 2010 年 1 月 SEC 发布的《上市公司气候变化信息披露指引》（Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change），这是对现行披露要求适用于气候变化议题的解释性文件，SEC 重申其基于原则的披露方法和重要性标准，并用列举的方式建议企业在公开文件中就气候变化以及气候变化相关的立法、监管和商业模式发展对其业务产生的风险与机遇予以披露。^[51] 在交

[47] See Regulation (EU) 2020/852, available at <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32020R0852>, last visited on Apr. 28, 2022.

[48] SFDR 将产品分为三类：促进环境或社会责任因素的产品、以可持续投资为目标的产品和不以 ESG 因素为主要投资目标的普通产品。

[49] See Regulation (EU) 2019/2088, available at <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32019R2088>, last visited on Apr. 25, 2022.

[50] See Catherine M. Clarkin, Melissa Sawyer, Joshua L. Levin, The Rise of Standardized ESG Disclosure Frameworks in the United States, available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/06/22/the-rise-of-standardized-esg-disclosure-frameworks-in-the-united-states/#2b>, last visited on Apr. 29, 2022.

[51] See Securities and Exchange Commission, Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change (17 CFR PARTS 211, 231 and 241; Release No. 33-9106; 34-61469; FR-82), available at <http://www.sec.gov/rules/interp/2010/33-9106.pdf>, last visited on Apr. 29, 2022.

易所层面,纳斯达克(Nasdaq)和纽约证券交易所(NYSE)均未要求上市公司将ESG信息纳入强制披露范畴,而是基于自愿披露原则,鼓励上市企业在衡量成本收益时充分考量ESG因素,以加强运营能力和风险管理方面的治理。2017年3月,纳斯达克推出首份专门针对北欧和波罗的海国家公司的《环境、社会和公司治理信息报告指南1.0》(ESG Reporting Guide 1.0),并于2019年5月发布修订后的《环境、社会和公司治理报告指南2.0》(ESG Reporting Guide 2.0),在参考SDGs、GRI和TCFD的基础上,设定了30个符合国际主流的披露指标,并将披露主体扩大至在其交易所上市的所有公司。除对上市公司ESG信息披露监管外,联邦和部分州还通过立法规定养老基金或社保基金在ESG责任投资中的比重,并要求其履行相应的ESG信息强制披露义务。^[52]

近年来,围绕是否将ESG信息列入强制披露事项引发市场参与者的广泛争议,迫于投资者对高标准ESG信息披露的需求,SEC向国会提交了多项涉及ESG或气候信息披露方面的法案,致力于提高ESG信息披露的监管要求和建立全面的ESG披露框架。^[53]2021年4月,美国众议院金融服务委员会通过《ESG信息披露简化法案》(ESG Disclosure Simplification Act),并于当年6月16日通过美国众议院投票表决,待其实施后将首次要求SEC在法规中定义“ESG指标”,并要求上市公司在年度代理声明书(Annual Proxy Statements)中披露ESG指标与发行人长期业务战略间的联系等,在经审计的财务报表中披露ESG指标。^[54]2022年3月,SEC发布了《加强和规范投资者气候相关信息披露》(The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors)提案,要求证券发行人在注册声明和定期报告中披露对其业务模式、运营业绩及财务状况等可能产生重大影响的气候相关风险,披露范围在上市公司自身直接温室气体排放的基础上,还包括购买电力或其他形式能源的间接排放以及其供应链上下游企业的排放情况。^[55]

• 459 •

3. 我国香港地区:激励与监管相容的治理模式

我国香港地区围绕发行主权绿色债券以及ESG信息披露制度搭建起引导激励和行政监管相容的ESG发展模式。首先,通过发行特区政府绿色债券,吸引筹资者在香港进行绿色项目投融资,实现对ESG投资的激励引导。2018年初,特区政府宣布推出1000亿元香港主权绿色债券并于2019年5月完成首批发售。2021年11月,特区政府在政府绿色债券计划下成功发售50亿元人民币离岸绿色债券,这也是特区政府首次发行人民币债券。同时,特区政府还推出一系列绿色债券发行的激励政策,对在香港发行债券且符合资格的机构提供补贴;2021年2月,特区政府宣

[52] 例如,美国加利福尼亚州参议院通过的《第185号参议院法案》,要求加州公务员养老基金和加州教师养老基金停止对煤炭投资,并向清洁、无污染能源过渡,以支持加州经济脱碳;加利福尼亚州参议院通过的《第964号参议院法案》,进一步强化对上述基金中气候变化风险的管控以及相关信息披露的强制程度,并将与气候相关的金融风险上升为重大风险级别。

[53] See David Silk, Carmen Lu, Environmental Social & Governance Law, available at <https://iclg.com/practice-areas/environmental-social-and-governance-law/usa>, last visited on Apr. 30, 2022.

[54] See ESG Disclosure Simplification Act of 2021 H. Rept. 117-54.

[55] See SEC, SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate related Disclosures for Investors, available at <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46>, last visited on Apr. 30, 2022.

布将现行的“债券资助先导计划”和“绿色债券资助计划”合并为为期三年的“绿色和可持续金融资助计划”，持续支持绿色金融在港发展。

在信息披露方面，香港 ESG 信息披露机制秉持循序渐进的发展原则，逐步提升信息披露要求。2012 年 8 月港交所（HKEX）首次将《环境、社会及管治报告指引》纳入《上市规则》附件，并以“建议披露”方式倡导上市公司进行 ESG 信息披露。2015 年 12 月，港交所发布修订后的《环境、社会及管治报告指引》，将披露范畴合并为“环境”与“社会”，并将一般披露责任和环境范畴下的关键绩效指标（KPI）提升至“遵守或解释”^[56]。2019 年 12 月，颁布《关于检讨〈环境、社会及管治报告指引〉及相关〈上市规则〉条文的咨询总结》，从以下方面强化信息披露监管：要求强制披露载明对 ESG 事宜考量的董事会声明、ESG 报告汇报原则及范围，进一步地将所有社会范畴 KPI 的合规披露标准提升至“遵守或解释”层面。^[57] 2021 年 4 月，港交所为促进《环境、社会及管治报告》披露的适时性，建议规定《环境、社会及管治报告》与年报同步刊发。2021 年 11 月，港交所又发布了采用 TCFD 披露标准的《气候信息披露指引》，旨在指导上市公司在 ESG 报告中适当披露气候变化相关信息，并计划到 2025 年强制要求相关上市公司依据上述标准披露气候变化相关信息。

目前，全球范围内 ESG 信息强制披露制度日益成为主流发展趋势，越来越多的国家及地区选择从以自愿为原则的鼓励型信息披露向“遵守或解释”的半强制或强制信息披露逐步过渡。强制信息披露规则通过要求企业在传统财务披露或专门独立报告中增加有关 ESG 相关的可用信息，可以缓解投资端 ESG 信息供应不足的现状。^[58] 实证研究结论也表明，强制 ESG 披露显著提高了 ESG 报告的可用性及质量，有效改善了披露公司的信息环境，尤其对于 ESG 过往表现不佳的中小企业具有更强的激励约束效果。^[59]

三、我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则的建构与实施

（一）“双碳目标”指引下绿色证券市场的发展现状

广义的绿色证券指募集资金主要用于支持绿色产业项目的证券，包括但不限于各类绿色债券、绿色资产支持证券等绿色基础证券，以及基于绿色基础证券的绿色指数与绿色基金等。^[60] 绿色证券市场在我国起步较晚但发展迅猛。2015 年 9 月，中共中央、国务院印发《生态文明体制

[56] 参见香港交易所：《附录二十 环境、社会及管治报告指引（2015 年版）》，载 <https://sc.hkex.com.hk/TuniS/cn-rules.hkex.com.hk/node/8299/revisions/2413/view>，最后访问时间：2021 年 4 月 29 日。

[57] 参见香港交易所：《关于检讨〈环境、社会及管治报告指引〉及相关〈上市规则〉条文的咨询总结》，载 [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/May-2019-Review-of-ESG-Guide/Conclusions-\(December-2019\)/cp201905cc_c.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/May-2019-Review-of-ESG-Guide/Conclusions-(December-2019)/cp201905cc_c.pdf)，最后访问时间：2021 年 4 月 29 日。

[58] See Emirhan Ilhan, Philipp Krueger, Zacharias Sautner, Laura T. Starks, Climate Risk Disclosure and Institutional Investors, European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper No. 661/2020, pp. 29–30.

[59] See Philipp Krueger, Zacharias Sautner, Dragon Yongjun Tang, Rui Zhong, The Effects of Mandatory ESG Disclosure Around the World, European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper No. 754/2021, p. 27.

[60] 参见唐周俊、李科峰、李煜坤：《注册制背景下绿色证券的现状及其发展》，载微信公众号“中伦视界”2021 年 11 月 26 日，最后访问时间：2022 年 4 月 30 日。

改革总体方案》，将发展绿色债券市场作为建立绿色金融体系的重要内容，初步确立我国绿色证券的顶层设计。2015年12月，中国人民银行、国家发改委相继发布《绿色债券支持项目目录（2015）》和《绿色债券发行指引》，进一步为绿色证券市场发展提供可操作的政策框架。在“双碳”目标和金融转型政策的推动下，绿色证券迎来了迅速发展时期，绿色证券市场已成为我国绿色金融体系的重要组成部分。各类绿色证券的发行数量和规模连续多年保持增长，2021年境内绿色债券发行量超过6000亿元，同比增长180%，余额达1.1万亿元，我国继续稳居全球第二大绿色债券发行市场，^{〔61〕}伴随着市场结构的不断优化，机构投资者参与度稳步提升，与绿色证券市场相配套的绿色金融标准体系及法律规范体系建设也取得了积极进展。作为引导证券业绿色转型的环境经济政策，绿色证券市场的监管体系遵循与ESG责任投资治理近似的话语体系，^{〔62〕}通过上市公司环保核查、环境信息披露和环境绩效评估等相关制度的完善，逐步提升法治保障绿色资本市场发展的水平。当然，仅凭制度优势和政策扶持在较短时间内建立起的规模、体量庞大的绿色金融市场，难免存在市场要素不充分、制度建设不健全等体制机制障碍。目前，我国绿色证券市场也存在一些亟待解决的问题。

第一，资本市场在金融资源绿色化配置中的作用发挥不充分。^{〔63〕}我国绿色证券市场是在行政主导下，依靠“自上而下”的政策推动建立起来的，具有显著的强制性制度变迁特征，证券市场运转和交易机制依靠税收优惠、财政补贴、金融政策等行政手段，绿色证券市场发展“私人力量”不足。以绿色债券市场为例，发行主体以金融机构和国有企业为主，私主体参与程度有限，未充分发挥社会资本参与绿色经济发展的功用。

