



□ 公司法

有限公司股权对外转让时的同意权之存废

——兼评《公司法（修订草案二次审议稿）》第84条…董伟 2023（1·3） 3

授权资本制中不当发行停止请求权的建构与行使……………李卓卓 2023（1·18） 18

委托人指令与资产管理人责任边界：以信义义务为分析视角

……………肖宇 王子康 2023（1·165） 33

公司司法解散中股东利益受损的实质地位及其分流功能……………蒋昇洋 2023（2·128） 47

董事会中心主义神话破灭后的董事会角色定位

——兼评《公司法（修订草案二审稿）》……………刘俊海 2023（4·3） 63

论有限公司股权转让中的公司登记酌情权

——香港经验与内地借鉴……………龚浩川 习超 2023（4·23） 83

有限公司股权转让公司意思介入问题研究

——兼评《公司法（修订草案二审稿）》第86条……………薛波 2023（4·35） 95

《公司法》修订背景下有限责任公司适用类别股的实践

路径与理论证成……………王丹 2023（4·51） 111

商事受信人归入责任的法理逻辑与统一规范……………邹星光 2023（4·165） 126

公司法自主性的建构和强化：理论反思和制度实现……………夏小雄 2023（5·114） 142

论股东会上股东质询的功能与实现……………徐强胜 孙浩天 2023（5·130） 158

公司董事合规义务的制度建构……………陈洪磊 2023（6·33） 173

董事ESG监督义务的法理逻辑与规范构造……………彭雨晨 2023（6·48） 188

商业判断规则在我国的适用研究……………冯琴 2023（6·64） 204

我国营业信托中忠实义务的认定、违反及归责路径研究

……………田桂瑶 杨婷 2023（6·121） 218

利益平衡视角下的股东查阅权落实路径……………林一英 2024（1·21） 233

论公司决议程序瑕疵轻微的认定·····	吴维锭 2024 (1·37)	249
公司法的“公”与“私”		
——大型平台公司组织规范中的公共性考量·····	李 欢 2024 (1·87)	267
公司法上的受信义务：评新《公司法》的相应修改·····	施天涛 2024 (3·57)	280
公司法上信义义务的体系构成		
——兼评新《公司法》相关规定·····	赵 磊 2024 (3·67)	296
实质董事的法律规制：因何、为何与如何·····	郑 彧 2024 (3·81)	310
董事合规义务的体系定位和动态展开·····	王真真 2024 (3·98)	327
出资义务加速到期规则的解释论·····	刘 斌 2024 (3·114)	343

□ 证券法

上市公司 ESG 信息披露框架的构建

——基于新发展理念的视角·····	侯东德 韦雅君 2023 (5·3)	358
预测性信息披露责任与安全港制度探究·····	张保生 牛馨雨 2023 (5·18)	373
证券虚假陈述民事责任中的价格影响理论：理论反思与实 践争议·····	樊 健 2023 (5·35)	390
论内幕交易民事责任之否定·····	吕成龙 2023 (5·51)	406
操纵市场民事索赔中因果关系推定的法理与适用·····	刘东辉 2023 (5·67)	422
论证券监管和解合规制度·····	王由海 2023 (5·84)	439
操纵市场类型化认定的理论审思与制度构造·····	孙宝玲 2024 (2·116)	455

□ 破产法

公司重整中债权交易的法律规制·····	谢肇煌 2023 (1·134)	470
个人破产制度中的信息披露规则研究·····	巴于茜 2023 (6·163)	487

有限公司股权对外转让时的同意权之存废 ——兼评《公司法（修订草案二次审议稿）》第 84 条

董 伟*

内容提要：由于现行《公司法》第 71 条所规定的有限公司股权对外转让时的同意权制度存在诸多问题，此次《公司法（修订草案）》一二审稿都已将其删除。追根溯源，我国有限公司股权对外转让时的限制模式主要是立法移植的产物。由于多重移植，加之立法技术粗糙，1993 年《公司法》的相关制度便存在诸多问题，而 2005 年《公司法》修改时相关问题并未得到解决，反而进一步加重，且偏离了正确的方向。问题的关键在于应认识到同意权的行使主体应为公司，而不是股东个人，相应地，只有“公司同意权”，不存在所谓的“股东同意权”。在此基础上，应当保留同意权，并进行制度优化。

关键词：股权对外转让 同意权 同意权的行使主体 法律移植

• 3 •

一、引 言

现行《公司法》第 71 条是关于有限公司股权转让的限制性规定。《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《公司法解释（四）》〕第 16 条至第 22 条对上述规则进行了补充和完善。一般认为，上述规则规定了有限公司股权对外转让时其他股东的同意权和优先购买权。^{〔1〕}《公司法（修订草案二次审议稿）》第 84 条^{〔2〕}与现行《公

* 董伟，北京市第一中级人民法院民三庭法官。

〔1〕 参见杜万华主编：《最高人民法院关于公司法司法解释（四）理解与适用》，人民法院出版社 2017 年版，第 382 页。

〔2〕 该条规定：“有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。股东向股东以外的人转让股权的，书面通知其他股东，其他股东在同等条件下有优先购买权。股东自接到书面通知之日起三十日内未答复的，视为放弃优先购买权。两个以上股东行使优先购买权的，协商确定各自的购买比例；协商不成的，按照转让时各自的出资比例行使优先购买权。公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。”

司法》第71条相比,删除了有限公司股权对外转让时的同意权,做出了重大修改,若最终通过,无疑将对有限公司股权转让的实践产生重大影响。但是,现行《公司法》所规定的同意权制度真的存在严重问题,以至于直接删除吗?兹事体大,不得不察。本文拟从现行《公司法》规定的同意权制度所存在的问题出发,立法溯源,回到最初的1993年《公司法》以及2005年《公司法》的修改,兼比较研究域内外的公司法立法,在此基础上试图找出问题的症结,并提出自己的修改意见,以抛砖引玉,求教于方家。

二、去留之辩:对同意权的批评和肯定

(一) 对同意权的批评

对同意权的批评主要有以下几种:

第一,同意权与优先购买权的意思表示重叠,实际作用相似,导致规则重复,程序空转。第一个阶段的同意权主要是其他股东表达是否同意股权对外转让的意思,但第二个阶段的优先购买权规则也包含了是否同意转让的意思,即主张优先购买权意味着不同意转让,放弃优先购买权也往往意味着同意转让。^{〔3〕}换言之,优先购买权可以替代同意权的作用。^{〔4〕}因此,同时设置同意权与优先购买权造成权利重复设置,没有必要设置两个类似的权利。^{〔5〕}有学者甚至认为,只存在着优先权人行使或者放弃优先购买权两种状态,根本不存在于现有股东享有的、独立于优先购买权之外的同意权。^{〔6〕}“如此,同意权既缺乏实质的作用,更缺乏意思表示的稳定与严肃性,其似乎变成了无足轻重的制度。”^{〔7〕}

第二,违背禁反言和诚实信用原则。第一个阶段明确表达过同意对外转让的其他股东,在第二个阶段又通过行使优先购买权阻止该股权对外转让,无疑违背了其表达过的同意对外转让的诺言,^{〔8〕}有违诚实信用原则。实质上,优先购买权赋予了其他股东对同意权的“后悔权”,^{〔9〕}但这种所谓的“后悔权”并不符合立法本意。

第三,同意权阶段易存在较长时间的不确定状态,且其规则与优先购买权规则之间存在悖论。其一,当其他股东未过半数同意时,该股权不得对外转让。但是,如果此后有不同意见股东不购买,则应视为该股东同意转让,其加入同意股东行列后,此时同意股东的比例可能会变成过半数,该股权又可以对外转让了。可见,同意权阶段易在较长时间内(特别是不同意的股东人数较多的时候)处于不确定状态。其二,过半数不同意转让时只有不同意股东才能购买,过半数同意

〔3〕 参见张其鉴:《我国股权转让限制模式的立法溯源与偏差校正——兼评〈公司法司法解释(四)〉第16—22条》,载《现代法学》2018年第4期。

〔4〕 参见徐琼:《论有限责任公司股东的同意权与优先购买权》,载《河北法学》2004年第10期。

〔5〕 参见甘培忠、刘兰芳等:《有限责任公司股权转让纠纷研究》,北京大学出版社2009年版,第214页。

〔6〕 参见叶林、辛汀芷:《关于股权优先购买权的案例评述——北京新奥特集团等诉华融公司股权转让合同纠纷案》,载王利明主编:《判解研究》(2006年第3辑),人民法院出版社2006年版,第99页。

〔7〕 邓峰、许德峰、李建伟主编:《最高人民法院公司法解释(四)理解适用专题讲座》,中国法制出版社2018年版,第348页。

〔8〕 参见朱建军:《我国有限责任公司股份转让法定规则的立法技术分析》,载《政治与法律》2014年第7期。

〔9〕 参见前引〔7〕,邓峰、许德峰、李建伟主编书,第348页。

转让时全体其他股东均能行使优先购买权，同意人数影响购买主体的正当性基础不足。^{〔10〕}进一步地，既然无论是否同意转让，之后都可以行使优先购买权，在不清楚其他表决股东态度而导致信息不对称的情况下，一个理性的股东可能会尽量投反对票以防不利于己。^{〔11〕}

第四，实践中，同意权阶段常被跳过，损害同意权的形态实际已被损害优先购买权的形态所吸收。首先，商业实践中，各方几乎都倾向于跳过繁琐的同意权规范，直接向其他股东告知同等条件，询问其是否行使优先购买权。^{〔12〕}其次，司法实践中，《公司法解释（四）》第21条第1款规定中的“未征求其他股东意见”指转让股东未就股权转让事项征求其他股东意见，实质是损害了其他股东的同意权，但该规定将此种情况与“以欺诈、恶意串通等手段”并列，共同作为损害其他股东优先购买权的两种情形。^{〔13〕}可见诉讼形态上，实际上不存在单独的损害同意权纠纷，损害同意权纠纷已被损害优先购买权纠纷所吸收。人民法院在案件审理中也往往不将损害同意权与损害优先购买权相区分，^{〔14〕}不提及损害同意权问题，而是直接针对优先购买权进行审理。^{〔15〕}

（二）对同意权的肯定

相比于众多的批评意见，对同意权持肯定意见的少之又少。有观点认为，在同意权阶段，转让股东首先向其他股东征求同意的意见，实际为其他股东提供了“第一次”谈判机会，此谈判所形成的股权的“首轮价格”，能够过滤掉转让股东因与外人谈判并受其影响后对价格的先入为主及控制力，可得到双方最优价格。^{〔16〕}不难看出，这种肯定意见并未直接反驳上述批评意见，似乎也无力反驳。

• 5 •

三、立法溯源：回到1993年《公司法》和2005年《公司法》

对同意权的批评意见众多且似乎无法反驳，让我们不禁疑窦丛生：如此“失败”的规则，如何得以写进《公司法》，而且还是在股权转让这一重要制度中？我们不妨先把目光投向我国《公司法》的历史版本以及其他国家和地区的立法例。

（一）1993年《公司法》的相关规定

从股权转让限制法律移植的沿革看，创设有限公司的源头在德国，提供股权转让限制移植样本的源头在法国，且为瑞士、卢森堡、比利时等大陆法系国家所接受。^{〔17〕}此后经历了由法国法到日本法，日本法到我国台湾地区“公司法”的移植过程。我国台湾地区“公司法”与1993年

〔10〕 参见伍坚：《有限公司股权对外转让制度研究》，载《法学杂志》2019年第10期。

〔11〕 参见前引〔3〕，张其鉴文；麦欣：《论提高有限责任公司股权转让规则之效率》，载《南京林业大学学报（人文社会科学版）》2007年第2期。对此也有不同的观点，参见葛伟军：《股东优先购买权的新近发展与规则解析：兼议〈公司法司法解释四〉》，载《中国政法大学学报》2018年第4期。

〔12〕 参见王军：《实践重塑规则：有限公司股权转让限制规范检讨》，载《中国政法大学学报》2017年第6期。

〔13〕 参见前引〔1〕，杜万华主编书，第463页。

〔14〕 参见最高人民法院（2016）最高法民申3118号民事裁定书。

〔15〕 参见最高人民法院（2003）民二终字第143号民事判决书。

〔16〕 参见杜军：《公司法第七十二条蕴含的商业逻辑及其展开》，载《人民司法》2013年第11期。

〔17〕 See Jacques Treillard, The Close Corporation in French and Continental Law, 18 (4) *Law and Contemporary Problems* 550, 556-557 (1953).

《公司法》均在很大程度上参考吸收了大陆法系国家公司法，两者在结构以及具体内容方面都有许多相同或相似之处。^[18]可见，1993年《公司法》兼采日本法与我国台湾地区“公司法”，^[19]并主要参考后者的规定^[20]制定了相关规则。因此，本文在分析1993年《公司法》第35条^[21]立法来源时，主要考察大陆法系国家和地区，即德国、法国、日本和我国台湾地区的相关规定，其中以我国台湾地区“公司法”为重点。

1. 1993年《公司法》第35条第1款——关于有限公司股权对内转让的规定

德国法不区分内部转让与外部转让。根据德国《有限责任公司法》第15条之（5）以及第17条之（1）和（3）之规定，^[22]德国法确认了转让自由原则。法国原《商事公司法》第47条第1款规定“股份在股东之间自由转让”。^[23]根据原《日本有限公司法》第19条第1款的规定，^[24]日本法对内部转让未规定任何限制。我国台湾地区“公司法”第111条对股权转让进行了规定，^[25]根据上下文，该条所指的接受转让之“他人”，不仅包括股东以外的人，也包括股东。因此，1993年《公司法》第35条第1款关于内部转让的规定，“显然是仿效日本立法例”^[26]。

2. 1993年《公司法》第35条第2款、第3款——关于有限公司股权对外转让的规定

法国原《商事公司法》第45条对股权外部转让进行了规定。^[27]根据原《日本有限公司法》第19条第2款之规定，股东在将其全部或者部分出资份额转让给非股东时，须经股东会的同意。根据该法第19条第3、5项之规定，股东会不同意转让时，应指定其他转让对象。根据该法第19条第6款、第48条规定，只有经全体股东半数以上并持有全部股东表决权3/4以上的股东同意，方可通过。^[28]结合我国台湾地区“公司法”第111条的规定，可做以下简要总结：（1）法国和日本只规定了同意权，未规定优先购买权。如果外部转让未获得同意，则有第二个层面的制度用以保障转让股东收回投资。我国台湾地区既规定了同意权，又规定了优先购买权，但如果转让未过半数同意，不得转让，而且该不得转让是终局性的，不再有第二个层面制度的适用空间。而优

[18] 参见周江洪：《台湾公司法与内地公司法之比较研究》，载《兰州大学学报（社会科学版）》2000年第3期。

[19] 参见前引〔3〕，张其鉴文。

[20] 参见梁上上：《有限公司股权对外转让的自由与限制——以利益位阶理论为视角展开》，载《清华法学》2022年第2期。

[21] 该条规定：“股东之间可以相互转让其全部出资或者部分出资。股东向股东以外的人转让其出资时，必须经全体股东过半数同意；不同意转让的股东应当购买该转让的出资，如果不购买该转让的出资，视为同意转让。经股东同意转让的出资，在同等条件下，其他股东对该出资有优先购买权。”

[22] 参见《德国股份法·德国有限责任公司法·德国公司改组法·德国参与决定法》，杜景林、卢湛译，中国政法大学出版社2000年版，第181页。

[23] 参见《法国公司法规范》，李萍译，法律出版社1999年版，第296页。

[24] 参见吴建斌主编：《日本公司法规范》，法律出版社2003年版，第287页。

[25] 该条规定：“股东非得其他全体股东过半数之同意，不得以其出资之全部或一部，转让于他人。前项转让不同意之股东有优先承买权；如不承受，视为同意转让，并同意修改章程有关股东及其出资事项。”参见王文宇：《公司法论》，中国政法大学出版社2004年版，第514页。

[26] 甘培忠、吴韬：《有限公司股权转让探析——兼论我国〈公司法〉相关制度之完善》，载《南京大学学报（哲学·人文科学·社会科学）》2005年第1期，第35页。

[27] 该条规定：“只有在征得至少代表3/4公司股份的多数股东的同意后，公司股份才可转让给与公司无关的第三人。公司拥有一个以上股东的，转让计划应通知公司和每个股东，公司未在本款规定的最后一个通知起3个月内作出决定的，视为已同意转让。公司拒绝同意转让的，股东必须在自拒绝之日起3个月内，以按民法典1843—4条规定的条件确定的价格购买或让人购买这些股份。在征得出让股东同意的情况下，公司也可决定在相同的期限内，从其资本中减去该股东股份的票面价值额，并以按前款规定的条件确定的价格重新买回这些股份。”参见前引〔23〕，李萍译书，第39页。

[28] 参见前引〔24〕，吴建斌主编书，第287—298页。

先购买权适用的前提是转让已获得同意，且只有不同意的股东才享有优先购买权。^{〔29〕}（2）法国和我国台湾地区表面上看是要征求其他股东的意见（下文详述），日本则是征求公司的意见。^{〔3〕}法国采用资本比例主义的表决方式，日本采用资本比例主义和人数与资本比例的双重表决制，我国台湾地区采用股东人数主义的表决方式。

相比之下，1993年《公司法》第35条第2款、第3款的规定与我国台湾地区“公司法”第111条的规定更为接近，比如：同时规定了同意权与优先购买权、法律条款的结构相似、征求意见的对象表面上均是股东、使用的法律术语均是“出资”。但是，二者仍然存在以下主要差异：

其一，1993年《公司法》第35条认为股权转让属于股东意思自治的行为，但第38条则又将股权转让确定为股东会决议的事项，即属于公司意思决定的事项，存在悖论。^{〔30〕}相应地，第35条第2款规定与第38条第10项、第41条规定之间还存在表决机制中的“股东人数主义”与“资本比例主义”的冲突。^{〔31〕}而我国台湾地区“公司法”并不存在上述情形。

其二，我国台湾地区“公司法”第111条第2项所规定的“视为同意”有其特定的前提条件和涵义，^{〔32〕}而1993年《公司法》第35条第2款虽然也规定了“视为同意”，但基本是字面意思，不存在上述特定的前提条件和涵义。

其三，我国台湾地区以及法国、日本对于外部转让的限制模式较为清晰。但对于1993年《公司法》第35条第2款规定的“必须经全体股东过半数同意”的具体涵义，存在着两种截然不同的理解。一种观点认为，外部转让时，如果未达到全体股东过半数同意，则不同意的股东有义务购买该转让的出资，否则视为同意转让给股东以外的人。^{〔33〕}另一种观点认为，外部转让时，必须经全体股东过半数同意，否则不得转让。在达到全体股东过半数同意的前提下，不同意的股东或者购买该转让的出资，或者视为同意转让。^{〔34〕}

从上述分析可知，1993年《公司法》中的股权对外转让制度系将法国、日本和我国台湾地区的相关规定杂糅捏合在一起，^{〔35〕}但是，“囿于当时刚起步的市场经济实践，公司法理论积淀与公司法实践不足，这部立法在立法理念、体例结构与具体规则上都有明显的时代局限性”^{〔36〕}，立法技术粗糙，存在较大瑕疵，甚至不同法律规范之间存在明显悖论，这些悖论的客观存在反映了该法在对待有限公司股权转让问题上的思路并不是十分清晰，在同意权和优先购买权二者的价值选择上游移不定，现行立法的同意权规定并没有达到实际的效果，^{〔37〕}这多少也是实践中股权转

〔29〕 参见施智谋：《公司法》，台北三民书局1998年版，第282、283页；前引〔25〕，王文字书，第515页。

〔30〕 参见钱玉林：《公司章程对股权转让限制的效力》，载《法学》2012年第10期。

〔31〕 参见前引〔26〕，甘培忠、吴韬文。

〔32〕 “依本条第一项规定，股东非经其他股东过半数之同意，不得将出资之一部或全部转让于他人，而股东姓名及出资额系公司章程必载事项，修改章程系规定须全体股东同意，两种规定同意人数互有出入，造成出资额转让后，可能因少数股东反对致无法修正章程之难题，爰增列第二项，以为解决。”见1980年我国台湾地区“公司法”第111条修正理由之一，转引自柯芳枝：《公司法论》，中国政法大学出版社2004年版，第552页。

〔33〕 参见叶金强：《有限责任公司股权转让初探——兼论〈公司法〉第35条之修正》，载《河北法学》2005年第6期。

〔34〕 参见吴建中：《有限公司股权转让探析》，载《山东大学学报（哲学社会科学版）》2000年第5期。

〔35〕 参见前引〔10〕，伍坚文。

〔36〕 李建伟：《公司法》（第4版），中国人民大学出版社2018年版，第49页。

〔37〕 参见王艳丽：《对有限责任公司股权转让制度的再认识——兼评我国新〈公司法〉相关规定之进步与不足》，载《法学》2006年第11期。

让纠纷产生争议以及法院持有不同司法态度的重要原因之一。^{〔38〕}

（二）2005年《公司法》对1993年《公司法》的修改

将2005年《公司法》第72条^{〔39〕}与1993年《公司法》第35条相比，2005年《公司法》第72条仍然有三款，条文结构基本相同。就具体内容而言，内部转让的规定没有实质性变化。而外部转让的规定存在较大变化，主要有：（1）将“经全体股东过半数同意”修改为“经其他股东过半数同意”；（2）增加规定转让股东应当向其他股东征求意见；（3）增加规定其他股东收到征求意见通知后的答复期限，并规定期满未答复的，产生“视为同意转让”的后果；（4）增加规定不同意股东强制购买的前提为“其他股东半数以上不同意转让”。另外，2005年《公司法》还删除了1993年《公司法》第38条所规定的股东会“对股东向股东以外的人转让出资作出决议”的条款。

那么，如何看待此次修改？此次修改是否完全填补了1993年《公司法》第35条的漏洞，是否消除了法律规范之间的冲突，是否明晰了限制模式？回答显然是否定的，不然就不会出现对于同意权以及整个股权外部转让制度的诸多批评。那么，为什么修改之后仍然存在如此大的问题呢？症结到底在哪？本文对此的回答是：根本原因在于错误理解了同意权的行使主体。

四、问题的关键：同意权的行使主体应当是公司，而不是股东个人

有限公司股权对外转让时，同意权的行使主体应当是公司，而不是股东个人，对此问题模糊甚至错误的认识，导致了我国《公司法》相关规定在理解和适用上的种种巨大困惑。为何同意权的行使主体应当是公司，而不是股东个人？本文从以下五个维度进行论证。

（一）大陆法系相关立法例

法国原《商事公司法》第45条以及2000年《法国商法典》^{〔40〕} L223—14条^{〔41〕}虽然均规定股权对外转让方案应通知公司和每个股东，且须持有公司多数股权的股东同意，但是经分析可知，法国规定的同意权行使主体是公司：其一，持有公司多数股权的股东的意见，经过“化合”，实际最终表现的即为公司这一团体的意思，此时并非股东个人意见的简单叠加；其二，从上述法律规定不难看出，转让股东通知的首要及主要对象为公司，而不是股东；其三，上述法律规定表述的均是由公司作出是否同意的决定，若公司未在期限内作出决定的，视为同意转让，若公司不同意转让的，则进行第二个层面的制度如其他股东购买等。因此，上述法律规定从正反两方面明确了同意权的行使主体实际是公司。

根据原《日本有限公司法》第19条第2款的规定，股东在将其全部或者部分出资份额转让给非股东时，须经股东会的同意。此处股东会的同意实际即为公司的同意。根据现行《日本公司法》^{〔42〕}

〔38〕 参见前引〔30〕，钱玉林文。

〔39〕 同现行《公司法》第71条。

〔40〕 新的《法国商法典》于2000年9月18日颁布，其整合了数部法律、法规，原公司法废止。参见聂卫锋：《法典化与〈法国商法典〉的最新发展》，载《国家检察官学院学报》2013年第2期。

〔41〕 参见前引〔3〕，张其鉴文。

〔42〕 日本于2005年7月26日正式公布了新的《公司法》，废止了《有限公司法》，新法规定的股份转让受限的股份公司相当于有限公司。此后该法经过多次修改。参见吴建斌编译：《日本公司法：附经典判例》，法律出版社2017年版，第2页。

第136条和137条第1款的规定，限制转让股份的股东拟向他人转让股份的，持有受限股份的股东或者取得受限股份的受让人，均应请求公司决定是否同意该他人取得上述股份；根据该法第139条第1款的规定，公司亦是以决议的形式作出是否同意转让的决定。^{〔43〕}可见，日本规定了同意权的行使主体是公司。

我国台湾地区“公司法”第111条虽然规定“股东非得其他全体股东过半数之同意，不得以其出资之全部或一部，转让于他人”，但是，之所以这样规定，是因为我国台湾地区简化有限公司组织，“就有限公司之机关，不再准用股份有限公司之有关规定，因而废除股东会。是故有限公司的意思机关为全体股东。凡依本法之规定，须经股东同意之事项，于股东行使同意权时，无须以会议之方式为之，纵采书面表决，亦为法所不禁”^{〔44〕}。因此，我国台湾地区“公司法”第111条所规定的同意权的行使主体实际是公司，而不是股东个人。

（二）有限公司人合性的内涵

公司法对有限公司股权对外转让的限制主要是基于有限公司人合性考虑，同意权的设置正是考虑到了有限公司股东之间特定的人际关系。^{〔45〕}虽然人合性是一个在公司法成文规定里未置一词、“意会容易言传难”的学理范畴，^{〔46〕}但通常认为，在股东只负有限责任的情况下，有限公司的人合性，重点不在于指称“投资人的个人信用及由此产生的无限责任”的“人”字，而在于指称“股东之间的相互信任与紧密合作关系”的“合”字。^{〔47〕}

但是，有限公司的人合性并不是指每个股东之间具体的信赖程度和合作紧密程度。不难理解，有限公司不同股东之间的信任程度和合作紧密程度并不相同，甚至存在较大差异，股东人数较多时，更是如此。因此，有限公司的人合性并不是具体的、部分的，而应该是抽象的、整体的。^{〔48〕}这种抽象的、整体的人合性，在有限公司股权对外转让中，应以股东人数主义这种表决方式，将股东个人是否同意外人加入的意见，最终依法以公司这一“团体”的整体意思表示出来。如果其他股东半数以上同意转让，实质即为公司同意转让，此时表明外人的加入已具有基本的“民意”基础，就可以推定外人加入后能够与现有股东相互信任、良好合作，公司的人合性就不会受到实质损害，^{〔49〕}即便该外人与不同意转让的所有股东之间的关系紧张，也不能否定前述结论。反之，即表明该外人的加入不具有基本的“民意”基础，公司的人合性会受到损害，即便该外人与同意转让的所有股东之间的关系十分密切，也无济于事。不难看出，若不从整体、抽象方面去理解有限公司的人合性，无异于缘木求鱼。因此，从有限公司人合性的内涵看，同意权的行使主体应当是公司，而不是股东个人。

〔43〕 参见前引〔42〕，吴建斌编译书，第62、63页。

〔44〕 前引〔32〕，柯芳枝书，第557页。

〔45〕 参见施天涛：《公司法论》（第4版），法律出版社2018年版，第280页。

〔46〕 参见吴飞飞：《有限责任公司人合性的裁判解释——基于220份裁判文书的实证分析》，载《环球法律评论》2021年第6期。

〔47〕 参见刘凯湘、张海峡：《论商法中的人合性》，载王保树主编：《商事法论集》总第17卷，法律出版社2010年版，第25-27页。

〔48〕 类似观点可参见张双根：《论有限责任公司股东资格的认定——以股东名册制度的建构为中心》，载《华东政法大学学报》2014年第5期。

〔49〕 参见前引〔1〕，杜万华主编书，第386页。

（三）同意权的本质

同意权的本质是什么？我们经常所称的“股东同意权”的本质又是什么？实际上，并不存在所谓的“股东同意权”。股东个人是否同意，并没有直接的法律效力和意义，而要看其占股东总人数的比例，即最终要看是否“过半数”。换言之，股东个人行使“同意权”，只是其在行使一种特殊的表决权，与一般的表决权相比，同意权的行使有若干特异之处，如表决权的行使要贯彻“资本原则”，而同意权的行使要体现人头原则或者民主原则；同意权的行使有一定的强制性。^{〔50〕}通过股东个人行使这种特殊的表决权，达到公司是否同意的法律效果，最终体现的是公司是否同意的意思，而不是股东个人意见，也不是股东个人意见的简单叠加。类似的道理，董事会是公司的一个意思决定机关，董事会决议的表决实行一人一票制，但董事个人的投票即其个人的意见，并没有直接的法律效力和意义，而有法律效力和意义的是按照多数决规则所形成的董事会决议，即公司的意思。因此，从同意权的本质看，同意权的行使主体应当是公司，而不是股东个人。

（四）股权对外转让中公司的地位与公司的意思

1. 公司地位的重要性与意思介入的必要性

股权是股东基于其股东的身份和地位而享有的从公司获取经济利益并参与公司经营管理的权利。公司是股东概念最重要的界定因子，公司是股权行使的最主要对象，公司决定了股权的重要特性系成员权，股权须于公司内部、依公司内部规则行使，脱离公司则失其权能。^{〔51〕}由此不难看出，股权的性质和特点彰显了股东与公司之间的紧密关系，该关系实际比股东之间的关系更为重要。相应地，股权转让意味着股东身份和地位的变化，意味着公司组织成员的格局变化，其所表达的，是转让方将其与公司之间的权利义务关系，概括地转让给受让人。股权转让改变了股东与公司之间的关系，必然影响到公司和其他股东的利益，而非转让双方的私事。^{〔52〕}尤其是，对于瑕疵股权的转让而言，因未履行或者未全面履行出资义务的股东对公司负有缴纳出资的义务，此时该股东与公司系债务人与债权人的法律关系，根据债务转移的规定，需要获得公司的同意。^{〔53〕}此次《公司法（修订草案二次审议稿）》特意增加规定了公司应当向该股东催缴出资，若其未在宽限期内缴纳出资，将丧失相应股权。不难想象，若公司的意思不能深度介入，而任由瑕疵股权私下随意转让，上述规定易成为一纸具文。

因此，虽然公司并非股权转让法律关系中的直接主体，但公司的地位无疑非常重要。而公司地位的重要性，必然要求公司的意思深度介入到股权对外转让中来。如果公司仅被动承担程序性义务，则欠缺公司作为主体的观念，实质上将公司看成了股东财产的衍生物，股东对其自身财产的拥有、交易和转让仅仅需要股东的意思表示即可。^{〔54〕}

2. 公司意思介入的方式与阶段

有观点认为，“针对外部人通过受让股权进入公司的抵御机制，公司法有两套制度设置。

〔50〕 参见石慧荣：《有限责任公司股东出资转让的若干问题》，载《贵州大学学报（社会科学版）》1999年第6期。

〔51〕 参见王军：《中国公司法》，高等教育出版社2015年版，第274页。

〔52〕 参见叶林：《公司在股权转让中的法律地位》，载《当代法学》2013年第2期。

〔53〕 参见前引〔20〕，梁上上文。

〔54〕 参见邓峰：《普通公司法》，中国人民大学出版社2009年版，第376页。

一是对于其他股东而言，赋予其同意权、优先权。……二是对于公司而言，通过章程规定预先防范措施”^{〔55〕}。此次《公司法（修订草案二次审议稿）》在删除“股东同意权”的同时，在第86条增加规定“股东转让其股权的，应当书面通知公司，请求变更股东名册，需要办理变更登记的并请求公司向公司登记机关办理变更登记，公司无正当理由不得拒绝。公司拒绝或者在合理期限内不予答复的，转让人、受让人可以依法向人民法院提起诉讼”。那么，能否得出这样的结论：无需将同意权赋予公司，甚至无需规定同意权，由于公司可在章程中规定预先防范措施，因此在股权对外转让的第二阶段即股权转让合同签订和股权变动过程中，^{〔56〕}公司接到请求变更股东名册并向公司登记机关办理变更登记的书面通知后，再审查章程与股权转让的一致性和适当性，^{〔57〕}符合的，认可并办理，不符合的，予以拒绝。如此，公司的意思也能够介入到股权对外转让中。

本文对上述结论不能认同，认为应当主要在上述第一阶段中以公司同意权的方式，将公司的意思介入到股权对外转让中。理由如下：首先，如前所述，有限公司的人合性主要是指股东之间的信赖合作关系，同意权阶段是由股东会或全体其他股东进行表决，与人合性的性质和要求相契合，而代表公司对股权转让进行审查的主要是董事会或经理，难以直接体现有限公司的人合性；其次，公司对股权转让进行审查时，无正当理由不得拒绝，实质难以达到阻止外人进入公司的目的，而是否同意的表决一般不受限制和约束，不存在“无正当理由不得不同意”的说法，因此可以较好地阻止外人进入公司；再次，相对于同意权，现行法律对公司审查权的程序、标准与期限等的规定并不清晰、明确，比如，什么理由属于“正当理由”，多长时间才算“合理期限”，规则的不清晰、可操作性差，无疑将导致该制度适用的效果大打折扣；最后，公司对股权转让进行审查一般处于上述第二阶段，属于事后性质，如果审查不通过，公司予以拒绝，必然导致转让方和受让方的成本增加、资源浪费，而且“正是由于公司事前处置的缺位，人为制造出不必要的纠纷涌入法院”^{〔58〕}。而公司的同意权则处于上述第一阶段，实践中股东通常都参与有限公司的管理，^{〔59〕}担任董事或者经理，股东对股权对外转让进行是否同意的表决时，难以想象其不会重点考虑公司章程的相关规定，只会基于人合性的考量表决“同意”或“不同意”，等到第二阶段时再以公司的名义进行审查。因此，处于上述第一阶段的公司同意权，实际上很大程度可以吸纳公司审查权的主要内容和目的，既能够满足有限公司人合性的要求，又可以更好地预防不必要的纠纷，从而提高了效率、降低了成本。

（五）股权对外转让中通知的便利性与程序配置的合理性

首先，如果认为同意权的行使主体是股东个人，从逻辑上讲，转让股东应当将转让事项通知其他全部股东，但是，转让股东并不负有清楚知晓其他全部股东的具体联系方式并进行通知的法

〔55〕 李建伟：《公司认可生效主义股权变动模式——以股权变动中的公司意思为中心》，载《法律科学（西北政法大学学报）》2021年第3期，第67页。

〔56〕 有观点认为：“股权的对外转让在程序上依照时间顺序可分为两个阶段，第一阶段可称之为股权对外转让的前置程序，涉及在公司内部征求其他股东的同意和其他股东的优先购买权行使问题，第二阶段可称之为狭义的股权对外转让，涉及股权转让合同签订和股权变动问题。”李建伟：《有限责任公司股权变动模式研究——以公司受通知与认可的程序构建为中心》，载《暨南学报（哲学社会科学版）》2012年第12期，第18页。本文基本同意这种观点。

〔57〕 参见前引〔52〕，叶林文。

〔58〕 前引〔55〕，李建伟文，第68页。

〔59〕 参见朱慈蕴：《公司法原论》，清华大学出版社2011年版，第211页。

定义务,且当其他股东人数较多、联系不便时,通知成本巨大,完全由转让股东承担难谓公平合理;而且,转让股东之所以对外转让股权,有时是因为股东之间存在矛盾,此时转让股东往往不愿意平等地对待其他股东,通知的送达和接收过程中易产生新的矛盾,导致通知程序推进缓慢甚至卡壳。^{〔60〕}因此,由转让股东直接通知其他股东,既不便捷也不合理。相反,如果认识到同意权的行使主体是公司,转让股东通知公司即可,而公司必然知晓全体股东的身份、联系方式等信息,由公司在法律规定的期限内召开股东会对此进行表决,同时规定逾期的法律后果,更为便捷、合理。其次,如前所述,转让股东直接通知其他股东时,一对一的通知和单个表决容易导致信息不对称、不透明,每个股东往往不清楚另外的股东对此的态度,这就使得每个股东都将尽量投反对票。而如果由转让股东直接通知公司,由公司召开股东会对此进行讨论和表决,那么上述信息不对称和不透明的状况将难以出现,程序的设置更为合理。

五、1993年《公司法》与2005年《公司法》立法瑕疵分析

(一) 1993年《公司法》的立法瑕疵分析

如前所述,由于我国台湾地区“公司法”立法时存在特殊背景,废除了股东会,因此全体股东过半数同意实际就相当于“股东会”作出了同意的决议,可见其第111条同意权的行使主体实际为公司,而不是股东个人。但1993年《公司法》未能正确认识到这一点,或者由于立法技术粗糙,未能清晰准确予以表达,^{〔61〕}导致立法移植时张冠李戴、前后矛盾:在35条第2款效仿我国台湾地区,规定了外部转让时须经全体股东过半数同意,并采取股东人数主义的表决方式,似乎属于股东意思自治的事项;但同时却在第38条规定由股东会对此作出决议,并采取资本比例主义的表决方式,属于公司意思决定的事项。相应地,第35条第3款规定行使优先购买权的前提时,用语是“经股东同意转让的出资”,此亦与第38条的规定相冲突,因为根据第38条的规定,股东会应对外部转让作出决议,股东会作出同意的决议后,准确的表述应为“经公司同意转让的出资”。

正因为未能清楚、正确地认识到同意权的行使主体为公司,而不是股东,进一步导致对第35条第2款规定的“不同意转让的股东应当购买该转让的出资”的理解存在巨大分歧。“不同意转让的股东应当购买该转让的出资”即异议股东强制收购制度,其前提到底是什么?如上文所列的争议观点,前提是全体股东过半数同意,还是过半数不同意?两种观点完全相反。按照正确的理解,同意权的行使主体为公司,而不是股东,即实际并不存在所谓的“股东同意权”,只存在“公司同意权”,股东个人表达的“同意”,须按照股东人数主义的表决方式以公司的意思表示出来,相应地,异议股东强制收购的义务,应只在公司不同意股权对外转让的前提下才产生。如果公司同意股权对外转让,意味着股东的意见已经包含在公司的同意意见中,此后便无须再征求股东是否“同意”,仅须在“同等条件”下由股东个人行使优先购买权即可。

〔60〕 参见前引〔52〕,叶林文。

〔61〕 有学者认为,我国1993年《公司法》将同意权主体界定为公司股东会,而非股东个体,该立法例源于原《日本有限公司法》第19条。参见刘俊海:《论有限责任公司股权转让合同的效力》,载《法学家》2007年第6期。

正因为未能清楚、正确地认识到同意权的行使主体为公司，而不是股东，进一步导致第35条第2款规定的“如果不购买该转让的出资，视为同意转让”其实为多余的规定。因为，既然经过股东的表决，公司已经对外部转让做出不同意的决定，这种公司的决定当然不能随意改变，即便事后有股东不购买，也不能对该公司此前已作出的决定产生影响，更不能视为公司又同意转让，故此时“不同意又不购买的股东”是否同意也就无任何实际意义了。^{〔62〕}

（二）2005年《公司法》的立法瑕疵分析

对于外部转让制度，2005年《公司法》对1993年《公司法》进行了较大修改，其中最重要的修改实际是删除了股东会“对股东向股东以外的人转让出资作出决议”的条款，使得此前由公司与股东均有权行使同意权的模糊状态，明确为由股东个人行使同意权，错误地变成了所谓的“股东同意权”。在此基础上，其他的规定也相应发生了变化，如：正因为是股东个人行使同意权，所以规定转让股东应当与其他股东征求意见，而不是向公司征求意见；正因为是股东个人行使同意权，所以规定其他股东期满未答复或者不同意的股东不购买的，产生“视为同意转让”的后果，即视为该股东个人同意转让，而不是视为公司又同意转让，因为如上所述，公司作出不同意决定后，即便股东个人不购买，也不会影响公司此前作出的决定；正因为是股东个人行使同意权，所以规定不同意股东强制购买的前提为“其他股东半数以上不同意转让”，而不是“公司不同意转让”。

对于上述修改的缘故，有学者指出：“在股东迫切需要出让股权时，一些董事会拒绝或急于召集股东会，致使该股东迟迟不能获得股东会是否同意股权转让的意思表示。为启动股东会召集程序，该股东被迫通过耗时费力的诉讼程序为之。为使股权转让更富弹性和效率，避免股权转让‘卡壳’，新《公司法》第72条第2款规定……。因此，股东向第三人转让股权时不需履行股东会决议程序，只需书面通知其他股东征求同意，从而绕开了股东会召开难的问题。”^{〔63〕}由此可见，作出上述重要修改的原因其实很简单，即召开股东会作出决议的方式程序繁琐、缺乏效率，且容易卡壳。但如前所述，这只是表面的、次要的病症而已，且实际上该病症容易治愈，只需一副简单的药方即可：规定公司应当在收到征求意见后的一定期限内作出同意或不同意的决定，逾期将视为公司同意股权对外转让。

不难看出，2005年《公司法》修改时，实际上立法者未能全面、深入研究相关国家和地区的立法例，未能全面关注和正确认识到1993年《公司法》关于有限公司股权对外转让制度存在的主要问题，更未能认识到问题的根源在于同意权的行使主体应当是公司而不是股东，导致修法时因噎废食、南辕北辙的情况发生。2005年《公司法》实施以后，前述1993年《公司法》时期对同意权的理解和适用中的困惑和争议仍然基本存在，部分问题甚至更加严重，导致理论界和实务界对同意权的批评甚多（详见本文第二部分），删除同意权的呼声高涨。

六、问题的解决：保留同意权并规定同意权的行使主体为公司

现行《公司法》同意权制度的种种弊端，症结在于同意权与优先购买权规则之间存在重复。

〔62〕 参见前引〔26〕，甘培忠、吴韬文。

〔63〕 前引〔61〕，刘俊海文，第77页。

因为规则之间存在重复,才出现了同意权弱化、程序空转、违背诚实信用原则等状况。而规则之间存在重复的根本原因,在于错误地认识并规定同意权和优先购买权的行使主体均为股东个人。如果正确认识并明确规定同意权的行使主体为公司,相关问题便会迎刃而解。

(一) 同意权与优先购买权的意思表示不会重叠,规则之间不存在重复

同意权与优先购买权的行使主体不同,所表达的意思来自不同主体,意思表示自然不会重叠,法律效果当然也不同。公司行使同意权,表达的是公司同意股权对外转让的意思,此后股东在同等条件下行使优先购买权,最多只能认为是该股东在表达其个人不同意股权对外转让的意思。在此基础上,同意权与优先购买权规则之间泾渭分明,不存在重复,也不会发生违背诚实信用原则的情况。

(二) 相对于优先购买权,同意权具有独立且重要的价值

1. 典型情形的讨论

对一种典型情形的讨论,将有助于认识和理解同意权相对于优先购买权所具有的独立且重要的价值。实践中,转让股东常常会先与非股东的潜在受让人进行接触、协商,最终双方对股权转让的数量、价格、支付方式和期限等基本事项达成一致。之后,转让股东跳过同意权阶段,直接询问其他股东是否行使优先购买权。此种做法似乎更加便捷、合理,亦不损害有限公司的人合性。对此,有支持的观点认为:“其他股东获悉转让条件后即可主张优先购买权,与是否满足‘其他股东过半数同意’的条件没有关系,自然不必以此为权利行使的前提。”^[64]

本文对此难以认同,原因在于:首先,规则主要应当是对实践的规范和指引,而不仅仅是对部分实践做法的简单概括甚至屈从。况且,上述实践中的常见做法,很难说不是因现行立法的瑕疵以及理解的偏差(特别是对同意权行使主体的错误认识)所导致。因此不能倒果为因,以此来证明同意权并无存在的价值。其次,虽然优先购买权背后的理论根据亦是人合性,^[65]但优先购买权具有“个体性”的外在,主要体现为对其他股东个人的保障与救济。而同意权的行使主体是公司,其代表了公司的整体意思,若被跳过,公司的地位与意思在股权对外转让中难以体现,后续亦容易产生不必要的纠纷。最后,若跳过同意权阶段,直接进入优先购买权阶段,由于优先购买权有同等条件的限制,因此当其他股东无力满足该同等条件时,其只能望洋兴叹,无法阻止外人进入公司,^[66]“甚至不得不承受与恶意受让方共同参与公司事务的最终结果”^[67]。而且单层的优先购买权设置,亦不当提高了转让股东与非股东受让人之间恶意串通、虚构抬高同等条件的概率。而在优先购买权之前设置“公司同意权模式”便能较好地解决上述问题。在公司不同意转让的情况下,虽然“不同意股东强制收购制度似无法解决当股东既不同意对外转让又不愿意或无

[64] 胡晓静:《再析有限公司股权对外转让中的优先购买权》,载《求是学刊》2019年第5期,第110页。

[65] 参见刘俊海:《公司法》(第3版),北京大学出版社2020年版,第197页。

[66] 特别是,如果《公司法解释(四)》第20条所规定的“反悔权”得以保留,将使得“行使优先购买权的其他股东与外部受让人之间形成一种类似于拍卖市场的价格竞争机制”,此时其他股东行使优先购买权实际上是与外部受让人直接比拼谁的出价更高、条件更优,缺少“权利”的味道。参见蒋大兴:《股东优先购买权行使中被忽略的价格形成机制》,载《法学》2012年第6期。

[67] 叶林:《论出资额转让协议的性质和效力》,载《法律适用》2010年第1期,第23页。

力收购拟出让股权时的利益平衡问题”^{〔68〕}，但还“可以考虑公司回购股权制度”^{〔69〕}以及“允许公司或其他股东共同指定第三人购买”^{〔70〕}。因此，不同意转让的其他股东，可在同意权阶段尽量投反对票，以达到过半数股东不同意转让即公司不同意转让的结果，此时即便股东个人不愿购买或无力购买，亦可借助公司之力阻止外人进入公司。如果过半数股东同意转让即公司同意转让，说明此时公司具备对外转让的“民意基础”，不同意转让的股东只是少数，此时赋予其在同等条件下的优先购买权，即在其自身财力的范围内有条件地保障其利益，具有正当性和合理性。因此，同意权与优先购买权前后两个程序均有各自的功能与独立的价值。即便转让股东与非股东的潜在受让人对股权转让的数量、价格、支付方式和期限等基本事项已经达成了一致，转让股东仍应当要先征求公司是否同意对外转让的意见。对此，甚至有学者认为，转让股东应将转让合同而非交易意向全面告知公司，以便于公司做出决定。^{〔71〕}若公司不同意对外转让，转让股东与非股东受让人达成的上述转让基本事项，实际已成为转让股东与公司、不同意股东或者其他指定受让人之间进行协商的参考标尺，但并不是优先购买权阶段中的“同等条件”，不具有法定的强制性意义。

2. 同意权具有独立且重要价值的旁证

《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）》^{〔以下简称《公司法解释（三）》〕}第24条第3款规定实际出资人未经公司其他股东半数以上同意，其显名化的诉求将不能得到支持。通说认为，该规定是为了保障公司的人合性，参照了《公司法》第71条第2款规定的股权对外转让的思路和规则，来规制实际出资人“转化”成为公司股东的路径。^{〔72〕}虽然最高人民法院认为上述规定中的其他股东同意的意思表示，包括同意转让与放弃优先购买权双重意思，^{〔73〕}可见上述规定的重心在于其他股东的“同意”，且其与《公司法》第71条第2款所规定的其他股东的“同意”，内涵基本一致。如果此次公司法修改删除同意权，仅保留股东的优先购买权，那么，《公司法解释（三）》第24条第3款的规定将何去何从？首先，如果不删除“未经公司其他股东半数以上同意”的规定，无疑与公司法的新规定直接矛盾，有违法理。若重新寻求解释路径，新的法理依据何在？难以自圆其说。其次，如果其与公司法的新规定保持一致，删除上述规定，但实际出资人显名时，一般认为其他股东不应享有优先购买权，如此，将如何规制实际出资人显名？

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉婚姻家庭编的解释（一）》^{〔以下简称《民法典婚姻家庭解释（一）》〕}第73条规定夫妻双方协商一致将出资额部分或者全部转让给该股东的配偶，须经其他股东过半数同意。通说认为，为了有利于解决夫妻之间的纠纷，同时维护

〔68〕 前引〔26〕，甘培忠、吴韬文，第37、38页。

〔69〕 前引〔26〕，甘培忠、吴韬文，第37、38页。

〔70〕 黄伟俐：《试论有限责任公司股权转让的合同安排——对新〈公司法〉第72条的评析与应用》，载《中山大学学报论丛》2006年第6期，第154页。

〔71〕 参见傅穹、尹航：《有限责任公司股权转让的同意权制度研究》，载《学术论坛》2016年第8期。

〔72〕 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《最高人民法院关于公司法解释（三）、清算纪要理解与适用》（注释版），人民法院出版社2016年版，第380页；甘培忠、周淳：《隐名出资纠纷司法裁判若干问题探讨》，载《法律适用》2013年第5期；赵旭东、顾东伟：《隐名出资的法律关系及其效力认定》，载《国家检察官学院学报》2011年第2期。

〔73〕 参见前引〔72〕，最高人民法院民事审判第二庭编著书，第380页。

有限公司股东之间的信赖、合作关系,该规定通过股权转让的方式解决夫妻共有股权的分割问题,借鉴了《公司法》第71条有关股权对外转让的规定。^{〔74〕}夫妻共有股权的相关纠纷近年来引发广泛关注,且相关法律适用问题一直存在较大争议。^{〔75〕}该问题同时涉及公司法、婚姻法等部门法,而公司法规范与婚姻法规范在立法理念与适用范围方面不同,^{〔76〕}两类规范既有交集也有差异,在法律适用上存在规范竞合。^{〔77〕}若此次公司法修改删除同意权,对于《民法典婚姻家庭编解释(一)》第73条中关于“须经其他股东过半数同意”规定的去留,理论准备不足,制度供给贫瘠。如果继续保留上述规定,即便在一般法与特别法关系的法理框架下,也难以寻找到较为妥帖的新的解释。如果删除上述规定,似乎仅考虑到了公司法规范与婚姻法规范之间的相似与契合,而忽视了两者之间的差异与抵牾。而且,仅凭其他股东优先购买权这一从公司法处“舶来”的支柱,能否稳固地支撑起夫妻共有股权分割的规则大厦,不无疑问。

(三) 同意权与优先购买权的规则优化与合理配置

在同意权规则与优先购买权规则之间不存在重复,同意权制度相对于优先购买权制度具有独立且重要价值的基础上,对同意权与优先购买权进行规则优化与合理配置,便为水到渠成之事。第一个阶段即公司行使同意权阶段,转让股东应向公司发出征求意见的通知,公司应在法定期限内(若超过法定期限,视为公司同意对外转让)通知其他股东召开特别股东会,按照股东人数主义进行表决。这体现了抽象、整体的人合性,彰显了公司的基本“民意”。若公司不同意对外转让,便不得对外转让,此时再由第二个层面的制度如异议股东强制收购、公司回购、公司指定受让人等来保证转让股东顺利脱身,收回投资,亦不会损害公司的人合性。如此该阶段的各项规则结构清晰、衔接顺畅,亦能较好地平衡转让股东、其他股东与公司的利益。若公司同意对外转让,则进入第二个阶段即股东行使优先购买权阶段,此前对转让投反对票的少数其他股东便在同等条件下可行使优先购买权,以避免其不喜欢的外人进入公司,因此该阶段的各项规则不仅满足了不同意转让的股东的要求,也使得转让股东可在获得合理对价的同时顺利脱身,而非股东的受让人对此已有充分预期,亦不影响其依法向转让股东主张违约责任,故此阶段各方的利益均能得到较好的顾及。

七、结 论

关于有限公司股权转让的限制问题,本文建议《公司法》相关条文的基本内容为:

〔74〕 参见最高人民法院民事审判第一庭编著:《最高人民法院婚姻法司法解释(二)的理解与适用》,人民法院出版社2015年版,第182、187页;王琦:《离婚时夫妻共有股权的处分规则》,载《河南财经政法大学学报》2020年第3期;张伟、叶名怡:《离婚时夫妻所持公司股权分割问题研究》,载《法商研究》2009年第3期。对此亦有不同意见,认为夫妻共有股权分割并非具有对价意义上的股权转让,不涉及股东变更问题,实质为股权内部转让,对有限公司人合性没有影响,无需其他股东过半数同意以及其他股东放弃行使优先购买权,不适用《公司法》第71条第2款和第3款。参见王彬、周海博:《夫妻共有股权分割制度探析》,载《社会科学研究》2013年第1期;张钢成、林攀:《夫妻共同股权分割“隐名股东显名化”的特性分析及法律适用——以李某1诉陈某、李某〈股权转让协议书〉无效案为例》,载《法律适用》2019年第6期。

〔75〕 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。

〔76〕 参见冉克平、侯曼曼:《民法典视域下夫妻共有股权的单方处分与强制执行》,载《北方法学》2020年第5期。

〔77〕 参见王涌、旷涵潇:《夫妻共有股权行使的困境及其应对——兼论商法与婚姻法的关系》,载《法学评论》2020年第1期。

第一款：有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。

第二款：股东向股东以外的人转让股权的，应当经公司同意。股东应就其股权转让事项通知公司征求同意，公司应自接到通知之日起三个月内答复，逾期视为公司同意转让。公司应召集其他股东召开特别股东会表决，同意转让的决议应经其他股东过半数通过。公司不同意转让的，公司决定由公司、其他股东或者公司指定的第三人自公司接到上述通知之日起三个月之内购买，逾期视为公司同意转让。

第三款：经公司同意转让的股权，特别股东会表决中不同意转让的其他股东在同等条件下有优先购买权。转让股东应当向其他股东通知转让股权的同等条件，其他股东应自接到通知之日起三十日内答复，逾期视为放弃优先购买权。两个以上其他股东行使优先购买权的，协商确定各自的购买比例；协商不成的，按照转让时各自的出资比例行使优先购买权。

第四款：公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。

Abstract: As there are many problems in the institution of consent right for the share transfer of limited companies provided in Article 71 of the current Company Law, the first and second reviews of the Company Law (Draft Amendment) delete the provisions on consent right. Tracing back to the source, the restriction on transfer of share in limited companies in China is mainly the product of legal transplantation. Due to multiple transplants and rough legislative techniques, there were many problems in the institution of the Company Law in 1993, which were not solved when the Company Law was revised in 2005, but were further aggravated and deviated from the correct direction. The crux of the problem lies in realizing that the subject of consent right should be the company, not the shareholder, and that correspondingly, there is only the “company’s consent right” and no so-called “shareholder’s consent right”. Based on such understanding, we should retain the institution of consent right and optimize it.

Key Words: transfer of share, consent right, subject of consent right, legal transplantation

(责任编辑：周 游 赵建蕊)

授权资本制中不当发行停止请求权的建构与行使

李卓卓*

内容提要：《公司法（修订草案二次审议稿）》对授权资本制下不当发行的规制有所不足，后续修订应强化股份发行的事前规制。不当发行停止请求权是股东的保护性请求权，基于减少代理成本、禁令救济经济效率、股东权利的合同理论以及少数股东保护等正当性基础，应当在《公司法》中增加不当发行停止请求权。规制不当发行需兼顾公司融资与股东权利保护这两项价值，股东行使不当发行停止请求权需满足不当发行与股东遭受损害两要件，同时应规定股份发行之前董事的通知义务，尤其当特定认购人可能取得公司控制权时，董事会应事前向股东通知认购人的信息。《公司法》通过不当发行停止请求权事前规制不当发行，有助于强化授权资本制的体系效应与法律确定性。

关键词：授权资本制 股份发行 不当发行 股东权利保护 停止请求权

调整董事行为是公司法的核心命题。^{〔1〕} 依据代理成本（agency cost）理论，法律应尽可能降低公司中董事与股东的代理成本，以提高当事人的交易效率。^{〔2〕} 股份发行与公司经营管理密切相关，股份发行既可以使公司取得发展急需的资本，也有可能引发公司原有股权结构及资本结构的变化。2021年公布的《公司法（修订草案）》（以下简称“一审稿”）与2022年12月公布的《公司法（修订草案二次审议稿）》（以下简称“二审稿”）确立了授权资本制，强化了董事会这一公司管理层的权力，意味着在公司特别决议或章程的授权范围内，股份发行成为董事会的一种经营事项，董事会可在商业判断的范围内决定股份发行的时间、数量、价格以及方式。这一变化

* 李卓卓，清华大学法学院博士研究生。

〔1〕 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；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；Armour, Hansmann, Kraakman & Pargendler, What Is Corporate Law, in Kraakman et eds., *the Anatomy of Corporate Law*, 3rd Edition, Oxford University Press, 2017, p. 18.

〔2〕 See Jensen & Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 *Journal of Financial Economics* 305, 345-357 (1976); 甘培忠、马丽艳：《董事会中心主义治理模式在我国公司法中的重塑》，载《财经法学》2021年第5期。

可谓是《公司法》修订的亮点，然而对于董事会是否会滥用授权从而不当发行股份，二审稿却缺乏应有的关注。^{〔3〕} 二审稿第 152 条将董事会的授权比例调整至 50%。与 2021 年一审稿类似的是，二审稿并未新增其他规制。在公司治理实践中，授权资本制下公司管理层可能滥用发行股份的权力，并结合协议收购、员工持股、股份赠与、表决权委托、公司担保或向第三人提供贷款等方式稀释或损害现有股东的权益，以形成对股东权利的复合型侵害。^{〔4〕} 这不仅显著提高了代理成本从而侵害了股东权益，降低了控制权市场改善公司治理的效率，还有可能降低上市公司的资本效率，不必要地增加负债，并有可能导致“管理层巩固”（management entrenchment），不利于董事履行其信义义务及管理公司的职能。

不当发行包括董事会违法发行、违反章程发行以及以不公正的方式发行等行为，不当发行停止请求权指的是当董事会决定发行股份存在不当事由时，股东等主体得以请求法院停止该股份发行。^{〔5〕} 不当发行停止请求权是授权资本制规范体系的重要内容，其系股份发行的事前规制。不当发行规制包含事前规制与事后规制两个部分，然而仅靠事后规制难以充分保护股东利益，发行无效的事后规制常常会引发法律关系的不稳定，^{〔6〕} 损害赔偿的事后规制则无法阻止不当发行，因此作为事前规制的不当发行停止请求权是股东的重要救济手段。^{〔7〕} 比较公司法中也存在不当发行停止请求权，如日本《公司法》第 210 条规定，特定股份发行或自己股份处分违反法律，或以显著不公正之方法进行时，股东如遭受不利益，可向公司请求停止《公司法》第 199 条 1 项相关之股份发行或自己股份处分等行为。又如在美国法中，一般而言董事会有权决定发行股份以及发行股份的价格，董事会发行股份的决定受商业判断保护，因此一个没有过错的独立的董事会的决定应当受到尊重。^{〔8〕} 但当董事会决定进行不正当发行股份以损害现有股东利益时，股东可以向法院请求禁令，以禁止股份发行。^{〔9〕}

我国对不当发行停止请求权缺乏深入探讨。一方面，不当发行停止请求权的适用场景为授权资本制下的股份发行，由于我国公司法长期未确立授权资本制，与不当发行停止请求权有关的讨论较为匮乏。另一方面，对于我国是否应引入不当发行停止请求权学理界仍存在争议。支持者认为我国需引入不当发行停止请求权保护少数股东，^{〔10〕} 反对观点认为授权资本发行中需规制控制权变动，应适用股东会决议的程序要求。^{〔11〕} 更重要的是，公司法如需设置事前规制与事后规制，

〔3〕 参见蒋大兴：《公司法修订草案中的关键缺失》，载《中国法律评论》2022 年第 5 期。

〔4〕 See Condec Corp. v. Lunkenheimer Co., 43 Del. Ch. 353, 230 A.2d 769 (1967); Klaus v. Hi-Shear Corp., 528 F.2d 225 (9th Cir. 1975).

〔5〕 参见沈朝晖：《授权股份制的体系改造》，载《当代法学》2022 年第 2 期。

〔6〕 近藤弘二「新株発行無効の訴」上柳克郎ほか編『新版注釈会社法 7 新株の発行』（有斐閣、1987 年）342 頁参照。

〔7〕 山神理「募集株式の発行等をやめることの請求」江頭憲治郎ほか編『論点体系会社法 2』（第一法規、2021 年）237 頁参照。

〔8〕 See Davis v. Louisville Gas & Elec. Co., 16 Del. Ch. 157, 142 A.654 (1928); Papalexio v. Tower W. Condo., 167 N.J. Super. 516, 401 A.2d 280 (Ch. Div. 1979); Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc., 906 A.2d 114 (Del. 2006).

〔9〕 See Donald v. Am. Smelting & Ref. Co., 62 N.J. Eq. 729, 48 A. 771 (1901); Feero v. Housley, 205 Or. 404, 288 P.2d 1052 (1955); Hill v. Small, 228 Ga. 31, 183 S.E. 2d 752 (1971).

〔10〕 参见陈景善：《授权资本制下股份发行规制的重构》，载《华东政法大学学报》2022 年第 2 期；岳冰：《论我国资本形成制度的规制坐标与自治重构》，载《法学杂志》2021 年第 5 期。

〔11〕 参见李建伟：《授权资本发行制与认缴制的融合——公司资本制度的变革及公司法修订选择》，载《现代法学》2021 年第 6 期。

意味着公司法设置了董事介入公司内部控制关系变动的边界,而这实质上是公司法的根本问题,需要得到理论上的慎重回答。^[12]

如果公司法不能在事前有效规制董事会股份发行权力滥用,则无法促使我国股份公司采取授权资本制,更不论实现授权资本制的普及。本文先明确不当发行的规制缺失并探讨不当发行停止请求权的正当性基础,再通过考察比较法学说、规范与实践发展探究不当发行停止请求权的规范模式与法律构造,为我国公司法立法与实践提供参考。

一、二审稿中不当发行的规制缺失

《公司法》修订前,股份发行需经股东会决议,少数股东能够通过参与决议保护其利益。且股东可以通过股东会决议瑕疵制度实现对侵害其权利的股东会决议的事后规制。另外,如果股东会决议发行股票损害了少数股东的利益,则股东可依据《公司法》第20条的禁止股东权利滥用原则追究参与违法决议的股东的损害赔偿责任。二审稿中董事会在取得授权的情况下具有决定股份发行的权力,一定程度上公司法需同时实现董事会权力滥用规制以及多数股东权利滥用规制。然而,二审稿对于这一问题缺乏充分规制。

(一) 50%的授权比例限制难以规制不当发行

二审稿第152条的50%授权比例限制无法发挥事前规制的功能。二审稿第152条确立了授权资本制,相比较一审稿第164条,二审稿删除了发行新股表决权超过20%时的股东会决议规则,新增了50%的授权比例,以期规制不当发行。

首先,公司法应当为股东提供普遍而广泛的保护。不当发行可能损害的是股东平等参与公司的权利,如以稀释少数股东持股比例或剥夺控制股东控制权为目的等一般不具有商业目的的股份发行。股东参与公司治理是公司法民主参与原则的要求,公司法应为实现股东的民主参与提供必要的制度支持,并为遭受权利侵害的股东提供法律救济,如公司决议瑕疵制度即是此例。^[13] 公司法应当为股东提供普遍而广泛的保护,并不能说持股比例较低的股东就不具有保护的必要。

其次,滥用授权发行股份与章程或股东会决议对董事会的授权比例并无直接联系。董事滥用授权发行股份的行为特征是发行股份并不是为了公司的整体利益,或者其发行股份的决定虽然是为了公司的整体利益,但其方式损害了部分股东或全体股东的利益。如以不合理的低价但欠缺合理商业目的的股份发行,虽然没有损害公司的整体利益,但对公司现有股东而言却是一种损害,只要发行了股份即影响了现有股东持有的股份的价值。

(二) 股东会决议规制不符合不当发行控制权变动的规制逻辑

与一审稿第164条但书的20%持股比例限制类似的是,二审稿第152条的授权比例限制的目的在于规制控制权变动,实质上是以股东会决议规制控制权变动,然而该思路却未能全面理解涉及控制权变动的不当发行。首先,除了促成控制权变动的不当发行,不当发行也包含阻碍

[12] 森本滋「新株発行規制の一般的検討」商事法務1070号(1986年)402頁以下参照。

[13] 参见叶林:《股东会决议无效的公司法解释》,载《法学研究》2020年第3期。

控制权变动的情形，包括不公正的有利发行、稀释少数股东持股比例以及避免股东形成多数决的管理层巩固等。^{〔14〕} 不当发行与控制权变动的关系并非简单的不当发行导致了控制权变动的因果关系，而有可能是不当发行阻碍了控制权变动，如董事会滥用授权向第三方发行股份从而阻碍敌意收购人通过要约收购取得公司控制权。^{〔15〕} 以控制权变动作为事前规制的边界不利于规制董事会滥用授权发行股份。其次，授权资本制中股东会决议或章程授权董事会发行股份，即代表了公司以及作为整体的股东群体认可了董事会发行股份的权力，这是授权资本制扩张公司自治、便利公司融资的目的所在，而授权发行股份难免会对公司的持股比例乃至控制权产生一定影响，也属于公司自治的合理结果。如果授权中并未将发行股份的权力限制为不发生控制权变动的场合，则法律强制规定控制权变动时需经股东会决议有过分干预公司自治的问题。另外，将控制权变动等同于损害，实质上体现了法律对损害的客观判断，然而是否构成对股东的损害并不完全取决于客观判断，更取决于股东的主观判断，如有的股东侧重股票价格，有的股东更愿意积极参与公司治理，如通过公司决议为控制权变动设置限制，则意味着法律替代股东进行了判断。最后，控制权变动虽与不当发行具有密切联系，但控制权变动属股东间利益冲突，并不是股东与董事利益冲突的重心。基于公司法中的股东平等待遇原则，董事具有平等对待股东的信义义务，董事会不当发行股份违反了这一平等对待股东的信义义务，因为董事不应参与控制权争夺。董事应在股东间利益冲突中保持中立，在公司的权力分配问题上，董事会不具有决定公司控制权归属的权力，因此在公司发生控制权争夺时董事会以影响控制权为目的决定向第三人募集股份原则上构成不公正发行。^{〔16〕} 因此规制存在控制权变动的股份发行的意义在于避免董事会参与股东间利益冲突以致损害股东权利，从而偏离其中立的职权定位，并不是所有会发生控制权变动的股份发行均有规制必要。

• 21 •

二、不当发行停止请求权的正当性基础

不当发行中的股东停止请求权意味着允许法院通过干涉公司自治维护股东权利，而股份发行为公司自治之事项，所以不当发行停止请求权应具有制度上的正当性。对此，可以从以下几个方面考察股东停止请求权的正当性基础。

（一）股东权利的合同基础与代理成本控制

股份发行包含两个行为，一为授权，二为发行。“授权”为公司通过公司章程中的条款授权董事会发行股份，这些条款规定了股份所有权的权利，当股份被授权（Authorized）后，董事会取得发行股份的权力。“发行”为公司将已经授权的股份出售给其他主体，在这个过程中受让人与公司之间成立股份合同（share contract）。因此公司与股东之间的法律关系不仅为组织法律关系，也为合同法律关系。一方面，股东与公司之间成立一种基于公司章程的合同。^{〔17〕} 公司成立

〔14〕 参见温笑侗：《授权资本制度下公司控制权争夺的法律问题》，载《商法界论集》第8卷，法律出版社2021年版，第85页。

〔15〕 参见前引〔7〕，山神理文，第239页。

〔16〕 参见前引〔7〕，山神理文，第242页。

〔17〕 See *Kent v. Quicksilver Min. Co.*, 78 N. Y. 159 (1879); *Loewenthal v. Rubber Reclaiming Co.*, 52 N. J. Eq. 440, 28 A. 454 (Ch. 1894); *W. Chester & P. R. Co. v. Jackson*, 77 Pa. 321 (1875).

的注册行为,使得公司章程成为公司与股东之间的合同,公司及其董事的章程违反即是违反了公司与股东之间的合同,因此受到影响的股东基于合同上的个人权利,可以要求公司实际履行(specific performance)该公司章程。^[18]另一方面,股权是一种合同,是公司章程授权的一系列利益和参与单位之一,通过这种合同,公司取得资本的对价是股东取得股息和其他按比例参与利润和增长分配的权利。股票的认购人和买受人使自己成为合同法律关系的当事人,它赋予股东在解散和清偿债务后参与资产分配的比例权利,以及某些救济权利(remedial rights)。

阐明公司与股东间法律关系的合同法要素的目的,不是要分析股东与公司之间的法律关系能否在实质上等同于合同关系,也不是要否定公司法中就不存在不能通过当事人合意排除的对当事人的法律救济或请求权,而是要讨论是否应赋予股东类似于合同当事人的保护性请求权。^[19]公司法合同主义虽然认同公司法整体上为任意性或授权性,^[20]但也不否认公司法中存在保护性规范目的的强制性规范。^[21]观察公司法的合同性质的意义在于,在合同法律关系中公司法及私法秩序是否通过权利的方式赋予了股东特定的法益,以及此种权利是否应通过个人权利的方式予以保护。合同主体之间存在相互的交往保护义务(Verkehrspflichten),基于交往保护义务合同当事人应以诚信原则保护相对人的安全与利益。^[22]保护义务满足的是民事主体在社会交往中安全的需要,并不限于合同法律关系。债务关系中的履行义务(Leistungspflichten)与保护义务(Schutzpflichten)存在区分,因为履行义务的目的是实现履行利益,而保护义务的目的是一个消极的目的,旨在避免另一方遭受特殊关系中可能发生的损害。^[23]保护义务存在于独立于当事人意思的保护法律关系,其发生原因是当事人之间成立的事实上的信任关系以及诚信原则的实体法依据。^[24]股东在参与公司的过程中,与董事虽无直接联系,但通过章程与董事形成了合同法律关系,而由于董事掌握了公司管理权且股东并不直接参与公司治理,董事与股东之间存在信任关系,^[25]股东通过股东会决议的方式选任董事也体现董事与股东的信任关系。因此股东与董事之间存在基于信任关系和固有利益保护的保护关系,此种保护要求董事在履行职务时负有保护义务,不得故意损害股东的利益。

[18] See Hannigan, *Company Law*, 5th Edition, Oxford University Press, 2018, p. 186.

[19] 合同概念与公司概念存在显著差别,公司法常采用合同框架来分析公司及公司法。See Williamson, *Corporate Governance*, 93 *Yale Law Journal* 1197, 1199-1205 (1984); Posner, *Economic Analysis of Law*, Aspen, 2003, pp. 405-407.

[20] 合同理论并不是完全将公司等同于合同,而是主张公司应当以类似合同的方式实现自治,这一方法论的结论为“内容原则”(content principle)以及“选择退出原则”(opt out principle),然而选择退出原则并不是无限制的,公司法中的众多规范仍然是强制性的。See Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 *Columbia Law Review* 1549, 1550-1553, 1597 (1989).