第二，上市公司环境信息披露质量有待提高。2021年6月，生态环境部发布的《环境信息依法披露制度改革方案》提出到2025年基本形成环境信息的强制性披露制度，2022年2月8日起施行的《企业环境信息依法披露管理办法》将环境信息强制披露要求，由被列入重点排污单位的上市公司扩展至所有重点排污单位、上市公司和发债企业等五类主体。但总体而言，我国境内证券市场ESG信息仍以自愿性披露为主，尚未颁行专门针对ESG信息披露的规则及标准，主要在上市公司年报与半年报内容与格式准则中对ESG相关内容有所涉及。缺乏有效的信息披露使市场参与者处于信息双向不透明状态，市场无法提供有效信息支撑投资者作出理性投资决策，这种信息不对称也加剧了投资者的投机心理和避险意识，严重降低绿色融资效率。同时，披露内容缺乏明确的量化指标，难以形成相应的考评指标，^{〔64〕}披露信息的可比性和有效性不足，易产生发行人“洗绿”的道德风险。

第三，ESG责任投资原则的认识与实践不足。绿色证券市场ESG责任投资观念尚未普及，

〔61〕 参见中国人民银行：《绿色金融助力碳达峰碳中和》，载 <http://www.zqrb.cn/finance/gzlhghjr/2022-03-04/A1646385615869.html>，最后访问时间：2022年4月28日。

〔62〕 参见杨为程：《基于绿色证券的环境信息披露：海外经验与启示——从上市公司环境事故说起》，载《新疆大学学报（哲学·人文社会科学版）》2014年第2期。

〔63〕 参见澎湃新闻：《监管部门谈绿色金融：金融机构要避免谈碳色变，鼓励ESG投资》，载 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1706242760686655208&wfr=spider&for=pc>，最后访问时间：2022年4月23日。

〔64〕 参见陈志峰：《我国绿色债券环境信息披露的完善路径分析》，载《环境保护》2019年第1期。

个人投资者对责任投资了解极为有限,据统计,83%的调查对象不了解“责任投资”,其中,35%从未听说过“绿色金融”“责任投资”或“ESG”概念,^[65] 泛 ESG 公募基金占市场所有股票型基金和混合型基金的比例仅为 5.92%,这也从侧面体现出个人投资者 ESG 观念淡薄对 ESG 融资能力的负面影响。^[66] 同时,我国机构投资者也缺乏 ESG 责任投资意识和实践能力,高达 71%的证券投资机构对 ESG 持观望态度,还有部分金融机构没有明确的 ESG 发展战略,在投资策略流程、组织管理架构、信息披露机制等方面缺乏实施 ESG 责任投资的相应制度建设,积极的股东参与意识不强,通过利益相关方与企业直接沟通进而推动其履行社会责任的传导机制未能有效发挥作用。^[67] 总体而言,公众投资者与机构投资者对 ESG 责任投资理念的认识与实践都有待加强。

(二) 我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则的实施路径

1. 绿色证券市场 ESG 责任投资理念的价值意涵

第一, ESG 责任投资与经济社会转型发展的良性“互哺”。我国正处于绿色低碳转型发展的历史进程中, ESG 责任投资重视环境、社会与治理的协调发展,符合创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念,天然地将绿色发展的政策目标有机融入金融工具之中,通过资金融通有效引导资金配置到可再生能源、节能降碳等项目,^[68] 推动产业链上“三高”企业通过节能减排新技术的研发,实现转型升级。同时,一个高效、可持续的经济社会体系可以反哺以长期价值收益为导向的责任投资,^[69] 实现产业绿色转型和“双碳”目标将产生庞大的绿色低碳融资需求,为 ESG 投资带来广阔的发展机遇。

第二, ESG 责任投资为绿色证券市场发展提供驱动力。在“双碳”目标指导下,践行 ESG 投资理念与发展绿色证券市场的目标都是通过引导资金配置解决环境资源困境。首先, ESG 投资策略对非财务指标的全面分析,可以帮助投资者识别潜在的 ESG 风险,保护投资者利益,增强市场发展韧性。其次,绿色产业融资具有投资规模大、回报周期长和见效速度慢的特点,而 ESG 责任投资长期性、避险性、公益性等属性,恰好能满足绿色产业融资需求,还可以吸引养老金、保险资金等中长期资金入市,拓展新的投资渠道。最后, ESG 责任投资在实践发展中形成较为完善的产品服务、评级体系和披露标准,可以带动绿色证券市场完善。

第三, ESG 责任投资指导投资者创造长期经济社会价值。不同于视财务回报为唯一关切的传统投资模式, ESG 责任投资原则指导投资人获得财务增值与社会效益提升的“双底线回报”。^[70]

[65] 参见商道融绿:《中国责任投资年度报告 2021》,载 <https://www.syntaogf.com/products/csir2021>, 最后访问时间: 2022 年 4 月 30 日。

[66] 参见前引 [65], 商道融绿文。

[67] 参见中国证券投资基金业协会:《中国基金业 ESG 投资专题调查报告(2019)》,载 https://www.amac.org.cn/businessservices_2025/ywfw_esg/esgj/ygxh/202007/P020200805690524924485.pdf, 最后访问时间: 2022 年 4 月 30 日。

[68] 参见刘兴:《境内外 ESG 投资发展比较及其对上海的启示》,载《科学发展》2021 年第 12 期。

[69] See UN PRI, Asset Owner Strategy Guide: How to Craft an Investment Strategy, available at <https://www.unpri.org/asset-owner-resources/asset-owner-strategy-guide-how-to-craft-an-investment-strategy/402.article>, last visited on Apr. 30, 2022.

[70] 参见邱慈观:《可持续金融》,上海交通大学出版社 2019 年版,第 44 页。

金融实践与学术研究表明：责任投资与投资绩效提高具有正相关作用，^{〔71〕} ESG 评分较高的企业通常具有更低的债券发行利率，^{〔72〕} 因为良好社会形象和企业品牌可以帮助企业赢得资本的认可，降低企业融资成本，投资于 ESG 实践的公司可有效降低系统性风险并产生长期的经济收益。同时，与传统公募基金相比，ESG 基金在参与环境、社会责任和治理等议题方面表现出明显的优势，^{〔73〕} ESG 投资所带来的非财务收益可以满足投资者自身社会情怀与社会声誉的需求。

第四，ESG 责任投资促进企业社会责任的有效履行。在某种意义上，ESG 责任投资可被视为 CSR 在资本市场的延伸，投资机构的投资活动就是自身履行企业社会责任的体现。投资机构参与或承担绿色指数编制、行业标准制定、投资者教育等工作，并将 ESG 指标纳入投资决策，利用自有资金或引导公众投资者支持绿色项目，引导短期投机行为向长期价值投资转变。另一方面，ESG 责任投资原则为上市公司贯彻绿色发展理念、履行保护环境社会责任提供了商业向善的制度保障。ESG 评价体系和信息披露标准为上市公司的 ESG 实践提供了可操作、标准化的量化评价工具，并以此形成推动企业改善 ESG 表现的传导机制。

2. 我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则的实施路径

其一，确立 ESG 责任投资的政策框架。机构投资者（包括资产所有者和资产管理人）在 ESG 责任投资中扮演着资本提供者和受托资产管理人的双重角色，^{〔74〕} 是推动 ESG 责任投资理念实践的核心环节。应重点培育以绿色产业为主要投资标的的投资群体，^{〔75〕} 积极鼓励引导机构投资者建立并完善 ESG 责任投资的公司战略，制定明确的 ESG 投资业务目标和包括投资标的的评估机制、绩效管理机制、环境风险监控与处置机制在内的标准化绿色投资制度体系。^{〔76〕} 发挥机构投资者优势，研发 ESG 主题多元投资产品，丰富创新绿色证券金融产品服务，重视公众投资者的责任投资教育，引导更多个人投资者参与绿色低碳领域的投融资。机构投资者通过与被投资企业进行直接沟通、股东提案、投票表决或召开临时股东会等形式，积极行使其股东权利，对投资对象社会责任的履行和内部公司治理施加影响，进而为机构投资者的最终受益人带来积极影响，倒逼上市公司提升 ESG 信息披露质量。

其二，完善绿色证券市场的 ESG 配套治理体系。一方面，完善绿色证券信息披露制度，加快绿色证券信息披露强制性与规范化进程。^{〔77〕} 量化统一的信息披露标准则能够为融资机构

〔71〕 See Gunnar Friede, Timo Busch, Alexander Bassen, ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies, 5 *Journal of Sustainable Finance & Investment* 210, 226 (2015).

〔72〕 参见魏斌：《ESG 表现对国内企业债券融资的影响》，载《金融市场研究》2021 年第 7 期。

〔73〕 See Quinn Curtis, Jill Fisch, Adriana Z. Robertson, Do ESG Mutual Funds Deliver on Their Promises?, 120 *Michigan Law Review* 393, 431-435 (2021).

〔74〕 参见刘珺如：《开发投资者“尽责管理”潜力，支持中国 ESG 发展》，载 <https://index.caixin.com/2021-12-03/101818603.html>，最后访问时间：2022 年 4 月 25 日。

〔75〕 参见王遥、马庆华：《地方绿色金融发展指数与评估报告（2019）》，中国金融出版社 2019 年版，第 75 页。

〔76〕 参见中国证券投资基金业协会：《基金管理人绿色投资自评报告（2021）》，载 https://www.amac.org.cn/businessservices_2025/ywfw_esg/esgj/ygxb/202203/P020220321629243070006.pdf，最后访问时间：2022 年 4 月 30 日。

〔77〕 参见洪艳蓉：《论碳达峰碳中和背景下的绿色债券发展模式》，载《法律科学》2022 年第 2 期。

提供标准化的信息供给路径，提高信息披露的可比性，帮助投资者有效识别潜在风险，避免被“洗绿”等虚假或误导性信息干扰，使资金真正流向可持续发展的绿色低碳领域。为此，可通过激励约束机制引导绿色证券发行人提升信息披露透明度，强化认证评估机构外部监督职能，并逐步扩大强制信息披露的主体及范围，为投资者提供更加透明充分的投资决策信息，提升对绿色证券市场的信心。另一方面，加大绿色证券政策支持力度，形成吸引投资人积极参与绿色市场的制度优势。绿色证券作为直接融资模式，可使绿色企业低成本、高效率地获取资金，与我国绿色信贷规模相比，绿色证券市场有巨大发展潜力，应通过财政补贴、税收优惠、绿色项目奖励等激励政策对符合标准的绿色证券提供支持，适度放宽绿色证券发行上市的准入门槛，亦可通过发起设立绿色主权债券或 PPP 模式下的绿色产业投资基金等多种方式引导社会资本投资绿色企业。

其三，搭建上市公司的 ESG 治理框架。作为评估企业可持续发展价值的准财务指标，企业的 ESG 信息可对企业估值和业绩产生重要影响。^{〔78〕}来自利益相关者，尤其是市场投资者的压力也要求将 ESG 责任投资理念融入公司治理与企业运营，注重公司的长远利益和可持续发展。具体而言，鼓励上市公司根据自身发展实际制定明确的绿色发展战略规划，将 ESG 责任投资理念融入日常经营管理之中，构建以可持续发展为目标导向的公司治理框架，推动董事会和管理层积极履行 ESG 监督管理职责，评估公司面临的关键或重大的 ESG 挑战与机遇，积极建立并完善与股东、投资者等利益相关者之间就 ESG 相关议题的常态化沟通机制。同时，提高上市公司 ESG 信息披露的自愿意识，在充分认识 ESG 与企业财务绩效、长期发展之间重大关联性的基础上，主动发布满足投资者决策需求的 ESG 信息，拓展信息披露的深度和广度，催生公司治理向善的自发驱动力。

四、结 语

从社会责任投资基金诞生至今，历经五十余年发展，ESG 责任投资已成为全球资本市场备受瞩目的投资策略，其核心理念及基本原则是融环境保护、社会责任和公司治理为一体，实现投资价值目标的归正，并深刻地影响着现代公司治理样态与金融体系可持续发展的路径。在实现“碳达峰”“碳中和”目标和推进经济、社会全面绿色转型背景下，我国绿色金融发展方兴未艾。凭借制度优势和政策扶持在较短时间内建立起的规模和体量庞大的绿色金融市场，难免存在市场要素不充分、制度建设不健全等体制机制障碍。借鉴域外信息披露规制和激励引导机制等治理方面的成功实践，立足于我国实践需求，将 ESG 责任投资理念及实施机制融入绿色证券市场建设，可为我国金融市场，尤其是证券市场探索“资本向善”的发展模式开辟一条崭新的道路。申言之，ESG 责任投资不仅是以可持续发展为价值内涵的投资策略，与“创新、协调、绿色、开放、

〔78〕 See Guido Giese, Linda-Eling Lee, Dimitris Melas, Zoltán Nagy, Laura Nishikawa, Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance, 45 *The Journal of Portfolio Management* 69, 82 (2019).

共享”的五大发展理念高度契合，作为资本市场的有机组成部分，提供了推动经济和社会转型与结构性变革的动力要素，还是评价企业长期价值的新型投资理念，在促使企业积极参与社会治理、履行社会责任的同时，有助于投资者加强风险管理与发掘商业机会，从而推动社会责任与投资收益兼容的绿色金融市场的最终形成。

Abstract: The principles of ESG investing based on the theory of modern corporate governance, sustainable development and negative externalities, promotes the way of valuing an investment from focusing on financial indicators to integrating environment, society and corporate governance, and takes information disclosure, quantitative evaluation and investment strategies guidance as a main approach. At the international, regional and national level, ESG investing has different patterns and characteristics, but it follows common concepts and principles, and its standard system and governance framework increasingly mature. China's green securities market had a late start in ESG investing, but its value orientation of focusing on sustainable development of economy, society and environment has been widely recognized. Combined with the process of extraterritorial practice and based on the demand of China's green securities market development, the concept and principles of ESG investing should be more deeply integrated into the construction of green securities market. Through nurturing investors of green securities market, optimizing the allocation of green financial resources, improving the ESG governance of listed companies, we can build a well-established principle and system of ESG investing in green securities market, and then unleash the vitality of the development of China's green securities market.

Key Words: ESG investing, green securities, corporate social responsibility, information disclosure

(责任编辑:李 敏 赵建蕊)

论 ESG 投资与信义义务的冲突和协调

刘杰勇*

内容提要：新古典主义经济学与人性的碰撞更新了将利益最大化奉为主臬的传统投资理论。环境、社会和治理（ESG）投资最早可追溯至 19 世纪宗教团体的伦理投资理念，历经社会责任投资、企业社会责任与影响力投资等阶段衍化，逐渐成为备受青睐的投资理念。信义义务要求受托人、基金经理、投资顾问和提供个性化投资建议的经纪交易商等受托主体仅为受益人利益管理信托财产，而非基于环境保护、社会责任与公司治理等非财务因素的考量。然而，信义义务本质上具有合同性质，受托主体可经由授权、核准与免责条款等途径参与 ESG 投资，而无需承担信托责任。换言之，受托主体原则上不得参与 ESG 投资，除非作为其义务来源的信托条款或合同文本明确允许。

关键词：ESG 投资 信义义务 冲突 协调

一、问题的提出

ESG 投资是一种在投资组合选择和管理中考虑环境保护（environmental）、社会责任（social）、公司治理（governance）等因素的可持续责任投资理念。ESG 投资最早可追溯至 19 世纪宗教团体的伦理投资理念，历经社会责任投资理念（socially responsible investing, SRI）、企业社会责任（corporate social responsibility, CSR）与影响力投资（impact investing, II）的发展与演变，逐渐成为国际机构投资者的主流投资策略。全球可持续投资联盟（Global Sustainable Investment Alliance）的最新报告显示：在美国，2020 年 ESG 投资基金的资产规模占全美专业资管机构管理资产总额的 33.2%；在欧洲，2020 年使用 ESG 投资理念的投资规模达到专业资管

* 刘杰勇，北京大学法学院博士研究生。

本文为 2020 年国家社科基金后期资助项目“大陆法系框架下信义义务的法理研究”（20FFB055）的阶段性成果。

机构管理资产总额的 41.6%；加拿大 2020 年可持续投资资产总额在专业机构所控资金中的占比高达 61.8%。^{〔1〕} 在中国市场，可统计绿色信贷余额 1478 万亿元人民币，泛 ESG 公募证券基金规模 5492.42 亿元人民币，绿色债券发行总量 16500 亿元人民币，可持续理财产品规模约 1368 亿元人民币，ESG 私募股权基金规模约为 2000 亿元人民币。^{〔2〕} 截至 2022 年 4 月，全球责任投资原则签署机构已达 3826 家，所管理资金超 121.3 万亿美元。^{〔3〕} 可见，未来在金融投资领域对 ESG 投资的考量将占据更大的权重。

然而，为规避和削减信托财产所有权和控制权分离所导致的代理成本，受托人、基金经理、投资顾问等受托主体需遵守信义义务，在资产管理过程中需以维护受益人利益为唯一行事目的（the sole interest of the beneficiaries），构建多元化投资组合，风险与回报应当适当且合理，满足信托目的要求。违反信义义务的受托主体将通过损失赔偿等方式弥补委托人所受到的利益损失。近年来，受托主体面临越来越大的压力，不得不将环境、社会 and 治理（ESG）等因素放入其投资决策中综合考量，例如，从烟草公司、石油公司等暴利行业中撤资。联合国专门组织小组负责投资原则审查（the principles for responsible investment, PRI），与国际上不断发展壮大的具有影响力的学者和实践者共同致力于将 ESG 因素作为受托主体信义义务的组成部分应用。然而，此举遭到许多学者反对，原因在于，这样做使得受托主体将对第三方附带利益纳入投资考量，违反信义义务中忠诚义务的唯一利益规则要求。但不可否认的是，研究表明，ESG 投资表现较好的受托主体往往更稳定，绩效更好，当面临激烈竞争时，更容易得到市场青睐。^{〔4〕} ESG 投资与信义义务似乎成为不可调和的矛盾，如何协调二者之间的冲突，平衡信赖关系与社会责任，以使得受托主体进行 ESG 投资时符合信义义务要求，具有重要的研究价值。回顾当前国内关于 ESG 的相关文献，大都集中于 ESG 的概念内涵、财务表现、影响机理、信息披露等方面，对于 ESG 投资与信义义务之间关系仍付之阙如。^{〔5〕} 故而，本文拟在厘清 ESG 投资的历史演变过程的基础上，讨论 ESG 投资与信义义务的冲突问题，探寻 ESG 投资与信义义务的协调可能性。

• 467 •

二、ESG 投资的起源与发展

纵观全球投资历史趋势，投资行为所考量因素从单维度（经济利益）逐渐向多维度（环境保护、社会责任、公司治理等）发展，投资理念日渐多元化。经济效益虽仍是影响投资行为的首要

〔1〕 See Global Sustainable Investment Alliance (GSIA): Global Sustainable Investment Review 2020, p. 10, available at <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>, last visited on Jul. 23, 2022.

〔2〕 参见中国责任投资论坛：《2021 年中国责任投资报告》，第 2 页，载 <https://chinasif.org/products/csir2021>，最后访问时间：2022 年 7 月 23 日。

〔3〕 参见《中国责任投资论坛责任投资概览》，载 <https://www.chinasif.org>，最后访问时间：2022 年 6 月 26 日。

〔4〕 See Andy Green, Making Capital Markets Work for Workers, Investors, and the Public: ESG Disclosure and Corporate Long-Termism, 69 Case Western Reserve Law Review 909 (2019).

〔5〕 典型文献如：王波、杨茂佳：《ESG 表现对企业价值的影响机制研究——来自我国 A 股上市公司的经验证据》，载《软科学》2022 年第 6 期；邓建平、白宇昕：《域外 ESG 信息披露制度的回顾及启示》，载《财会月刊》2022 年第 12 期；耿建新、李志坚、吕晓敏：《关于上市公司加强资源利用信息披露的建议——基于中国资本市场 ESG 信息披露现状的探讨》，载《财会通讯》2022 年第 10 期。

因素,但非财务因素的影响力正慢慢占据越来越大的权重。ESG投资作为近年来备受欢迎的主流投资理念,其起源与发展同样备受关注。为此,下文拟系统介绍ESG投资理念的形成历史,并重点梳理促进ESG投资发展的主要政治、社会和文化事件。