[21] See McChesney, *Economics, Law, and Science in the Corporate Field, A Critique of Eisenberg*, 89 *Columbia Law Review* 1530, 1531 (1989). 以公司法的合同自由为基础,我国学者也认为公司法中应存在授权规范与强制规范,为少数股东提供保护。参见汤欣:《论公司法的性格——强行法抑或任意法?》,载《中国法学》2001年第1期;冯果、段丙华:《公司法中的契约自由——以股权处分抑制条款为视角》,载《中国社会科学》2017年第3期。

[22] Vgl. Schur, *Leistung und Sorgfalt*, 2001, S. 20.

[23] Vgl. Heinrich Stoll, *Abschied von der Lehre von der positiven Vertragsverletzung*, AcP 136. Bd., H. 3 (1932), 257, 288.

[24] Vgl. Canaris, *Ansprüche wegen „positiver Vertragsverletzung“ und „Schutzwirkung für Dritte“ bei nichtigen Verträgen*, JZ 15/16 (1965), 475, 476.

[25] 参见蒋大兴:《走向“合作主义”的公司法——公司法改革的另一种基础》,载《当代法学》2021年第6期。

（二）股东间利益冲突及股东权利保护

我国存在大量股权治理结构为股权集中型的公司，这直接意味着董事有时实际上是大股东或实际控制人的代理人，因此公司通过修改章程或通过特别决议实行授权资本制可能会延续法定资本制之时的股东间利益冲突，从而使大股东压迫小股东的问题转化为授权资本制下的董事会决定股份发行损害小股东利益的问题。董事会决定发行股份有可能是为了强化自己派系的权力而通过股份发行给另一派股东造成损害。^{〔26〕}

然而公司实行授权资本制是一项团体内部多数人决定通过的程序，其不能减少对少数人的保护，因此需要为少数股东通过司法程序保护其权利提供途径。^{〔27〕}在公司团体中股东具有固有利益，私法秩序通过股东固有权的方式确认了股东的此种固有利益。因此当股东的利益遭到损害时股东有权向法院主张救济。股东权利包含自益权与共益权，财产性权利以及参与决策权利。^{〔28〕}股东的不当发行停止请求权为股东的权利，其意义在于股东得以通过行使不当发行停止请求权以停止不当发行避免其自身权益遭受损害，在法律性质上其一面为基于股东自身权利的诉权，而不是基于公司权利的停止请求权，^{〔29〕}另一面则为股东的共益权。^{〔30〕}

（三）管理权的不当行使

公司决定事项可分为经营管理事项与结构事项，前者由董事会决定，后者由股东会决定。授权资本制下，公司通过章程或股东会特别决议授权董事会决定股份发行，实际上是公司以其意思自治决定了股份发行属经营管理事项而非结构事项。在授权资本制下股份发行属于公司的经营管理事项，因为股份发行为公司的融资手段，如何以及何时融资与公司的经营密切相关。司法介入公司自治具有一定尺度与界限，法院原则上不干预董事会对经营管理事项的决定，符合公司自治的基本理念。

然而董事对经营管理的决定既不是没有边界也不是没有规则的，其行使对公司经营管理事项的决定权时需符合信义义务。信义义务要求董事在执行职务时履行勤勉义务和忠实义务，这是董事的行为规范，董事在决定股份发行时负有对公司的信义义务，不仅需为了公司的利益而行事，还需具有正当目的。股份发行可能存在多重目的，关键在于其他目的与股份发行决定的事实因果关系，例如若不存在消解公司内部多数股东控制权的目的，则不会进行股份发行，则可认为消解多数股东控制权为非正当的其他目的。^{〔31〕}并非消解控制权目的本身不法，若多数股东意欲通过股东会决议侵害公司整体利益，则董事会可通过股份发行来消解多数股东的控制权，如当董事会决定发行股份的目的是抵御“绿邮欺诈”则具有正当目的。^{〔32〕}但当消解多数股东控制权与促进公司整体利

〔26〕 前田庸『会社法入門』（有斐閣、2018年）338頁参照。

〔27〕 Vgl. Schockenhoff, Gesellschaftsinteresse und Gleichbehandlung beim Bezugsrechtsausschluß, 1987, S. 97.

〔28〕 参见江平、孔祥俊：《论股权》，载《中国法学》1994年第1期。

〔29〕 近藤弘二「新株発行の差止」上柳克郎ほか編『新版注釈会社法7新株の発行』（有斐閣、1987年）287頁参照。

〔30〕 不当发行停止请求权的效果及于公司和全体成员，因此也被认为是具有自益权色彩的共益权。北沢正啓「株主の代表訴訟と差止権」田中耕太郎編『株式会社法講座3』（有斐閣、1956年）1171頁参照。

〔31〕 See Howard Smith Ltd v. Ampol Petroleum Ltd [1974] 2 W. L. R. 689.

〔32〕 伊藤靖史「募集株式の発行等をやめることを請求」酒巻俊雄ほか編『逐条解説会社法第3巻』（中央経済社、2009年）145頁参照；松井秀征「取締役の新株発行権限2」法学協会雑誌114巻6号（1997年）715頁以下参照。

益毫无关系以至于该目的超越了董事会职权范围时，该董事会发行股份则属具有不正当目的。^{〔33〕}因此，当董事履行董事职责、行使对公司经营管理事项的管理权违反信义义务或法律要求时，法律应予介入以保护公司及股东权利。

（四）损害预防功能

不当发行股东停止请求权具有事前的损害预防功能，是私法在公司法及资本市场法中实现损害预防功能的重要环节，其对股份发行的参与各方具有重要意义。

一方面，有效的事前规制能够避免不法交易的发生，减少交易主体时间和金钱的浪费，并提高法院裁判效率。若无不当发行停止，则不当发行可能产生董事解任、董事对公司的损害赔偿责任、价格不公正时发行股份的认购人的损害赔偿责任，以及新股发行无效之诉等多重法律后果。^{〔34〕}与此相对，在董事会决定新股发行但并未开始时，股东可以主张不当发行的股东停止请求权，以实现在事前预防可能损害的目的。^{〔35〕}如不能在交易之前完成对不当发行的阻却，则可能需要通过较为复杂的事后规制完成对不当发行的规制，然而在事后规制中法院需要在交易安全与权利保护之间进行十分困难的衡量。^{〔36〕}事前规制具有降低法院裁判难度的效力，能够较好地实现公司利益保护的社会效益、司法裁判的司法效率、股东权利保护的正义之间的平衡。另外，损害赔偿可能也能够在股份发行中发挥作用，如当不当发行造成股东权利受损时，股东可能以董事违反信义义务为由向董事主张损害赔偿请求权。然而不当发行的损害如果仅体现为股东持股比例的稀释或控制权转移，则难以计算实际损失，更重要的是损害赔偿原则上遵循完全赔偿原则，而实际上股东可能并非百分之百会考虑提起诉讼，且董事并非百分之百被起诉，胜诉后也不一定支持股东百分之百的赔偿数额，因此完全赔偿原则下的非惩罚性的损害赔偿无法发挥损害预防功能，难以遏制当事人的机会主义行为。

另一方面，损害预防功能需在私法秩序下实现，法律不能一味追求损害预防功能而忽略其所在的法律秩序。实现损害预防功能不能通过强加惩罚性赔偿，因为惩罚性赔偿是责任法损害填补原则的例外。通过停止请求权实现损害预防功能，也具有一定限度。停止请求权这一私法权利的行使效果的实现需依赖法院通过判决或命令等公法手段禁止或停止私法主体进行特定行为，是对私法自治以及个人自由的限制，不能为了追求规制目的而忽视私法的基本原则。类似地，美国公司法中禁令仅在多数股东进行最为恶意的行为（most heinous acts）时被用于保护少数股东，在多数人行为并非恶意时，法院可能只提供更为温和的救济，比如评估权，而在股东存在其他救济途径时，法院也不会为固有权（vested rights）遭受侵害提供禁令救济。^{〔37〕}因此，不当发行停止请求权需要在私法秩序的体系内部实现损害预防功能，其规范重心为可能严重损害股东权利且具有不正当目的的不法的股份发行行为。

（五）禁令制度的法经济学基础

禁令救济（injunctive remedy）虽然与损害赔偿的补偿救济（compensatory remedy）有所不

〔33〕 See Dignam & Lowry, *Company Law*, 11th Edition, Oxford University Press, 2020, p. 332.

〔34〕 近藤弘二「新株発行の差止」矢沢惇ほか編『注釈会社法5』（有斐閣、1968年）175頁参照。

〔35〕 大隅健一郎＝今井宏『会社法論』（中巻）（有斐閣、1992年）652頁参照。

〔36〕 参见前引〔6〕，近藤弘二文，第342页。

〔37〕 See Manning, *The Shareholder's Appraisal Remedy*, 72 *Yale Law Journal* 223, 226-228 (1962).

同，但仍然会有是否具有效率的价值判断问题，从事后的角度来看，当事人主张禁令救济不仅是寻求法院的强制命令（coercive order），实质上是双方在事前并没有达成具有效率的协议。禁令制度赋予当事人谈判筹码（bargain chip），按照经济学的术语来说，禁令制度确立了当事人在讨价还价中的威胁点（threat point）。〔38〕禁令制度可以产生理想的经济效果，因为主张禁令的权利（right to obtain injunction）能够使权利人在与侵害人的谈判中获得充分补偿，进而达成具有效率的协议。〔39〕

不当发行停止请求权强化了股东谈判能力，在多数股东控制的董事会决定股份发行时，少数股东可通过行使不当发行停止请求权事前停止股份发行，这意味着多数股东如果要通过发行股份强化自身对公司的影响力，则必须在事前与少数股东达成一致，否则可能会导致股份发行无法进行。另一方面，如果董事会意图增加公司的现金以强化自身的管理职权，则股东可能以发行不当为由主张不当发行停止请求权，那么董事会就必须就发行事由与股东达成一致，或者在决定股份发行时充分考虑股东的利益。相较于不当发行停止请求权，完全将股份发行保留给股东会决议不仅不利于公司快速通过直接融资取得公司扩张经营所需的资金，从结果来看也并非所有的董事会发行股份决定均会造成股东权利受损，因此不必通过法律强令公司发行股份需经股东会决议。赋予股东不当发行停止请求权，意味着股东可以自行判断该股份发行是否可能损害其自身权利，既有助于促使董事会在发行股份之前充分考虑股东的利益，也可兼顾避免对股份发行赋予一般性的限制。

三、不当发行停止请求权的建构路径

• 25 •

（一）不当发行停止请求权的建构路径

基于不当发行停止请求权的合同权利基础、对不当发行的规制功能、对不当发行不利后果的损害预防功能，以及规制管理层不当行为的效率性，我国应增加不当发行停止请求权。从规范模式来看，日本公司法直接规定了不当发行时的停止请求权。另外，也有国家通过法院裁判的方式确立了不当发行停止制度，如在美国法中董事会若决定进行不正当发行股份以损害现有股东利益，股东可以向法院请求禁令。一方面，在封闭公司中如果董事会发行股份的目的是稀释股东的持股比例，又或是股份发行的价格过低以至于不符合公平要求时，股东得以主张衡平救济。〔40〕另一方面，当董事会发行股份的目的主要为巩固管理层时，股东可以请求法院给予其衡平救济，例如撤销已发行的股份或停止股份发行。〔41〕如有法院认为在公司董事会决定股份发行时，剥夺多数股东的控制权的目的不具有合法性，因为阻碍股东行使权利的目的不能被商业目的合法化。〔42〕又如德国法中，在董事会不当排除股东的优先购买权发行股份的场合，通过法院适用德

〔38〕 See Robert Cooter, Unity in Tort, Contract, and Property, 73 *California Law Review* 1, 27 (1985).

〔39〕 See Avery Wiener Katz, *Foundations of the Economic Approach to Law*, Law Press (影印版), 2005, p. 64.

〔40〕 See *Campau v. McMath*, 185 Mich. App. 724, 463 N. W. 2d 186 (1990).

〔41〕 See *Co., Condec Corp. v. Lunkenheimer Co.*, 43 Del. Ch. 353, 230 A.2d 769 (1967); *Phillips v. Insituform of North America Inc.*, *Phillips v. Insituform of N. Am., Inc.*, No. CIV. A. 9173, 1987 WL 16285 (Del. Ch. Aug. 27, 1987).

〔42〕 See *Phillips v. Insituform of North America Inc.*, *Phillips v. Insituform of N. Am., Inc.*, No. CIV. A. 9173, 1987 WL 16285 (Del. Ch. Aug. 27, 1987).

国民民事诉讼法形成了类似的法律实践。股东可以通过提起停止之诉（Unterlassungsklage）或申请临时处分（einstweilige Verfügung）来阻止股份发行。^{〔43〕} 股东优先认购权是股东的一项基本权利，因此不当地排除优先认购权属于对股东权利的侵害。^{〔44〕} 如果董事会在使用授权资本发行股份时进行不法行为，则每一个股东在增资之前均有权提起停止之诉。^{〔45〕}

（二）我国不当发行停止请求权的建构路径选择

整体来看，我国应在《公司法》中明确规定不当发行停止请求权。一方面，通过法官法实现不当发行停止需依托一定的法律体系。如美国法中的不当发行的停止禁令，与其说是美国公司法的制度或规则，不如说是美国衡平救济在公司法领域的扩张。股东主张禁令救济，必须满足衡平救济的基本原则，即被侵害或可能被危及的权利必须是明确的。^{〔46〕} 这也导致了美国法中授权股份发行时的禁令适用范围较广，法院不仅在处理股东间利益冲突以及少数股东压迫时适用禁令救济，同时也在处理董事会与股东之间利益冲突时也会通过适用禁令救济来规范董事会的行为。又如德国法中的停止之诉，其适用非常狭窄，德国商事登记规则要求公司在增资之前必须进行商事登记，登记后已经实施的增资的效力不受影响，而这增加了股东提起停止之诉的难度。^{〔47〕}

另一方面，通过法律直接规定不当发行停止请求权有助于快速构建完整的规范体系。例如日本公司法的不当发行停止请求权来自1950年的日本《商法》改正，为了提高融资的灵活性，日本《商法》于1950年采用了授权资本制，2005年前日本《商法》第280条之二第1项赋予董事会决定公司募集股份发行的权力，在章程规定的预定发行股份总数的范围内，为了满足经营上的需要董事会可以发行股份。^{〔48〕} 对于公开公司，除了有利发行的场合，原则上由董事会决定募集事项；^{〔49〕} 而对于章程规定的全部股份转让受限的非公开公司而言，^{〔50〕} 原则上非公开发行需经特别股东大会决议，不过也可以通过特别股东大会委任董事会来决定募集事项。^{〔51〕} 基于股东在股份发行的时候没有决定权，且董事会不当发行可能对股东造成损害，日本公司法确立了不当发行的股东停止请求权。^{〔52〕}

法律移植是否成功的评价标准之一是该移植的规范是否在实践中得到了适用，以及是否进行了本土化改造来适应当地法律文化和法律体系。^{〔53〕} 虽然日本参考了美国的禁令制度，但并未通

〔43〕 Bayer, in: MüKoAktG, 5. Aufl. 2021, AktG § 202 Rn. 13.

〔44〕 Koch, in: Koch Aktiengesetz, 16. Aufl. 2022, AktG § 203 Rn. 8, 35.

〔45〕 Bayer, in: MüKoAktG, 5. Aufl. 2021, AktG § 203 Rn. 171.

〔46〕 See § 4848. Equitable nature of proceedings and clear right or title in plaintiff, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, September 2021 Update.

〔47〕 Bayer, in: MüKoAktG, 5. Aufl. 2021, AktG § 203 Rn. 13, 171; Koch, in: Koch Aktiengesetz, 16. Aufl. 2022, AktG § 203 Rn. 38; Rieder/Holzmann, in: Grigoleit Aktiengesetz, 2. Aufl. 2020, AktG § 203 Rn. 34.

〔48〕 大森忠夫「発行事項に関する決定」矢沢惇ほか編『注釈会社法 5』（有斐閣、1968年）15頁参照；森本滋「発行事項に関する決定」上柳克郎ほか編『新版注釈会社法 7 新株の発行』（有斐閣、1987年）14頁参照；参见前引〔32〕，伊藤靖史文，第141-142页。

〔49〕 吉本健一「募集事項の決定」神田秀樹ほか編『コンメンタール5 株式 3』（商事法務、2020年）19-21頁参照。

〔50〕 日本公司法中的“非公开公司”并非我国意义上的非公众公司，其指公司股份全部存在让与限制且股份不会在市场上广泛流通的公司。田中亘『会社法』（東京大学出版会、2021年）9、10、78頁参照。

〔51〕 参见前引〔50〕，田中亘书，第493页。

〔52〕 参见前引〔34〕，近藤弘二文，第175页；北沢正啓『株式会社法研究』（有斐閣、1976年）319頁。

〔53〕 See Kanda & Milhaupt, Re-Examining Legal Transplants, The Director's Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law, 51 American Journal of Comparative Law 887, 890 (2003). 我国商法学中也有采用此方法来评价特定法律移植是否成功。参见汤欣：《法律移植视角下的短线交易归入权制度》，载《清华法学》2014年第3期。

过法律解释或判例规则的方式发展不当发行停止，而是通过成文法直接规定不当发行停止请求权。这一规定也在后续 70 多年通过判例伴随着日本的授权资本制不断前进，形成了“主要目的标准”等司法实践规则。^{〔54〕}可见不当发行停止请求权的法律移植不仅是成功的，更是在成文法系授权资本制中发挥了重要的作用。

因此，我国《公司法》可规定不当发行停止请求权，在《公司法》中新增如下内容：股份有限公司董事会发行股份违反法律或章程，或以显著不正当的方式发行股份，且损害股东利益时，股东可以请求公司停止股份发行。具体而言，我国未来《公司法》中不当发行停止请求权的规范表达为：在董事会依公司章程或股东会特别决议授权决定股份发行时，如果该股份发行违反法律或公司章程，或股份发行的方法存在显著不公正，且股东因股份发行而遭受损害，则该股东可以请求法院命令公司停止该股份发行。

四、不当发行停止请求权的行使要件

在明确不当发行停止请求权的正当性基础和建构路径后，应当对不当发行停止请求权的行使要件进行分析。不当发行停止请求权包含“不当发行”以及“股东遭受损害”两个行使要件，以下将分别论述。

（一）不当发行

股份发行尚未开始时可行使不当发行停止请求权。不当发行停止请求权是事前规制，如股份发行已经生效则不得主张不当发行停止请求权。例如在美国法中，股东主张禁令救济，必须满足衡平救济的基本原则，即被侵害或可能被危及的权利必须是明确的。^{〔55〕}不当发行包括违法发行、违反公司章程发行、有利发行、以不公正的方法进行的发行等情形。^{〔56〕}进一步而言，不当发行可以归纳为“股份发行违反法律或章程”以及“股份发行存在显著不公正”两个类型。

1. 股份发行违反法律或章程

违法发行和违反公司章程发行均属于具有违法性的股份发行。违反法律的股份发行具有违法性；违反公司章程的股份发行的违法性在于其违反了作为团体生活共同规则的公司章程。公司章程是公司经营、管理以及治理的法律文件，是股东、公司、董事之间的契约。公司章程是公司法秩序中权利分配秩序的一部分，通过公司章程公司、股东以及董事的职权、权利以及义务得以明确化。因此股份发行如违反公司章程，则是违反了公司、股东和董事通过公司章程形成的私法秩序。是否依违反法律或公司章程进而对公司组织行为命令停止、认定不生效力或无效，涉及消除公司组织行为违法性与维护公司内外部法律关系安定性的平衡。^{〔57〕}由于该停止请求权仅在股份发行之前允许股东行使，公司的利益相关者并未依据不法的组织行为形成复杂的内外部法律关系，自然其

〔54〕 参见前引〔32〕，伊藤靖史文，第144页。

〔55〕 See § 4848. Equitable nature of proceedings and clear right or title in plaintiff, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, September 2021 Update.

〔56〕 参见前引〔5〕，沈朝晖文。

〔57〕 例如决议无效目的为实现消除违法性与保持安定性之间的平衡。参见前引〔13〕，叶林文。

保护法律关系安定性的考虑也相对较弱,因此前述价值平衡中应侧重消除组织行为违法性。

有利发行指的是公司对第三方或特定股东以低于市场的价格发行股份,其造成了旧股东和新股东之间的不平等,这一价格在不具有商业目的的情况下无法被正当化,以至于在规范上该有利发行被评价为以不公正的方式发行股份,因此有利发行在规范层面属于显著不公正发行的一种情形。日本《公司法》对有利发行设置了相对明确的规制,日本《公司法》第199条第2项要求有利发行需经股东会决议,且第3项要求董事在股东会上说明有利发行的必要性,所以也有学者将有利发行归为违法发行,^[58]相比较而言,我国《公司法》及二审稿并未规定股份发行的价格规制,但行政规章中仍存在价格规制。

对于有利发行,《公司法》及二审稿并未规定公开发行以及非公开发行的价格下限,但证券发行监管体制存在对股份发行价格的监管。中国证券监督管理委员会发布的《上市公司证券发行管理办法》(2020年修正)第13条第3项规定,向不特定对象公开募集股份(简称“增发”)的发行价格应不低于公告招股意向书前20个交易日公司股票均价或前1个交易日的均价;第22条规定,可转债的转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日该公司股票交易均价和前1个交易日的均价;第38条第1项规定,上市公司非公开发行股票的价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的80%。^[59]

是否应当在有利发行时适用不当发行停止请求权,其核心的事理在于规制有利发行时能够平衡公司取得融资的需求与股东保护需要。从公司经营的角度来说,股份公司发行新股的价格应由董事会自主决定,如董事会考虑到公司股价在未来可能因经营不力而下跌,相比较以市场价格发行新股,采用较低价格发行新股能够更有效地取得资金,则法律应尊重董事会的商业判断,以发挥资本市场支持公司发展和恢复的功能。行政规章虽然有助于通过发行价格规制保护现有股东,但可能从反面抑制了公司的融资能力,不符合证券法资本市场功能实现的规范意旨。^[60]并且考虑到资本市场的实际效率,证券价格可能难以在一定时间内下跌以反映经营不善公司的股票价值,所以法律应适当放松对有利发行的规制,不必因股份发行可能违反价格规制就直接支持股东不当发行停止请求权或认定股份发行无效的主张。

相对妥当的是,在《公司法》中规定董事应通知股东有利发行相关事项,令董事以及有利发行中的认购人承担举证责任,并将是否主张不当发行停止请求权的决定权交于股东来判断,要求法院在认定是否应当停止有利发行的场合关注是否存在多数股东对少数股东的压迫,以回归股东权利保护的规范目的,实现法律对股份发行价格的规范,并督促董事会妥善行使决定股份发行的权力。如在美国法中,公司向公司内部人(insider)以比外部人(outsider)可获得的价格低得多的价格发行股份,且股份发行会导致公司中股东的权益被稀释时,公司内部人承担证明交易公平(fairness)的证明责任。^[61]任何稀释现有股东权益的股份发行,如果价格低于现有股份,则

[58] 参见前引[50],田中亘书,第516页。

[59] 《上市公司证券发行管理办法》(2020年2月14日证监会令第163号)。

[60] 证券法或资本市场法的规范功能包含企业融资的“经济功能”与投资者保护的“法律功能”。参见蒋大兴:《公司法的观念与解释I:法律哲学&碎片思想》,法律出版社2009年版,第182页。

[61] See *Lerner v. Lerner Corp.*, 132 Md. App. 32, 750 A.2d 709 (2000); *Schwartz v. Marien*, 37 N.Y.2d 487, 335 N.E.2d 334 (1975); *Dingle v. Xtenit, Inc.*, 20 Misc.3d 1123 (A), 867 N.Y.S.2d 373 (Sup. Ct. 2008).

相应受益人需承担证明该交易公平的证明责任，不过当股份发行具有商业目的且不存在违反股东平等的情形时，则可以以不同价格发行同一类别的股份。^{〔62〕}

同时，应当考虑公司的类型差异。美国法院在审查不当发行时对公开公司（companies whose shares are publicly traded）以及封闭公司（close corporation）有不同的审查标准。对于公开公司，股份的市场价格是判断董事会股份发行决定是否合理的有效标准，因为如果新股以低于市场价格的方式发行，则没有认购新股的旧股东就会遭受其所持有股权价值减少的损失，尽管董事会确定发行价格仍需考虑账面价值、可盈利能力、市场条件、发行规模、公司声誉等要素。^{〔63〕}而对于封闭公司，法院主要关注特定股份发行是否打破了股东间微妙的权力与经济平衡，在封闭公司的不当发行中，股份的发行价格以及其对现有股东权益的稀释是争议焦点。^{〔64〕}但考虑到我国上市公司股权结构的现状，可能在很长一段时间内同时存在股权集中型与股权分散型两类上市公司，从而使股份发行中的有利发行体现为股东间冲突与董事—股东冲突。因此，如该公司为公开公司，必须兼顾董事对商业目的的陈述与市场价格两项考察要素，若董事证明该有利发行具有商业目的，则法院需综合考虑该股份的市场价格，并判断是否应支持股东行使不当发行停止请求权。

2. 股份发行存在显著不公正

所谓显著不公正，指的是发行股份的目的不正当。发行行为的目的不正当主要存在于两个方面。一方面，围绕公司控制权争夺可能存在不正当目的，例如在公开收购场合中，董事会在章程授权的范围内为了反对敌意收购而进行股份发行，这不仅意味着董事会通过股份发行提高了收购门槛，稀释了公开收购人（binder）在目标公司中持有股份的比例以巩固管理层，也意味着授权资本制下通过公开收购实现控制权变更，导致更换效率低下的管理层的目的落空，从而无法通过控制权市场实现提高公司治理效率的制度目的。实践中股份发行的目的是剥夺多数股东的控制权也属此类。^{〔65〕}另一方面，不公正发行也体现在股东压迫上，例如公司不是为了商业经营，而是为了降低反对股东/少数股东的持股比例而发行股份。^{〔66〕}

日本法院常常采用“主要目的标准”审查股份发行，如果董事会发行股份的种种目的中，不当目的的程度超越了其他目的，以至于该不当目的形成了该股份发行的主要主观要素，则认定该股份发行存在显著不公正。^{〔67〕}可见，日本公司法中的主观目的标准实质是通过考察董事会发行股份的主观目的，进而判断是否应当支持股东停止该股份发行的诉讼请求。不过，在司法审判中考察行为人的主观动机或心理状态可能存在一定困难，因此主观目的标准比较模糊。法院需考察董事会决定股份发行的主观目的，但更应结合其他规则来明确认定逻辑。如果采取不正当目的与商业目的的比较方式来判断，则意味着完全交由法院自由裁量，这可能减弱不当发行停止请求权

〔62〕 See *Bodell v. Gen. Gas & Elec. Corp.*, 15 Del. Ch. 119, 132 A. 442 (1926), *affd.*, 15 Del. Ch. 420, 140 A. 264 (1927); *Allied Supermarkets, Inc. v. Grocers' Dairy Co.*, 391 Mich. 729, 219 N. W. 2d 55 (1974).

〔63〕 See *Bodell v. Gen. Gas & Elec. Corp.*, 15 Del. Ch. 119, 132 A. 442 (1926), *affd.*, 15 Del. Ch. 420, 140 A. 264 (1927).

〔64〕 See *Maguire v. Osborne*, 388 Pa. 121, 130 A. 2d 157 (1957); *Direct Media/DMI, Inc. v. Rubin*, 171 Misc. 2d 505, 654 N. Y. S. 2d 986 (Sup. Ct. 1997).

〔65〕 See *Canada S. Oils, Ltd. v. Manabi Expl. Co.*, 33 Del. Ch. 537, 96 A. 2d 810 (1953).

〔66〕 前田庸『会社法入門』（有斐閣、2018年）338頁参照。

〔67〕 参见前引〔32〕，伊藤靖史文，第144页。

规范的确定性,不仅难以为受压迫股东提供合理预期,从而督促其合理规划其救济途径的选择,也不利于董事会妥善确立公司融资计划,行使其对公司的管理权。因此,需要为不当发行的规范适用提供简单的适用逻辑,并设置相对简单以及清晰的举证责任分配规则。

如果要求股东承担举证责任,则有可能提高股东行使其不当发行停止请求权的难度,但如果要求董事承担举证责任,则意味着法律需推定董事的特定行为不符合管理权的正当行使,存在法律过度介入公司治理以及自治的嫌疑。因此,更为妥当的做法是在尊重公司自治以及董事会自由行使管理权的基础上,要求股东承担相应的举证责任,但对证明标准不做较高要求。在股东初步证明后,要求董事会举证证明其股份发行具有正当目的、具有合理性,一方面,此时股东利益很有可能受到股份发行的负面影响,要求董事会举证股份发行符合商业判断不属于过分干涉公司自治;另一方面,董事会作为决定机关,对股份发行的决策掌握更多信息,相较于股东更有能力证明股份发行的合理性。

(二) 股东遭受损害

1. “损害”的基本含义

股东遭受损害是不当发行停止请求权的行使要件之一,因为不当发行停止请求权的法律性质为股东的固有权,只有当股东自身利益遭受损害时,股东才能够主张不当发行停止请求权,因此其也为基于股东自身权利的停止请求权,这与董事、监事或股东以公司名义提起的针对董事等管理人员不当行为的停止请求权有所不同。类似地,日本法将不当发行时股东停止请求权的法律性质质定为基于股东自身权利的诉权,这一点区别于基于公司权利的停止请求权。^[68]如果董事不法行为将对公司造成难以恢复的损害,那么股东可以依据代表之诉,行使日本《公司法》第360条(2005年前日本《商法》第272条)的停止请求权,但是如果董事不法行为不会对公司造成损害,仅损害股东利益,那么股东不能代表公司主张第360条的停止请求权,仅能够主张日本《公司法》第210条的股东停止请求权。

具体而言,股东遭受的损害应达到一定程度方可主张不当发行停止请求权。如果损害较为轻微,则没有必要通过停止股份发行来保护股东权利,可以通过董事损害赔偿或反对股东回购请求权来保护股东权利,避免停止请求权行使效力对其他利益相关者预期和交易安全的影响。不当发行停止请求权旨在预防可能发生的不可恢复的损害,但停止股份发行会带来深远的影响,因此,不仅行使不当发行停止请求权的股东负有举证责任,法院也需要综合考虑股东的权利保护需要以及不作为之诉的判决对公司及投资者的影响。^[69]类似地,日本法认为,如果股份发行并未违反法律,则股东所遭受的损害需达到不当的程度,股东才可以行使不当发行停止请求权。^[70]

2. 股东无需证明公司利益受损

股东主张不当发行停止请求权,不需要证明公司利益遭受损害。^[71]如果公司利益未遭受损

[68] 参见前引〔29〕,近藤弘二文,第287页。

[69] See *Levco Alternative Fund Ltd. v. Reader's Dig. Ass'n, Inc.*, 803 A.2d 428 (Del. 2002); *Gimbel v. Signal Companies, Inc.*, 316 A.2d 599 (Del. Ch.), *affd*, 316 A.2d 619 (Del. 1974); *Bayard v. Martin*, 34 Del. Ch. 184, 101 A.2d 329 (1953).

[70] 参见前引〔34〕,近藤弘二文,第176页;参见前引〔29〕,近藤弘二文,第288页;参见前引〔32〕,伊藤靖史文,第142-149页。

[71] 参见前引〔32〕,伊藤靖史文,第147-148页。

害，仅股东利益遭受损害，股东也可以主张不当发行停止请求权，例如以已发行股份之市场价格发行股份，虽然不会对公司利益造成影响，但有可能降低现有股东的持股比例。^{〔72〕}股份的发行价格与现有股东利益之间存在密切关系，如不通过法律保护现有股东利益，可能会诱使董事会利用股份发行，采取平价或低价发行的方式，不当地降低现有股东的持股比例，从而强化管理层或双控人对公司的控制权。这一控制权强化机制是不当的，管理层或双控人控制权与提升公司价值之间存在一定关系，通过降低公司股价以及削弱股东对公司的影响的方式强化管理层或双控人控制权，很可能促使管理层滥用控制权，进而不利于提升公司价值以及股东保护。

3. 损害的不可回复性

需要注意的是，股东所遭受的损害必须是未来不可恢复损害（irreparable injury）。不当发行停止请求权的规范目的不仅在于保护股东免遭不当发行的损害，以预防未来损害的发生，也需平衡授权资本制下公司对灵活便捷资金的融资需求，因此需要综合考虑是否有必要为股份发行中的少数股东提供保护。比较法上不当发行停止请求权之行使要件包含股东可能遭受不可恢复之损害。^{〔73〕}在考虑是否应当给予原告禁令救济时，原告必须证明其胜诉的可能性以及不给予时可能产生的不可恢复损害，且法院需考虑特定结果对原被告双方和公共利益的影响。^{〔74〕}衡平救济要求损害为实质性损害（substantial injury），而抽象的、理论上的、名义上的权利受损不具有衡平救济的必要性。^{〔75〕}例如公司以资本重组为目的的股份发行违反了股东平等原则或没有考虑无表决权股东的利益，则无表决权股东可以请求法院停止该资本重组，因为相较于有表决权股东，无表决权股东更容易遭受资本重组带来的损害。^{〔76〕}

4. 董事的通知义务

为了方便股东了解该股份发行是否可能对其造成损害并行使停止请求权，董事会负有通知义务。如果股东没有被通知股份发行相关事项，不仅不能及时了解股份发行事项并判断该股份发行是否对其利益造成了不可恢复之损害，也可能造成股东在股份发行之后才了解该股份发行事项以至于股东不能再行使停止请求权，因此，应要求董事会及时通知股东股份发行相关事项。二审稿未能规定股份发行时董事会对股东的通知义务，对此应予补充。德国有学者认为董事会在使用授权资本发行股份之前，需告知该股份发行的目的、发行数额以及新股认购权的排除情况，以便股东通过停止之诉维护其自身权利。^{〔77〕}日本公司法中董事会在向公司外第三人募集股份发行时，需在付款日两周前公告该募集事项并通知股东，包括募集金额是否对第三人有利、募集动机与目的是否存在显著不公正等内容，未经公告与通知程序的股份发行原则无效。^{〔78〕}尤其当股份发行可能导致控制权变更时，日本《公司法》在2014年改正时新增了206条之二，规定当新股认购人可能因认购持股超过

〔72〕 参见前引〔32〕，伊藤靖史文，第148页。

〔73〕 龍田節＝前田雅弘『会社法大要』（有斐閣、2017年）332頁参照。

〔74〕 See *Asarco Inc. v. Ct.*, 611 F. Supp. 468 (D. N. J. 1985).

〔75〕 See § 4850. Character of damage or injury—need for irreparable injury, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, September 2021 Update.

〔76〕 See *Levco Alternative Fund Ltd. v. Reader's Dig. Ass'n, Inc.*, 803 A.2d 428 (Del. 2002); *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422 (Del. 1997).

〔77〕 Bayer, in: *MüKoAktG*, 5. Aufl. 2021, *AktG* § 203 Rn. 155.