(一) 变革:新古典经济学与人性的碰撞

历史上经济学家和投资者都认为投资行为仅受到两个因素的影响:投资风险与财务回报。该投资理念源自新古典经济学学派“经济人”(Homo Oeconomicus)概念,其主张“经济人”具有以下三种特征:(1)个人目的具有理性偏好;(2)个人最大化效用,企业最大化利润;(3)个人根据完整的相关信息独立行动。^{〔6〕}理解“经济人”是开启新古典经济学的关键,该术语专指理性、自利、永不满足和功利的经济个体。自亚当·斯密于1776年发表《国富论》以来,对人类普遍存在自利行为的看法没有改变。米兰·扎菲罗夫斯基(Milan Zafirovski)教授进一步将“经济人”描述为:没有复杂的相互依存关系、追求纯粹的自我利益、有远见的理性和准确的成本收益计算、市场均衡和帕累托最优、参数化的个人偏好、价值观、技术、社会制度和文化、利润的持续最大化、自由和完全竞争、自由放任的政府、充分的知识和完整的信息。^{〔7〕}换言之,理性选择理论是基于这样一种观点,即在同等情况下,每个人都会做出相同的决定以最大化自己的利益。然而,对于许多主张将心理学纳入经济分析中的学者来说,这种经济人模型并不令人满意。19世纪早期到中期,行为经济学理论开始崭露头角,用以调和经济人的理性算计与经验行为之间的矛盾。行为经济学试图通过实验检验理性选择与具有不可预测性的人类决策心理之间的关系,将人类行为的心理分析还原到经济思想与实践中。通过这一系列实验,行为经济学的倡导者证明人性在经济领域的影响,并进一步质疑个人仅基于自身利益最大化做出理性决策的假设,或者个人自利行为已固化的假设。换句话说,行为经济学的实验和测试至少证明两件事情:(1)自利行为并不总是理性;(2)自我价值实现涵盖比个体利益获取更广泛的领域。无论是哪种情况,19世纪中期的经济学领域学者都不约而同地在著述中讨论人性,承认其对市场运作的重要影响。

(二) 开端:宗教与企业的发展(1800—1950年代)

其实在上述经济理论之外,一个更原始的投资框架早已建立。几千年来,宗教信仰者一直基于特定标准进行投资。从早期圣经时代开始直到现在,摩西律法中提供的犹太教徒指令明确规定进行符合道德标准的投资方法。在基督教时代,卫理公会教徒、贵格会教徒和其他各种以宗教信仰为基础的投资者优先避免投资他们称之为“罪恶股”的股票,其中包括一系列行业,比如酒精、赌博、烟草和与战争相关的材料行业,^{〔8〕}而这也与犹太教投资理念相似。儒家思想所倡导“重义轻利”的金钱观则是我国商贾群体形成道德性投资理念的文化根源。根据新古典主义经济学的观点,这些投资策略并非仅仅是为了实现经济利润或效用的最大化,而是遵循一套超越

〔6〕 See Ada Marinescu, Axiomatisation of the Neoclassical Economic Model. Logical Assessment of the Assumptions of Neoclassical Economic Model, 23 *Theoretical & Applied Economics* 47 (2016).

〔7〕 See Milan Zafirovski, The Rational Choice Generalization of Neoclassical Economics Reconsidered: Any Theoretical Legitimation for Economic Imperialism, 18 *Sociological Theory* 448 (2000).

〔8〕 See Mark Brimble & Ciorstan Smar, Financial Planning and Financial Instruments: 2013 in Review, 2014 in Prospect, *Australasian Accounting*, 7 *Business and Finance Journal* 1, 2 (2013).

个人经济利益的价值理念。该框架为探索和评估环境、社会和公司治理等因素对投资的影响力提供了经验基础。

1. 基督教投资观

约翰·卫斯理 (John Wesley) 在 1872 年的布道《金钱的使用》中阐释现在所知的社会责任投资的基本定义，即只在不妨碍或损害其他人机会的情况下使用资金。他认为，我们应该在不伤害邻居的情况下获得我们所能得到的一切；我们不能通过赌博吞噬他人土地和房屋，无论是出于生理上的原因，还是法律上的原因；所有的典当经纪业务都被排除在外。^{〔9〕}这篇讲道逐渐成为卫理公会进行社会责任投资的指导性文件。18 世纪的贵格会教徒根据这些原则采取行动，抵制运用针对特定问题筛选策略 (issue-specific screening strategy) 投资奴隶贸易行业。这与当时的社会共识背道而驰，当时的社会共识坚持认为奴隶制是美国南部文化和经济的必要组成部分。

2. 儒家投资观

儒家作为“三教”之一（儒、释、道），由孔子创立，始于古代春秋战国时期，是最具影响力的中国传统文化之一。就投资理念和金钱观而言，佛教、道教鼓励人们逃避现实，远离社会人群，为宗教自身发展和教徒切身利益而关心金钱收支问题。^{〔10〕}儒家则主张“利济天下”“利在惠民”。古代走上仕途的儒家官吏大都有这样的胸襟和情怀，正如白居易所言，“圣人非不好利，利在于利万人；非不好富也，富在富天下”^{〔11〕}，主张为官一任，造福一方。儒家还主张重义轻利。孔曰成仁，孟曰取义，认为“钱财如粪土，仁义值千金”。儒家文化的投资理念在于关心国计民生，强调“取之有道、用之有道，用之有度”的金钱观，即使在市场经济背景下，也不能一味追求利益。当义与利冲突时，主张以义制利，先义后利。“义以为上”“义然后取”。儒家不认可谋不义之财，鄙视唯利是图之人，甚至将“保利弃义”之人视为“至贼”“小人”。^{〔12〕}此处的“义”与“利”可以理解为市场经济中的非财务因素与财务因素，儒家文化在投资领域的表达为：非财务因素比财务因素重要得多。

3. 伊斯兰投资观

对《古兰经》的解读同样影响投资理念，并发展成为现在所称的伊斯兰投资。这种投资方式避免投资涉及赌博、酒精、烟草、猪肉相关产品、传统金融、国防、武器装备、赌场、音乐、酒店、电影和成人娱乐等行业。更准确地说，被投资公司需满足以下标准：（1）所投资公司的业务应为伊斯兰法律允许；（2）计息债务应低于总资产的 40%；（3）不符合伊斯兰教法的投资应低于总资产的 33%；（4）不符合伊斯兰教法的收入应低于被投资公司总收入的 5%；（5）非流动资产大于总资产的 20%，且每股市场价格应高于每股净流动资产。^{〔13〕}这些由伊斯兰教投资策略制定的基本投资筛选流程在整个 19 世纪和 20 世纪初持续更新和完善。

〔9〕 See John Wesley's Sermon 50 - On the Use of Money, available at <https://www.unitedchurchofsoro.org/john-wesleys-sermon-50-on-the-use-of-money/>, last visited on Jun. 26, 2022.

〔10〕 参见张树青：《儒、释、道的金钱观比较研究》，载《聊城大学学报（社会科学版）》2008 年第 1 期。

〔11〕 《策林二·不夺人利》。

〔12〕 参见《论语·里仁》。

〔13〕 See Sebastian Lobe, Felix Rößle & Christian Walkshäusl, The Price of Faith: Performance, Bull and Bear Markets, and Screening Effects of Islamic Investing around the Globe, 21 *The Journal of Investing* 153, 154 (2012).

4. 企业社会责任的觉醒

随着这些宗教团体不断发展针对特定问题的投资屏障。企业社会责任概念及其作用开始在公共领域引发关注。许多投资者开始意识到,公司积极影响社会变革可能与投资组合构建、资产配置有关。^[14] 20世纪初,人们越来越关注商业道德和企业社会责任对财务绩效的影响。阿尔比恩·斯莫尔(Albion W. Small)教授于1895年发表研究报告《私营企业是一种公共信托》,主张经济学、心理学和社会学之间具有不可分割的关系。斯莫尔教授的著名论述:“在所有正式合同、法规或制度的背后,是一条不成文的文明法,即每个公民都应该是公共服务者。社会成长、停滞、衰败的循环总是不断说明对法律的遵守、忽视与违反。我们的政治、商业、公民、教育和教会秩序背后的假设是,确保每个社会成员都能提供最合适的劳动成果,以换取整个社会的服务。”^[15] 在这项开创性的研究中,斯莫尔教授断言,成为社会公仆是所有私营企业的基本责任。这一声明改变了人们对公共企业的期望。阿道夫·柏利(Adolf Berle)和嘉迪纳·敏斯(Gardiner Means)在《现代公司和私有财产》中支持了斯莫尔教授的观点,宣称公司不仅仅是简单的合法组织,而是“合作系统”,与封建制度具有类似程度的重要性,应被视为主要的社会机构。^[16] 该书清楚地描述了上市公司如何在涉及“直接公共利益”的经营活动中建立其最早的经济基础,例如修建收费公路、桥梁和运河、银行和保险公司的运营以及创建消防队。他们认为,以公众利益为主要关注点的公司,无论是在慈善事业还是在日常商业经营中都更富有社会责任感。受影响的约翰·戴维森·洛克菲勒(J. D. Rockefeller)在1913年捐赠1亿8300万美元用以创办洛克菲勒基金会。福特汽车公司的创始人亨利·福特(Henry Ford)也开始意识到自己的角色不应局限于赚取利润,“一个只会赚钱的企业是一种糟糕的企业”。经济大萧条和第二次世界大战时期,在公司经营策略中考虑财务之外因素的理念继续在商业公司中蔓延。社会责任的重担也很自然地从小公司开始转移到股东身上。因此,有许多人试图通过法律程序正式让这些巨头公司对社会负责,再加上贵格会和卫理公会投资筛选流程中引入非财务因素,社会责任投资理念逐渐纳入主流投资组合理论。^[17]

(三) 发展: SRI 投资历史的里程碑示例 (1950—1990 年代)

20世纪50年代至90年代的激烈文化冲突增强了国家对个人社会责任的重视。社会责任投资(SRI)的发展建立在经济理论、宗教倡导和商业道德的基础之上。20世纪50年代至80年代的一系列重大历史事件为SRI投资繁荣发展创造有利的条件和环境。苏斯(Schueth)在其文章《美国的社会责任投资》中描述的20世纪60年代充满激情的政治气候,无疑提升了个人对社会责任的敏感性。^[18] 20世纪50年代和60年代的动荡时期,抗议和社会变革倡议重新引起人们对社会责任投资的兴趣。^[19] 第一次世界大战、美苏冷战和民权运动等事件进一步强化投

[14] See Luc Renneboog, Jenke Ter Horst & Chendi Zhang, Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior, 32 *Journal of Banking & Finance* 1723, 1725 (2008).

[15] Albion W. Small, Private Business is A Public Trust, 1 *American Journal of Sociology* 276, 285 (1895).

[16] See Adolf Berle & Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, 1932, p. 548.

[17] See Ronald Paul Hill, Thomas Ainscough, Todd Shank & Daryl Manullang, Corporate Social Responsibility and Socially Responsible Investing: A Global Perspective, 70 *Journal of Business Ethics* 165, 167 (2007).

[18] See Steve Schueth, Socially Responsible Investing in the United States, 43 *Journal of Business Ethics* 189 (2003).

[19] 参见前引[17], Ronald Paul Hill, Thomas Ainscough, Todd Shank, Daryl Manullang文,第166页。

资者承担社会责任意识。^{〔20〕}在第一次世界大战后的几十年里，关于社会责任投资的话题从关注社会责任投资机会转变为倡导将非财务信息因素纳入投资策略。^{〔21〕}投资者开始重新审视所应负担社会责任，将其从边缘关注点提升为主要关注点，并将 SRI 从小众市场战略转变为公共投资理念。^{〔22〕}下文将列举 SRI 投资的若干区域性示例，以展现 SRI 投资日益扩张的影响力。

1962 年，马来西亚在东南亚成立了朝圣者基金（Lembaga Tabung Haji）。作为第一个伊斯兰投资基金，该基金有双重用途：提供投资机会和服务，帮助穆斯林节省资金，并为马来西亚穆斯林社区管理朝圣活动。朝圣者基金将资金用于广泛的投资组合，所有投资组合均需符合伊斯兰教法规定。^{〔23〕}瑞典负责任投资基金（Swedon Aktie Ansvar Myrberg）成立于 1965 年的福里基科娱乐运动（the Frikyrko and Recreation Movement），旨在倡导避免投资与武器、烟草、色情制品或酒精有关的公司。美国和平世界基金（The Pax World Fund）系第一个现代社会责任投资基金，由路德·泰森（Luther Tyson）和杰克·科比特（Jack Corbett）于 1971 年 8 月创立，创始资金达 101000 美元，明确投资范围排除军事行业公司。路德和杰克创建该共同基金，将非财务因素纳入投资决策中，使投资者能够将其投资与个人信念保持一致。该基金的设立折射出 20 世纪 60 年代和 70 年代受到越南战争、冷战和当时政治气氛推动的新投资哲学，是美国第一家在投资组合构建中运用非金融筛选策略的共同基金。

值得注意的是，利昂·沙利文（Leon Sullivan）牧师于 1971 年提出著名的“沙利文原则”，具体内容包括：（1）在所有饮食和工作设施中不分种族；（2）所有员工平等和公平就业；（3）在同一时间段内从事相同或类似工作的所有员工同工同酬；（4）启动和发展培训计划，为大量黑人和其他非白人提供监督、行政、文书和技术工作；（5）增加黑人和其他非白人担任管理和监督职务的人数；（6）改善员工在工作环境之外的生活质量，如住房、交通、学校教育、娱乐和卫生设施。^{〔24〕}“沙利文原则”旨在指导南非的商业投资实践，协助制定全球范围内的 SRI 投资排除和筛选规则。这些规则逐渐成为反对种族隔离的宣言，并开始成为 SRI 投资的模糊定义。彼时，SRI 投资受到严重的概念限制，导致许多商人和投资者对这些做法不屑一顾，正如朗本（Langbein）和波斯纳（Posner）在文章《社会投资和信托法》中所说的那样：由于社会原则没有得到明确定义，因此很难规定投资者基于 SRI 投资需进行的投资组合调整，以及需遵循的投资规则。这种不确定性势必导致投资组合的多元化程度不高，与“非社会”投资策略可能产生的收益相比，风险高且回报率低。^{〔25〕}“沙利文原则”的出现开始打破僵局，为投资者提供更多关于 SRI

〔20〕 See Katie Gilbert, The Managers: Money from Trees Asset Managers Are Finding An Unlikely New Source of Alpha: Responsible Investing, 44 *Institutional Investor* 442, 444 (2010).

〔21〕 See Thomas C. Berry & Joan C. Junkus, Socially Responsible Investing: An Investor Perspective, 112 *Journal of Business Ethics* 707, 708 (2013).

〔22〕 See Christophe Revelli, Re-embedding Financial Stakes within Ethical and Social Values in Socially Responsible Investing (SRI), 38 *Research in International Business and Finance* 1, 3 (2016).

〔23〕 See Rushdi Siddiqui, Shari'ah Compliance, Performance, and Conversion: The Case of the Dow Jones Islamic Market Index, 7 *Chicago Journal of International Law* 495, 498 (2006).

〔24〕 See James B. Stewart, Amandla! The Sullivan Principles and the Battle to End Apartheid in South Africa, 1975 - 1987, 96 *Journal of African American History* 62, 70 (2011).

〔25〕 See John H. Langbein & Richard A. Posner, Social Investing and the Law of Trusts, 79 *Michigan Law Review* 72, 73 (1980).

投资的深度调查和定性衡量方法。1978年,《华尔街日报》刊发报道,详细介绍了码头工人和仓库工会决定避免将他们的储蓄基金投资于南非股票,以抗议种族隔离。^[26] 1979年10月,美国汽车工人联合会(United Auto Workers)要求他们与克莱斯勒公司(Chrysler Corporation)签订的劳动合同规定,新养老金的最高10%将投资于符合社会需要的项目,如学校、养老院和其他类似的公益项目。^[27]

随着投资者对社会和环境问题的日益关注,关于道德和负责任投资的潜在战略研究开始流行。波士顿的一位零售股票经纪人艾米·多米尼(Amy Domini)注意到市场中负责任投资趋势,并于1984年出版《道德投资》,倡议在投资组合中纳入SRI投资理念,受到投资者广泛关注。艾米·多米尼认为传统投资策略所使用的指标可以进行调整,以更准确地衡量可持续投资策略的有效性。为回应人们对SRI投资日益增长的兴趣,艾米·多米尼、彼得·金得(Peter Kinder)和斯蒂夫·雷登伯格(Steven Lydenberg)于1990年推出“多米尼400社会指数”,该指数跟踪400家积极参与社会和环境投资的大型公司,用以与“道琼斯工业平均指数或标准普尔500指数”(the Dow Jones Industrial Average or the Standard & Poor's 500)相对应,旨在确定投资于社会、环境与治理领域,以及其他纳入投资组合的非财务因素的经济效益,试图证明SRI投资可以提供与传统投资策略同等的优越回报。^[28] 1986年切尔诺贝利灾难、1989年埃克森美孚石油泄漏等事件使得用负责任投资因素补充传统投资战略变得更具吸引力,特别是对于那些具有宗教信仰或社会责任意识的投资者,他们与之前的犹太人、卫理公会教徒、贵格会教徒、伊斯兰教徒和其他宗教投资者一样,试图避免投资与其价值观背道而驰的某些行业或公司。1984年,前英国友诚人寿保险公司(Life Office Friends Provident Insurance Company)启动友诚管理基金,该基金遵循三项投资原则:(1)支持对社会有积极影响的公司;(2)避开对社会有负面影响的公司;(3)鼓励公司行为更具有社会责任性。这三项投资原则意义非凡,因为其见证了负责任因素纳入投资策略的发展过程。

(四) 成熟:20世纪90年代至今

多米尼400社会指数的创建,预示着社会责任投资时代的到来。1992年,迈克尔·詹奇(Michael Jantzi)成立简芝研究中心(Jantzi Research Associate, Inc.),将企业社会责任(CSR)细化为七项指标进行评判,包括社区问题、多样化的工作场所、员工关系、环境绩效、国际化、产品和商业实践等。2004年,联合国发布责任投资领域迄今为止最为重要的报告《2004年环境计划融资倡议报告》(the 2004 Environmental Programme Finance Initiative Report),首次将“环境保护、社会责任和公司治理”用于描述社会责任投资。这三个短语后来缩写为ESG投资。2006年,联合国进一步制定负责任投资规则(PRI),旨在为公司制定投资策略时提供参考标准,具体内容包括:(1)将ESG问题纳入投资分析和决策过程;(2)将ESG问题纳入投资政策和实践中;(3)将寻求投资实体适当披露ESG问题;(4)推动投资行业对负责任投资原则的接受和贯彻;

[26] See Peter Waring & John Lewer, The Impact of Socially Responsible Investment on Human Resource Management: A Conceptual Framework, 52 *Journal of Business Ethics* 99, 100 (2004).

[27] 参见前引[25], John H. Langbein、Richard A. Posner文,第72页。

[28] See Emiel Van Duuren, Auke Plantinga & Bert Scholtens, ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented, 138 *Journal of Business Ethics* 525, 531 (2016).

(5) 将共同努力提高执行负责任原则的有效性；(6) 将定期报告各自在实施负责任投资原则方面的活动和进展。目前，全球有超过 1600 个投资机构或经营实体签署 PRI。^{〔29〕}

2007 年，德意志资产管理公司（Deutsche Asset Management）建立第一个专注于气候变化主题的共同基金。构建主题投资组合迅速发展成为一种被称为“影响力投资”（impact investing）的常见投资策略。绿色投资（green investing）则成为一种常见的影响力投资模型，主要以降低环境风险为目标构建投资组合。亚洲国家和地区在 SRI 投资方面也有一定的发展，如 1999 年日本推出第一只社会责任基金——Nikko 生态基金；2000 年我国香港地区汇富环球基金管理公司率先推出了社会责任基金，我国在 2008 年也有了第一支社会责任基金——兴业社会责任基金。^{〔30〕}2015 年联合国气候变化大会（the United Nations Climate Change Conference）上，多个国家公开承诺将关注绿色投资以减少温室气体排放。自 1990 年代以来，许多研究试图通过衡量回报、波动性、整体投资组合绩效和其他投资指标来量化 ESG 投资策略的价值。联合国和美国劳工部以及许多独立的国家监管机构鼓励投资者将 ESG 投资策略纳入投资组合。美国劳工部在 2015 年发布退休计划中的经济目标投资指南（Economically Targeted Investment, ETI），该指南指出，环境、社会和治理因素可能与投资的经济和财务价值有直接关系。除财务收益外，投资者还可因创造社会福利而选择投资。2020 年 9 月，中国做出二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现“碳中和”的宏伟目标之后，“双碳目标”成为中国经济发展和金融工作开展的重要纲领。中国资本市场的责任投资开始加速发展，新的责任投资产品数量呈现指数级增长，ESG 也开始为市场所熟知，并得到主流投资机构认可。

几个世纪以来，ESG 投资的发展裹挟于财务因素与非财务因素孰轻孰重的论争中。投资者越来越相信其投资决策可以影响社会，并开始发展出这样的信念，即负责任投资因素可以成为公司长期财务业绩的正向指标。这种商业意识和投资情绪的结合使得 ESG 整合基金、ESG 筛选基金和 ESG 主题基金等 ESG 相关基金持续推出。这些基金在过去几年越来越受欢迎，并且已证明在长期时间范围内表现优异。正如《全球可持续投资评论》（the Global Sustainable Investment Review 2016）的数据所显示的那样，所有地区的投资机构的 ESG 投资权重都在增长。随着这种增长，投资者和学者有机会通过股票价格来调查 ESG 因素纳入程度在投资策略中的影响。因为这仍然是一个需要衡量和研究的相对较新的领域，所以在未来几年调查全球公司投资 ESG 产生更高财务绩效的可能性将会是重要课题。

• 473 •

三、ESG 投资与信义义务的冲突

支持 ESG 投资的受托主体（如受托人、基金经理、投资顾问和经纪交易商等）之所以在某些情况下违法，是因为其同时须遵循信义义务。我国《信托法》第 25 条规定信义义务的基本内容，即受托人应当遵守信托文件的规定，为受益人的最大利益处理信托事务，必须恪尽职守，履

〔29〕 See Darlene Himick, Relative Performance Evaluation and Pension Investment Management: A Challenge for ESG Investing, 22 *Critical Perspectives on Accounting* 158, 159 (2011).