〔78〕 江頭憲治郎『株式会社法』（有斐閣、2021年）789頁参照。

表决权 50% 的新股发行场合, 公司应将该认购人的相关信息以与募集事项相同的方法进行公示。

五、结 语

本次《公司法》修订开创性地引入了授权资本制, 相应地应强化股份发行事前规制。不当发行主要表现为股东间利益冲突中的少数股东压迫与董事—股东的代理成本问题, 其规制重心为保护股东利益, 基于规范董事管理权行使、保护股东权利、禁令救济的经济效率、股东权利的合同理论等正当性基础, 《公司法》应建构不当发行停止请求权。股东行使不当发行停止请求权需满足“不当发行”与“股东遭受损害”两要件。同时《公司法》应规定股份发行之前董事的通知义务。规制不当发行需兼顾公司融资与股东权利保护这两项价值, 考虑事前规制与事后规制的救济路径异同, 并实现消除公司组织行为不法性与公司关系安定性的平衡。除了事前规制以外, 未来《公司法》需要在立法修订阶段考虑事后规制的规则, 如股份发行无效之诉、股份发行不存在之诉与股份发行的损害赔偿制度, 还应当在司法实践等方面发展具体的适用规则和判断标准, 推动我国公司法律制度的精细化发展。

Abstract: The Second Revised Draft of the Company Law is inadequate in regulating improper issuance under the authorized capital system, and subsequent revisions should strengthen the ex-ante regulation. The right to cease improper issuance is a protective right of shareholders. Based on the justification of reducing agency costs, the economic efficiency of injunctive relief, the contract theory of shareholders' rights and the protection of minority shareholders in the conflict of interest among shareholders, the right to cease improper issuance should be granted to shareholders. In terms of the normative model, the codified model should be adopted by adding the right to request for cessation of improper issuance directly to the Company Law. At the same time, the directors' obligation to notify the shareholders before the issue of shares should be created, especially when a specific subscriber may obtain control of the company by subscribing for new shares, the board of directors should notify the shareholders of the subscriber's information in advance to facilitate the exercise of the shareholders' right to cease improper issuance. The Company Law regulates improper issuance through the right to stop improper issuance, which helps to strengthen the systemic effect and legal certainty of the authorized capital system.

Key Words: authorized capital system, share issuance, improper issuance, protection of shareholders' rights, cease and desist claim

(责任编辑: 周 游 赵建蕊)

委托人指令与资产管理人责任边界： 以信义义务为分析视角

肖 宇 王子康*

内容提要：合理认定资产管理人承担责任的边界，是当前资管纠纷案件的裁判难点。实践中，对资产管理人未完全依据委托人的指令行事，资管产品收益未达委托人预期时，资产管理人是否承担违约责任的讨论值得关注。与纯粹的委托代理合同关系不同，资产管理人享有特定的投资决策权，其与委托人之间的法律关系本质为信义关系，因此，责任的承担需以违反信义义务为前提。以委托人诉红土基金案为例，管理人遵循公平交易原则进行减持符合忠实义务的要求，对商业逻辑和市场可操作性的考虑则是履行注意义务的体现，其尽到了管理职责，履行了信义义务，故无需承担法律责任。信义义务救济的效果也可以通过合同责任的认定来实现。管理人对减持指令性质的认识和对公平交易原则的理解，是判断其是否违约的重要因素。

关键词：资产管理人 信义义务 公平交易原则 商业判断规则 违约责任

• 33 •

截止到 2022 年上半年，我国资产管理产品的总体存量规模高达 68.51 万亿元，其中基金管理公司及基金子公司的私募资管计划产品数量已超过 1 万只，^{〔1〕} 规模巨大。随着我国的资产管理业务快速发展，各类资管产品层出不穷，与资产管理人履职行为相关的纠纷日益频发。如何界定资产管理人的权利义务与责任边界，是委托人和资产管理人共同关注的问题，也是当前司法裁判和仲裁所面临的难题。委托人的合法权益需要受到法律保护，但保护方式并非简单地要求管理人遵守委托人的指令。在资管产品中，委托人与管理人之间形成了信义关系，当事人权利义务的分配、管理人责任的承担需要从信义关系的角度进行分析，这与合同法对权利义务和责任的传统分

* 肖宇，华东政法大学国际金融法律学院教授；王子康，华东政法大学国际金融法律学院硕士研究生。

本文为国家社科基金项目“证券发行注册制法律实施机制研究”（20BFX130）的阶段性成果。

感谢深圳市中级人民法院金融法庭秦拓法官对本文写作提供的帮助，文责作者自负。

〔1〕 参见中国证券投资基金业协会网站，<https://www.amac.org.cn/researchstatistics/datastatistics/comprehensive/>，最后访问时间：2022 年 10 月 8 日。

配思路有所不同。委托人诉红土基金案即为典型案例。深圳市中级人民法院对本案做出判决后引发了理论界与实务界的关注，具有一定的代表性。本案争点在于委托人与管理人签订资管合同投资资管产品，因管理人未严格依据委托人的指令进行减持而最终导致委托人获利未达预期，由此造成的投资损失是否应由管理人承担赔偿责任。本文将对该典型案例进行分析，从信义关系中委托人与资产管理人的决策权分配、资产管理人在履行义务时对市场环境和公平交易原则等因素的考量，来提炼资产管理人在具体场景中责任的边界，为市场主体尽责履职提供行为标准，并探索信义义务的救济效果在成文法体系下的实现方式，从而为司法与仲裁纠纷的解决提供参考。

一、红土基金案：资产管理人未遵守委托人指令是否构成违约？

在资管领域，委托人与管理人之间一般会通过资管产品组织形式的选择，以及合同条款来分配各方对特定资管财产的占有、收益、管理和处分等权利。在资管合同的履行过程中，委托人往往会通过指令、授权单等方式向管理人传递建议和表达意见。然而，由于双方对指令性质存在认知差异，可能会引发资管产品运营中的纠纷，红土基金案即为典型案例。

资产委托人甲是一家有限合伙企业（以下简称“委托人”），与资产管理人红土创新基金管理有限公司（以下简称“红土基金”“资产管理人”“管理人”）、资产托管人招商证券股份有限公司于2017年7月10日共同签订了《资管合同》，约定有效期为30个月的“资管计划”投资于洛阳钼业非公开发行的A股股票。合同规定：资产管理人应按照约定，独立管理和运用资产管理计划财产；按照诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用资产管理计划财产；公平对待所管理的不同财产，不得从事任何有损资管计划财产及其他当事人利益的活动。同日，投资人甲与红土基金签订《补充协议》约定，在合法合规且符合管理人公平交易原则的前提下，甲可自主选择减持方式，根据可操作性来选择减持时点和减持价格，向资产管理人通过传真和邮件形式发送《减持授权单》，红土基金收到后应回复邮件确认并据此进行减持操作。

2017年7月25日，洛阳钼业发布公告将以3.82元/股的发行价格向八家大型公募基金公司发行数量约为47.12亿股普通股（占公司总股本的21.82%）。红土基金以其管理的24个投资账户参与认购，包括案涉资管计划在内在由相同基金团队管理的23只资管计划和1只由其他团队管理的普通公募基金，获配5.19亿股（其中涉案资管计划持有的股数约为770万股）。交易结构详见图1。2018年7月24日，即限售期届满的第一天，投资人甲向红土基金发送了《减持操作指令》，要求按照6元以上的价格减持约385万股，但未载明具体减持期间。红土基金自解禁日24日至2018年7月27日，以5.92元/股的均价共减持涉案资管计划约106万股，占其总持股比例的13.74%，其中6元以上减持占比约为2.5%。同一团队管理的其他资管计划以均价5.95元/股减持6840万股，约占总持股比例的13.27%，其中6元以上减持占比3.8%。至2020年12月28日，红土基金公司卖出涉案资管计划剩余的全部股票，共成交约664万股，均价约为5.69元。资产管理人的减持操作情况详见表1。

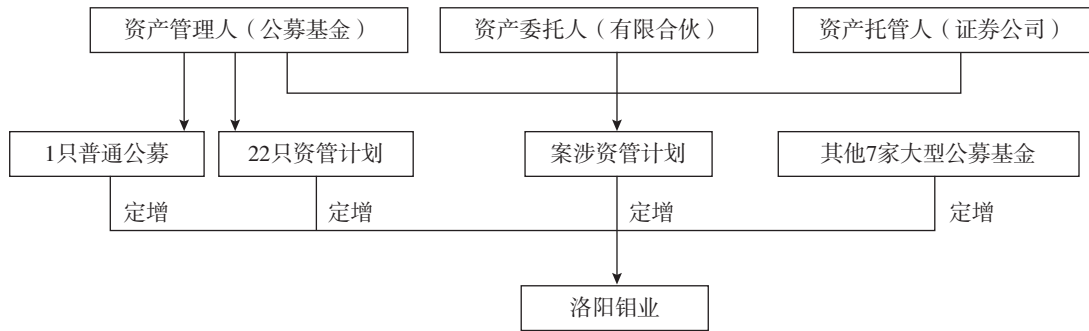


图1 交易结构示意图

表1 资产管理人的减持操作情况

产品类型 数值		涉案资管计划			同一团队管理的全部到期资管计划		
		股数（股）	价格（元/股）	占比	股数（股）	价格（元/股）	占比
产品持有的总股数		770 万股	3.82 元	100%	5.15 亿股	3.82 元	100%
《减持操作指令》要求		385 万股	6 元以上	50%	/		
2018 年 7 月 24 日—27 日	4 日合计	106 万股	5.92 元	13.74%	6840 万股	5.95 元	13.27%
	6 元以上	20 万股	6.07 元	2.5%	1987 万股	6.14 元	3.8%
2020 年 12 月 28 日		664 万股	5.69 元	86.26%	/		
* 2018 年 7 月 24 日至 27 日，管理人分别以 6.12 元、6.05 元、5.92 元和的 5.79 元的均价卖出涉案资管计划 38400 股、76135 股、808400 股和 134900 股，以上共计 106 万股。							

• 35 •

委托人甲认为，资产管理人未按照指令要求在 6 元以上的价格减持相应股数，侵犯了其投资权益，于是诉请法院判决红土基金向其赔偿损失约 654 万元及其利息损失，包括 2018 年 26 日和 27 日以低于 6 元减持造成的差额损失（约 9 万），以及应当按照 6 元/股的指令减持而未减持所造成的差额损失（约 645 万）。甲的理由在于：红土基金并不当然享有法定投资决策权，涉案《补充协议》赋予了委托人投资决策权，涉案资管计划实质系“通道业务”，管理人有义务严格、完整地执行涉案减持指令；涉案减持指令具有可操作性，应当获得完整执行。红土基金则认为，其未造成投资人甲的损失，并已履行了资产管理人的职责；其享有法定投资决策权，《减持操作指令》实质是投资建议，其在当时的市场环境下已尽力满足；《减持操作指令》既不符合格式要求，内容也不明确完整，受公平交易原则所限，且为了不影响股价，其只能采取分段逐步卖出的策略，无违规操作或过错；不存在“越晚减持股票，可收取的管理费越多”的可能；涉案合同亦没有“做通道业务”或“代买代卖”股票之约定。

深圳市中级人民法院审理认为，委托人甲与管理人红土基金之间形成的关系并不是“通道”业务关系，管理人享有特定的投资决策权。在《减持操作指令》无具体实施期限的情况下，无法也不应事后以标的股票价格走势来评判管理人减持操作是否适当，不能认定违约。投资人甲的指令仅构成操作建议，管理人尊重和履行委托人建议的情况可以作为判断认定其是否违约或者背信的因素，但不构成绝对的刚性约束。无论操作指令是否存在，管理人都应履行一定的主动管理职责和相应的信义义务，且该信义义务对管理人所管理产品的其他资产委托人应同等履行和适用。

管理人对参与同一定增项目、解禁交易时间相同且由同一团队管理的专户资管产品的减持比例和均价基本相当,符合公平交易原则。管理人在遵循和执行资产委托人指令时对可操作性问题的考量符合市场实际,是履行管理职责的体现。因此,管理人的减持操作未违规、未违约、未背信,无需承担赔偿责任。^{〔2〕}

本案争议引发了亟待厘清的理论问题:资产管理人的责任边界为何。具言之,在红土基金案中,管理人是否应对资产委托人甲的投资预期与实际获利之差额承担赔偿责任。本文认为,明晰责任边界的关键在于界定当事人之间的法律关系与对应的权利义务,认定委托人减持指令的性质,以及判断管理人的履职行为是否构成违约或违反信义义务,下文将对这些问题展开具体分析。

二、委托人与资产管理人之间的法律关系分析

(一) 契约型资管计划的法律关系:委托还是信托?

从组织形式看,我国资管计划可以分为契约型、合伙型和公司型三类。红土基金案涉资管计划为基金管理公司发行的公募专户产品,投资于特定上市公司定向非公开增发的股票,是仅有一名投资人的单一型资产管理计划,属于单一权益类私募资管产品。该资管计划各方当事人之间的权利义务关系由资产管理合同约定,因而属于契约型产品。

从理论上来看,契约型资管产品(如契约型私募证券投资基金或各种资管计划)是以信托关系为基础,根据一定信托关系建立起来的代理投资制度,是信托型基金在我国特殊表现形式,应遵循信托法的基本原理。^{〔3〕}在这类资管合同中,由委托人授权管理人行使资管计划财产的使用权和处分权,托管人对资管计划财产加以保管,委托人则享有投资于资管计划份额的收益权等。在《证券投资基金法》的释义中,专家指出,证券投资基金的投资人、管理人和托管人三方主体之间是信托法律关系。^{〔4〕}此外,《全国法院民商事审判工作会议纪要》第88条第2款规定:“……其他金融机构开展的资产管理业务构成信托关系的,当事人之间的纠纷适用信托法及其他有关规定处理。”通过对司法实践的总结,法院在裁判中优先考虑该等契约型产品的投资人和管理人之间构成信托法律关系。^{〔5〕}

但需要注意的是,由于业界存在大量“通道”名义的资管计划,这就需要从法律事实出发,阐明相关法律关系的实质,不能笼统地一概而论。因此,最高人民法院民二庭编著的《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》进一步指出:“并非所有的资管产品都构成信托关系……将一部分产品如‘专户’产品的合同文本按照合同法所规定的委托代理来约定当事人之间权利义务关系,应当注意区分。”^{〔6〕}在不同案件中,有必要结合涉案合同文本的约定对当事人之

〔2〕 参见广东省深圳市中级人民法院(2020)粤03民终22461号民事判决书。

〔3〕 参见肖宇:《股权投资基金治理机制研究——以有限合伙制基金为中心》,载《社会科学研究》2010年第3期。

〔4〕 参见吴高盛:《〈中华人民共和国证券投资基金法〉释义及实用指南》,中国民主法制出版社2013年版,第42页。

〔5〕 参见单素华、孙倩、黄佩蕾:《涉契约型私募基金案件法律适用疑难问题研究——以115篇类案数据分析报告为基础》,载《上海法学研究》第56卷,上海人民出版社2021年版,第94页。

〔6〕 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468页。

间的权利义务关系进行更为细致地考察。

（二）红土基金案资管计划的法律关系分析

资管计划在运作方式上属于主动管理类还是通道类，合同是否约定了管理人的裁量权限和范围大小，是影响当事人之间权利义务关系分配和责任承担的关键因素，也是实践中管理人应否完全遵循委托人投资指令的重要依据。本文认为，红土基金案资管计划不属于“通道业务”或纯粹的委托代理，当事人之间约定内容指向的是信托法律关系。以下分析将按照“从特殊到一般”的逻辑展开，以期为其他类似纠纷的解决提供参考。

1. 涉案资管计划不构成“通道业务”

业内俗称的“通道业务”更多源于与银行相关的业务领域，其本质是为了形式上符合特定的监管要求，以信托计划的形式作为通道，提供通道的受托人对此仅提供必要的事务协助，收取固定的“通道费”，但对信托财产不承担主动管理职责，该职责实际由资产委托人承担。换言之，“通道业务”的“资产管理人”缺乏投资上的自由裁量权，只是资产委托人与投资对象之间的“工具人”。资管的设立、财产运用对象、财产管理和处分方式等事宜由委托人自主决定，资产的风险管理责任和风险损失也由委托人自行承担。总体来看，倘若资管计划的募集对象特定、管理费用固定、管理人对资管财产的处分不享有裁量权，且投资人指令载明了与减持有关的具体安排，资管计划则可能属于“通道业务”。

然而，红土基金案涉合同的约定和履行情况与上述“通道业务”并不相符。首先，从本案上市公司定增项目的募集对象来看，只有包括本案资产管理人在内的八家大型公募基金公司，并没有类似本案委托人甲这样中小型投资机构直接参与，说明资产委托人并非参与此次定增的合格投资人，且委托人也并非在与上市公司达成定增意向之后，才去寻找资产管理人提供通道。其次，案涉资管合同约定的管理费是浮动的，资产管理人并非一次性收取“通道费”，故管理人有自主选择最佳减持价位的动因。再次，从资管合同的条款约定以及管理人在合同条款项下的职权和实际履行来看，管理人对定增股票的处分具有自由裁量权，尤其是当资产委托人并没有给出明确具体的交易指令时。无论是资管合同本身还是本案其他证据，均无法证明资产委托人对上述处分享有完全决策权。最后，《减持操作指令》未载明具体的减持期间，资产管理人仅在此基础上提供必要的事务协助显然无法实现预期目标，必须运用自身的裁量权和专业判断能力才能完成相应操作。^{〔7〕}

综上，涉案资管计划并非“通道业务”或者纯粹的委托合同关系，资产管理人无需完全按照资产委托人的指令行事。

2. 当事人之间约定内容指向信托法律关系

投资人委托管理人管理资管计划，投资于上市公司非公开发行的股票以获取收益，双方据此形成相应的法律关系。该权利义务安排所指向的法律关系属于委托还是信托，是界定管理人责任的又一关键因素。委托与信托，在主体、委托事项的范围、要式性、受托人权利义务、关系解除终止条件以及受托财产独立等方面均存在差异。其中核心差异在于：受托人对受托财产的控制程

〔7〕 参见广东省深圳市中级人民法院（2020）粤03民终22461号民事判决书。

度不同,受托人是否具有剩余的自由裁量权。就信托而言,由于信托财产基于信托目的而存在,具有高度独立性,受益人对受托人的行为和信托财产的控制权均较小。委托人虽享有知情权,但一般不得干涉受托人的管理行为。因此,除非信托合同有明确约定,符合信托目的、对信托财产任意处分的自由裁量权归受托人,受托人对此应承担信义义务。在委托关系中,受托人受托办理的事项及相关义务仅以合同约定为限,若超出合同约定范围,则可能涉及无权代理和违约问题,也即受托人的义务实质是合同债务,应以合同约定为准;而在信托关系中,委托人对受托人的控制权弱,面临受托人滥用权力的风险较大,法律施加于受托人的义务标准也高,因而需要信义义务。

据此,就红土基金案涉资管计划的约定和性质而言,一方面,用于投资特定资管计划的委托财产一经交付托管,即与委托人、资产管理人及资产托管人自身的财产相分离,构成独立的信托财产;另一方面,除了收益权和剩余财产分配权之外,资产委托人虽有知情权、监督权等制约管理人的权利,但管理人有权“独立管理和运用资产管理计划财产”,资产委托人“保证没有其他限制条件妨碍资产管理人对委托财产行使投资管理权”“不得违反本合同的约定干涉资产管理人的投资行为”,这些均为典型的信托合同的约定表述。即便合同约定资产委托人“有权自主选择减持方式、时点和价格”,但这也仅是资产委托人保留了有限的决策权,表明资产管理人一定程度上更加愿意主动接受投资人的监督和尊重其投资建议,但不能以此一项来改变整个资管合同(其他条款)法律关系的本质。合同中关于交易需满足市场“可操作性”的约定亦进一步印证,资产委托人对资管计划财产处置的权力并未大到能够对受托人决策权和资产管理能力全面控制的程度,而是要受到当时市场条件的约束。换言之,“可操作性”是对委托人行权所附加的条件。当管理人接收到不符合“可操作性”的指令或授权单时,自然也无法完全按照委托人的要求减持,而是要依赖于自身能动性和裁量权进行合理操作。

(三) 不同组织形式下委托人与管理人之间共通的法律关系:信义关系

资管产品除契约制之外,还有公司制和有限合伙制。如何认定不同类型产品中当事人之间的法律关系,也是当前理论界与实务界的难点。同样是合同中约定了委托人承诺对管理人根据投资指令从事的投资行为承担完全后果,但不同的法院对合同的底层法律关系判断存在差异。有的法院基于案涉资管业务具有受托财产独立、受益人自担风险等特点,认定各方权利义务关系应受信托法的调整;^[8]有的法院则基于管理人直接、主动参与信托资产管理业务,不承担风险的事实,认定合同当事人之间本质上是委托关系。^[9]学界对此也多有讨论。缪因知教授认为,应具体分析资管内部的权利义务安排来判断法律关系的性质,分类别确定其是委托还是信托,抑或视之为一种处于中间形态的新型合同,不应过分强调统一化的监管模式。^[10]刘燕教授认为,大资管可能不存在单一的上位法,资管业务的法律框架是由包括《信托法》在内的民商法与包括《证券投资基金法》《证券法》等在内的监管法共同组成的一个复杂但有机分工的体系。^[11]理论界是

[8] 参见最高人民法院(2018)最高法民申1423号民事裁定书。

[9] 参见辽宁省高级人民法院(2019)辽民终516号民事判决书。

[10] 参见缪因知:《资产管理内部法律关系之定性:回顾与前瞻》,载《法学家》2018年第3期。

[11] 参见刘燕:《大资管“上位法”之究问》,载《清华金融评论》2018年第4期。

在探索与资管产品相适宜的、准确化的法律适用路径。

本文认为，对资管产品“内部法律关系”的实然判断，可以跳出委托或信托框架的理念之争。从法律关系的本质和管理人信义义务的角度出发，会发现各种资管产品的法律结构均可适用于信义关系。塔玛·弗兰科（Tamar Frankel）教授对信义关系的构成要件进行了界定，包括三个共同的要素：财产或权力的委托、委托人对受信人的信任、委托人源于委托的风险。所有信义关系都具有四项特征：其一，受信人提供的主要是专业性较强的服务；其二，为了有效进行服务，受信人被授予了财产或权力；其三，存在受信人滥用财产或权力，或者不提供预期服务的风险；其四，有这样的可能性，即委托人自己或市场不能保护委托人免遭上述风险，委托人建立信任的成本比其从中获得的潜在收益还要高。^{〔12〕}就资管产品而言，委托人基于对资产管理人专业能力与职业操守的信任，授予其管理和处分特定财产的权力。倘若资产管理人滥用权力或怠于履行义务将会导致资产委托人财产利益受损，而这样的损失又难以通过市场或合约而规避。因此，资产委托人与资产管理人之间构成信义关系。如果说“让资管业回归大信托格局”尚有可商榷之处，那么“让资管业回归信义关系”则无可挑剔。^{〔13〕}资产管理人与资产委托人之间的权利义务关系，也应从信义关系的角度进行考察，方能更合理地判断管理人履行职责是否妥当。

三、信义义务是资产管理人责任的基础

资管产品中，资产管理人作为受信人与委托人之间即形成了信义关系，受信人即资产管理人或不为一定行为要受到信义义务的约束，并负担违反信义义务的责任。因此，界定资产管理人责任首先需明确其信义义务的内容和标准。

信义义务是衡平法下的重要产物，^{〔14〕}最早主要应用在信托领域，后被运用于18世纪的代理法、合伙法和19世纪美国公司法中。因其具备开放性和灵活性特征，逐步成为商业和金融交易中广泛适用的规范和指引。在基金领域，美国通过《投资顾问法》、证券交易委员会（SEC）的一系列公告以及司法判决等对基金管理人施以信义义务，英国利用《金融服务与市场法》规制基金管理人信义义务的履行，日本的《金融商品交易法》则对于资产管理人的信义义务作出了统一规定。

我国在法律规范层面未明确提及管理人的信义义务，主要通过《证券投资基金法》第9条“基金管理人、基金托管人管理、运用基金财产……应当恪尽职守，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务”等条款，来划定基金管理人法定义务的范围。此外，《私募投资基金监督管理暂行办法》第4条对基金管理人的义务做了“应当恪尽职守，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务”的原则性规定。已于2022年1月1日正式落地的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《资管新规》）将金融机构的诚实信用、勤勉尽责义务纳入资管业务的概念中，是对资管业务进

〔12〕 参见〔美〕塔玛·弗兰科：《信义法原理》，肖宇译，法律出版社2021年版，第12页。

〔13〕 参见王涌：《信义义务是私募基金业发展的“牛鼻子”》，载《清华金融评论》2019年第3期。

〔14〕 参见〔美〕亨利·史密斯：《信义法缘何属于衡平法？》，林少伟译，载甘培忠主编：《商业法评论》第2集，人民法院出版社2020年版，第204页。

行统一受信义务规制的有益尝试。但诚实信用无法概括忠实义务的本质，将受信人的行为标准转化为监管准则，可能导致受信人对信义义务的违反转化为对法律法规和部门规章的违法，进而忽略受信人的民事责任与委托人本应获得的救济。^{〔15〕}因此，我国法律规范体系对资产管理人信义义务的规定以原则性规定为主，尚未构建起系统性的信义规范体系，也未确立民事判决中信义义务的认定标准。

从理论上来看，信义义务主要包括忠实义务和注意义务。以资管领域为例，忠实义务要求管理人忠实于委托人的利益，即一方面要求管理人为委托人的利益行事，不能从中获利，另一方面是禁止管理人从事与委托人利益相冲突的行为。注意义务与受信人提供的服务质量和尽职程度有关，是管理人依据其专业能力主动行使其管理职能的自由裁量权范围，违反注意义务与缺少专业知识、疏忽、过失相联系。资产管理人履行信义义务，即需要履行忠实义务和注意义务。要求资产管理人既在主观上将投资人的利益置于自身利益之上，又在客观上具备并在履职中展现出一定的技能、经验和敬业程度。^{〔16〕}事实上，信义义务并非逻辑的产物，而是为解决具体法律问题所找出的共同方法，具有模糊性和不确定性的特征。其存在于每个案件的特定事实与具体情形之中，在不同场景下有不同的适用标准。资管计划解禁期后的减持和平仓操作，涉及对资管财产利益的重大处分。一方面，管理人不得以攫取商业机会或谋求私利为目的进行减持，也不得以损害其他资产委托人利益的方式进行减持，即必须坚持公平交易原则，避免利益冲突，此为忠实义务的体现。另一方面，基金管理人应积极主动履行职责，根据持股数量、股票价格变动趋势及市场行情等商业判断因素进行专业审慎操作，以尽可能高的价格进行减持，此为注意义务的体现。相较于忠实义务，注意义务更具弹性，往往也更难判断。

实践中，判断管理人是否违反管理职责或者信义义务，关键看不同产品类型下，投资人与管理人之间的信息优势、专业技能的悬殊程度，并由此产生的信赖强度。这种信赖产生的信义义务的履行标准，既需要考察合同的约定，也需要考察法律法规（包括自律规则）对此的基本设定，从而充分保护好投资人的权益。因此，在司法审查中，需要更多地结合案件事实、行业规范和商业惯例等进行分析 and 认定。即使是资产管理的信托计划产品，因产品类别不同、投资人不同、结构不同，对管理人注意义务的要求也不同。比如在单一资产委托人的资管计划中，基于意见收集方便、可操作性更高以及收益权主体的唯一性等原因，管理人履行主动管理职责的能动性有弱化的可能性，有可能会更尊重委托人的投资决策。这些具体情形都需要仔细审查。

四、信义义务履行的特殊问题：公平交易原则与商业判断考量

信义义务的内涵既有确定性，也有灵活性。在资管领域中，交易机会有限，管理人对待多只具有同向利益关系的基金时不应厚此薄彼，这是公平交易的要求。塔玛·弗兰科教授也将“公平对待各委托人的义务”归纳为忠实义务所包含的附加义务。^{〔17〕}同时，管理人运营资产时需要在

〔15〕 参见周淳：《商事领域受信制度原理研究》，北京大学出版社2021年版，第197页。

〔16〕 参见肖宇、许可：《私募股权基金管理人信义义务研究》，载《现代法学》2015年第6期。

〔17〕 参见前引〔12〕，塔玛·弗兰科书，第106页。

商业环境下考虑“可操作性”问题，这是判断管理人是否专业尽职的依据，属于注意义务的范畴。

（一）遵循公平交易原则符合行业惯例和忠实义务的要求

从公募基金管理人的合规运作来看，其规范逻辑主要体现为管理人是否遵守相关规范性文件的指引进行操作。委托人固然可以通过约定对管理人的权利和职责进行限定，但不得排除或违背公平交易原则。因为公平交易原则是管理人对其业务所指向的全体委托人所承担的忠实义务，不能以牺牲一方委托人的利益为代价来优先保证另一方委托人，否则对被牺牲的委托人来说，管理人就没有尽到忠实义务。^{〔18〕}对此，证监会制定的《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见（2011年修订）》第2条规定：“公司应严格遵守法律法规关于公平交易的相关规定，在投资管理活动中公平对待不同投资组合，严禁直接或者通过与第三方的交易安排在不同投资组合之间进行利益输送。本指导意见所称投资组合包括封闭式基金、开放式基金、社保组合、企业年金、特定客户资产管理组合等。”第4条规定：“公司应合理设置各类资产管理业务之间以及各类资产管理业务内部的组织结构，在保证各投资组合投资决策相对独立性的同时，确保其在获得投资信息、投资建议和实施投资决策方面享有公平的机会。”有关私募基金管理人或服务机构公平交易的规定，虽不能作为由公募基金公司管理、性质上属于私募的资管计划的纠纷裁判依据，但也能在一定程度上为界定管理人的公平交易原则提供参考。^{〔19〕}此外，“为投资人员提供公平的投资机会”和“应公平对待其管理的不同投资组合”也是资管行业的惯例与管理人操作准则。根据公开信息显示，红土基金公司也根据证监会的指导意见制定了《红土创新基金管理有限公司公平交易管理规定》，将其所管理的不同资产组合的授权、研究分析、投资决策、交易执行、业绩评估等投资管理活动均纳入公平交易管理。^{〔20〕}可见，遵循公平交易原则具有其适用的空间和必要性。

红土基金案资管计划虽为单一受益人产品，但该产品与红土基金管理的其他22只公募专户资管计划同时参与了同一个定增项目，解禁交易时间相同，且专户资管计划的基金经理为相同团队，理应被公平对待。强制法虽然不能也不应规定资产管理人须对其管理的每个基金账户或资管计划精准投入 $1/n$ 的精力，但原则上应做到“同时同价”，即对不同资管计划的减持价格和比例不应有太大差异。商业判断的合理性无法通过公式化的标准衡量，需要结合个案情况具体分析。在类似于本案的“同向交易”中，倘若管理人在卖出股票时始终安排某只资管计划以高价优先卖出，那么该资管账户相比其他账户就能获得更多收益。但这种操作必将挤占其他资管账户的交易机会，损害其他投资人的利益。资产管理人在减持时应兼顾其管理的所有账户，并不以资产委托人知晓其他案外人存在、承认其他投资人合法权益为前提，而是基于受托人履行受托职责时所应遵循的基本义务，这在本案中即体现为公平交易原则。在《资管合同》已对遵循公平交易原则作

〔18〕 参见秦子甲：《基金治理：全球观照与中国实践》，北京大学出版社2022年版，第102页。

〔19〕 《私募投资基金监督管理暂行办法》第23条规定：“私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募服务机构及其从业人员从事私募基金业务，不得有以下行为……（二）不公平地对待其管理的不同基金财产……”《私募投资基金服务业务管理办法》第42条规定：“提供投资交易管理系统的服务机构应当建立公平交易机制，公平对待同一私募基金管理人管理的私募基金及不同私募基金管理人管理的私募基金，防范私募基金之间进行利益输送。……”

〔20〕 参见《红土创新科技股票型发起式证券投资基金2021年年度报告》，载 http://www.htcxfund.com/plat_files/upload/png_upload/20220330/202203301648606247947.pdf，最后访问时间2022年12月17日。

出明确约定的情况下，资产管理人通过《补充协议》表明其愿意接受并考虑资产委托人对减持方式、时间和价格等方面的意见，并不表示其放弃了资产管理人所应当遵循的公平交易原则。资产委托人的《减持操作指令》仅能作为投资建议，管理人应当尽量满足，但不能将其置于公平交易原则之上。

（二）考量可操作性问题符合商业逻辑和注意义务的要求

资产管理人在限售期届满后和减持开始前，首先需要对股票市场的基本情况作出判断，再遵循一定的商业逻辑和交易习惯进行操作。根据洛阳钼业发布的公告，本次限售股上市流通数量约为 47 亿股人民币普通股，占公司总股本的 21.82%，禁售期均为 12 个月。也即自 2018 年 7 月 24 日起，将会有占比超过 20% 的公司股票重新流入二级市场。理论上，股票价格是市场各种信息的综合反映，其涨跌受多重因素特别是供求关系的影响。证券虽然并非短期内必须销售否则将会变质减价的商品，但某只股票将大规模解禁可能带来利空预期。通过观察该股票的价格走势（图 2）^{〔21〕} 可知，洛阳钼业在解禁日前的股价已经存在波动下降趋势，解禁后大量抛售股票很可能不会对市场单一标的股票的投资人信心造成冲击，进而导致股票价格大幅下跌甚至出现无法成交的情况，这会大大损害投资人权益并对市场交易秩序产生负面影响。因此，作为八家机构投资者之一的红土基金需要在集中减持操作时考量市场的承受能力，通过相对较长时间并在一定的价格区间实施。

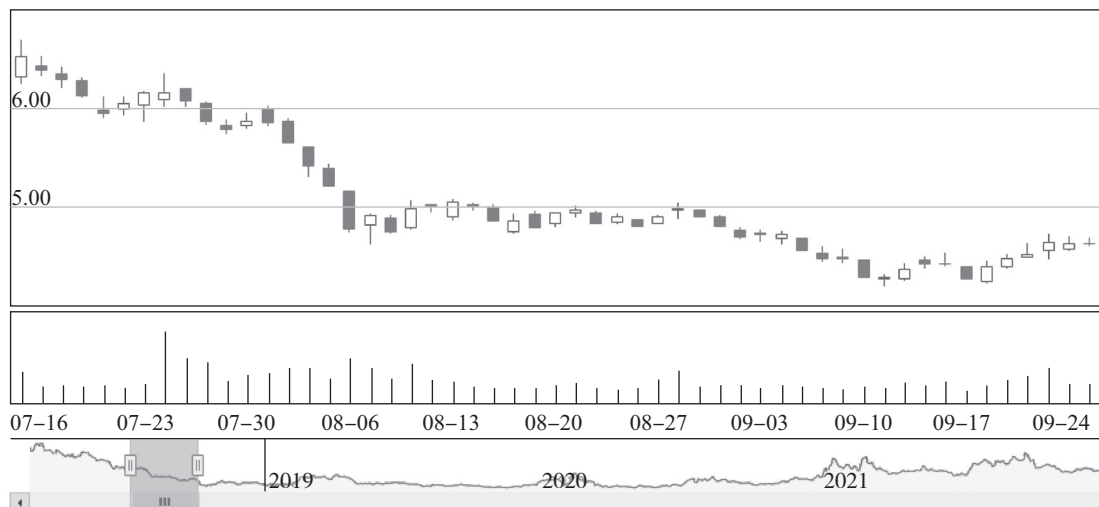


图 2 洛阳钼业股票价格走势

从解禁日的成交实况（表 2）^{〔22〕} 来看，当日股票成交量接近 4 亿股，虽然明显高于当月和当年该股票的市场平均交易量 1.35 亿股和 1.48 亿股，以及该交易日前后其他交易日的交易股数，但相较于解禁股数总量而言，占比依旧极低。这正是管理人出于对股票市场价格波动影响因素考量所做出的商业决策。法院无法也不应贸然对管理人商业判断的合理性进行事后过度评价，

〔21〕 参见上海证券交易所网站，<http://www.sse.com.cn/market/price/trends/>，最后访问时间：2022 年 6 月 23 日。

〔22〕 参见上海证券交易所网站，http://www.sse.com.cn/assortment/stock/list/info/turnover/index.shtml?COMPANY_CODE=603993，最后访问时间：2022 年 6 月 23 日。

而应侧重于程序性审查。深圳证监局检查组对红土基金在 2018 年 7 月 24 日后所有产品减持洛阳钼业股票的交易明细、公平交易情况、投资决策依据等进行了现场检查，未认定红土基金存在违规操作或存在过错，一定程度上可以证明管理人减持操作的适当性。即便原告发出减持指令的股票数量仅占当日成交量的 1%，也并不当然具有可操作性。在股票交易市场情况瞬息万变、标的股价呈下降趋势、合适的交易机会又相对有限的情况下，管理人倘若优先满足某一投资人的利益需求，则是对其他投资人交易机会的实质性剥夺。这也是为何管理人应尽可能确保同类产品减持比例和减持均价基本相当，即贯彻“公平交易原则”的内在原因。

表 2 解禁日前后洛阳钼业股票的交易概况

	2018 年 7 月 23 日	2018 年 7 月 24 日 (解禁日)	2018 年 7 月 25 日	2018 年 7 月 26 日	2018 年 7 月 27 日	2018 年 7 月	2018 年
市价总值 (万元)	10899781.68	10899781.68	10740789.73	10369808.51	10228482.33	10352143	6642330.49
流通市值 (万元)	7992451.84	10899781.68	10740789.73	10369808.51	10228482.33	10352143	6642330.49
成交量 (万股)	10918.03	39078.64	24474.07	21873.08	12315.74	297574.9	3591756.89
累计交易日	\	\	\	\	\	22	243
开盘价 (元)	6.04	6.1	6.2	6.05	5.83	6.26	6.9
收盘价 (元)	6.17	6.17	6.08	5.87	5.79	5.86	3.76
期间振幅 (%)	5.46	5.82	3.16	4.12	2.61	23.39	178.73
涨跌幅 (%)	1.98	0	-1.46	-3.45	-1.36	-6.84	-44.24
最高价 (元)	6.18	6.36	6.2	6.07	5.89	6.7	9.8
最低价 (元)	5.86	6.01	6.01	5.83	5.74	5.43	3.44

资产管理人对案涉标的和其他同时解禁的公募专户基金进行比例和均价基本相同的减持操作，遵守了行业规范的要求，符合商业判断的基本逻辑，也是贯彻公平交易原则的体现。即使资产委托人对管理人没有关于减持指令的相关约定，管理人仍应遵循公平交易原则和相应的注意义务，按照合理的商业逻辑进行减持。此外，本案中，资产管理人尽量贴近资产委托人要求的价位卖出，主动择时择价卖出股票为客户变现，并在双方进入诉讼阶段后仍继续履行管理职责，使投资人最终获得了超过 50% 的投资收益，在“正当程序”的基础上实现了“合理结果”。因此，深圳市中级人民法院认为管理人不存在疏忽或过失，恰当履行了管理职责和信义义务。

五、信义义务在资管合同纠纷中的适用路径

信义义务不限于合同的具体约定，原则上是超越合同文本的法定义务，但在不同应用场景中，其范围和程度又会因当事人之间对权利义务的不同约定有个案化的体现，从而使违反信义义务的标准与责任承担方式也存在差异性。与英美法系判例法国家不同的是，我国在成文法体系下，法官很难直接通过认定当事人违反信义义务而要求其承担责任，违反信义义务的救济一般仍需通过主张违约责任或侵权责任来实现。在类似案件的裁判过程中，既需要分析考察管理人信义

义务之所在,但又不能脱离合同文本的约定认定其违约责任之承担。如何把握资管合同纠纷中信义义务的适用路径,是以信义义务作为界定管理人责任承担依据时无法回避的问题。我们可以探索如何使违反信义义务的救济效果通过合同责任的认定来实现,下文以红土基金案作为分析对象进行阐述。

(一) 违约责任的请求权路径分析

倘若红土基金案不依照信义关系的分析路径,而是仅从合同法角度出发,是否能妥善处理涉案争议?资产管理人构成违约的前提是不履行合同义务或履行合同义务不符合约定,那么,红土基金案中是否存在这样的情况?