〔30〕 参见周康：《中国社会责任投资的发展现状及策略》，载《当代经济》2010 年第 11 期。

行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。也就是说,信义义务要求受托主体为信托目的或受益人利益管理处分信托财产,而非基于环境保护、社会责任与公司治理等因素的考量。本部分内容将详细描述信义义务产生所依赖的合同理论,并解释信义义务对参与 ESG 投资受托主体的要求,以及由此产生的冲突。

(一) 信义义务的合同性质

关于信义义务是否具有合同性质的争议,是近年来各国学者和法官们普遍关注的话题。如果信义义务是合同性的,那么信托当事人可以在合同文本中约定禁止部分信义义务适用的条款,这也意味着,受托人即便从事 ESG 投资也可能不与信义义务要求相互扞格。

1. 信义义务的起源与性质

“fiduciary”(受托)一词来源于“fiducia”,拉丁语中的“信任”,^[31]自17世纪以来“Fiduciary”一直被用来代指在事先约定范围内为他人利益行事的人。最初,信托用于规避封建制度下的土地转让限制规定。这些规定阻止土地所有人在生前自愿转让土地,并强制执行长子继承制和征收高昂税负。也就是说,有且仅在土地所有人死亡时方能触发土地转让机制,由长子继承土地所有权。运用信托制度,土地所有人(委托人)可以在有生之年将其所有的不动产转让给另一个人(受托人),后者同意将土地转让给委托人选择之人。随着时间的推移,信托从一种转让土地的方法演变为一种财务管理工具。^[32]现代受托人的工作是积极管理信托资产。积极管理意味着现代受托人拥有不同于古代受托人、对管理这些受托财产的自由裁量权。伴随这种自由裁量权的扩张,代理成本也日益增长。为保护受益人免受受托人的自利行为影响,法律规定信托义务,要求受托人以受益人的最大利益行事,并谨慎管理资产。

如今,受托人远非唯一承担受托责任的主体。律师是其客户的受托人,公司董事是其公司的受托人,代理人是其委托人的受托人,合伙人是彼此的受托人。^[33]这些职责的具体要求因当事人之间的关系而异。例如,受托人的注意义务要求高度谨慎,而律师对委托人的注意义务是普通疏忽标准。信义义务确实存在,但关于信义义务是否属于合同性质存在争议。坚持合同理论的学者认为,所有的信义义务都可以协商,而那些反对合同理论的学者则认为有些基本的信义义务不能免除。^[34]哪种观点更为合理对 ESG 投资来说至关重要。比如,如果投资顾问的忠实义务不能通过合同改变或删减,那么该顾问可能无法代表客户参与 ESG 投资。

弗兰克·伊斯特布鲁克(Frank Easterbrook)和丹尼尔·费雪(Daniel Fischel)是合同理论的忠实支持者。他们认为,尽管在讨论信义义务的许多案例中都使用道德性的语言,但实际上,信托关系不属于道德性质,而是合同性质。当合同文本部分条款由于缔约成本问题和知识性资源缺乏等原因而无法实现时,就会产生信义义务。具言之,合同具有不完备性,合同文本所预设当事人交易安排无法穷尽未来所有可能发生之情况。当合同文本所提供内容与现实情况之间存在太大差距时,将会产生信义义务。^[35]比如,房主与油漆工签订合同,由油漆工粉刷房主的房屋。

[31] See Benjamin J. Richardson, Fiduciary Relationships for Socially Responsible Investing: A Multinational Perspective, 48 *American Business Law Journal* 597, 597 (2011).

[32] See John H. Langbein, The Contractarian Basis of the Law of Trusts, 105 *Yale Law Journal* 625 (1995).

[33] See Scott FitzGibbon, Fiduciary Relationships Are Not Contracts, 82 *Marquette Law Review* 303, 306 (1999).

[34] See Arthur B. Laby, Fiduciary Obligation as the Adoption of Ends, 56 *Buffalo Law Review* 99 (2008).

[35] See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, Contract and Fiduciary Duty, 36 *Journal of Law & Economics* 425 (1993).

这笔交易相当简单，几乎所有相关事项和突发事件，例如油漆颜色、付款、截止日期、不可抗力等，都可以在合同中说明。现在考虑投资顾问和客户之间的合同，客户与投顾签订合同，让顾问管理客户资金并使收益最大化。在这类长期性投资协议中，客户几乎没有能力监督投顾。以投资收益作为衡量投顾业绩可能并非一个好的衡量标准，因为某些情况下运气可能对投资收益影响巨大。现实生活中有太多可能性无法规定在合同中，故而，法院将包含忠诚和谨慎的信义义务强加给投顾，督促投顾以委托人最大利益管理处分资金。知识性资源的缺乏使得合同漏洞百出，但信义义务的存在能够填补漏洞。

2. 信义义务的合同性辨析

学界存在许多关于信义义务的起源与所依托理论的讨论。其中以合同理论最受关注，该学说不仅解释信义义务的起源，而且还解释了产生原因，即填补合同漏洞。当然，也有学者对合同理论持反对意见，最常见的批评是，合同理论无法解释合同为何不能改变信义义务的核心内容。亚瑟·拉比（Arthur Laby）教授将信义义务核心内容归结为，受托人有义务将委托人的目的视为自己的目的。^{〔36〕} 罗伯特·西特科夫（Robert Sitkoff）教授认为，委托人永远不能授意受托人失信行事，因此须将诚信作为信义义务核心内容。斯科特·费兹格本（Scott FitzGibbon）教授则认为，即使得到委托人的同意，律师也不能改变其避免与客户利益冲突的义务。^{〔37〕} 赵廉慧教授主张，信义义务的边界可以通过约定适当调整，但本质上属于法定义务。^{〔38〕} 大卫·约翰斯顿（David Johnston）教授则指出，信托创设之初，并非正式法律制度，不具有履行的法律约束力（法定或约定义务），至多是一种熟人之间的道德义务。^{〔39〕} 许德风教授认为，信义义务处于道德与合同之间。^{〔40〕} 上述所有观点可能都是合理的，但都未能支持这样的论点，即信义义务并不阻止信托当事人就任何不违法的特定行为达成协议。换句话说，信义义务的核心职责不定义协议内容；相反，协议内容定义信义义务的核心职责。

亚瑟·拉比教授认为，信义义务核心内容是受托人接受委托人的目的。该论点未能正确诠释信义义务核心内容。在上述两个假设合同中，一个是投资顾问和客户之间的合同，另一个是房主和油漆工之间的合同。顾问采用客户的利润目标和油漆工采用房主粉刷房子的目标。“顾问—客户”合同之所以包含默认的信义义务，是因为其性质与“房主—油漆工”合同不同，存在很多空白和漏洞。可见，信义义务作为缺省规则之一，核心内容在于填补合同空白与漏洞，而不是在于接受委托人目的。斯科特·费兹格本教授的论点同样薄弱。失信不是指脱离任何协议的具体行为，而是仅由合同文本赋予其实质内容的通用术语。故而，尽管受托人可以不失信行事，但实际上这不能禁止合同允许任何特定行为，因为合同本身决定失信的内容。至于律师，除非律师职业道德规范另有规定，否则律师和客户实际上可以约定放弃对利益冲突的禁令。赵廉慧教授的观点同样值得商榷，既然信义义务是法定义务，那么便不能经由协议约定调整，因为法定义务是由宪法和法律所规定的义务，具有强制性。大卫·约翰斯顿教授从法律史视角分析认为信义义务属于道德义务，并不具有令人满意的说服力。毕竟自信托创设至今已然

• 475 •

〔36〕 参见前引〔34〕，Arthur B. Laby 文，第 100 页。

〔37〕 参见前引〔33〕，Scott FitzGibbon 文，第 305 页。

〔38〕 参见赵廉慧：《论信义义务的法律性质》，载《北大法律评论》2020 年第 1 期。

〔39〕 参见〔英〕大卫·约翰斯顿：《罗马法中的信托法》，张淦纶译，法律出版社 2017 年版，第 30 页。

〔40〕 参见许德风：《道德与合同之间的信义义务——基于法教义学与社科法学的观察》，载《中国法律评论》2021 年第 5 期。

七八百年，^{〔41〕}法律体系早已更新换代，以信托创设时仅是一种道德义务来推测现代意义的信义义务也仅属于道德义务，这种论证方式实在不敢苟同。许德风教授关于信义义务的定性模棱两可，信义义务处于道德与合同之间，既可能两者皆是，也可能两者都不是，还可能自成为一种特殊的第三类义务，姑且不论。

从本质上讲，信义义务是填补合同漏洞与空白的工具。合同理论与反合同理论之间的一个重要区别在于，合同理论解释了为什么法院填补这些合同漏洞，而其他理论则专注于法院如何填补这些空白。将“如何”与“为何”混为一谈将导致反合同理论的错误思维，即存在填补合同漏洞的方法则需自动使用它，即便并非用于填补漏洞。实际上反合同理论的基本原则不是基于法律，而是基于道德。反合同论者一直对合同论者将伦理和道德简化为合同安排的观点存有异议，或许是因为当道德华服的装饰被剥除时，合同理论下人类对于有效经济收益的追求目标暴露无遗，而这份坦诚令人不安。但是，诚实本身是一种美德，是信义义务的核心职责之一。当合同当事人坦诚相待时更容易签订满意的协议，比如包含参与 ESG 投资条款。

（二）受托主体的信义义务要求

本部分内容主要讨论涉及可能代表他人参与 ESG 投资的四类主体：受托人、基金经理、投资顾问和经纪交易商。各类主体的信义义务因来源差异而有所不同。为确定四类不同受托主体如何在不违反信义义务的情况下参与 ESG 投资，有必要厘清各类信义关系中信义义务要求的具体内容。

1. 受托人

受托人是为他人利益而持有财产所有权的人。受托人信义义务主要由注意义务和忠诚义务两部分构成，旨在确保受托人尽最大努力管理处分信托财产，并实现信托目的。注意义务要求受托人遵守审慎投资者规则，该规则要求受托人有责任像审慎投资者一样管理和处分信托资产，包括受托人必须在做出投资决策前运用在金融领域的知识性资源审查投资机会及其相关信息，并基于合理理由做出适当性投资决定。^{〔42〕}受托人可以将信托管理任务委托给第三方，但他们必须在选择、授权和监督第三方过程中谨慎行事。注意义务的目的在于根据信托合同和信托目的最大限度地提高信托的财务绩效。忠诚义务要求受托人仅为受益人的利益管理信托。即使受托人可以证明交易是在善意、公平条件下进行，并且受托人没有从中获益，受托人仍然违反忠诚义务，当然信托合同有特殊约定或法院授权的除外。^{〔43〕}此外，忠诚义务还禁止受托人为非受益人利益管理信托，这点与 ESG 投资尤其相关。

2. 基金经理

基金经理（fund manager）负责实施基金的投资策略并管理其投资组合交易活动。基金可以由一人管理，也可以由两人共同管理，也可以由三人或三人以上的团队管理。基金经理的工作报酬是基金平均管理资产的一定比例。基金经理通常在共同基金、养老基金、信托基金和对冲基金等基金管理领域工作。投资者在考虑投资基金之前，应充分审查基金经理的投资风格，选择合适

〔41〕 13 世纪至 15 世纪时期，英国民众为规避当时封建制度下的土地继承政策，设计的用益制度（Use），是为最初信托设计雏形。

〔42〕 See Restatement (Third) of Trusts § 90 cmt. d (2007).