首先,从合同约定来看,当事人对于《补充协议》中关于减持的约定存在认识分歧,即对“资产管理人是否应当完全按照资产委托人的指令进行减持”的理解不同。根据《民法典》第466条关于合同条款解释的规定,前文已按照案涉合同条款所使用的表述,结合相关条款、行为的性质和目的、习惯以及诚信原则(在本文中体现为对信义义务的理解与适用)进行了综合分析,认为当事人之间并非“通道”业务或纯粹的委托代理关系,而更接近于信托关系。合同的相关约定能够表明的是,资产管理人在一定程度上更愿意主动接受投资人的监督和尊重其投资建议,但并不意味着资产管理人应完全根据投资人的指令来执行减持操作,换言之,资产管理人基于合同约定所享有的自由裁量权,并未因此而让渡给资产委托人。

其次,从合同的履行情况来看,资产管理人在收到形式要件与约定不完全相符且未载明具体时点的“指令”后,相关做法是否有悖资产委托人的意愿或造成其误解?资产委托人主张资产管理人在开市前主动与其联系要求发送操作指令,且资产管理人在收到指令后未提任何异议并已部分执行该指令,证明其实际上亦认可涉案减持指令的形式及内容。判决书虽未说明资产管理人在收到《减持操作指令》后是明确同意、沉默、还是反对,但由于没有证据表明资产管理人曾对该指令提出异议,且管理人在解禁当日就进行了减持操作,至少能够证明管理人绝非单纯沉默或置之不理,而是已对邮件进行了确认回复(明示)或以行为表明确认(默示)。而“回复邮件确认”的行为表示资产管理人愿意完全接受指令价格的约束,还是仅表示确认收到?如果结论为前者,资产管理人在收到不完整的指令时,则有义务主动与资产委托人进行沟通,询问其减持期间并说明可操作性问题,以免使投资人错过调整投资意见的机会。否则,应对未依照6元以上价格进行减持的部分承担违约责任。如果结论为后者,则管理人未按指令的要求进行减持也不当然构成违约。根据前文分析可知,资产管理人既非“通道”也非纯粹的代理人,而对减持事宜享有自由裁量权。因此,应当认为“回复邮件确认”是指资产管理人确认收到了投资人的减持意向,作出将在合法合规及符合资产管理人公平交易原则的前提下进行减持的承诺,并不构成在6元以下减持即承担违约责任的依据。要求资产管理人承担违约责任请求权基础不来自于《减持操作指令》,而是其对“按照诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用资产管理计划财产”“公平对待所管理的不同财产,不得从事任何有损资产管理计划财产及其他当事人利益的活动”等合同约定内容的违反。如前所述,红土基金案中并不存在以上情形,资产管理人也不应承担违约责任。

(二) 信义义务在违约责任认定中的体现

从上述法教义学的角度,通过对合同约定内容的解释,似乎也能对当事人权利义务关系和合

同履行情况作出恰当认定，那此类资管纠纷与其他一般合同纠纷在审理上存在何种差异？事实上，对合同相关条款的解释和资产管理人履职行为的评价，需要贯彻区别于一般民事审判的商事或金融审判理念。红土基金案在分析资产管理人应否按照资产委托人的指令进行操作时，信义义务主要体现为对《减持授权单》和《减持操作指令》的理解，以及对公平交易原则的认识。

第一，资产委托人给资产管理人的《减持操作指令》《减持授权单》《委托书》，仅仅构成操作建议，某种意义上在资产委托人和资产管理人之间产生软性约束。这就好比拳击台上的围栏，约束的松紧度要考量资管产品的结构、类别、底层资产的性质、投资人对象、人数等多种因素的影响。资产管理人尊重和履行资产委托人建议的情况可以作为判断其是否勤勉、谨慎，其行为是否具有明显的不合理性从而违反信义义务的因素，但不能构成绝对的刚性约束。类似本案单一资产委托人的资管计划，在要求其履行主动管理职责和遵循公平交易原则的同时，也应赋予管理人合理的操作上的能动性。^{〔23〕}但与集合型资管计划产品相比，本案的资产管理人可能会更尊重资产委托人的投资决策，履行管理职责时的能动性也可能相对较弱。对于集合计划而言，投资人的指令对管理人权利行使的约束则相对更小，管理人的能动性则更强。但这种变量只能在个案中加以区别和测试找寻，这也是信义义务灵活性和场景性的体现。

第二，《资管合同》及《补充协议》均约定红土基金应公平对待所管理的不同资产，不得从事任何有损资管计划财产及其他当事人利益的活动，为公平交易原则提供了解释空间。倘若合同中没有关于遵循公平交易原则的相关约定，依据“契约严守”原则和合同相对性原理，资产管理人只有严格按照资产委托人的指令减持，才不会构成违约。但如此操作可能会损害该管理人所管理的其他产品的资产委托人公平交易的机会。此时，突破合同约定将管理责任的范围适当延伸至未履行忠实义务（公平交易原则）的管理人，更符合资本市场的交易特点与商事领域的公平理念，有利于实现对投资人权益的公平保护。此为部分信义义务的内容具有法定性价值的直接体现。

• 45 •

六、结 语

随着资管市场的繁荣，我国资管领域中的法律纠纷日益增多，法院应如何区别不同资管产品和纠纷事实，准确把握管理人信义义务的边界，妥善处理合同约定与信义义务的关系，是当前司法实践中正面临的难题。

本文通过对红土基金案这一具有典型性的资管纠纷案例的分析认为，在判定管理人履行合同义务是否符合约定，以及是否应当对委托人的损失承担赔偿责任时，需在仔细考察当事人权利义务关系的基础上，从信义义务的角度分析管理人的履职行为，合理划定其责任边界。对于管理人享有的特定自由裁量权，应在保障投资人合法权益的同时，认可管理人在操作上的能动性。当投资指令在当时的商业环境下具有可操作性时，管理人应尽力满足。当投资人指令在客观上不具有可执行性时，管理人应在公平交易的前提下和可操作的范围内，尽可能满足委托人对财产利益的

〔23〕 参见广东省深圳市中级人民法院（2020）粤03民终22461号民事判决书。

诉求；但管理人未严格按照委托人的指令操作、产品收益未达到委托人预期，并不意味着违反信义义务，也无需承担相应的赔偿责任。

从管理人信义义务的角度来分析资管纠纷案件，更有助于厘清当事人之间的权利义务关系，也更符合资本市场的商业逻辑，是商事金融审判中可以参照适用的理念。囿于我国缺乏直接适用信义义务的土壤，还需要在理论研究和司法实践中，通过分析具体典型的案件来逐步探索信义义务的适用情形，违反信义义务责任承担，以及与成文法下的违约或侵权责任的关系，从而让信义义务理论在金融纠纷的解决中发挥有效作用。

Abstract: Reasonably determining the boundary of asset manager's liability is difficult in adjudicating complex asset management cases. In practice, it is worthy of discussion whether the asset manager shall bear the liability for breach of contract when the asset manager does not fully act in accordance with the client's instructions, causing the income of the asset management product does not meet the client's expectations. Different from a pure principal-agent contract relationship, the asset manager enjoys specific investment decision-making rights, and the legal relationship between the asset manager and the client is essentially a fiduciary relationship, so the assumption of liability must be based on the breach of fiduciary duty. Take the case of a client versus Hotland Innovation Asset Management as an example, the manager's reduction of stock holdings following the fair trading principle meets the requirement for the duty of loyalty, and the consideration of business logic and marketability indicates that it has fulfilled its duty of care. The manager has fulfilled its management responsibilities and fiduciary duties, therefore is not liable. The effect of fiduciary duty relief can also be achieved through the identification of contractual liability. The manager's understanding of the nature of the reduction order and the principle of fair trade are important factors in determining whether the asset manager has breached the contract.

Key Words: asset manager, fiduciary duty, principle of fair trade, business judgment rules, liability for breach of contract

(责任编辑:李敏 赵建蕊)

公司司法解散中股东利益受损的 实质地位及其分流功能

蒋昇洋*

内容提要：公司经营管理严重困难固然是公司司法解散的首要考量要件，但公司继续存续会使股东利益受损同样应是重点考察的实质性要件。股东利益受损在公司司法解散中承载着必要性衡量的制度功能，公司司法解散是否符合公司和股东的整体利益是公司是否具备解散必要性的关键判断，因而不应将股东利益受损作为公司经营管理严重困难的自然逻辑后果。股东利益受损的判断可以在公司解散和替代救济措施之间形成分流：当存在股东人合性障碍，且公司和股东的整体利益将会因此而受损时，公司解散具有正当性和必要性；当仅有股东人合性障碍，不存在公司和股东整体利益受损的情形时，则应通过替代救济措施对股东人合性矛盾予以解决，而无需诉诸公司解散的救济。

关键词：司法解散 股东利益受损 公司和股东整体利益 公司经营管理困难

• 47 •

一、引言

《中华人民共和国公司法（修订草案二次审议稿）》在公司司法解散制度上依然沿用现行《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）第182条的规范安排，将公司司法解散的实体要件分为三个部分：第一，公司经营管理发生严重困难；第二，公司继续存续会使股东利益受到重大损失；第三，通过其他途径不能解决。在公司司法解散的实际适用中，法院常将司法认定的焦点汇聚在公司经营管理发生严重困难这一要件上，对于股东利益受损和其他途径不能解决两个要件的分析认定较少，且多认为股东利益受损是公司经营管理发生严重困难的必然后果，从而不对股东利益受损这一要件进行实质性的分析审查。这就导致公司经营管理严重困难与否的认定结

* 蒋昇洋，四川农业大学法学院讲师。

本文为四川省哲学社会科学规划项目“商事指导性案例的适用检视和制度完善”（SC19B133）的阶段性成果。

果与公司解散与否的判决结果几乎完全对应，亦即，只要认定公司构成经营管理严重困难，那么涉案公司通常会被判决解散，反之，如果认定公司不构成经营管理严重困难通常也就会判决驳回原告诉求。股东利益受损和其他途径不能解决这两个要件几乎不会对判决结果产生实质性的影响。不过，通过法院审判实践的细致观察可以发现，法院对于公司司法解散的裁判结论其实通常会综合考量多方面的因素来得出，有时并非完全机械地依照《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（二）》〔以下简称《公司法解释（二）》〕第1条的规定以及指导案例8号（以下简称“林方清案”）〔1〕所提炼出的裁判要点去进行公司经营管理严重困难这一要件的认定，而是结合本案的实际情况得出一个在法官内心看来合乎情理的判决结果。但正是这样一个综合考量的判决结果，其在法律规范的分析审查上却主要集中在公司经营管理严重困难这一个要件之上，使得法院根据内心既定的判决结果去对公司经营管理严重困难这一要件进行分析解读，而不拘泥于《公司法解释（二）》第1条的规定以及“林方清案”提炼出的裁判规则。这样的直接后果就是公司经营管理严重困难这一要件在实际适用中呈现出标准不一的矛盾状态。

此种矛盾状态的背后至少可以挖掘出如下两个制度规范层面的诘问：其一，公司经营管理严重困难这一规范要件所存在的制度不足；其二，公司司法解散是否对公司经营管理严重困难这一要件形成了过度倚赖，而忽略了股东利益受损这一要件在公司司法解散制度中应有的实质性地位。针对公司经营管理严重困难这一要件的检讨反思，理论界和实务界在以往已经展开了较多的讨论，且在研究结论上趋向于一致，认为公司经营管理严重困难的侧重点在于公司的管理性障碍，〔2〕或者更进一步认为可将“公司经营管理严重困难”修改为“公司管理严重困难”，〔3〕或者认为公司经营管理严重困难在认定上应当以人合性丧失为核心，〔4〕并通过人合性障碍来实现公司僵局和股东压制两类解散事由的确立。〔5〕本文则试图对公司继续存续会使股东利益受损这一要件进行分析和审视，并试图挖掘该要件在公司司法解散制度中所具有的分流功能，以期对公司司法解散的制度优化提供一个新的研究视角。

二、过度倚赖公司经营管理要件所形成的适用矛盾

公司经营管理严重困难是公司司法解散中的核心审查要件，但在实际适用中该要件却几乎完全被视作为是否解散公司的决定性要件，且该决定性的要件在适用标准上并不一致。此种适用矛盾的状况在尚正常经营的公司的司法解散案例中体现得尤为明显。在该类案例中，有的公司股东矛盾异常尖锐再加之股权比例的僵持等因素，法院综合考量认为应当予以解散，从而认定公司的

〔1〕 参见指导案例8号：“林方清诉常熟市凯莱实业有限公司、戴小明公司解散纠纷案”（最高人民法院审判委员会讨论通过，2012年4月9日发布）。

〔2〕 参见马士鹏：《公司司法解散的要件》，载《人民司法》2021年第11期。

〔3〕 参见蒋大兴：《“好公司”为什么要判决解散——最高人民法院指导案例8号评析》，载《北大法律评论》第15卷·第1辑，北京大学出版社2014年版，第50页。

〔4〕 参见梁清华：《公司司法解散制度中“经营管理困难”认定标准的反思与重构——基于判例的实证研究》，载《社会科学家》2019年第12期。

〔5〕 参见李建伟：《司法解散公司事由的实证研究》，载《法学研究》2017年第4期。

正常经营乃至盈利不是经营管理严重困难的阻却条件；但有的案例中，证据显示公司股东矛盾程度不深，股权比例也可以使公司机关正常运转，法院认为不应予以解散，从而在说理分析中又将公司的正常经营乃至盈利作为阻却公司解散的一个重要理由，由此形成了公司经营管理严重困难在适用上的不同认识。本文以正常经营公司司法解散这类案例为例，来对过度倚赖公司经营管理要件所形成的矛盾困局进行具体分析和说明。^{〔6〕}

（一）公司经营管理严重困难的适用矛盾

对于公司经营管理严重困难的认定，呈现出一个非常明显的案例数据样态：判决解散的案例全部认定公司经营管理严重困难，而判决驳回原告解散诉求的案例则全部认定公司经营管理未发生严重困难（如表 1 所示）。

案例类型	裁量标准	案例数量	占比
判决解散的案例	根据《公司法解释（二）》第 1 条规定的股东会僵局标准或者董事会僵局标准认定公司存在经营管理困难	17	77%
	根据股东矛盾冲突、人合性基础丧失致使难以形成有效决议，公司内部运行机制失灵，认定公司存在经营管理困难	5	23%
合计		22	100%
判决驳回的案例	根据《公司法解释（二）》第 1 条规定的股东会僵局标准或者董事会僵局标准认定未发生经营管理困难	17	33%
	根据经营状况和组织状况共同认定未发生经营管理困难	16	31%
	仅根据经营状况来认定未发生经营管理困难	9	17%
	根据股东持股比例或公司章程认定公司可以作出股东会决议，认定未发生经营管理困难	7	13%
	根据未召开股东会不等于无法召开股东会，认定未发生经营管理困难	3	6%
合计		52	100%

在判决解散的案例中，超过三分之二的案例按照《公司法解释（二）》第 1 条所规定的标准展开认定，即通过公司持续两年以上无法召开股东会或无法形成股东会决议、董事长期冲突且无法通过股东会解决的标准，来认定公司已经出现经营管理严重困难。虽然这些案例从表面上看是根据上述标准来认定公司僵局，但其中较多均认识到了此认定标准的实质是股东之间的人合性矛盾所导致的公司运行机制失灵。^{〔7〕}也正因此，有的案例并未完全依照《公司法解释（二）》第 1 条所规定的标准进行认定，而是通过股东间激化的冲突矛盾、股东间的人合性基础丧失所导致的公司决策机制失灵，来认定公司经营管理发生严重困难。^{〔8〕}对于公司经营状况的认定，法院

〔6〕 笔者采集了共计 74 个正常经营公司的司法解散案例作为研究样本。该 74 个案例来自“北大法宝”司法案例库和中国裁判文书网，检索方式均限定案由为“公司解散纠纷”，限定案件审结时间为 2012 年 4 月 9 日之后（即指导案例 8 号发布之后）。此外，虽然指导案例 8 号的实际审结时间为 2010 年 10 月，但鉴于该案的典型性，故也将该案纳入这 74 个案例样本之中。另需说明的是，因为公司盈利也是公司经营状况的一个重要表征，所以本文将法院在裁判文书中仅措辞“盈利”而未明确指出“正常经营”的案例也一同纳入了样本之中，此类案例共计 10 个。还需说明的是，本文所指的“正常经营”在裁判文书中的措辞当然地还包括“正常运转”“正常运行”“运营良好”“持续营业”等与正常经营相关的措辞。

〔7〕 参见江苏省高级人民法院（2010）苏商终字第 0043 号民事判决书；广东省深圳市中级人民法院（2017）粤 03 民终 20300 号民事判决书；江苏省连云港市中级人民法院（2015）连商终字第 00127 号民事判决书。

〔8〕 参见河北省石家庄市中级人民法院（2018）冀 01 民再 103 号民事判决书。

常常认为即使公司处于正常经营或者盈利状态也不能改变公司经营管理已发生严重困难的事实，^{〔9〕}或者认为公司的经营状况并非判断公司经营管理是否发生严重困难的必要条件、必要因素，^{〔10〕}或者认为公司是否存在亏损并非判断公司经营管理是否发生严重困难的法定事由。^{〔11〕}总之，判决解散的法院对于公司经营状况在公司经营管理严重困难中的地位通常持否定态度。

反观判决驳回解散诉求的 52 个案例，法院对于公司经营管理严重困难的认定标准则呈现出不同的样态。在该类案例中，采用《公司法解释（二）》第 1 条所规定的“两年”标准或者董事长期冲突标准的案例数量仅占据大约三分之一的比例，法院认定公司经营管理未发生严重困难的原因和标准呈现出多元化的样态。其中，将经营状况纳入公司经营管理发生严重困难这一条件中去认定，以及仅根据经营状况去认定公司经营管理是否发生严重困难的案例数量共计 25 个，超过了采用《公司法解释（二）》第 1 条的标准展开认定的案例数量。此种认定方式与判决解散案例中对于公司经营状况持否定态度形成鲜明对比。值得一提的是，最高人民法院对于公司经营管理困难的认定在不同案例中也态度不一。例如在“黑龙江中祺亿和房地产开发有限公司案”中，最高人民法院认为：“即使中祺公司处于盈利状态，也不能改变公司经营管理已发生严重困难的事实。”^{〔12〕}指导案例“林方清案”也同样认为“即使尚未处于亏损状况也不能改变该公司的经营管理已陷入困境的局面”^{〔13〕}。然而，在“广西大地华城房地产开发有限公司案”中，最高人民法院在再审时通过询问得知公司正在正常经营，且原告对此未进行反驳的情况下，接着认定到：“因此，华城公司并未陷入公司经营管理失灵无法正常运转的局面，公司经营管理并未发生严重困难。”^{〔14〕}同样，在“山西鑫四海纯净水有限公司案”中，最高人民法院再审认为“鑫四海公司目前尚在正常运营，马菁提供的证据也不足以证明鑫四海公司的经营管理发生严重困难”^{〔15〕}，虽然最高人民法院在该份裁定书中的说理不甚充分，但依然可以看出其在该案中将经营状况纳入公司经营管理严重困难的考量之中。

在采纳持股比例或公司章程认定可以形成股东会决议、未召开股东会不等于无法召开股东会这两种裁量标准的案例中，法院依然将公司的经营状况作为较为重要的考量因素。例如，在“陕西金鹏房地产开发有限责任公司案”中，二审法院在裁判理由中明确被告公司已经在“两年有余的期间内未通过召开股东会形成有效的股东会决议”，但法院认为：“公司经营管理是否发生严重困难不应仅以股东之间的人合性作为认定基础，还应当结合该公司股东持股比例、公司的持续盈利能力综合判断。”^{〔16〕}再如，在“云南垚锬投资有限公司案”中，上诉人主张涉案公司 2012 年后（该案一审于 2016 年 8 月立案）就从未召开过股东会，但二审法院认定公司现处于正常经营状态，上诉人没有证据证明已经提议召开股东会而无法召开的事实，就此判定上诉人的解散诉求不符合公司法的规定。^{〔17〕}

〔9〕 参见最高人民法院（2018）最高法民申 5411 号民事裁定书。

〔10〕 参见广东省深圳市中级人民法院（2017）粤 03 民终 20300 号民事判决书、吉林省高级人民法院（2016）吉民终 569 号民事判决书。

〔11〕 参见浙江省杭州市中级人民法院（2018）浙 01 民终 828 号民事判决书。

〔12〕 最高人民法院（2018）最高法民申 5411 号民事裁定书。

〔13〕 江苏省高级人民法院（2010）苏商终字第 0043 号民事判决书。

〔14〕 最高人民法院（2017）最高法民再 373 号民事判决书。

〔15〕 最高人民法院（2014）民申字第 1023 号民事裁定书。

〔16〕 陕西省高级人民法院（2018）陕民终 937 号民事判决书。

〔17〕 参见云南省昆明市中级人民法院（2017）云 01 民终 2235 号民事判决书。

上述案例均存在两年以上未召开股东会或未形成股东会决议的事实，但法院并没有径直地依据《公司法解释（二）》第1条的“两年”标准去判定公司经营管理发生严重困难，而是基于经营状态等因素进行综合考量，认为不应当判决解散公司。在判决驳回的案例中，法院在裁判时明显更加重视公司的经营状况，并试图为驳回解散诉求的结论寻找《公司法解释（二）》第1条以外的说理根据。^{〔18〕}

（二）适用矛盾背后的形成机理

在判决驳回的案例中，公司的经营状况成为法院着重考虑的因素之一，这与判决解散案例中法院所表述的“公司经营状况并非公司解散的判断标准”或者“公司的正常经营或盈利并不能改变公司经营管理已发生严重困难的事实”不同。此时需要思考的是，为何判决解散的案例又没有如判决驳回案例那般重视经营状况。

其中部分原因可能在于，法院所采用的是根据结果倒推分析说理的裁判逻辑。也就是说，法院对于涉案公司是否应当予以解散，首先进行股东矛盾程度、股权比例、经营状况乃至社会影响等因素的综合考量，从而在内心预先设定一个是否需要解散公司的判决结果，然后再根据这个预先设定的判决结果去展开分析说理。有的公司股东矛盾十分尖锐，再加之股权比例容易形成公司僵局等因素，法院认为应当予以解散，则紧紧围绕《公司法解释（二）》第1条的标准，并依循林方清案的裁判逻辑，以正常经营或盈利并非公司经营管理严重困难的阻却性事由等相关说法，来展开说理论证。有的公司股东之间的人合性矛盾表现得并没有那么激烈，再加之公司正常经营或盈利的积极现状，法院认为没有必要予以解散，便跳出《公司法解释（二）》第1条的标准，结合公司经营状态的事实去寻求一个公司经营管理未发生严重困难的论证理由，此时“公司的经营状态便成为强化法官自由心证，正当化判决结果的一个有力抓手”^{〔19〕}。由此也就造成了公司经营管理严重困难在认定标准上的不一。

在本文看来，还有一个重要原因在于，公司司法解散在适用要件上的重心偏倚。在司法适用中，大多法院将公司继续存续会使股东利益受损视为公司出现经营管理严重困难的自然逻辑后果，将股东利益受损这一要件作为公司经营管理严重困难的后果型要件，而不是将其作为一个可以独立决定是否解散公司的实质要件。从表2来看，不管是判决解散的案例还是判决驳回的案例，均有半数以上的案例对该要件的认定予以虚置。在判决解散的案例中，除裁判文书没有相关说理的两个案例外，有二分之一的案例通过股东之间的冲突矛盾以及公司决策机制失灵的僵局状态，推定此种状态必定会使股东利益受损。典型的例如“西安垒鑫矿业有限责任公司案”，该案二审法院认为：“结合垒鑫公司已经持续2年未召开股东会并形成有效的股东会决议，公司权力机构不能有效运行这一情形，即使目前该公司仍然经营良好，也会因股东间结构性的均衡股权结构而导致公司决策机制失灵，造成公司利益受损，进而导致全体股东利益受损。”^{〔20〕}在判决驳回

• 51 •

〔18〕 耿利航教授更进一步地认为此种做法是“法院根据公司对外经营情况得出结论后再去‘挑选’或‘解释’规则以正化结论”。耿利航：《公司解散纠纷的司法实践和裁判规则改进》，载《中国法学》2016年第6期，第223页。

〔19〕 周成：《公司司法解散制度实证研究——基于100份公司解散纠纷裁判文书的分析》，载《人民司法》2020年第31期，第93页。

〔20〕 陕西省高级人民法院（2017）陕民终990号民事判决书。

的案例中，有三分之二的案例没有公司继续存续会使股东利益受损的相关认定，或者直接以证据不足以认定公司继续存续会使股东利益受损为由对该要件予以否决。由此可见，大量案例对于股东利益受损这一要件都未予以实质性审查，在判决解散的案例中常被作为公司经营管理严重困难的必然逻辑结果，在判决驳回的案例中则常被忽略或者被冠以证据不足的程式化说理。

表 2 股东利益受损的裁量标准统计

案例类型	裁量标准	案例数量	占比
判决解散的案例	根据股东矛盾冲突、僵局状态，推定公司继续存续会使股东利益受损	11	50%
	根据原告股东无法行使决策管理和监督职权，认定公司继续存续会使股东利益受损	9	41%
	没有公司继续存续会使股东利益受损的认定	2	9%
合计		22	100%
判决驳回的案例	没有公司继续存续会使股东利益受损的认定	17	33%
	证据不足以认定公司继续存续会使股东利益受损	16	31%
	根据正常经营或盈利状况，认定不会使股东利益受损	12	23%
	解散公司反而会损害公司股东利益	4	7%
	根据公司权力机构运行并未失灵，推定公司继续存续不会使股东利益受损/股东的矛盾冲突并不会必然使股东利益受损	3	6%
合计		52	100%

在判决解散的案例中，还有部分案例通过原告股东管理性利益的受损来认定股东利益受损。虽然此种认定思路没有对股东利益受损要件予以虚置，但其逻辑依然是立足于公司经营管理严重困难的基础之上，其通常认为正是公司股东会机制的失灵导致了原告股东无法行使决策或监督职权从而利益受损。^{〔21〕}这一思路其实和股东利益受损是股东矛盾僵局的自然逻辑结果的思路如出一辙，实质依然是由股东会决策机制失灵的僵局状态来推定此种状态必定会使原告股东利益受损，所以认定重心依然是公司经营管理严重困难。

对公司经营管理严重困难这一要件的过度倚重，将判决解散抑或不解散的结果与此要件的成立与否几乎完全对应，势必会将综合考量后所事先预设的判决结论，集中凸显在公司经营管理严重困难这一要件的分析之上。也就是说，一个对案情进行综合分析考量的结果被包裹在公司经营管理严重困难这一衣装之中进行说理论证，形成矛盾不一的认定局面似乎也不足为奇。其实，公司经营管理发生严重困难的认定焦点应当始终聚集在股东之间的人合性矛盾，^{〔22〕}因为公司司法解散所针对的问题一定是股东之间的人合性矛盾，借由司法解散制度为股东提供退出机制，而不是去解决公司的经营不善以及偿债能力问题。因此，不论公司的经营状况如何，公司司法解散首先应当考量的是股东人合性问题，因为不管是经营正常、盈利还是经营停滞、亏损，均不是股东之间是否存在矛盾冲突或者矛盾冲突是否激烈的表征。如果公司股东因人合性丧失产生决策机制失灵，那么接下来应当进行股东利益是否受损的实质性判断，如果在公司和股东整体利益的审视

〔21〕 参见江苏省高级人民法院（2010）苏商终字第 0043 号民事判决书。

〔22〕 参见前引〔4〕，梁清华文。

视角下发现股东利益不会受损,同样也具有判决驳回解散公司诉求的论证说理理由,而无需始终钟情于公司经营管理严重困难这一要件之上。

三、股东利益受损要件的重新审视

公司继续存续会使股东利益受损的裁量要件理应对公司解散予以必要性衡量的实质性要件,将股东利益受损这一要件作为非实质性要件的做法殊值探讨和省思。此外,部分案例将股东利益受损的考量对象局限于原告股东一方,此做法在现有制度背景下为了给予原告退出救济,不具有过多可责难性,但股东利益受损中的利益考量对象究竟应指向谁仍值思考。

(一) 重新审视股东利益受损要件的地位作用

公司经营管理发生严重困难这一要件侧重于公司内部组织的运行角度,而公司继续存续会使股东利益受损这一要件则立足于股东利益的视角。^[23]此两个要件的侧重点和立足点是完全不同的,那么自然地也不应将二者作为一个要件来进行一体化判断。从现行《公司法》第182条的条文表述来看,对公司予以司法解散首先应当满足经营管理严重困难的首要要件,在满足了此要件的基础之上,当且仅当公司如果继续存续下去、公司股东的人合性矛盾继续发展下去会使股东利益受损之时,才符合判决解散公司的法定条件。因此,从文义上讲,公司继续存续会使股东利益受损也应是一个独立的、需要进行实质性判断的要件。

股东利益受损要件所承担的是公司司法解散必要性衡量和利益衡量的角色,将公司进行司法解散是否符合公司和股东的整体利益,抑或不将公司进行司法解散是否会给公司和股东带来不利影响,这是是否具备解散公司的必要性的关键判断。可以说,公司司法解散中的利益衡量机制完全落在了股东利益受损这一要件的判断上。公司股东存在人合性矛盾,并由此造成了公司决策机制的失灵,并不是理所应当、必然地招致公司解散的后果,毕竟解决股东矛盾和公司僵局的途径并非唯有公司解散,而其他诸如强制股权收购、股权回购、公司出售、临时接管人等救济途径同样也是解决股东矛盾和公司僵局的有效办法。当然,基于我国目前《公司法》中公司司法解散制度规则的局限,法院为了救济原告股东而只得采用司法解散的救济方法,此做法本身并不具有太多可责难的地方。但是,我们在对股东利益受损这一要件的地位和作用进行研判时,不应因为这种制度上的缺陷,而强行使股东利益受损沦为一个形式化的判断要件。既然解决股东人合性矛盾的途径并非只有司法解散,那么在解决股东人合性矛盾时采用司法解散这一救济途径的必要性判断也就有其正当与合理之处。

鉴于某些公司在被法院判决解散后并未实际清算和注销,^[24]所以学界以往似乎是夸大了司法解散对于公司和股东的影响,过度评估了公司解散这一救济方法的严重性。对此,其实已经有

[23] 参见吴民许:《论公司司法解散的适用条件》,载《人民司法》2007年第23期。

[24] 有国外学者调查发现,在被判决解散的有偿债能力公司中,绝大部分并没有真正的清算和解散,更多的是形成股权收购的结果。See J. A. C. Hetherington & Michael P. Dooley, Illiquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem, 63 *Virginia Law Review* 1, 32 (1977). 我国也有学者发现我国被判决解散的公司中,多数涉案公司并未实际清算和解散。参见张双根:《指导案例制度的功能及其限度——以指导案例8号的引用情况为分析样本》,载《清华法学》2017年第3期;前引[18],耿利航文。

学者指出，虽然公司在被判决解散后并未实际清算和注销，但公司解散的司法判决依然是一个利益再平衡的机制，支持原告解散诉求的生效判决在事后对于原告股东、被告公司及处于诉讼第三人地位的其他股东而言，其实就成为一个重新进行公司职权划分、公司职位重置以及进行其他事后安排（如股权转让等）的利益博弈、利益谈判的砝码，^{〔25〕}所以，公司司法解散的判决所形成的利益影响效应并不会因公司没有实际清算和注销而消失。更重要的是，如果起诉解散的原告股东自身具有某种过错，甚至是违反忠实义务的过错，与此同时，掌握公司经营管理职权一方股东的决策行为一直以来都具有为了公司和股东整体利益最大化的正当性，并不具有所谓的股东压迫行为，此时如果仅仅只去考量股东之间的人合性矛盾和公司组织管理的运行障碍状况，而不去进行一个公司整体视角下的利益衡量和必要性判断，那么判决解散所带来的利益再分配效应会使得除原告以外的其他股东在事后谈判上处于劣势地位，此公司解散的判决结果对于其他股东而言当属有失公平。因此，即便公司在被判决解散后并未实际清算和注销，在公司司法解散中对公司和股东整体利益进行独立的实质判断依然有其必要。

从比较法的视野来看，将股东利益受损这一条件作为一个实质性的判断要件，也存在其支撑基础。在美国的公司法司法实践中，股东利益的考量便是公司司法解散中实质性的重点考察内容。如在 Henry George 一案中，公司股东因矛盾冲突导致公司股东会持续两年无法选举出新任董事，从而形成股东会僵局。华盛顿州最高法院认为：“在满足了司法管辖区制定法的证明要求时，审判法院应当基于自由裁量权，去判断是否存在命令解散公司的公平性理由。在此规则下，审判法院应当审查僵局的严重性……以及公司解散是否会对所有股东有利或有害。”^{〔26〕}最终，该法院认为初审法院仅仅因满足了司法解散的法定要求就径直判决解散公司属错误的法律认定，遂发回初审法院在考虑了所有股东的最大利益之后再进行裁决。^{〔27〕}在美国司法实践中，采用此种观点和做法的也绝非个例。在 Meiselman 案中，北卡罗来纳州最高法院同样认为：“一旦股东证明到了（制定法所规定的法定情形之一），审判法院在决定是否授予救济时，必须进行公平性裁量并审查解散公司对于所有股东的利益和损害……否则，原告将可以在以公司利益为代价且无视其他股东权利和利益的情况下，任意请求解散公司或收购其股份或请求获得其他救济。”^{〔28〕}再如，在 Fox 案中，蒙大拿州最高法院也采相同观点：除了基本的法定要求之外，还需要证明到解散的公平性理由，而公平性理由就包括所有股东的利益衡量。^{〔29〕}在较为新近的判例中，该观点和做法同样得到了承继。如 Brady 案法院认为：“如果发现了支持少数股东请求解散的那些事实，审判法院就必须‘行使其公平性裁量权并审查解散对所有股东的实际利益和损害’……即便股东根据制定法证明到了司法解散是适当的，法院也不是必须解散公司。”^{〔30〕}再如，Alves 案法院指出：“即便无争议的事实表明本案可以适用解散救济，但法院依然应当在案件的特定情形下运用

〔25〕 参见耿利航：《有限责任公司股东困境和司法解散制度——美国法的经验和对中国的启示》，载《政法论坛》2010年第5期；前引〔3〕，蒋大兴文，第45-46页。

〔26〕 Henry George & Sons, Inc. v. Cooper-George, Inc., 95 Wash. 2d 944, 953 (1981).

〔27〕 See Henry George & Sons, Inc. v. Cooper-George, Inc., 95 Wash. 2d 944, 953-954 (1981).

〔28〕 Meiselman v. Meiselman, 309 N. C. 279, 297 (1983).

〔29〕 See Fox v. 7L Bar Ranch Co., 198 Mont. 201, 213-214 (1982).

〔30〕 Brady v. Van Vlaanderen, No. 12 CVS 7552, 2017 WL 3090171, at *6 (2017).

裁量权去判断被告公司是否应被解散……审判法院必须通过分析解散给所有股东带来的相对利益和损害来审查解散的公平性。”〔31〕此外，该观点和做法还被吸纳进总结和归纳司法裁判经验的美国法律报告之中。〔32〕

虽然上述判例所体现出的股东利益衡量以判例法制度下法官宽泛的自由裁量权为基础，但本文并非欲通过盲目地借鉴判例法的制度经验，赋予法官充分的自由裁量权来解决公司司法解散的制度问题，而是意在通过上述判例资料来说明，并不是只要出现了股东会僵局等法定情形就具备了判决司法解散的充要件，还应当进行下一步股东利益受损要件的实质性审查。

（二）重新审视股东利益受损要件的利益考量对象

我国部分案例将股东利益受损的利益考量对象仅仅指向原告股东一方。此种观点和做法的主要理由在于，原告股东可能受到执掌公司经营管理职权的多数股东的不公对待，通常可以表现为解除公司经营管理职位、拒分配股利、拒绝股东获取公司信息等具象形式，〔33〕并且这些形式还可以同时混合出现，呈现出复合性的股东压迫现象，〔34〕而处理股东压迫问题的主要途径之一便是公司司法解散。〔35〕从股东利益保护尤其是少数股东利益保护的立场，判决解散公司给予原告股东以退出救济无疑是合理正当的。

不过，法院将利益受损的认定视角始终聚焦在原告股东一方，而不是去认定公司继续存续对于公司和股东的整体利益会造成何种利弊，这是否可能导致法院的判决结果服从于原告股东自己解散公司的个人意志，而忽视了公司和其他股东的整体利益考量？更何况，原告股东在股东间产生人合性矛盾的过程中也可能具有一定过错，〔36〕而我国法院目前对于原告股东的过错并不纳入判决解散的评价要素之中。〔37〕虽然此种裁判思路的背后确有其正当合理的理由，〔38〕但公司司法解散所影响到的是公司和股东的整体利益，如果在进行利益受损这一要件的判断时只顾及原告股东一方的利益，而弃整个公司和其他股东的利益于不顾，则完全有可能在照顾了小部分人利益的同时损及公司和股东的整体利益。毕竟，“原告拥有起诉解散公司的权利对公司和其他股东而

• 55 •

〔31〕 Joalpe-Industria De Expositores, SA v. Alves, No. 10 CVS 5697, 2015 WL 428333, at * 8 (2015).

〔32〕 See Dissolution of Corporation on Ground of Intracorporate Deadlock or Dissension, 83 *American Law Report*, 3d 458, at § 6 [c].

〔33〕 See Douglas K. Moll, Judicial Dissolution of the Limited Liability Company: A Statutory Analysis, 19 *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law* 81, 98 (2017).

〔34〕 参见李建伟：《股东压制的公司法救济：英国经验与中国实践》，载《环球法律评论》2019年第3期。

〔35〕 参见彭冰：《理解有限公司中的股东压迫问题——最高人民法院指导案例10号评析》，载《北大法律评论》第15卷·第1辑，北京大学出版社2014年版，第99页。

〔36〕 原告股东有时还可能具有违反忠实义务的某些过错。参见北京市第三中级人民法院（2016）京03民终3406号民事判决书；广东省广州市中级人民法院（2017）粤01民终5890号民事判决书。

〔37〕 这一点被“仕丰科技有限公司与富钧新型复合材料（太仓）有限公司、第三人永利集团有限公司解散纠纷案”所明确，并被作为最高人民法院公报案例的裁判摘要予以明示。参见《最高人民法院公报》2014年第2期。

〔38〕 该正当合理的理由可能在于，公司司法解散的本质初衷是为了给予已陷入公司僵局的股东们一种退出渠道，既然僵局已经形成，那么通过司法解散这一途径予以救济的基础就得以建立，至于僵局背后的原因以及过错，便显得意义不大。就如国外学者所认为的：“如果授权司法干预的法律规范的目的是将股东从50：50的公司僵局造成的潜在不可弥补的损害中解救出来，那么形成公司僵局的原因就不重要。” Brian C. Durkin, *Manufactured Deadlocks: The Problematic “Bad Faith Defense” to Forced-Sales of Delaware Corporations Under Section 226 of the Delaware General Corporation Law*, 59 *Boston College Law Review* 725, 754 (2018).

言“威胁”太大”^{〔39〕}，利益受损的视角限于原告股东一方，殊值商榷。

我们可以试想一下是否存在着如下情况：原告股东某些利益诉求（如请求分配股利、请求就任公司某职位）因股权结构的僵持或因执掌公司经营管理职权的多数股东不予理睬而无法实现，或者原告股东的某些利益在公司经营管理中受到损害（比如被解除某管理职位），但执掌经营管理职权的多数股东对原告股东利益诉求不予理睬甚至是采用某种所谓的压迫性行为，具有其正当的、合理的、符合商业伦理的理由，即执掌公司经营管理职权的多数股东对于所有公司决策和行为（包括影响到原告股东利益的那些决策和行为）从始至终、一直以来都是以公司和股东整体利益的最大化为导向作出的。此时，是依然仅仅根据原告股东的单方面利益受损来对股东利益受损这一要件做出衡量，还是应当综合考量一下公司和股东的整体利益之后再做定夺？公司股东间资本比例的差异，以及公司经营管理职权的事先分配安排，必然决定了股东之间可能会因资本比例、职权安排的差异而产生矛盾，进而可能造成某一方股东诉求的落空，但并不能仅仅基于股东之间的人合性矛盾以及原告利益诉求的落空而径直使得公司遭受判决解散的命运，而应是立足于公司和股东的整体利益视角，来评判执掌公司经营管理职权的多数股东的公司治理行为是否具有整体利益的公平性抑或侵害性，以此来判断是否具有作出解散判决的必要。

上述观点同样可以在比较法的视野下予以证实。在 Jackson 一案中，原告股东在继承股份后要求修改公司章程以增加董事会席位数量至四位，以获得与其股份份额相匹配的董事提名额度，同时原告股东还要求公司向其分配红利并给他增加薪酬，但因股东意见不合公司一直未对原告的上述诉求予以满足，原告遂起诉至法院请求解散公司。俄勒冈州最高法院对此认为，针对原告的两个要求，公司和其他股东都有其正当的理由予以回绝。针对第一点增加董事会席位的要求，被告公司和其他股东认为按照公司治理的习惯，董事会席位均是奇数，而原告股东在继承股份之前并没有管理和运作公司的商业经验，从而为了公司和股东的整体利益，继续让商业经验充足的股东赫伯特（Herbert）来管理和经营公司是一个恰当的选择；^{〔40〕}针对第二点分配股利和增加薪酬的要求，公司和其他股东认为在原告请求分配红利之时，公司的净收入并不乐观，很多竞争对手已经陷入清算的境地，且公司很快就会需要一大笔钱投入工厂修理以及工厂设备的现代化更新上，所以在此时分配红利不是一个明智之举。^{〔41〕}法院最终认为，赫伯特对公司的经营管理一直以来都是基于公司和股东利益最大化的目的展开，从来没有任何有利于自己而有损公司和其他股东的不当行为，且赫伯特也同意在不需要进行修理或开发工厂时分配利润，且原告股东还可以通过工资收入获得资本回报，因此法院认为此时司法力量不应强制介入公司自治的运行之中。^{〔42〕}

公司和股东整体利益的视角给予了执掌公司经营管理职权的多数股东一个“自证清白”的机会，只要其行为和决策不是为了一己私利而恶意地损害其他股东甚至公司的利益，其行为和决策具有基于公司和股东整体利益最大化的正当性，便具有判决解散的阻却效果。后来，马萨诸塞州最高法院在 Wilkes 案中将这种遵循公司和股东整体利益的理念进一步用分配举证责任的方式予

〔39〕 前引〔18〕，耿利航文，第234页。

〔40〕 See Jackson v. Nicolai-Neppach Co., 219 Or. 560, 564-565 (1959).

〔41〕 See Jackson v. Nicolai-Neppach Co., 219 Or. 560, 565-568 (1959).

〔42〕 See Jackson v. Nicolai-Neppach Co., 219 Or. 560, 586-587 (1959).

以展现,法院指出:“当封闭公司的少数股东以多数股东违反其严格的善意义务为由提起诉讼时……必须审查多数股东是否能够证明其行动具有合法的商业目的。”^[43]在Wilkes案提出的审查方式之下,首先由原告举证证明多数股东存在所谓的股东压迫行为,在原告完成了此证明责任之后,则由多数股东对该所谓的压迫行为是否具有合法的商业目的提供证据。^[44]采用此做法最根本的缘由在于为了避免“不适当地妨碍多数股东为了所有人的最佳利益去管理公司的效率性”^[45],也就是将公司和股东的整体利益置于任何一方股东的利益之上。^[46]

虽然,向公司投资的股东(尤其是少数股东)基于其投资利益对公司和其他股东(尤其是多数股东)的行为和决策具有合理的期待,^[47]但是这种期待应当是一种“合理”的期待,此处的“合理”应是让其他股东明知或预想到的期待,并且只有在所有参与公司经营管理的人之间明示或默示、已了解到的期望才应得到法院的肯定。^[48]更重要的是,股东的合理期待应当与公司进行有效经营的能力和需要相平衡。^[49]毕竟股东的期待并非只是原告股东或者少数股东对于多数股东这个单方面的期待,多数股东以及公司对于少数股东或原告股东的忠诚、诚信的合作行为同样具有合理的期待。^[50]实践中,原告股东或者少数股东因某种过错甚至是不当行为而被公司施以回应措施(较多的表现为被解除公司管理性职位)的事例并不鲜见,^[51]针对原告股东的某些过错或者不当行为,多数股东或者公司所呈现出来的所谓的压迫行为有时可能具有其基于公司和股东整体利益的合理理由。“雇员股东的不称职、不诚信或不忠诚,可能证明该股东作为公司雇员被解雇是正当的,而该正当的解雇本身并不构成压迫。”^[52]如果纯粹、绝对地以少数股东或者原告股东的利益视角去考察公司和多数股东的行为和决策,可能会过分地强调少数股东或者原告股东的权利,从而不当地排除了公司以及多数股东所关注的任何理由。^[53]

[43] Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc., 370 Mass. 842, 851 (1976).

[44] See Daniel S. Kleinberger, Donahue's Fils ainé Reflections on Wilkes and the Legitimate Rights of Selfish Ownership, 33 Western New England Law Review 405, 414-415 (2011).

[45] Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc., 370 Mass. 842, 850 (1976).

[46] 德克萨斯州最高法院在Ritchie v. Rupe案中走得更进一步,直接将压迫行为的定义与损害公司利益相关联。该案法院指出:“公司董事或者管理人员的压迫行为是滥用公司对其的授权,意图损害一个或多个股东的利益,并以一种不符合善意地行使商业判断的方式,给公司造成严重损害风险的行为。”Ritchie v. Rupe, 443 S. W. 3d 856, 871 (2014).

[47] 纽约州最高法院将少数股东的合理期待定义为“从客观上讲,在当时情况下是合理的、对少数股东决定加入企业至关重要的期待”。Matter of Wiedy's Furniture Clearance Ctr. Co., Inc., 487 N. Y. S. 2d 901, 903 (1985).

[48] See Meiselman v. Meiselman, 309 N. C. 279, 298 (1983).

[49] See Brenner v. Berkowitz, 134 N. J. 488, 517 (1993); Kortum v. Johnson, 755 N. W. 2d 432, 446 (2008); Willis v. Bydalek, 997 S. W. 2d 798, 801 (1999); Landstrom v. Shaver, 561 N. W. 2d 1, 8 (1997); Muellenberg v. Bikon Corp., 143 N. J. 168, 179 (1996); McLaughlin v. Schenck, 220 P. 3d 146, 157 (2009). 在理论界同样也有相似观点,“在某种程度上,压迫应让位于多数股东按自己认为合适的方式经营企业的特权。换言之,压迫原则必须试图在其运作中平衡多数股东和少数股东的利益关切”。Douglas K. Moll, Shareholder Oppression in Close Corporations: The Unanswered Question of Perspective, 53 Vanderbilt Law Review 749, 789 (2000).

[50] See Gimpel v. Bolstein, 477 N. Y. S. 2d 1014, 1019 (1984).

[51] 例如,在Gimpel一案中,原告股东因偷窃公司财产而被解雇,最终纽约最高法院认定其被解雇以及随后被排除在公司管理层之外均不具有压迫性。See Gimpel v. Bolstein, 477 N. Y. S. 2d 1014, 1019-1021 (1984). 再如,在Whitehorn一案中,原告股东曾私自转移公司生产的稻谷货物,后被公司解雇,原告认为其受到了压迫,但法院最终认为原告继续保有雇员和高管职位利益的期待已被其不当行为所摧毁。See Whitehorn v. Whitehorn Farms, Inc., 195 P. 3d 836, 843-844 (2008).

[52] Douglas K. Moll, Shareholder Oppression and the New Louisiana Business Corporation Act, 60 Loyola Law Review 461, footnote 78 (2014).

[53] 参见前引[49], Douglas K. Moll文,第807页。

因此，公司司法解散中股东利益受损的利益衡量并不应只是聚焦于某一方的股东利益，而应是一个基于公司和股东整体的全局性评判，公司和多数股东的某些决策和行为可能具有某种基于公司和股东整体利益的内在原因，法院在进行司法解散的裁量时应当对这些内在原因给予应有的关注。如果单纯地着眼于某一方股东的利益尤其是偏倚于原告股东的利益考量，那反而可能会对公司以及多数股东、其他股东造成另一种形式的“压迫”。〔54〕

四、股东利益受损要件的分流功能

当公司继续存续会使股东利益受损被视为一个实质性要件，且股东利益受损的考量对象针对公司和股东的整体利益时，就意味着，并非所有产生股东人合性障碍的公司都可以得到司法解散的救济。如果公司存在股东人合性障碍，但不存在公司和股东整体利益受损的情况，此时同样应当对原告股东予以救济，只不过不是公司解散的救济，而是通过股权强制收购等替代性救济途径对股东间的人合性矛盾予以疏解。具言之，当股东人合性障碍和公司、股东整体利益受损的情形并存之时，则具有公司解散的正当性；当仅有股东人合性障碍、不存在公司和股东整体利益受损的情形时，则不具有判决解散公司的正当性，但对于股东间的人合性矛盾应当采用替代性救济机制予以解决。由此，股东利益受损这一要件就承担起了在公司解散和替代救济机制之间进行分流的制度角色。

（一）公司解散和替代救济之间的分流

分流思路的宗旨是，在股东之间存在人合性障碍但不存在公司和股东整体利益受损的情况下，给予原告股东以替代救济方式；在股东之间存在人合性障碍并且存在公司和股东整体利益受损的情况下，才具备公司解散的正当性。公司司法解散的首要考量要件应当是公司股东是否存在人合性障碍。如图1所示，如果股东间的人合性基础丧失，并导致出现公司组织管理上的障碍，那么就具备了利用强制股权收购等替代救济措施对原告股东进行救济的条件基础。替代救济措施的目的在于为少数股东提供一条退出渠道，当公司股东出现人合性障碍，股东间的信任已经被打破，为少数股东提供救济的大门自然应当敞开。不过，仅仅存在人合性障碍，并不足以导致公司被司法解散。司法解散涉及公司的整体利益，还涉及产生人合性矛盾以外其他股东的利益，同时与雇员的利益甚至社区的利益等多方利益也有关联，所以公司解散不仅仅只涉及少数股东的利益。在出现股东人合性障碍的情况下，为少数股东提供替代救济措施具有必要性与正当性，但就公司解散而言却未必具有充分的理由。总之，股东人合性障碍并不是公司司法解散的决定性要件，其仅仅是一个需要首先作出判断的裁量要件，涉案公司是否应当解散，还有赖于公司和股东整体利益是否受损这一要件的判断和衡量。

公司继续存续会使股东利益受损的判断所承担的是必要性衡量的角色，是控制是否有必要司法解散的一个关键节点，只有公司和股东的整体利益受损之时，才具有解散公司的必要性。那么

〔54〕 就如爱荷华州最高法院所述：“然而，我们警告，法院在判决给予救济时必须谨慎，以避免给少数股东一个对多数股东具有压迫性的立足点。” Baur v. Baur Farms, Inc., 832 N. W. 2d 663, 678 (2013).

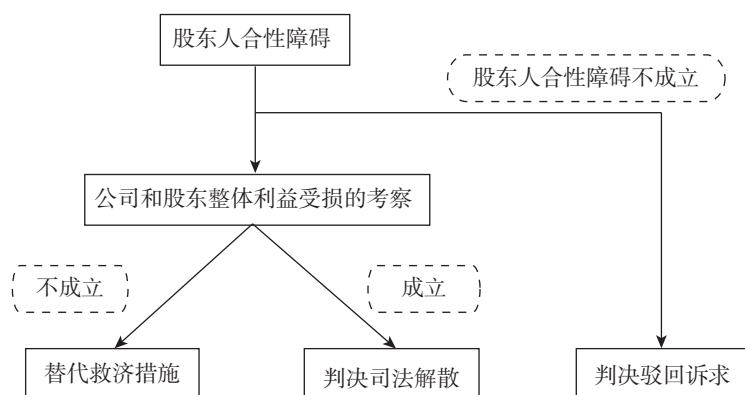


图1 股东利益受损要件的分流示意图

由此产生的一个关键问题是，公司和股东整体利益受损的判断标准如何设定。对此，本文认为应当分情况进行考虑。

对于停产停业歇业的公司而言，公司的经营运行处于停滞瘫痪状态，此时很难说公司和股东的整体利益不会因这种经营运行的停滞瘫痪状态而受到重大损失，所以对于停产停业歇业的公司而言，公司和股东整体利益受损的判断标准可以运用公司处于停滞的经营运行状况予以认定。

对于公司经营运行秩序尚属正常的公司而言，则必然不能通过正常的经营状态去说明公司和股东的整体利益不会受损，更不应因此而认为此类公司不应被解散。此类公司股东之间发生矛盾、产生分歧的直接原因往往在于执掌公司经营管理职权的多数股东所实施的不当行为，正是由于一方股东滥用其经营管理的职权地位并不当地利用股东权利，在公司治理中采取各种利于自己而有损公司的不当行为（例如利用财务管理权限私自转移、侵占、挪用公司财产或者进行不明原因的款项支付，利用公司决策权不当浪费、挥霍公司财产或者进行各种有害于公司利益的关联交易等）才会招致原告股东的不满和愤懑，以至于轻则导致股东之间的分歧加剧、矛盾丛生，重则导致股东之间争夺公司控制权、诉讼不断，最终形成持续两年甚至多年无法召开股东会、无法形成股东会决议、无法召开董事会、无法形成董事会决议等公司僵局局面。^{〔55〕} 上述不当行为所损害的一定是公司和股东整体性的利益。从利益损害范围来讲，这些不当行为是将个人利益凌驾于公司利益之上的典型表现，其所影响到的不仅是原告股东的利益，还有其他股东以及公司的利益，是一种整体性利益的受损。从利益影响程度来讲，这些不当行为的严重性与公司解散救济手段的严厉性相匹配。虽然上述不当行为通常可以通过董事、高管违反忠实义务这一救济途径使原告股东获得救济，但这些救济成果可能归属于公司而非股东本人，更为重要的是，以违反忠实义务为诉由的救济方案并非“一劳永逸”，在诉讼之后甚至是胜诉之后，不当行为依然有可能再次

• 59 •

〔55〕 例如，在“陕西亿拓新能源开发有限责任公司案”中，诉讼第三人股东雷伟、杜薇占据公司71%的股权，该两股东曾存在侵占公司及其子公司资金的行为，并被另案判决返还财产。该两股东在公司经营管理过程中的矛盾引发了原告股东的不满，并在双方之间引发了多起诉讼，最终原告向法院起诉解散公司。再如，在“临夏永隆建筑安装工程有限责任公司案”中，现任公司董事长曾利用职务之便向登记机关出具虚假出资材料，致使临夏州三建第三分公司没有记载到公司股东名册，并存在未经董事会表决任命其亲友担任重要职位、对公司资金任意挥霍、侵占挪用公司资产等行为，导致其他股东不满，最终引发控制权争夺的激烈冲突行为。分别参见陕西省高级人民法院（2016）陕民终271号民事判决书、甘肃省高级人民法院（2017）甘民终546号民事判决书。

发生，公司和股东的整体利益将可能再次陷入全面、整体损害的风险之中，所以公司司法解散才是解决此种情形的终极性手段。当掌控公司经营管理职权的股东存在不当行为之时，便足以说明公司和股东的整体利益将会受到重大损失。

需要说明的是，可能会有观点认为此时的不当行为标准与公司和股东整体利益的衡量视角相矛盾，因为这些不当行为通常是利于实施这些行为的股东，而有损于其他股东的利益，所以最终可能会因实施不当行为的股东利益未受损害且反而是获益的，从而无法满足公司和股东整体利益受损这一要件。其实不然，本文所主张的是公司和股东的整体性利益，而不是考量所有股东的所有利益，所以股东利益受损不能理解为所有股东利益均受损。此利益考量的核心要旨在于既不单纯一味地考量原告股东一方的利益诉求，同时也绝不服从于掌控公司经营管理职权的股东一方的利益，而是以公司和股东的整体性利益为唯一目标。如果公司继续存续会使公司和股东整体利益受到损害，那么就具有解散公司的必要性，而掌控公司经营管理职权股东的不当行为一定是损害公司和股东整体利益的，并且是最严重的一种极端性的损害公司和股东整体利益的行为，所以在此情形下必然具有解散公司的必要性。

以不当行为作为判断标准，从美国的司法经验中依然可以得到支持。在美国特拉华州法院看来，法院只有在如下情形才会命令解散一家具有偿债能力的公司：“有证据证明公司高管人员严重的不当管理行为、积极不当行为、违反信义义务，或者证明公司存在面临无法挽回的紧迫的重大损失风险的极端情形。”^[56] 比如，在 Carlson 一案中，哈利南（Hallinan）作为被告公司占比 65% 的多数股东和董事长，曾多次向三家自己设立的关联公司不当支付管理费，并多次擅自增加自己薪酬。后原告股东卡尔森（Carlson）因被免除总裁职务、被拒绝查阅公司账簿而向法院起诉请求强制解散公司。特拉华州法院认为，哈利南一再违反信义义务，不断地以公司和原告的利益为代价使自己不当得利，如果不指定接管人去结束和清算被告公司的业务，他将继续违反其所承担的信义义务，从而进一步损害公司和原告的利益。^[57] 而另一则判决结果相反的判例则刚好凸显出此判断标准的适用。在 Shawe 案中，特拉华州法院认定：“本案的证据并没有显示出沙威（Shawe）是在进行自我交易或是以牺牲公司利益为代价获取私利。许多所谓的不当行为 [例如，拦截埃尔汀（Elting）的邮件、复制她的硬盘、阅读她享有特权的邮件、提交针对她的警方报告等] 都只是针对原告股东埃尔汀个人的行为。这些行为表明了公司管理层的功能性障碍……但这些不当行为并未达到违反信义义务导致公司及其股东们利益损害，从而需要通过解散公司来实施救济的严重程度。”^[58]

（二）分流机制下替代救济机制的制度配套

欲求股东利益受损要件分流功能的充分发挥，司法解散的替代救济机制具有非常重要的应用价值。替代救济机制的适用情形主要是公司股东出现人合性障碍，但又没有达到公司和股东整体利益受损的程度，从而通过替代救济机制来解决股东的退出问题，或者说通过替代救济机制来化解股东之间的矛盾，使公司组织管理的运行逐渐趋于正常。公司司法解散替代救济机制的实现形

[56] Carlson v. Hallinan, 925 A.2d 506, 543 (2006).

[57] See Carlson v. Hallinan, 925 A.2d 506, 543 (2006).

[58] In re Shawe & Elting LLC, No. CV 10449-CB, 2015 WL 4874733, at *34 (2015).

式不应限于撮合当事人调解和协商的机制,应当进一步采用在原告股东的诉请下由法院直接判决强制股权收购等替代救济措施。在股东之间的矛盾已经发展到起诉至法院请求公司解散的程度之时,股东之间的矛盾程度往往导致公司其他股东不愿转让、受让股权或者股东之间无法达成一致的股权转让价格,协商、调解这种所谓的公司司法解散替代救济机制最终可能沦为法院“诉前协商未果,诉中调解失败”的格式化说理流程。强制性的股权收购制度可以通过法院的权威基于公平合理的市场价格给予股东退出的权利。^[59]除强制股权收购以外,法院还可以采用如下替代救济机制对股东矛盾予以化解,使公司组织管理的运行逐渐趋于正常:任命公司运营的临时接管人(法院任命接管人对公司的业务运营进行接管,并要求其以公司和股东的整体利益为原则进行公司事务的执行,直到公司股东间的矛盾化解)、任命公司事务运营的报告人(任命一个“特殊代理人”定期对公司的运行情况向法院进行报告,从而保护少数股东的利益)、设置一个“冷静期间”(法院指定一个解散公司的特定期限,在该特定期限内如果股东依然不能解决其内部矛盾,就由法院判决解散公司),^[60]以及采用公司整体竞价出售的救济方式。^[61]当然,上述公司司法解散替代救济机制有赖于公司司法解散制度的修正和完善,公司司法解散制度的实践运行一定是公司解散和替代救济机制相互辅助、相互协调的运行体系。应当说,公司解散和替代救济机制是公司司法解散制度中相互补给的有机组成部分,并非任何程度的股东矛盾、任何形式的公司僵局都应当直接招致公司解散的命运,而是应当通过一个较为完善的司法解散替代救济机制来进行一个类似于分流性质的工作,将足以严重、有其必要、将会损害公司和股东整体利益的情形归由公司解散这个途径进行救济,将不存在损害公司和股东整体利益、仅有股东矛盾以及公司组织管理障碍的情形交由替代救济机制来处理,这才是一个完整的公司司法解散制度。

• 61 •

五、结 语

虽然公司司法解散可能并不会真正地导致公司清算和注销,但如前文所论述到的,公司司法解散的确有可能不会真正结束公司命运,但它一定是一个利益再分配的机制。司法解散的判决结果一定是事后协商谈判的重要砝码,请求退出公司的股东基于胜诉判决所赋予的优势在协商谈判中一定会给公司和其他股东形成压力。最为典型的情况就是,请求退出的股东自身带有某些过错,而把持公司经营管理职权股东的的经营管理和决策行为均具有其基于公司和股东整体利益最大化的正当理由,此时如果公司被判决解散,则持有胜诉判决的原告股东会在一定程度上对公司和其他股东形成不公平的谈判优势和威胁。因此,从这个层面来讲,公司司法解散的裁判结果对于公司和股东的利益影响依然甚巨。既然公司司法解散制度的本质初衷就是为了给予股东退出公司

[59] 参见李凌霄:《公司司法解散制度的功能主义比较与立法完善》,载彭冰主编:《金融法苑》第106辑,中国金融出版社2022年版,第129-130页。

[60] See Baker v. Commercial Body Builders, Inc., 264 Or. 614, 632-633 (1973).

[61] 将公司进行整体出售不是解决公司僵局和股东矛盾的良好解决机制,应当将其作为最后一个救济措施予以适用,而应优先适用股权转让、任命托管人等措施。See Peter B. Ladig, Death by Auction: Can We Do Better?, 73 Business Lawyer 53, 53 (2018); Sarah M. Samaha, Shawe v. Elting: The Imperfect Sale of Transperfect Global, Inc., 77 Maryland Law Review 900, 926 (2018).

的权利和路径，那么，与其放宽公司司法解散的条件，还不如放宽利用强制股权收购等替代救济措施予以救济的条件，让法院在适当的时候、用适当的救济方式和适当的价格去判决原告股东所能获得的救济，从而避免潜在的利用解散判决进行“敲竹杠”的行为。本文在此基础上进一步认为，一旦法院认定公司股东出现人合性障碍，那么就具备了运用替代救济措施予以救济的条件，而只有在满足了这一条件的同时还存在公司和股东整体利益受损之时，才具有司法解散公司的正当性。

Abstract: Although the serious difficulties in the corporate operation and management are the primary condition for the judicial dissolution of corporation, the continued existence of the company will damage the interests of shareholders should also be the substantive element to focus on. The loss of shareholders' interests bears the system function of necessity measurement in the judicial dissolution of corporation. Whether the judicial dissolution of the corporation conforms to the overall interests of corporation and shareholders is the key judgment of whether the corporation has the necessity of dissolution. Therefore, the loss of shareholders' interests should not be regarded as the natural logical consequence of serious difficulties in the corporate operation and management. The judgment of the loss of shareholders' interests can form a diversion between the dissolution of corporation and the alternative relief measures; when there is an obstacle to shareholders' cooperation, and the overall interests of the corporation and shareholders will be damaged as a result, the dissolution of the corporation is legitimate and necessary; when there is only an obstacle to shareholders' cooperation, and there is no situation where the interests of the corporation and shareholders as a whole are damaged, the obstacle to shareholders' cooperation can be resolved through alternative relief measures, without resorting to the relief of corporate dissolution.