〔43〕 See Restatement (Third) of Trusts § 78 cmt. b (2007).

的基金经理。虽然基金的业绩可能与市场力量有很大关系，但基金经理的技能也是一个促成因素。一位训练有素的基金经理人可以带领其基金击败竞争对手及其基准指数。这种基金经理被称为主动型基金经理，而那些采取退居二线做法的基金经理则被称为被动型基金经理。

基金经理通常监督共同基金或养老金，并管理其运作方向，负责管理一支投资分析师团队。这意味着基金经理必须具备出色的商业、数学和人际交往技能。由于基金经理需确保基金的顺畅运作，他们还必须研究公司，研究金融业和经济，及时了解行业趋势有助于基金经理做出与投资目标一致的关键决策。基金经理的基本义务包括：（1）负责实施基金的投资策略并管理其交易活动；（2）监督共同基金或养老金，管理分析师，研究并做出最有利于投资者的投资决策；（3）大多数基金经理需受过高等教育，拥有专业证书，并拥有管理经验。^[44] 需强调的是，基金经理虽与基金管理人（fund advisor）职责相似，所承担信义义务的要求基本相同，但后者是管理基金的机构，前者则是一个或若干个自然人。

3. 投资顾问

《1940 年联邦投资顾问法案》（Investment Advisers Act of 1940，以下简称“IAA 法案”）将投资顾问（financial advisor）定义为向他人提供投资证券建议并获取报酬的人。^[45] IAA 法案的第 206（1）和（2）条规定投资顾问禁止欺骗客户或潜在客户。第 206（3）条要求投资顾问告知客户购买或出售某支基金或证券将有利于投顾自己账户收益，或顾问其他客户账户收益。SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc. 案^[46]经常被引用来解释法案第 206 条（1）和（2）条，该案证明 IAA 法案对投资顾问施加信义义务，而美国证券交易委员会（SEC）在执法行动中依然遵循该规定。Capital Gains 认为在分析投资顾问履行职责时需遵循信托法，^[47] 就像委托人对于受托人一样，投资顾问必须以客户的最佳利益行事，充分披露所有实际与客户潜在利益相冲突的信息。许多因违反 IAA 法案第 206（1）和（2）条而对顾问提起诉讼的原因正在于此。投资顾问必须确保他们推荐的证券基金符合客户的最佳利益，而这需要审查每个客户具体情况并提供具有适当理由的投资建议。除 IAA 法案外，美国证券交易委员会（SEC）还发布《委员会关于投资顾问行为准则的解释》，要求人工投顾问客户提供谨慎的建议，这些建议是基于对客户的财产状况、投资风险、预期收益等情况的综合分析结果，遵循商业惯例且收费合理，并在合同服务范围内适当地对客户账户进行持续监控和管理。^[48]

4. 经纪交易商

经纪交易商（broker dealer）主要从事证券交易业务。在交易期间，经纪交易商对其客户负有确保交易执行的信托责任，但其信托责任是否超出该交易范围并不确定，因为经纪交易商与客

• 477 •

[44] 参见香港证券及期货事务监察委员会：《基金经理操守准则》（2018），第 5 页，载 <https://www.sfc.hk/-/media/TC/assets/components/codes/files-current/zh-hant/codes/fund-manager-code-of-conduct/fund-manager-code-of-conduct.pdf>，最后访问时间：2022 年 7 月 23 日。

[45] See 15 U. S. C. §80b-2 (a) (11).

[46] SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 152. 375 U. S. 180 (1963).

[47] See Arthur B. Laby, SEC v. Capital Gains Research Bureau and the Investment Advisers Act of 1940, 91 *Boston University Law Review* 1051, 1073 (2011).

[48] See SEC, Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, 17 C. F. R. § 276. pp. 12 - 21.

户之间关系并不总是明晰。可以肯定的是, IAA 法案并不适用于经纪交易商, 因为经纪交易商所提供服务即便附带咨询服务, 该附带咨询服务也通常未得到特别补偿。故而, 经纪交易商不受 IAA 法案约束, 除非经纪交易商同时是投资顾问。

计算机技术的运用使得证券交易变得简单便捷, 但在 1930 年代, 证券交易却是一个繁杂过程, 需要经纪人和经销商的专业服务。经纪人直接在市场中为其客户买卖证券, 而经销商则是在自己的账户中为客户买卖证券, 而不是在市场上。因此, 美国《证券交易法》(1934) 将忠诚义务强加于经纪人, 而不是经销商。忠诚义务规定施行 6 年后, 国会颁布 IAA 法案, 希望将投资顾问与经纪人、经销商区分开来, 因为严格意义上讲, 经纪人与经销商仅扮演着“推销员”的角色, 而投资顾问运用知识性资源为客户提供专业性投资建议。与此同时, 技术进步在不同程度上减轻了市场对仅为促进证券交易而存在的专业人员的需求, 对传统经纪人和经销商职能的需求降低。这些变化迫使经纪人和经销商附带提供咨询服务。而确定经纪交易商是否负有信义义务的现代方法是查看诸如客户的成熟度、客户遵循经纪交易商建议的频率以及经纪交易商对客户资金的自由裁量权等因素。^[49]

《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》(the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 第 913 条要求美国证券交易委员会 (SEC) 分析当前对经纪交易商的监管在保护消费者方面的有效性, 以及消除 IAA 之外其他法案对经纪交易商的影响。^[50] 该法案据称授权 SEC 设立一项适用于经纪交易商的信义义务, 该义务内容与投资顾问相似, 但并不意味着是已经存在的义务内容。该法案仅允许 SEC 对提供个性化投资建议的经纪交易商施加与投资顾问相同的标准, 并建议 SEC 可以利用其新权利要求此类经纪交易商记录和收集其所提供建议符合客户最佳利益的证据。但该法案将 SEC 的权力限制为仅在经纪交易商向客户提供个性化投资建议的情况下施加信义义务, 因此, 目前经纪交易商可以通过避免像投资顾问一样提供个性化投资建议来规避信托责任。

(三) 信义义务对 ESG 投资的影响

由于没有专门规定 ESG 投资的相关法律法规, 学者普遍认为 ESG 投资违反信义义务要求。然而, 2005 年联合国环境规划署委托 Freshfields Bruckhaus Deringer 律师事务所确定法律是否应禁止、允许或强制 ESG 投资。Freshfields 律所的报告称, 在三种情况下, ESG 投资是必要的: (1) 当社会因素对投资的财务表现产生重大影响时; (2) 当基金受益人一致认为社会因素应该在投资决策中占有重要地位时; (3) 当投资决策中涉及的所有其他标准都相同时, 受托人可以使用 ESG 投资作为决定要素。^[51] 许多学者认为这份报告已经解决 ESG 投资是否与信义义务冲突的问题。但是事实上, Freshfields 律所的结论是基于对 ESG 投资的误解和对判例法的误读。

首先, 如上所述, 基于财务绩效考虑所进行的投资不是 ESG 投资。因此, Freshfields 说当

[49] See Arthur B. Laby, Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers, 55 Villanova Law Review 701, 712 (2010).

[50] See 15 U. S. C. S 78o note; HR. 4173S 913 (c) (10).

[51] See UNEP Finance Initiative, A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment 6 (2005), available at https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf, last visited on Jul. 23, 2022.

社会因素影响投资的财务业绩时受托人必须执行 ESG，其实际上根本不是在谈论 ESG。其次，Freshfields 在受益人之间达成共识的概念是不切实际的。社会问题往往是有争议的，所有受益人几乎不可能就其中任何一个问题达成一致。最后，当其他投资影响因素基本相同时 ESG 可能成为关键因素的想法也是不切实际的。正如乔金·桑德伯格（Joakim Sandberg）教授所说，两种选择几乎不可能区分。^[52] 如果选项看起来确实相同，那么这可能表明需要更多的时间和精力来发现二者之间的差异。即便两个选项完全相同，谨慎投资者可能会同时投资这两个选项以降低投资风险。

尽管 Freshfields 引用一些案例来支持其关于信义义务与 ESG 并不冲突的论点，但其对这些案件的解释主观且缺乏说服力。Freshfields 引用 Withers v. Teachers' Retirement System of the City of New York 一案^[53]来证明只要投资策略符合受益人的长期最佳利益，受托人就可以参与 ESG 投资。该案中，养老基金受托人为了防止城市破产而投资城市债券。城市是基金收入的主要来源，其破产将使得养老基金在十年内资不抵债。原告指控受托人投资这些无法上市的债券违反信义义务，但法院认定，受托人有充分理由相信债券投资是防止基金资产耗尽的唯一方法，投资城市债券符合信义义务。但该案并不表明错误的投资策略是好的投资策略，即便是为了受益人的长期最佳利益。投资城市债券与养老基金存续之间存在直接且显而易见的联系，而根据环境政策的财务效应投资一家公司需要两个几乎不可能获得的要素。首先，该公司的政策必须对环境状况产生明显影响；其次，这种影响本身必须对同一家公司的财务业绩产生积极影响。否则，这种以财务回报为基础的投资理念只是个梦想。

综上，受托人、基金经理、投资顾问和经纪交易商等受托主体不能合法地参与 ESG 投资，因为受托主体需要遵守审慎投资者规则的注意义务和仅为受益人最佳利益投资的忠实义务。但是，信义义务本质上具有合同性，可经协商约定进行调整。故而，如果信托当事人一致同意，参与 ESG 投资并不会违反信义义务。

• 479 •

四、ESG 投资与信义义务的协调

如上所述，既然信义义务具有合同性，那么原则上受托人、基金经理、投资顾问和提供个性化投资咨询建议的经纪交易商可经由授权或批准参与 ESG 投资。信托合同中的免责条款也可以允许受托主体参与 ESG 投资。^[54] 具体而言，授权指信托条款明确允许受托人从事 ESG 投资。批准指信托受益人对受托主体的作为或不作为明确表示同意，从而使受托主体不承担责任。免责条款指信托合同中消除受托主体特定行为责任的条款。鉴于信义义务的合同性质，受托主体可与客户协商后参与 ESG 投资。然而，我国《信托法》第 25 条仅对信义义务做笼统规定，并未涉及是否可经由协商约定进行调整。美国证券交易委员会（SEC）则发布警告，受托主体参与 ESG

[52] See Joakim Sandberg, Socially Responsible Investment and Fiduciary Duty: Putting the Freshfields Report into Perspective, 101 *Journal of Business Ethics* 143, 149 (2011).

[53] See Withers v. Teachers' Retirement System of the City of New York, F. Supp. 1248 (S. D. N. Y. 1978).

[54] 参见汪怡安、楼建波：《信托受托人免责条款效力探析——美国法的立场及其启示》，载《盛京法律评论》2020 年第 1 期。

投资不能依赖批准的方式,且委托人签订免责条款时需谨慎。^[55]因此,下文将重点阐释受托主体在不违反信义义务的基础上分别经由授权、批准和免责三种方式参与 ESG 投资的可行性。

(一) 授权

信托设计本身决定受托主体的职责和权利。基于信义义务具有合同性质的讨论前提,原则上明确的信托条款可以允许受托主体从事任何违反信义义务的行为。在 *United Mine Workers of America v. Robinson* 一案^[56]中,一项集体谈判协议决定增加丈夫去世时已领取养老金的寡妇的福利,但不增加丈夫在退休前去世的寡妇的福利。原告辩称,区分丈夫去世时领取养老金的寡妇和没有领取养老金的寡妇与信托没有正当联系,因此是非法的。初审法院支持该论点,但最高法院认为,因为信托条款规定受托人必须执行集体谈判协议中规定的福利水平,与协议是否合理并无关联。美国判例法表明,只要信托条款不授权他人进行违反公共政策的非法活动或行为,那么就可以依约执行。这是源自判例法的基本授权原则,并且该原则允许受托人参与 ESG 投资,只要该投资不是非法行为或违反公共政策。由于信义义务本质上属于合同性质,投资顾问和提供个性化投资建议的经纪交易商同样可以类似方式获得授权。投资顾问和经纪交易商需向其客户充分披露 ESG 投资的风险,基金招股说明书或发行备忘录中详细描述 ESG 投资如何适用于该基金及其对投资者可能构成的风险,并确保客户了解后在合同中明确同意其参与 ESG 投资。

(二) 批准

即使受托人的行为未经授权,如果受益人在行为发生前明确表示同意该行为,受托人则无需对该行为承担信托责任。^[57]然而,需注意的,受益人仅仅不反对并不代表同意,以及受益人可以在失信行为发生前撤回同意。如果有多个受益人,解除受托人责任必须得到所有受益人的同意。为使此类批准生效,受益人应了解所同意行为涉及的所有重要事实及受托主体在该事项中的权利,并且不得阻止其行使这些权利。在 *United States v. Henshaw* 案^[58]中,被告是代表破产客户的律师,试图使用同意作为辩护理由。客户拥有一个债务人持有账户 (debtor-in-possession account, DIPA),法院要求其开设另一个单独账户,用以存储应纳税销售收益。客户并未遵循法院命令,而是将账户资金继续存入 DIPA 中。被告要求客户从 DIPA 账户中支付律师费,即使客户未经法院批准不得提取资金。事后,法院责令被告归还这笔款额。被告辩称,法院未能回应破产人早先将资金从财产账户中非法转移到 DIPA 的行为,意味着法院默许后来的违规行为。但是,法院表示,批准原则的适用前提是仅在受益人知道所有重要事实的情况下。法院作为法律意义上的(税收)受益人之一,并不知道客户的非法转移支付律师费等重要事实行为。故而,被告律师不得以批准原则抗辩。

根据批准原则,若信托所有受益人都了解 ESG 投资,并明确表示同意,则参与 ESG 投资的受托主体不会因违反信义义务而承担责任。但“同意”不能像 *United States v. Henshaw* 案中那

[55] See Letter from Kenneth C. Fang, Senior Counsel, SEC, to Heitman Capital Management, LLC (Feb 12, 2007), available at <http://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/2007heitman021207.pdf>, last visited on Jul. 23, 2022.

[56] See *United Mine Workers of America v. Robinson*, U.S. 562 (1982).

[57] See Restatement (Third) of Trusts § 78 cmt. c (3) (2007).

[58] See *United States v. Henshaw*, 388 F.3d 738 (10th Cir. 2004).

样仅仅不反对即可，而必须得到所有受益人明确表示同意。需强调的是，与受托人不同，投资顾问和经纪交易商无法通过批准方式参与 ESG 投资，因为二者根据合同法规则而不是信托法规则行事，合同法规则中并没有类似于信托法中的批准原则。除非投资顾问或经纪交易商与客户修改合同或签订新合同，否则投资顾问或经纪交易商不能参与 ESG 投资。因此，投资顾问或经纪交易商在参与 ESG 投资前，应确保在合同文本中明确允许其参与 ESG 投资。

（三）免责

正如《信托法第二次重述》所言，如果免责条款仅仅提供了受托主体不承担责任的一般性陈述，那么免责条款不能免除受托主体的信义义务。^[59] 仅有在明确约定何种类型的违反信义义务行为不会使受托主体承担责任的情况下，法院承认该免责条款的法律效力。在 *Perling v. Citizens & Southern National Bank* 案^[60]中，信托受益人诉称，受托人持续购入价值大幅下跌的信托股票，违反受托人的注意义务。受托人辩称，信托合同中有特定条款允许其持有股票，并免除其信托责任。法院据此驳回原告诉求。管辖法院是否支持免责条款的基本原则是，只要该条款是关于允许特定行为且具有法律效力即可。具言之，关于受托人一般注意义务的免责条款无效，而免除受托人参与 ESG 投资造成损失的责任的条款将得到法院支持，因为其明确适用于某特定行为（如参与 ESG 投资）。值得一提的是，投资顾问和经纪交易商还应考虑 SEC 的警告，即免责条款可能违反 IAA 法案的反欺诈条款，如果此类条款可能使客户认为他们已放弃对投资顾问或经纪交易商的重大过失或故意不当行为提起诉讼的权利。可见，信义义务与 ESG 投资之间的平衡点在于，受托人原则上不应参与 ESG 投资，除非作为其职责和义务来源的信托文本或合同条款明确允许。

综上，基于信义义务的合同性质，受托人、基金经理、投资顾问和提供个性化投资建议的经纪交易商等受托主体经由授权、批准和免责等形式参与 ESG 投资具有可行性，并不违反信义义务要求。我国《信托法》未明文规定受托人可经由授权、批准和免责等方式违反信义义务要求管理处分信托财产，更未涉及该类约定条款的效力问题。不同于英美法系国家主要以衡平法作为信托救济依据，我国信托法规则几乎不适用于信托案件纠纷中。法院通常对《信托法》仅作原则性引用，极少直接引用其中具体条款作为裁判依据，信托法规则的适用存在被合同法规范和合同性裁判思维取代的倾向。^[61] 我国商业实践中遗嘱信托、宣言信托大都不被承认，现阶段所有信托几乎都是通过缔结合同方式设立。如此，受托人参与 ESG 投资问题适用合同法的相关规则并无不妥，比如《民法典》第 506 条对合同免责条款的无效情形有相应规定。具言之，信托当事人缔结合同遵循契约自由原则，所预设交易安排完全基于当事人意思自治，则受托主体经由授权、批准和免责条款等方式参与 ESG 投资合法合理，当然违背公序良俗和强制性规定的除外。

五、结 论

近年来，在各国政府持续完善绿色发展相关法规、推动绿色经济发展的大背景下，ESG 投

[59] See Restatement (Second) of Trusts § 117-127cmt.

[60] See *Perling v. Citizens & Southern National Bank*, 300 S. E. 2d 649, 674 (Ga. 1983).

[61] 参见杨秋宇：《〈信托法〉的合同化适用倾向及其应对》，载《湖南农业大学学报（社会科学版）》2018 年第 6 期。

资理念逐渐成为主流。尽管信义义务在默认情况下阻碍受托主体参与 ESG 投资,但经由授权、批准以及免责条款等方式允许受托主体参与 ESG 投资。此外,信义义务的合同性质使得授权适用于投资顾问和提供个性化投资建议的经纪交易商,只要在与客户的合同中明确约定允许参与 ESG 投资。授权同样允许受托人在信托文书明确约定允许参与 ESG 投资。批准和免责条款也可以免除受托主体参与 ESG 投资的信托责任。

前文对 ESG 投资起源与发展的系统性介绍,以及对 ESG 投资与信义义务冲突与协调路径的探寻,至少可以给我们提供三点启示。(1) 许多人参与 ESG 投资的动机已经从努力遵守所奉行的道德准则转变为更为宏大的改变他人行为方式。虽然经济学文献和统计数据显示,ESG 投资对整个社会影响很小,但对规制不道德、危害社会的投资活动来说仍然很有价值。(2) 风险与回报虽仍是影响投资行为的决定性因素,但诸如 ESG (环境保护、社会治理和公司治理) 等非财务因素对投资行为的影响日益增长。在坚持经济利益至上的前提下,适当提倡 ESG 投资,是目前投资行业心照不宣的共识。(3) 信义义务具有合同性质,是 ESG 投资与信义义务经由授权、批准和免责条款等方式协调适用的理论基础。如果承认信义义务的核心内容无法通过当事人协商删减或修改,如诚实善意 (good faith),那么上述协调方式将无法正常使用,或者说至少将增加更为严苛的适用条件,比如投资顾问经由授权参与 ESG 投资,应定期真实和完整地披露与 ESG 投资相关的重要信息。

• 482 •

Abstract: The collision between neoclassical economics and human nature updates the traditional investment theory which takes the maximization of interests as the standard. Environmental, social and governance (ESG) investment can be traced back to the ethical investment concept of religious groups in the 19th century. After stages of social responsibility investment, corporate social responsibility and impact investment, it has gradually become a popular investment strategy. Fiduciary duty requires trustees, investment advisers, investment brokers, and dealers who provide personalized investment suggestions to manage and dispose of trust property only for the interests of beneficiaries, rather than based on non-financial factors such as environmental protection, social responsibility and corporate governance. However, the fiduciary duty is contractual in nature, the trustee could participate in ESG investment through authorization, approval and exemption clauses without assuming trust responsibility. In other words, the trustee shall not participate in ESG investment in principle, unless explicitly permitted by the trust terms or contract text as the source of its obligations.

Key Words: ESG investment, fiduciary duty, conflict, coordination

(责任编辑:周 游 赵建蕊)