Key Words: judicial dissolution, loss of shareholders' interests, the overall interests of corporation and shareholders, difficulties in operation and management of corporation

(责任编辑：周 游 赵建蕊)

董事会中心主义神话破灭后的董事会角色定位： 兼评《公司法（修订草案二审稿）》

刘俊海*

内容提要：董事会角色定位是《公司法》修改的重中之重。建议超越股东会中心主义、董事会中心主义与总经理中心主义之争，重构基于股东中心主义价值观的董事会制度，确认董事会是公司业务执行机构，并对股东会负责。董事会或总经理的中心主义均有悖信托关系与代理关系的基本逻辑。董事会职权不源于天授神赐或立法者恩典，而是源于股东委托授权。董事会（经理人）中心主义仅是美国大公司经历的三大治理模式之一。畸形的两权分离模式与董事会中心主义模式并非全球公司的标配模式。在不剥夺或减损股东会固有法定职权的前提下，章程可视公司具体情况适度扩充或缩减董事会职权。董事会职权的法律规定是任意性规范。章程与股东协议可限制董事会职权的范围与行使方式，股东会有权推翻董事会的不当决策，但不能对抗善意相对人。股东会特别决议可要求董事会实施或不实施特定行为，但这不导致董事会在特别决议作出前已实施的行为无效，也不得对抗善意相对人。限制董事会的章程、股东会决议只要在公司登记机构登记、备案或公示，即可自动对抗任何相对人。

关键词：董事会中心主义 股东中心主义 执行机构 最高权力机构 股东会

• 63 •

一、引言

董事会是现代公司治理之重器，是最活跃的公司机关，是承上启下的公司业务执行中心。作为全体股东受托人，董事会负责公司经营管理事务。早在英国与荷兰的东印度公司分别于 1602 年与

* 刘俊海，中国人民大学法学院教授。

本文为全国人大常委会法工委 2019 年度重点课题“公司法修改研究”（2019K20205）、全国工商联 2022 年重点课题“法治民企研究”（2022K20125）的阶段性研究成果。

1604年诞生之时,董事会就应运而生。后者公司章程(octroi)规定的董事会竟有60人之众,分别代表作为股东的阿姆斯特丹与鹿特丹等地的商会。据考证,1615年英国东印度公司董事会每天都聚集一堂,商讨公司发展大计。董事会文化基因可追溯至欧洲中世纪的代议制机构(如议会、城镇理事会、同业公会与教堂理事会)。^{〔1〕}由于董事会的结构与功能关乎公司核心竞争力,董事会制度在全球范围内一直处于变动不居的试错与改革之中,并成为公司法领域长盛不衰的热议话题。

改革开放以后,随着市场经济与公司制度在我国的复苏成长,董事会先后成为外资公司、民营公司与国有公司的法定治理机构。现已废止的三资企业法(含《中华人民共和国中外合资经营企业法》及其实施条例)虽未提及股东会,但对董事会情有独钟,并擢其为公司“最高权力机构”。从总体来看,我国董事会制度从无到有,从弱到强,日臻成熟,对提升公司治理水平与核心竞争力贡献匪浅,堪称我国公司法现代化的晴雨表。

董事会在实践中也存在失灵或异化现象。其一,董事会因法律角色定位不清,存在越权和滥权现象。有些内资公司董事会以最高权力机构自居,不对股东会负责,也不执行股东会决议。有些董事会决议超越或滥用权限,导致公司遭受无妄之灾。其二,董事会职权规定的规范属性不明,致使剥夺、限制或扩张董事会职权的章程条款效力存疑。其三,现行《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)第37条与第46条分别列举股东会与董事会职权的立法技术遗留了权力真空,致使权斗不断。其四,董事会存在有名无实的潜规则。有些董事会被控制股东或实际控制人操纵,沦为霸凌中小股东、侵害债权人与利益相关者权益的工具;有些董事会被内部控制人架空,很难真正发挥独立的实质性决策、指导与监督功能。其五,董事会民主决策程序被虚化,民主制衡机制陷入空转。有些法定代表人、董事长自诩为“一把手”,将个人权威凌驾于董事会民主治理规则之上。一些法定代表人擅越《公司法》与章程确定的董事会决策权限,随意以公司名义签署对外担保与投资合同。其六,有些董事会缺乏法律定力,并未成为公司治理压舱石,反而沦为控制权争夺的桥头堡。“双头”董事会现象并不罕见。其七,有些董事会以对公司利益相关者承担社会责任为名,规避股东主权约束,出现了既不对股东负责、也不对利益相关者负责的双重道德风险。其八,外资公司修改章程时需遵循的董事会全员一致决规则,导致不少外资公司无法修改章程以对标《公司法》治理规则。董事会的失灵或异化现象源于权力资源的绝对稀缺、利益争夺的丛林法则、法理认识的严重分歧、制度设计的碎片化与实践层面的潜规则。

董事会在公司治理体系中举足轻重,自然会成为《公司法》修改的重中之重。十三届全国人大常委会第32次会议2021年12月一读审议的《中华人民共和国公司法(修订草案)》(以下简称《一审稿》)、第38次会议2022年12月二读审议的《中华人民共和国公司法(修订草案二次审议稿)》(以下简称《二审稿》)总结了董事会经验教训,听取了利益相关者诉求,增设了审计委员会制度,充实了董事会议事规则,细化了瑕疵董事会决议救济制度,强化了董事责任,兼顾了普通公司(有限公司与股份公司)、上市公司、国有独资公司与中小微企业的差异化规则需求。但距离董事会制度现代化目标仍有差距,对公司自治与股东主权的理解并不深刻,单一化董

〔1〕 See Franklin A. Gevurtz, *The Historical and Political Origins of the Corporate Board of Directors*, 33 (1) Hofstra Law Review 89, 127-166 (2004).

事会权力配置规则与多元化公司治理需求之间的矛盾仍在，可诉性缺憾犹存。为增强董事会制度竞争力，扭转董事会结构貌似健全但治理能力薄弱的“外强中干”现象，必须推进董事会角色定位的系统化、科学化、精准化、可诉化、可裁化与可操作化。

二、董事会作为公司业务执行机构的基本定位

（一）公司业务执行机构的法理证成

公司是法律拟制的营利法人（商法人），而非商个人。自然人具有大脑与眼耳手足等器官，公司运转也离不开机关（治理机构）。董事会系由全体股东选任的受托人组成的、按照法律与章程就公司经营管理一般事项作出意思决定并付诸实施的常设性合议制公司业务执行机构。董事会在公司治理架构中承上启下，位于股东会与经理层的中间层。

由于董事会是合议制集体决策机构，董事会履职时通常以会议方式为之。各国公司法原则禁止董事会成员个人单独履职，要求董事以合议体形式履职。这彰显了董事们作为受托人的审慎勤勉、深思熟虑、相互制衡，以及对股东中心主义的信仰与敬畏。1879年的美国某判例就曾指出，董事缺乏作为独立个体单独履职的权限，仅有以会议形式集体履职的权限。^{〔2〕}《模范商事公司法》第8.21条允许董事会不召开会议履职的例外情形之一是全体董事一致作出书面同意的意思表示，第8.25条也允许董事在专门委员会履职。

《中华人民共和国民法典》（以下简称《民法典》）确定了董事会作为公司执行机构的定位。第80条要求营利法人设权力机构，第81条要求营利法人设执行机构，第82条虑及公司监督模式的多元性（如双层制、单层制或混合制）而使用了不同措辞，明确了监事会或监事等监督机构的监督职权。现行《公司法》第46条开宗明义地要求董事会对股东会负责，第2项要求其执行股东会决议。细品整个条款，董事会法定职权基本上围绕作为股东会执行机构的角色定位而展开。秉承《民法典》设计理念，《一审稿》第62条强调“董事会是公司的执行机构”。未料《二审稿》第67条将其删除。立法态度摇摆的主因是，董事会亦有决策权与监督权，并非纯粹执行机构。其实，决策权与监督权都不能动摇董事会作为执行机构的基本法律定位，理由有四：

其一，公司决策权具有层级性。股东会系最高意思决定机关（权力机构），负责公司重大决策与宏观决策。股东会虽就公司重大事项作出决策，但不必亲力亲为地将其付诸实施。股东会有权通过章程与股东会决议有效指导、协助与监督董事会。股东会最高决策权有助于维护股东的终极控制权与剩余索取权，促进公司可持续发展。隶属于董事会的管理层是公司日常性经营管理事务的微观决策者。董事会为业务执行机关，是介于宏观与微观之间的中观决策者，除非获得章程或股东会特别授权，不得觊觎或问鼎股东会专属决策权。

其二，公司的执行权、决策权与监督权水乳交融。公司经营管理诸环节几乎都涉及决策权。决策权不唯权力机构独享。决策权与权力机构、执行权与执行机构、监督权与监督机构之间总体上一一对应，但不能作简单机械解释。执行机构享有履职所必需的决策权，与股东会最高决策权

〔2〕 See Baldwin v. Canfield, 1 N. W. 261, 270 (Minn. 1879).

相比,仍属于执行权的范畴。董事会对其成员的自我监督权以及对转受托人(管理层)的监督权亦属执行权范畴。管理层享有微观经营事务决策权及对员工的监督权,亦派生于董事会的执行权。权力机构有权监督业务执行,也可在执行机构不存在或失灵时直接行使执行权。

其三,董事会角色立体多元。董事会在股东会面前是执行机构,在管理层面前是决策机构、监督机构与战略指导机构,在监事会面前是被监督者(在不设监事会的情况下,独立董事与审计委员会监督内部董事),在管理层面前是监督者。不能仅因管理层执行董事会决议而否定董事会作为业务执行机构的基本定位,也不能因董事会的业务执行机构属性而否定其对公司中观事项的决策权及其对管理层的监督权。股东会与董事会的双边关系宛如大脑与手足。董事会执行公司业务既是权力,更是面向公司及其全体股东的受托职责。

其四,董事会仅是公司善治体系的关键一环,但非独揽公司重权的万能权力机构。在理想且理性的公司治理平台中,权力机构、执行机构、法定代表人与监督机构各行其道,各尽其责,有机衔接,无缝对接,共同组成科学严密、民主高效的治理体系。股东会是公司最高意思决定机构。董事会享有对股东会宏观决策的执行权与中观层面的公司业务决策权。法定代表人负责对外代表公司。监事会负责监督董事会业务执行的合法性与妥当性。

综上,《民法典》确立的董事会执行机构地位应在新《公司法》中得到体现。在公司治理体系的上下左右互动关系中,董事会的主要角色是执行机构,而非权力机构。被废止的《中华人民共和国中外合资经营企业法实施条例》第30条确认合营企业董事会为最高权力机构的规定也随着三资企业法的废止而退出历史舞台,绝非偶然。建议恢复与完善《一审稿》第62条的表述,将董事会确定为受托开展公司经营管理活动的业务执行机构。

(二) 股东中心主义对董事会权力配置规则的价值引领

股东会中心主义与董事会中心主义之争是公司治理制度变革的焦点问题之一。^{〔3〕}建议超越股东会中心主义、董事会中心主义与总经理中心主义之争,构建基于股东中心主义价值观的董事会制度。股东中心主义包括股东主权、股东平等、股东民主、股东诚信、关怀弱者与多赢共享等内涵。^{〔4〕}股东中心主义源于自由、平等、民主、诚信的核心价值观,董事监事高管(以下简称“董监高”)背信懈怠的惨痛教训,股东与董监高在理性权衡利弊得失与成本效益之后的平等博弈。股东中心主义平等惠及全体股东,促进公司可持续发展,贯穿于公司治理全过程,是公司治理体系的定海神针,容易获得国有股东、民营企业与投资者群体的普遍共鸣。

而董事会或总经理中心主义均有悖信托关系与代理关系的基本逻辑,蕴含反仆为主、反宾为主道德困境。董事会中心主义缺乏股东中心主义蕴含的产权保护与民主价值,也欠缺总经理中心主义蕴含的效率价值。“董事会决策比股东会更高效、比总经理更民主”的观点并无实证数据支撑。在内部人控制董事会的情况下,董事会中心主义容易异化为总经理或内部人中心主义的翻版。董事会职权既非天授神赐,也非立法者恩典,而是股东们委托授权的结果。没有股东主权与终极控制权,董事会职权将沦为无本之木。股东中心主义价值观孕育了股东会中心主义模式,但

〔3〕 参见赵旭东:《股东会中心主义抑或董事会中心主义?——公司治理模式的界定、评判与选择》,载《法学评论》2021年第3期。

〔4〕 参见刘俊海:《股东中心主义的再认识》,载《政法论坛》2021年第5期。

又超越了股东会中心主义。股东与董事争论孰为公司最高权力中心，如同业主与保姆辩论谁决定物业的占有、使用、处分与收益一样不言自明。可见，董事会中心主义理据不足，不宜成为新《公司法》的选项。

将股东会中心主义设置为公司治理的默认规则，有助于继承和发展股东会中心主义传统，确认与维护股东作为公司剩余索取权人与最终控制权人的主权及其主人与主体地位，抵制董事会或管理层中心主义等内部控制人理论的诱惑与干扰，缩短委托代理链条，压缩代理人滥权和弄权空间，确保代理权始终处于充分、必要、有限、透明、可控的状态。建议立法者夯实股东会权力机构地位，充实股东会法定职权，使之包含但不限于决定公司的商业模式、发展战略、经营理念、长期发展规划与近期工作计划（含投融资计划），审议批准公司财务会计报告与审计报告，选择审计机构，直接任免总经理等高管。公司的年度财务预决算方案仍有存在价值，有利于约束董监高代理人的资产浪费冲动。

股东会中心主义并不排斥董事会和经理的经营管理权，更不意味着董事会与经理的碌碌无为。相反，股东会为权力中心、最高决策中心、宏观决策中心，董事会为业务执行中心、中观决策中心，经理为运营操作中心与微观决策中心。因此，股东会、董事会与经理都是“中心”，且并行不悖，缺一不可，和而不同。但股东会是唯一、排他的公司最高权力中心。

（三）美国上市公司董事会中心主义的式微与股东中心主义的崛起

《一审稿》《二审稿》围绕董事会的执行机构定位、董事会对股东会负责的两大定理的摇摆不定与董事会中心主义神话的幻想有关。董事会中心主义常被误解为天经地义的金科玉律。鉴于美国被誉为董事会中心主义的摇篮，有必要追本溯源。既要关注应然的立法条文与理性的学说争鸣，更要关注实然的公司治理实践。为避免制度移植中的东施效颦，有必要回顾与反思美国大公司经历的债权人中心主义、董事会中心主义与股东中心主义的沉浮枯荣。

美国大公司，尤其是上市公司，经历的初始治理模式是银行债权人中心主义模式。该模式始于美国南北战争结束，终于1933年出台《格拉斯—斯蒂格尔法》之时。这期间，大公司融资主要以商业银行的间接融资为主。美国国会1933年出台了《格拉斯—斯蒂格尔法》，强制金融业与商业相互分离。以金融资本为中心的公司治理模式遂寿终正寝。^{〔5〕}

以1933年《格拉斯—斯蒂格尔法》为标志，美国上市公司治理模式切换为经理人中心主义，一直延至20世纪80年代。伯尔和米恩斯1932年合著的《现代公司与私人财产》一书率先剖析了上市公司股权高度分散而导致的经理人事上掌握控制权而引发的公司治理问题，即“所有权和控制权分离”（the separation of ownership from control，以下简称“两权分离”）。^{〔6〕}他们意识到两权分离的公司治理隐患，即“所有权与控制权相互分离也创造了所有权人股东与经营者利益相互分离的条件，原先存在的限制权力行使的制衡措施已荡然无存”^{〔7〕}。因此，两权分离是公众股东处于“乌合之众”状态时必然伴生的股东与股东会缺位的不正常、非常态、非理性现象。

〔5〕 See Mark J. Roe, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 Columbia Law Review 10, 31-53 (1991).

〔6〕 See Adolf A. Berle, Jr. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, 1932, pp. 1-396.

〔7〕 前引〔6〕，Adolf A. Berle, Jr., Gardiner C. Means书，第6页。

经理人中心主义模式有时被称为董事会中心主义。但在内部董事控制多数董事席位、外部独立董事虽占多数席位但实际受内部董事操控时,董事会中心主义实乃经理人中心主义。董事会中心主义异化为经理人中心主义的乱象并非没有缘由。该模式的偶然出现主要归因于债权人与公众股东等利益相关者在公司治理体系中的缺位导致的权力真空状态。在大银行退出公司治理舞台后,一盘散沙的公众股东也长期无法回归公司治理舞台。由于股东直接民主的成本居高不下,上市公司出现了管理层遴选董事、而非董事会任命高管的本末倒置怪象。恰因股东无法任免和监督董事高管,管理层逐渐成为断线风筝。

美国上市公司自20世纪80年代开始迎来股东中心主义的荣耀回归。随着公司集团化运动的中道夭折,机构投资者(如共同基金与对冲基金)群体的崛起壮大与持股比例的稳步增长,股权结构集中度的逐渐提升,机构股东在公司治理舞台上积极行权运动的持续勃兴,公众股东代言人独董的鱼贯而出,敌意收购活动的风起云涌,“门口野蛮人”的层出不穷,美国上市公司治理模式逐渐从经理人中心主义悄然转变为股东中心主义。美国三大指数基金(BlackRock、Vanguard与SSGA)受托管理的S&P 500指数公司的持股比例自20世纪90年代以来稳步增长,在2003年增至9.4%,在2019年已达19.8%。该比例有望在2028年跃至27.6%,在2038年可达33.5%。^[8] 白布查克(Bebchuk)等人力主股东中心主义,并强烈批评董事会中心主义。^[9] 有学者力主股东主动发起章程修改行动。^[10]

不过,美国股东中心主义治理模式的回归并未借助暴风骤雨的立法突变,而是通过春风化雨、润物无声的市场渐进创新自然发生。因此,很多美国学者并未察觉到悄然而至的股东中心主义革命。^[11] 我国学界对此也未予充分关注,有人甚至将上市公司两权分离的公司治理问题误读为破解我国公司治理难题的灵丹妙药。殊不知,董事会中心主义是两权分离的产物,而两权分离主要源于股权结构的高度分散化、公众股东的一盘散沙与制度设计碎片化。股权结构的集中化必然带来两权合一、股东中心主义的强势回归与董事会(经理人)中心主义的逐渐式微。既然董事会(经理人)中心主义并非亘古不变的理想公司治理模式,那么我们就不能将其误解为全球公司治理的最优标配模式,更不宜将其设定为我国的法定化、常态化、强制化、单一化公司治理规则。

(四) 我国台湾地区公司董事会的执行机构定位

海峡两岸公司制度同根同源,都传承了受人之托、忠人之事、忠诚信实的传统文化,董事会的角色定位如出一辙。台湾地区“公司法”第193条明确了股东会决议对董事会的拘束力:“董事会执行业务,应依照法令章程及股东会之决议;董事会之决议,违反前项规定,致公司受损害时,参与决议之董事,对于公司负赔偿之责。”第1款从正面倡导董事会严格遵循章程或股东会

[8] See Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *The Specter of the Giant Three*, 99 Boston University Law Review 721 (2019).

[9] See Lucian A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 (3) Harvard Law Review 833, 833-914 (2005).

[10] See William W. Bratton & Joseph A. McCahery, *Regulatory Competition, Regulatory Capture, and Corporate Self-Regulation*, 73 North Carolina Law Review 1861, 1925-1947 (1995).

[11] See Edward B. Rock, *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality*, 161 University of Pennsylvania Law Review 1907, 1907 (2013).

决议，第2款从反面强调董事违抗股东意志而作出损害公司利益决议时的责任追究。董事会执行业务必须唯章程与股东会决议马首是瞻。第202条重申董事会的执行机构地位：“公司业务之执行，除本法或章程规定应由股东会决议之事项外，均应由董事会决议行之。”

台湾地区学界对股东会权限存在概括规定说和缩小说，前者为通说。理由是“股东会即是由全体股东所组织而为公司内部决定意思之最高机关”^{〔12〕}，“形成公司之意思决定之股份有限公司之最高必要机关”^{〔13〕}。台湾地区1966年修改“公司法”时，“经济部”所拟该法第183条的修正草案曾增设“股东会得为决议事之事项，以本法或章程所规定者为限”。但“立法院”将其删除，理由是“股东会为最高权力机关，无限制必要”^{〔14〕}。可见，作为受托人的董事会的业务执行权与作为委托人的股东会的最高决策权无法平起平坐，不可同日而语。

三、精准界定董事会职权的立法表达技术

（一）美国公司董事会职权的立法演变

2016年版《模范商事公司法》第8.01（b）条规定：“除非第7.32条授权协议另有约定、并在遵守第2.02（b）条允许的公司设立章程限制性规定的前提下，全部公司权力由董事会行使或在董事会范围内，公司的经营与事务由董事会管理或在董事会的指挥与监督下由他人管理。”

该条款的演变过程较为复杂。1974年之前的《模范商事公司法》第8.01（b）条规定“公司的经营与事务由董事会管理”，意在要求董事会负责公司日常经营管理。但在实践中，公众公司董事会很少直接从事日常经营管理。因此，1974年该条款修改时新增“或在董事会的指挥下由他人管理”的内容，确认了董事会经营管理职权的有限性。^{〔15〕}既然董事会职权有限，那么股东不能对董事会存在不合理期待，董事会也不应当承担不相称的责任。这意味着，董事会有权深度探究，但仅在注意义务要求的限度内担责。基于这一考虑，1974年的修法同步增设了注意义务的立法定义。

21世纪初的安然、世通、施乐等美国公司因治理失灵而破产倒闭的严重事件再次导致股东主义者猛烈挞伐董事会监督失察。2002年，美国国会颁布《萨班斯法》。同年3月，美国律师协会任命公司责任研究小组，其次年提交的研究报告建议《模范商事公司法》明确界定董事会的监督职责。^{〔16〕}为强化董事会监督之责，2005年《模范商事公司法》第8.01（b）条将“或在董事会的指挥下由他人管理”修改为“由董事会管理或在董事会的指挥与监督下由他人管理”，并增加了第8.01（c）以明确董事会的8项监督职责。

2023年版《特拉华州普通公司法》第141（a）条规定的董事会职权与《模范商事公司法》

〔12〕 王泰铨：《公司法新论》（第3版），三民书局2004年版，第403-416页。

〔13〕 王文宇：《公司法论》，元照出版公司2003年版，第294页。

〔14〕 台湾地区“立法院司法委员会”：《“公司法”审查修正草案与“行政院”修正条文及原条文对照表》，载《“立法院”公报》1966年第37会期第13期，第143页。

〔15〕 See The Committee on Corporate Laws of the American Bar Association Section of Business Law, *Report of the Committee on Corporate Laws: Changes in the Model Business Corporation Act*, 30 The Business Lawyer 501, 504-505 (1975).

〔16〕 See American Bar Association, *Report of the American Bar Association Task Force on Corporate Responsibility*, 59 (1) The Business Lawyer 145 (2003).

第 8.01 (b) 条相若, 其规定: “根据本章设立的每家公司的经营与业务均由董事会负责管理或在董事会的指挥下管理, 除非本章或公司章程另有规定。如果公司章程有此规定, 本章授予董事会的权力与职责就由章程规定人员按照章程规定行使。”《纽约商事公司法》第 701 条亦大同小异, 其规定: “除第 620 条第 2 款授权的公司设立证书或第 715 条第 2 款规定外, 公司业务应当在董事会指导下进行管理。”

上述三部法律文本仅将公司股东委托董事负责公司经营管理设置为倡导性规范范畴中的默认模式, 而不禁止公司章程或股东协议另择其他经营管理模式; 其未将公司的全部决策权配置给董事会, 更未将全体股东的全部权利 (包括剩余索取权与终极控制权) 拱手送给董事会。因此, 公司经营管理模式并非单一, 而是具有多元性, 至少表现为三种: 一是董事会直接管理的模式, 二是董事会指挥与监督、管理层管理的模式, 三是公司自主选择的其他模式。

(二) 界定董事会职权的其他立法例

从主要国家和地区的立法例来看, 立法者对董事会职权的界定存在抽象概括与具体列举等两套方法论, 但以概括法为主。美国、英国、德国、法国、荷兰等即其适例。日本貌似采取了列举法, 但从本质上看仍系概括法。

英国 2018 年《私人股份有限公司示范章程》与《公众公司示范章程》第 3 条将董事会的一般权限概括为开展经营管理公司所需行使的公司所有权力, 但第 4 条允许股东会保留制衡董事会, 甚至对其发号施令的终极控制权。

德国区分有限责任公司与股份公司。就前者而言, 《有限责任公司法》第 35 条第 1 款要求公司在法院内外均由董事代表, 第 45 条要求公司章程规定股东与公司经营管理有关的权利, 除非法律另有特别规定。就后者而言, 《股份法》第 76 条第 1 款规定 “董事会自负其责地从事公司经营管理活动”; 第 77 条与第 78 条分别设计了董事会对内管理公司、对外代表公司时的行为规范。相较而言, 有限责任公司规模较小, 股东可以直接行使经营管理权, 而股份公司规模较大, 股东们难以事必躬亲, 只能将公司经营管理权委托董事们代为行使。

法国《商法典》第 225—17 条要求有限公司由 3 人以上组成的董事会负责管理; 第 225—58 条要求公众有限公司由 5 人以上组成的管理团队负责管理, 第 229—7 条要求欧洲公司由 7 人以下组成的执行董事会负责管理; 第 231—7 条规定不问其形式如何, 公司在法院的有效诉讼代表人均均为董事。在实践中, 股份公司董事会负责决定并监督公司战略与重大决策的实施。

荷兰《民法典》第 2: 44 条规定: “在遵守公司章程限制的前提下, 董事会负责公司经营管理。董事会决定签署涉及登记财产的取得、转让与抵押的协议, 或者签署公司担任保证人、连带债务人、保证第三方履约或为他人债务提供担保的协议时, 必须基于章程授权而为。章程既可限制这种权力, 也可就此附设条件。除非章程另有规定, 前述排除、限制和条件也适用于董事会代表公司实施上述法律行为的权限。”

我国台湾地区 “公司法” 第 202 条采取了概括法, 其规定: “公司业务之执行, 除本法或章程规定应由股东会决议之事项外, 均应由董事会决议行之。”既强调董事会职权的核心是业务执行权, 也确认股东会决议权的优位性。

日本《公司法》第 362 条第 2 款列举的董事会 (取締役会) 履行的职权范围更广: 一是业务

执行决定权，二是董事履职监督权，三是代表董事任免权。

无论采取何种立法技术，各法域的董事会权力配置大同小异。其核心职权被界定为公司经营管理权（业务执行权）。不少立法例近年来新增或强化了董事会对其成员或管理层的监督权。

（三）现行《公司法》第46条列举董事会职权清单的启蒙倡导功能

现行《公司法》第46条列举了董事会11项职权：召集股东会会议，并向股东会报告工作；执行股东会决议；决定公司经营计划和投资方案；制订公司年度财务预算方案、决算方案；制订公司利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增减注册资本以及发债方案；制订公司合并、分立、解散或变更公司形式的方案；决定公司内部管理机构设置；决定聘任或解聘经理及其报酬事项，并根据经理提名决定聘任或解聘公司副经理、财务负责人及其报酬事项；制定公司基本管理制度；章程规定的其他职权。

上述权力清单贯穿着股东中心主义基调，将董事会职权一分为四：一是股东会决议的执行权（第2项），二是为股东会运转提供行政事务支持的股东会会议召集权（第1项），三是为股东会决策提供议题与决议草案的提议权（第3项至第7项），四是对公司介于宏观与微观之间的中观经营事项的决定权（第8至第11项）。清单列举法的优点有二：一是一目了然，清晰明确，可操作性强。即使章程不作量体裁衣的个性化设计，对法律规定的董事会职权照单全收，也能确保董事会依法有序履职。二是刚柔相济，动态包容。允许章程补充授权的兜底条款有助于推动章程持续升级改版，确保董事会职权的内涵与外延与时俱进。由于董事会权力清单在实践中认同度较高，绝大多数公司采此标配。但立法者并非先知先觉，其思维再缜密，也难免挂一漏万。因此，董事会权力限定列举的美中不足在于，倘若章程未能及时拾遗补缺，立法漏项与盲区在所难免。

（四）《一审稿》第62条概括董事会剩余权力的制度优势

《一审稿》第62条不再逐条列举董事会职权，改采以静制动的剩余权力概括法，其规定：“有限责任公司设董事会。董事会是公司的执行机构，行使本法和公司章程规定属于股东会职权之外的职权。公司章程对董事会权力的限制不得对抗善意相对人。”这种立法技术优点有四：一是化繁为简、简约实用，二是敬畏股东主权与公司理性自治，三是预防现行《公司法》第37条与第46条因分别列举股东会与董事会职权而遗留的权力真空与解释论冲突，四是为章程动态调整两会决策事项、实现两会同频共振预留了联想空间。

公司资源的控制权是稀缺的，在控制权总量保持恒定的情况下，两会职权分配存在你多我少的零和游戏。若董事会职权多寡取决于股东会职权的变量，股东会职权越多，董事会职权越少；反之亦然。但究竟如何配置两会权限，归根结底取决于股东们的理性选择。因此，《一审稿》第62条的表述方法值得赞赏。

（五）《二审稿》对董事会经营管理权清单列举法的回归

与《一审稿》第62条相比，《二审稿》第67条发生了两个重要变化：一是既未恢复“董事会对股东会负责”的股东主权理念，也删除了“董事会是公司的执行机构”的论断；二是将董事会职权的规定由剩余兜底法回归现行《公司法》第46条的清单列举法，将董事会职权具体拓展为9项：召集股东会会议，并向股东会报告工作；执行股东会的决议；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案；制订公司合并、分

立、解散或者变更公司形式的方案；决定公司内部管理机构的设置；决定聘任或者解聘公司经理及其报酬事项，并根据经理的提名决定聘任或者解聘公司副经理、财务负责人及其报酬事项；制定公司的基本管理制度；章程规定或股东会授予的其他职权。

《二审稿》立法技术向现行法的回归与董事会中心主义神话的影响有一定关联。在赋能董事会的使命感驱使下，立法者可能担心《公司法》与章程赋予股东会决策权过多，为董事会预留剩余决策权过少。其实，倘若公司及其全体股东基于公司文化与公司治理策略而选择强势版股东会与弱势版董事会并无不妥，更不违法。

（六）确定董事会权力的立法技术选择

为鼓励公司理性自治，破解股东会与董事会职权配置的规范属性之争带来的权力冲突与争论，消除两会权力冲突与盲区，预防公司审计报告等事项批准权归属不明的现象，建议恢复《一审稿》立法技术，明确董事会受股东之托而负责公司经营管理的业务执行属性。

即使《二审稿》第67条第2款执意恢复现行《公司法》的列举法，也必须明确规定董事会职权清单本质上是任意性或倡导性规范，而非强制性规范，更非效力性规范，明文允许章程可对此类规定予以变通或修改，允许章程或股东会决议限制董事会职权，要求董事会服从并执行股东会决议。在坚持股东中心主义价值观的基础上，在不剥夺或减损股东会固有法定职权的前提下，章程根据公司具体情况适度扩充或缩减董事会的经营权具有商业合理性。

四、董事会必须对股东会负责的价值判断与立法选择

（一）现行《公司法》要求董事会对股东会负责的立法理念

为弘扬股东中心主义的价值观、避免董事会成员私欲膨胀、追逐私利，现行《公司法》第46条在规定董事会职权之前，开宗明义提出了微言大义、铿锵有力的九字训诫，即“董事会对股东会负责”。这意味着，董事会权力源于股东会全体组成人员的授予，董事会权力的行使必须追求全体股东利益最大化，贯彻股东会意志。作为个体的董事在履职时也必须敬畏股东主权，忠于全体股东，捍卫股东利益，维护股东价值，常怀知遇之恩，常修忠信勤勉之德，常思背信懈怠之害。因此，问责训诫是悬在董事会头顶的达摩克利斯之剑。

问责训诫传承了仁义礼智信、温良恭俭让的传统文化，体现了股东与董事之间的委托代理关系与信托关系的法律逻辑，折射出诚信为本的企业家精神，有助于督促董事会诚实守信、勤勉尽责地创造公司利润与股东价值，预防董事会异化为尾大不掉、反仆为主的背信弃义者，避免董事们堕落为监守自盗、滥权自肥的奸佞之徒。从实践看，凡是董事会对股东会负责的公司，无论民企、国企抑或外企，都具有强大竞争力与较高商誉；凡是董事会不对股东会负责的公司都会因董事高管贪腐横行或慵懶懈怠而元气大伤，甚至被市场淘汰出局。逻辑很简单：董事不忠于股东，也不会忠于公司或利益相关者。问责训诫堪称公司治理的压舱石。

（二）《一审稿》对九字问责训诫的渐行渐远

《一审稿》第62条将现行《公司法》第46条对董事会职权的逐项列举改为抽象概括后，九字问责训诫也不翼而飞。《一审稿》第124条重申第62条普适于股份公司。

该条款惜墨如金，但信息量不小，大有董事会问鼎公司最高权力、确立董事会中心主义之势。首先，就对内关系而言，由于董事会包揽股东会职权之外的其余所有公司职权且无需章程逐一授权，董事会的权力会空前扩张，至少不会小于现行《公司法》第46条列举的权力。其次，就对外关系而言，由于章程对董事会权力的限制不得对抗善意相对人，在董事会权力欲望逐渐膨胀的不臣之心与善意相对人渴望摆脱股东制衡董事会越权交易的自私之心的内外夹击之下，股东们很难甚至无法通过章程管束董事会的越权行为。最后，更危险的是，“董事会对股东会负责”的威慑神器也已淡出公司立法，不可一世的万能董事会呼之欲出。

《一审稿》第62条在删除九字训诫的同时新增“董事会是公司的执行机构”的论断，似可理解为“九字训诫”向“十一字论断”的置换或转换。“董事会是公司的执行机构”与“董事会对股东会负责”貌似异曲同工，实则不然。因为，执行机构是对董事会职权属于执行权、而非决策权或监督权的属性概括，并不蕴含董事与股东之间存在委托代理关系、信托关系或主仆关系的价值判断。从字面看，董事会仅是“公司”（而非股东会）的执行机构，股东似难凭借“执行机构”一词要求董事会对股东会负责。即使股东会向董事会发难，董事会也会堂而皇之地辩称：我们全体董事只对公司及其利益负责，而不对股东及其利益负责，公司利益高于股东利益。要推翻该抗辩，股东们必须煞费周章地从股东中心主义与股东主权的底层逻辑说起，再探讨董事的信托义务、股东利益在公司利益结构中的核心地位与股东营利性在公司营利性价值目标中的中心地位。因此，“董事会是公司的执行机构”与“董事会对股东会负责”并行不悖，均应保留。

• 73 •

（三）《一审稿》与《二审稿》之间的头脑风暴

在《二审稿》形成过程中，立法机关曾于2022年11月13日至14日召开专家座谈会征求意见。会议讨论的二审稿初稿提供了董事会职权重新配置的两个方案。鉴于董事会的公司治理职能包括执行股东会决议、基于股东会授权对特定重大事项作出决策，单层制董事会还会履行监督职责，方案一主张删除董事会是公司执行机构的规定，同时恢复董事会职权列举的规定。方案二主张将“董事会是公司的执行机构”改为“董事会负责经营管理”，维持《一审稿》“行使本法和公司章程规定属于股东会职权之外的职权”的表述。

方案一旨在恢复现行《公司法》项下的法定职权清单。但删除董事会的执行机构定位会冲淡股东中心主义价值观，危及股东会的权力机关地位，并不可采。就方案二而言，公司执行机构与负责经营管理的职能定位并无本质区别，但“经营管理”一词会引发董事会与经理（管理层）之间的权限表述冲突或误解。此外，两个方案都删除了九字问责训诫。

（四）《二审稿》对九字问责训诫与董事会执行机构地位的双重抛弃

《一审稿》第62条删除九字训诫，严重偏离了股东主权的主航道。《二审稿》第67条既删除九字训诫，也删除“董事会是公司的执行机构”的论断，更将董事会职权拓展为9项。此举貌似限缩了董事会职权，实则空前扩张了董事会职权。首先，立法者同步删除《公司法》第46条规定的董事会的第3项职权（决定公司经营计划和投资方案）与第4项职权（制订公司年度财务预算方案、决算方案）及第37条规定的股东会的第1项职权（决定公司的经营方针和投资计划）与第5项职权（审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案）。其次，董事会充分享有章程与

股东会决议授予的其他职权。再次,《二审稿》第59条第2款增加股东会专项特别授权条款,即“股东会可以授权董事会对发行公司债券作出决议”。最后,《二审稿》虽扩张董事会权限,但对章程或股东会决议能否收回或限制董事会职权则语焉不详。笔者认为,公司及其股东基于理性自治而限缩或收回董事会部分或全部职权的做法具有必要性、合理性、正当性与合法性。

《二审稿》第67条初心纯正善良,旨在减轻股东会决策负担,同步扩充董事会职权,加大董事会责任,但削弱了股东的公司重大决策权与监督权。既然董事会职权空前扩张,不再受制于“对股东会负责”的紧箍咒,角色定位也不限于《民法典》设定的执行机构,人们会担心该条款确认的董事会职权会如同潘多拉魔盒或所罗门魔瓶。

(五) 新《公司法》恢复董事会对股东会负责的必要性与紧迫性

在立法者删除问责训诫并否定董事会的执行机构地位之后,裁判者与监管者会面临接踵而至的系列问题:董事会若不对股东会或全体股东负责,究竟对谁负责?是对公司负责,对自己负责,对良知负责,对利益相关者或对全社会负责,抑或对公司未来负责?

上述选项无一经得住推敲。其一,董事会若只对公司负责,无异于将股东利益与公司利益对立起来,最终诱引董事会恶意制造虚假的公司利益幻影对抗股东利益诉求。从法律形式看,董事受雇于公司;从经济实质看,股东群体才是公司的剩余所有权人与终极控制权人。作为受托人的董事会无论公然挑拨公司与股东对立,还是画饼充饥以虚幻公司利益对抗股东利益、以股东长远利益对抗股东近期利益都不道德。其二,董事会若只对自己负责,迟早会监守自盗。其三,董事会若只对良知负责,在董事们缺乏良知时,公司前途与股东价值则危在旦夕。其四,董事会若只对利益相关者或全社会负责,则偏离了公司作为营利法人的初心。价值目标越抽象,约束力越弱。在这种假设下董事们似应弃商投身非营利公益事业。其五,董事会若不对公司当下现实负责,仅对公司未来负责,则缺乏诚信勤勉地为公司及其股东创造财富的起码诚意与道德底线,甚至已经精心筹划贪腐懈怠后逃之夭夭的路线图与时间表。

从法理看,公司可持续健康发展与承担社会责任之间并不冲突,股东核心利益(根本利益与长远利益)与公司其他相关者的福祉具有兼容性,董事会只有对股东会负责才能坚守股东中心主义价值观。从教训看,美国20世纪30年代至80年代期间股权高度分散与不当制度设计导致的董事会中心主义带来了内部人控制乱象。这种路径依赖与历史惯性还催生了21世纪初的安然与世通等上市公司破产与2008年华尔街金融危机。从未来看,脱离股东会控制的董事会势如脱缰野马,违背现代公司民主治理潮流与企业家精神。为优化公司治理生态,促进公司可持续发展,建议新《公司法》恢复并完善问责训诫,规定“董事会对股东会负责,接受股东会监督,执行股东会决议”。

五、关于董事会法定职权条款的规范属性

(一) 现行《公司法》第46条有关董事会职权的规范识别挑战

现行《公司法》第46条逐条列举了董事会11项法定职权。问题是该条规定究竟属于任意性规范、倡导性规范,还是强制性规范?若为强制性规范,究系管理性规范,还是效力性规范?该

条规定的规范属性界定直接关乎公司治理与裁判实践。实务界与学术界对此聚讼纷纭，莫衷一是。基于公司与股东的理性自治原则，笔者主张任意性规范说，补强理由如下：

其一，若依效力性规范说，董事会法定职权只能增，不能减。该条款采取了“10+N”的列举法，囊括了十项法定职权与N项章定职权。由于缺乏但书条款，N只能被解释为正数，而非负数。这种只加不减的规范表述刚性有余、柔性不足，确实符合刚毅决绝、不能变通的强制性规范的风骨。但若董事会权力只能膨胀、不能压缩，显然违背股东与董事间的主仆关系与委托代理关系，违反委托人通过限制代理权监督制衡代理人的基本伦常。

其二，若依效力性规范说，董事会法定职权不得由股东会代行。倘若股东会作出决议聘任公司总经理，显然鸠占鹊巢，侵夺了董事会权限。若在股东会决议时投反对票的异议股东向法院提起股东会决议无效确认之诉，裁判者似乎就要判如所请。殊不知，代理人可从事的行为，被代理人也可实施。

其三，若依效力性规范说，董事会法定职权均不得由监事会或股东染指。为提高股东会决策效率，董事会有权制订分红方案和补亏方案，制订增减注册资本与发债的方案。但监事会也有权依现行《公司法》第53条向股东会会议提出提案；持股3%以上的股份公司股东也有权依第102条第2款在股东会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会。

其四，效力性规范说有悖股东中心主义价值观与公司理性自治精神，脚踏实地守信、勤勉尽职的信托文化与契约精神，不利于保护中小股东权利。若采任意性规范说，以上悖论均迎刃而解。

其五，实际上，《二审稿》第67条第3款中的“公司章程对董事会权力的限制不得对抗善意相对人”蕴涵着两层含义：一是章程可限制董事会权力；二是该限制仅在公司内部有效，不得对抗外部善意相对人。由是观之，现行《公司法》第46条与新《公司法》有关董事会职权的规定皆为任意性规范，至多是倡导性规范。

（二）英美董事会职权规定的缺省性规范属性

美国早期公司法基于上市公司股权的高度分散化、中小股东一盘散沙的无组织化、公司亟待董事会集中经营管理的现实需要，曾将公司法规定的董事会经营管理职权视为神圣不可侵犯的专属权力，倾向于将该等规定视为强制性规定。例如，特拉华州法院在1989年“派拉蒙公司诉时代公司一案”中判决管理层根据州公司立法授权而推进公司合并的决议有效，尽管多数股东明确反对该合并决议。^{〔17〕}美国在19世纪末的某判例曾确认股东会直接任命董事之外高管的决议无效，理由是除非章程另有特别规定，州公司立法将经营权仅授予董事会。^{〔18〕}20世纪初的某判例曾判决股东会以多数决形式作出的出售公司决议无效。^{〔19〕}

但随着20世纪80年代股东中心主义的勃兴、董事会或经理人中心主义的式微，对董事会职权法律规范的缺省性属性的认识也不断深化。例如，对公司法予以契约主义分析的伊斯特布鲁克（Easterbrook）等学者力主任意性规范说，强调“与人为善的赋能型立法允许管理人员与投资者

〔17〕 See Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A.2d 1140, 1154 (Del. 1989).

〔18〕 See Charlestown Boot & Shoe Co. v. Dunsmore, 60 N. H. 85, 87 (1880).

〔19〕 See Automatic Self-Cleansing Filter Syndicate Co. v. Cuninghame, [1906] 2 Ch. 34, 43 (Eng. C. A. 1906).

自定规则，确立免受监管者实质审查的治理制度”^[20]。即使曾主张董事会中心主义的本布瑞奇近年来也承认，美国诸州公司成文法中的绝大多数规范为任意性规范、预设型、缺省性规范（default rules），可由公司股东予以变更。他认为，各州立法者规定了一整套有关基本公司法的任意性规范，类似于服装店衣架上展示的各类成衣。各州成文公司法的内容通常都可由公司作出全面变更，唯一的法律要求是公司对公司法规范的变更必须记载于公司章程并以符合法律的方式为之（例如，经股东同意）。他还专门例示《特拉华州普通公司法》第141（a）条之规定：董事会经营管理公司，“除非公司章程另有相反规定”。^[21]

《模范商事公司法》第8.40（b）条允许董事会选任管理人员，管理人员依据附属章程或董事会授权任命其他管理人员。倘若把该条与第8.01（b）条解释为强制性规定，认为公司的最高权力属于董事会而非股东会，则股东会无权直接任免总裁（president）、首席执行官（CEO）或首席财务官（CFO）。美国法院在20世纪中叶有判例认为，剥夺董事会控制公司经营管理人员或个人的权力的制度安排违反了公司须由董事会经营或在其指导下经营的立法条款。^[22]但实际上，当代美国各州公司法大都允许股东会依章程规定直接任免高管。例如，《特拉华州普通公司法》第142（b）规定：“管理人员依据附属章程规定、董事会或其他治理机构规定的条件被任命并履职。”这意味着，管理人员可由股东会直接任命，而无需董事会任命。

综上，从契约自由与公司自治的视角看，《模范商事公司法》第8.01（b）条规定的董事会的经营管理职责是旨在降低公司治理成本的任意性规范或倡导性规范。若公司及其股东未作相反的自治法安排，闭锁型公司可由董事会直接负责日常运营管理，公众型公司由董事会负责指挥与监督、由管理层负责运营管理。若公司及其股东量身定制自身的公司治理体系与规则，亦无不可。鉴于《模范商事公司法》第8.01（b）条与《特拉华州普通公司法》第141（a）条均为任意性规范，即使这两项条款推荐的董事会权限包罗万象、囊括公司全部经营管理权，也并非创设董事会中心主义的强制性法律规范。因此，该两项条款不是支持我国新《公司法》赋予董事会最高权力中心地位的立法例。

在英国，任何有限公司都必须制定章程，作为公司经营管理的“宪章”。2018年《私人股份有限公司示范章程》与《公众公司示范章程》第3条规定了董事们的一般权限（general authority），即“董事们负责经营管理公司，他们为实现该目的可行使公司所有权力”；但第4条规定了股东们的保留权力（reserve power），即“股东们有权作出特别决议，要求董事们实施特定行为或禁止其实施特定行为；该种特别决议不导致董事们在特别决议通过之前已经实施的行为无效”。易言之，股东会特别决议可以改变董事会的职权范围，并就董事会职权范围之内的事项作出具有拘束力的决议。董事会必须服从股东会作出的特别决议。作为通说，英国法并不认为董事会职权

[20] FFrank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 Columbia Law Review 1416 (1989); Larry E. Ribstein, *The Mandatory Nature of the ALI Code*, 61 George Washington Law Review 984, 989-991 (1993).

[21] See Stephen Bainbridge & M. Todd Henderson, *Boards-R-Us: Reconceptualizing Corporate Boards*, 66 Stanford Law Review 1101 (2014).

[22] See *Kennerson v. Burbank Amusement Co.*, 260 P. 2d 823, 823, 830-33 (Cal. Dist. Ct. App. 1953); *Long Park, Inc. v. Trenton-New Brunswick Theatres Co.*, 77 N. E. 2d 633, 635 (N. Y. 1948).

是其享有的不可分割的经营管理权，董事会职权既可扩张，亦可缩小。股东会特别决议可以修改章程，偏离公司法推荐的缺省性制度，改变董事会与股东会之间的权力配置。^{〔23〕}

综上，从英美公司法经验看，董事会的公司经营管理权可由章程或股东会特别决议予以限制，公司法有关董事会职权的法律规范并非强制性规范，而是缺省性规范。

（三）《二审稿》第 67 条第 2 款有关董事会权力的缺省性规范属性

公司法虽冠以“公”字，但本质上属于私法范畴，理应尊重意思自治、保护私人产权、捍卫契约自由、鼓励公司自治。现代公司法必须与市场经济同呼吸共命运，顺应全球化、数字化大势。为打造市场化、法治化、国际化的营商环境，我国公司法也应尊重与鼓励公司及其股东们的理性自治。公司法规规范体系应以任意性规范为主，强制性规范（mandatory rules）为辅。

基于对现行《公司法》第 46 条的解释论逻辑，《二审稿》第 67 条第 2 款属任意性规范或缺省性规范。为避免因规范属性的语焉不详导致同案不同判现象，建议在借鉴英美公司法经验的基础上，在《二审稿》第 67 条第 2 款增加规定“除非公司章程另有规定或者全体股东协议另有约定，董事会行使下列职权”，将第 3 款修改为“公司章程与股东协议可以限制董事会的职权的范围与行使方式，但是这种限制不得对抗善意相对人”，并增设第 4 款规定“股东会有权作出特别决议，要求董事会实施特定行为或禁止其实施特定行为；但该种特别决议不导致董事会在特别决议作出之前已经实施的行为无效，也不得对抗善意相对人”。

（四）关于《二审稿》第 59 条第 2 款的存废

《二审稿》第 59 条第 2 款仅规定“股东会可以授权董事会对发行公司债券作出决议”。该条款看似波澜不惊，但存在两大缺陷：一是该条款就其他事项授权语焉不详，致使股东会可否授权董事会就其他事项作出决议存在争议；二是该条款仅系对董事会增加授权的加法思维，缺乏对董事会减少授权的减法思维。

上策是删除该条款，回归股东自治，维持股东会职权完整性，保持董事会谦抑性。虽然公司在发债后可获授信利益，但会增加资产负债率、提升债务杠杆、增加公司经营与股东投资风险、扩张董事高管得以控制的腐败资源。下策是将授权董事会的尚方宝剑由“股东会决议”细化为“股东会特别决议”，并将发债授权限定为一事一议，杜绝长期或永久有效的概括性授权或非审慎授权。因为，作出股东会普通决议虽比特别决议更简单快捷高效，但易滋生中小股东挑战发债决议的效力。为避免股东会权力机构的名存实亡，立法者应要求股东会特别决议严格限定授权的事项、金额与期限，禁止无期限无限制的概括性授权，规定损害股东权利的授权行为无效。

六、“公司章程对董事会权力的限制 不得对抗善意相对人”隐含的公示公信效力命题

（一）章程限制董事会权力与法定代表权的异质性

《一审稿》第 62 条第 2 款与《二审稿》第 67 条第 3 款都规定：“公司章程对董事会权力的限

〔23〕 See Robert R. Pennington, *Corporate Law*, 7th ed., Butterworths, 1995, p. 765.

制不得对抗善意相对人。”该条款似乎仿自《民法典》第61条第3款的立法例，该款规定：“法人章程或者法人权力机构对法定代表人代表权的限制，不得对抗善意相对人。”

《民法典》第61条第3款的立法本意是区分公司内部治理关系与外部交易关系，甄别公司的内部议决权与公司法定代表人的外部代表权，预防与遏制法人随意修改章程或作出决议限制法定代表人的对外代表权，损害已经与法人缔结法律关系的善意相对人或者即将与法定代表人签约的潜在善意相对人。可见，该条款的立法重心旨在确保法定代表权的稳定性、透明度与可预期性免受法人背后控制权人的非理性干扰，进而稳定公司外部交易秩序、维护交易安全。

既然《二审稿》第67条禁止公司章程对董事会权力的限制对抗善意相对人也有维护交易安全之效，似乎将《民法典》第61条第3款的立法例平移到董事会权力的场景也具有不言自明的正当性与合法性。但严格来讲，章程限制董事会职权与法定代表权具有异质性。首先，章程限制的董事会职权主要是董事会集体的决策权，而非单独董事（包括作为法定代表人的董事长、执行董事或代表董事）的对外代表权。其次，涉及外部法律关系得丧变更的董事会集体决策结果被拟制为公司法人的意思表示，而法人意思需要借助法定代表人或代理人向相对人代为转达才能产生拘束法人的法律效果。最后，对善意相对人而言，亟待保护的节点是章程或权力机构对法定代表人代表权的限制，而非章程或权力机构对董事会的限制。由于相对人通常并不直接与董事会签约，即使章程或权力机构限制董事会权力，只要不对代表权或代理人的代理权直接作出不透明不合理的限制，也不必然损害相对人对代表权与代理权的善意信赖。

除了董事会职权与法定代表权的异质性，只要公司法确认外观主义法理，并盘活《民法典》中的既存表见代表制度与表见代理制度，完全足以合理保护善意相对人与守信债权人。例如，《民法典》第504条确认越权代表行为原则有效、例外无效的规则，其规定：“法人的法定代表人或者非法人组织的负责人超越权限订立的合同，除相对人知道或者应当知道其超越权限外，该代表行为有效，订立的合同对法人或者非法人组织发生效力。”此点在公司法定代表人越权对外签署担保合同的场合展现得淋漓尽致。^{〔24〕}

既然法定代表人或代理人之外的董事会成员或董事会整体并不直接面对相对人，新《公司法》完全不必亦步亦趋地增设“公司章程对董事会权力的限制不得对抗善意相对人”的规定；否则，徒增庸人自扰之讥，更会助长董事会与恶意相对人内外勾结、沆瀣一气损害公司与股东利益的侵权背信行为。立法者倘若杞人忧天，执意规定该条款，也须采取兴利除弊的对冲手段，有效预防规则滥用，而提高章程的透明度与公示公信效力则是关键一环。

（二）公司章程条款的透明度与公示公信效力

宪法是政治生活中的根本大法，是治国安邦的总章程。公司章程是公司生活中的根本大法，是企兴业旺的“公司宪法”。因此，《公司法》第11条要求设立公司依法制定章程，章程对公司、股东、董事、监事、高级管理人员具有约束力。章程主要调整内部组织关系，但有些规定（代表人或代理人授权制度、公司内部决策权限划分制度）涉及交易伙伴安危。在实践中，常有章程条款限制法定代表人的代表权，以遏制其越权对外签署担保合同、借款合同或投资协议的风险。

〔24〕 参见刘俊海：《公司法法定代表人越权签署的担保合同效力规则的反思与重构》，载《中国法学》2020年第5期。

为确保公司内安外顺，公司、股东与其他利益相关者都期待章程条款公开透明，并认可其公示公信效力。对公司及其内部法律关系主体而言，具有透明度的章程既可确保各行其道、各尽其责、各得其所，亦可警示外部交易伙伴当心公司治理的特殊规则、留意交易中的风险点，具有固本培元、利人惠己之效。对公司外部交易伙伴而言，具有透明度的章程可降低尽职调查成本，提高交易效率，预防交易风险，加速商事流转。

《民法典》对章程透明度乐见其成的包容心态一览无遗地流露在《民法典》第61条第3款“法人章程或者法人权力机构对法定代表人代表权的限制，不得对抗善意相对人”的字里行间。依反对解释，章程或权力机构对法定代表人代表权的限制可对抗非善意相对人。而非善意相对人要么是对权力限制心知肚明、明知故犯、以身试法的恶意者，要么是对权力限制熟视无睹、视而不见、充耳不闻的重大过失者。而恶意者与重大过失者的眼泪都不值得公司法同情。

纷至沓来的问题是：如何完整准确全面地理解《民法典》第61条，避免各取所需的断章取义的法律解释困境；如何提高章程透明度；如何识别善意相对人与非善意相对人；相对人是否有义务索要、查询与细研章程对董事会决策权或法定代表人代表权的限制性条款。

（三）《民法典》第61条第3款的解释论

《民法典》第61条第3款旨在平衡章程自治与交易安全两极价值目标，但因文字过于简约，导致解释歧义绵延不绝。有学者指出，债权人在与担保公司签约前有义务审查公司公章与法定代表人签名的真实性、法定代表人的代表权限、章程及其担保决议的真实性与合法性。此种审查义务源于法律规定、章程备案的对抗效力、商事习惯与监管部门的业务指引。若债权人怠于或拒绝审查担保公司法定代表人的越权事实，担保公司有权拒绝承担相应的担保义务。^{〔25〕}反对说认为，章程关于担保能力、担保额度与担保审批程序等方面的规定系调整公司内部法律关系的规范，仅在公司内部产生相应法律效果，通常不能对抗公司外部第三人，对以担保违反章程为由主张担保关系无效的，除非公司为内部人作保，一般不予支持。^{〔26〕}其潜台词是，章程缺乏透明度，相对人无权也无义务获悉其确切内容。

建议对《民法典》第61条第3款作系统解释，重视章程的公示公信效力。其一，对《民法典》第61条第3款的妥当解释离不开对第1款细节的关注。该款对法定代表人的定义隐含着法定代表人履职条件与程序必须合乎章程的必要前提条件，其规定“依照法律或者法人章程的规定，代表法人从事民事活动的负责人，为法人的法定代表人”。可见，严格依章程所定条件与程序代表法人履职是法定代表人适格履职的法定要求。法定代表人只有依章行事，才构成职务行为；否则，仅构成个人行为，与公司无涉，不能拘束公司。因此，认为“法定代表人实施的所有行为都是拘束公司的职务行为”的观点忽视了第1款与第3款之间的内在逻辑联系。

其二，既然《民法典》第61条第1款是公开透明的法律条款，相对人就有义务合理谨慎地核查法定代表人是否依章代表公司履职。相对人若积极索要并认真阅研章程，并合理确信法定代表人基于章程授权而签约，则属于善意相对人；若拒绝或怠于索要并阅研章程，则不属于善意相

〔25〕 参见徐海燕：《公司法法定代表人越权签署的担保合同的效力》，载《法学》2007年第9期。

〔26〕 参见孙晓光：《加强调查研究 探索解决之道——就民商事审判工作中的若干疑难问题访最高人民法院民二庭庭长宋晓明》，载《人民司法》2007年第13期。

对人。相对人的合理审慎审查义务既非极度宽松的形式审查义务，也非极度严苛的实质审查义务，而是合理审慎的形式审查义务。注意标准过低会纵容相对人疏忽懈怠，弱化公司内部治理机制，虚化公司权力制衡，侵蚀公司竞争力，滋生道德风险外溢，增加交易隐患。而注意义务过苛又会推高交易成本，降低授信效率，阻碍商事流转和金融服务于实体经济发展。

其三，相对人的非善意主观状态包括明知故为的恶意，也包括应知而不知的重大过失。相对人不索要并阅研章程、不了解章程重要条款的消极不作为本身就是过错。应知而不知章程中公司治理条款的重大过失不属《民法典》第61条第3款中的“善意”。《全国法院民商事审判工作会议纪要》第18条提及的非善意仅限于“公司能证明债权人明知章程对决议机关有明确规定”的明知情形，显然遗漏了应知而不知的常见情形。相对人既然能查明“同意决议的人数及签字人员符合章程”，也不难查明章程对董事会、法定代表人、董事长与总经理的权力限制。

综上，对《民法典》第61条第3款的正确解释是：法人章程或法人权力机构对法定代表人代表权的限制，不得对抗善意相对人；但该限制在公司登记机构登记备案或在公司信用信息公示系统公示的，不在此限。易言之，限制法定代表人代表权的章程或公司决议若登记备案或公示，当然可对抗相对人；若未登记备案或公示，则不得对抗善意相对人。

（四）登记备案或公示的章程或股东协议当然对抗任何相对人的法律逻辑

为避免《二审稿》第11条第2款与第62条第2款有关章程限制法定代表人或董事会职权的公示公信效力产生类似《民法典》第61条第3款的解释漏洞或歧义，有必要洞察章程登记备案或公示后可当然对抗任何相对人的基本逻辑。

其一，章程因登记或备案于登记机构而产生公示公信效力。章程具有透明度，公众皆可自由查询。现行《公司法》第6条第3款赋权公众查询公司登记事项，敦促登记机构提供查询服务；第16条、第104条与第148条鼓励章程限制法定代表人对外代表权限，旨在激励公司量身定制理性自治规则。既然普通公众享有对登记备案信息的知情权，理性相对人与公司签约之前更有义务索要章程，研判公司是否已自我剥夺或限制与相对人缔结特定契约的行为能力，是否已限制决策机构的权限、限额与程序，是否限制法定代表人或代理人的对外代表或代理权限。若登记机关拒绝或怠于向相对人提供章程，相对人应立即放弃或终止与该公司的缔约活动。

其二，即使登记机关拒绝或怠于向相对人提供章程，公司有义务向相对人提供章程。但基于对登记备案的成本收益与风险考量，公司提供章程版本可能异于备案章程版本。因此，相对人有权要求公司签署承诺书，承诺其提供的章程版本的真实性与合法性，并承诺该章程是相对人可以合理信赖的唯一章程文本。若相对人对章程的真实性与合法性存疑，可要求公司对其办理公证。若公证处未能发现章程瑕疵，相对人基于该章程而与公司缔约时则属心存善念。但若公司拒绝或怠于提供章程，相对人应立即紧急止损。

其三，相对人主动索要并阅研章程是利己惠人的智慧与美德，更是诚实信用原则与禁止权利滥用原则派生而来的谨慎注意义务。相对人既然有义务与能力阅研章程，若拒绝或怠于索要并研阅章程条款尤其是限权条款，就无权主张外观主义原则框架下的善意抗辩。债权人若发现登记备案章程与公司提交的未登记备案章程相互抵触，可要求公司澄清释明，并明确拘束拟签署合同的章程文本。基于契约自由，缔约方可选择以登记备案章程或未登记备案章程作为缔约背景文件。

基于公司自治，若未备案章程规定不同章程版本发生冲突时以未备案的特定内部版本为准，且内部版本相关条款不损害公序良俗或第三人利益，此种自治安排理应受到法院的尊重与保护。

其四，增强章程公示公信效力既是公司、登记机关或相对人的共同义务，也是含苞待放的公司自治法在我国市场经济沃土生根发芽、枝繁叶茂的阳光雨露。章程是公司自治法的核心。基于公司法典与公司自治法的二元化规范结构论，立法者应重视位于《公司法》与《民法典》之间的公司自治法。鼓励公司理性自治、尊重和保障公司自治权是公司法现代化的不二法门。理性自治源于公司作为营利法人的本质属性，乃真正的市场无形之手。因此，公司法应尽量为公司自治法预留空间，夯实其在公司法规范体系中的基础性地位。为提升我国公司法的全球竞争力，必须鼓励公司法典与章程之间、不同公司章程之间的自由制度竞争。^{〔27〕}若缺乏增信手段，再好的章程等自治法也会束之高阁。为弘扬敬畏与保护章程自治的核心价值观，为扭转重法律、重合同、轻章程的裁判思维定势，立法者必须高度重视登记备案章程的公示公信效力。

（五）限制董事会或管理层权力的章程或股东协议的公示公信效力的立法保障

限制董事会或管理层权力、法定代表人代表权的章程、股东会决议或董事会决议只要在公司登记机构登记或备案，即可自动对抗任何相对人，除非章程或公司决议是秘而不宣的保密文件。建议将《二审稿》第11条第2款与第67条第3款分别修改为“公司章程或者股东会对法定代表人职权的限制未经登记、备案或公示的，不得对抗善意相对人”“公司章程对董事会权力的限制未经登记、备案或公示的，不得对抗善意相对人”。

章程涉他事项并不限于对董事会权力或法定代表人职权的限制，还包括对董监高或监事会职权、公司经营范围的限制等一系列事项。因此，最理想的立法方案是删除上述两款，统一在总则增设专条规定：“公司章程、股东会决议或董事会决议对董事会、监事会、法定代表人、董事长、总经理以及其他董监高的权力或职权予以限制的，应当及时办理登记、备案或公示；未经登记、备案或公示的，不得对抗善意相对人。”

• 81 •

七、结 论

董事会是基于股东高度信赖与委托授权而成立的公司业务执行机构，对股东会与全体股东负责。立法者应超越股东会中心主义、董事会中心主义与总经理中心主义之争，重构基于股东中心主义价值观的董事会制度。为避免制度移植中的东施效颦，有必要反思美国大公司经历的债权人中心主义、董事会（经理人）中心主义与股东中心主义的沉浮与枯荣。新《公司法》不能将畸形的两权分离模式及董事会中心主义模式误解为全球公司治理的最优标配模式。

为鼓励公司理性自治，破解股东会与董事会职权配置的规范属性之争带来的权力冲突与不必要争讼，建议恢复《一审稿》立法技术。在不剥夺或减损股东会固有法定职权的前提下，章程可视公司具体情况适度扩充或缩减董事会经营权。既然董事会权力源于股东授予、董事由股东会任免，那么建议立法者要求董事会对股东会负责，接受股东会监督，执行股东会决议。股东会对董

〔27〕 参见刘俊海：《论基于公司理性自治的公司法规范重塑》，载《法学评论》2021年第5期。

事会决议享有终极控制权，在董事会决策机制失灵时具有兜底补救功能。股东会决议可推翻董事会、监事会和管理层的不当决策，但不能对抗善意相对人。

现行《公司法》第46条有关董事会职权的规范是任意性规范。要允许章程或全体股东协议对董事会职权另作特别规定或约定。公司章程与股东协议可限制董事会职权的范围与行使方式，但不得对抗善意相对人。股东会有权作出特别决议，要求董事会实施特定行为或禁止其实施特定行为；但该决议不导致董事会特别决议作出之前已经实施的行为无效，也不得对抗善意相对人。公司章程、股东会决议或董事会决议对董事会、监事会、法定代表人、董事长、总经理以及其他董监高的权力或职权予以限制的，应当及时办理登记、备案或公示；未经登记、备案或公示的，不得对抗善意相对人。

Abstract: The role of the board is the top priority of Corporate Law reform. The debates between the centralism models of the shareholders' meeting, the board and the CEO should be surpassed, the board system based on shareholder-primacy should be restructured, and the board should be defined as corporate executive body and responsible to the shareholders' meeting. The primacy of the board or the CEO is contrary to the basic logic of trust and agency. The authority of the board does not derive from God-given or legislator's grace, but from shareholders' delegations. Board (CEO) -primacy is only one of three governance models that large American corporations have experienced. The deformed separation of ownership from control is not the perfect model for global corporations. Without depriving or derogating from the inherent statutory powers of the shareholders' meeting, the charters may appropriately expand or reduce the powers of the board according to corporate specific circumstances. The legal provisions for the powers of the board are default rules. The charters and the shareholders' agreement may limit the scope and exercise of the powers of the board, and the shareholders' meeting may overturn the improper decision of the board, but it may not defend against bona fide third parties. A special resolution of the shareholders' meeting may require the board to perform or not to perform a specific act, but it does not invalidate the act that the board has carried out before the special resolution is made, nor shall it defend against bona fide third parties. The charters and the resolutions of the shareholders' meeting can automatically defend against any third parties as long as they are registered, filed or published with corporate registration agency.

Key Words: board-primacy, shareholder-primacy, executive body, supreme authority, the shareholders' meeting

(责任编辑:李敏 赵建蕊)

论有限公司股权转让中的公司登记酌情权 ——香港经验与内地借鉴

龚浩川 习超*

内容提要：公司登记酌情权是香港《公司条例》赋予公司的法定权利，是关于股权转让的特色规则。该项制度形塑了普通法系公司法中股权转让立法的“公司登记核准主义”。公司登记酌情权制度通过对拒绝登记理由的实体把控和对多方行权互动的程序设计，将规制重点从合同效力转向合同履行，实现保护有限公司人合性与尊重股权转让当事人意思自治的平衡。内地应在删除有限公司股权转让中其他股东同意权的同时，扬弃借鉴公司登记酌情权制度，优化《公司法（修订草案二次审议稿）》第86条关于公司拒绝登记股权转让和当事人救济的相关规定，明确有限公司拒绝登记的“正当理由”应基于公司利益（主观标准）判断的规则适用要义。

关键词：公司登记酌情权 股权转让 人合性 《公司法》修订

• 83 •

香港特别行政区《公司条例》以及相关司法实践很大程度上受到了英国等普通法适用地区公司法的影响，相比于《中华人民共和国公司法》（2018年修正）（以下简称《公司法》），有着不同的法律渊源和制度构造，^{〔1〕}在股权转让制度上更是极具特色，特别是股权转让中的公司登记酌情权制度。这种具有普通法传统的制度构造并未获得内地学者的足够关注和准确理解，这不仅导

* 龚浩川，吉林大学法学院副编审，吉林大学理论法学研究中心、吉林大学司法数据应用研究中心研究员；习超，香港中文大学法学院教授。

本文为香港特别行政区研究资助局优配研究金项目“中国公司董监事会制度研究”（CUHK-14605218）、国家社科基金青年项目“财产法视角下廉价表决权规制研究”（20CFX044）的阶段性成果。

〔1〕 香港公司法的一个重要组成部分是公司法领域的普通法判例法。根据《中华人民共和国香港特别行政区基本法》第8条和第18条的规定，香港实行的法律，除了立法机关制定的法律，还包括香港原有的法律，含普通法、衡平法和习惯法等。《中华人民共和国香港特别行政区基本法》第84条进而规定，香港法院在审理案件时，可以参考其他普通法适用地区的司法判例。因此，本文对香港公司法的分析，不仅涉及香港法院（特别是香港高等法院原诉法庭和上诉法庭）的重要判例，还包括英国等普通法适用地区的司法判例。

致学界对普通法系股权转让立法模式存在较大的认识偏差,还导致该制度在内地《公司法》修订过程中未获得充分重视。同时,大湾区经济的更深度融合和生产要素的更频繁流动,也将外化为内地与香港商事主体之间日益活跃的股权投资行为,明晰两地的制度差异与衔接可能,也将为夯实大湾区高水平法治营商环境奠定制度基础。本文将结合经典司法判例,对《公司条例》中的公司登记酌情权制度进行深入剖析,加深学界对这一具有特色的普通法系公司制度的理解,为《公司法》股权转让制度修订提供更多的比较借鉴选择。

一、公司登记酌情权的制度构成

(一)《公司条例》对股份转让的基本立场

《公司条例》对于私人公司(private company)^[2]股份转让的基本立法立场是,公司章程必须对股份转让施以限制。^[3]这一立场植根于对私人公司人合性质的根本认知。私人公司股东人数较少,往往是互相信任的朋友或者合伙人关系,互相依赖,公司设立和活动的基础是股东相互之间的信任关系和人情关系。向现有股东之外的第三人转让股权可能影响其他股东的预期,影响股东之间的关系和公司运作。在普通法系公司法中,正如格林尼爵士在Re Smith v. Fawcett Ltd案中所言:“私人公司在法律上和公众公司一样是独立的实体,但从商业和个人的角度来看,它们更类似于合伙企业而不是公众公司。因此,可以预期,在这种公司的章程中,董事对成员的控制可能确实非常严格。”^[4]《公司条例》对私人公司股份转让的基本立场是必须限制,并未给予任何例外的空间,只是交由公司章程细则予以具体规定。

实践中,香港公司章程细则中常见的股权转让限制性条款大致分为下述三种类型:^[5]

1. 禁止股份转让

公司章程可以规定在某个时间段内禁止股份转让,也可以禁止向某些类别的股东以外人士转让股份(例如禁止向具有竞争性关系的股东以外人士)。公司章程是否可以绝对全面禁止股份转让,存在一定的法律不确定性。一些观点主张,《公司条例》第134条明确规定,可转让性是公司股份的基本属性,公司章程不得绝对禁止股份转让。另一些观点则认为,英国普通法判例确立的规则是,公司章程可以绝对禁止股份转让,前提是相关条款清晰明确规定了股份不

[2] 《公司条例》对公司类型规定了两种二分法,即私人公司与公众公司(public company)二分法、有限公司(limited company)与无限公司(unlimited company)二分法。简言之,《公司条例》中的“私人公司”与内地《公司法》下“有限责任公司”的概念相对应,“公众公司”与“股份有限公司”的概念相对应。《公司条例》下的“无限公司”指的是股东对公司承担无限法律责任的公司。“有限公司”则反之。内地在《中华人民共和国合伙企业法》(2006年修订)中已有规定,便无须再行设立“无限公司”。《公司条例》下的“有限公司”进一步细分为“股份有限公司”(company limited by shares)与“担保有限公司”(company limited by guarantee)两种子类型。“股份有限公司”,是指股东以其“所持股份未缴款项”为限对公司承担责任的公司,与内地公司法下“公司”的概念大致对应。

[3] 《公司条例》第11条第1款规定:“就本条例而言,如某公司符合以下说明,该公司即属私人公司——(a)该公司的章程细则——(i)限制成员转让股份的权利;(ii)……”

[4] See Re Smith v. Fawcett Ltd [1942] Ch 304. 该案例是关于公司登记酌情权的经典案例。

[5] 应当指出的是,三种公司章程中股权转让限制条款的类型,并不是相互排斥的关系。因此,在实践中,不同类型的股权转让限制条款可能单独出现,也可能共同出现。

得转让。^{〔6〕}换言之，法院不得在公司章程规定不明的情况下，行使自由裁量权，推定公司章程绝对禁止股份转让；绝对禁止股份转让只能基于股东明示自愿放弃其转让股份的权利。章程条款绝对禁止股份转让也并不与《公司条例》第 134 条规定相悖。就此法律问题，香港法院还未有相关判例，因此尚无定论。

2. 赋予现有股东优先购买权

《公司条例》及其附随《章程细则范本》均未规定股份转让时的优先购买权规则。在香港的商业实践中，在章程条款中规定优先购买权是一种较为常见的做法，其具体条款往往由公司股东自行根据具体情形和需求制定，具有较大的异质性，难以一一枚举。

3. 赋权董事会登记酌情权

在实践中，这种类型条款常见两种情形：其一，一般性授权型，即董事会可以行使一般性的酌情权，决定是否登记股权转让。其二，特定性授权，即董事会只能在章程条款中规定的特定情形中行使酌情权，拒绝登记股份转让。值得注意的是，登记酌情权是《公司条例》赋予董事会的法定权利，只是公司章程可以对其作出进一步规定。虽然世界上许多国家或地区的公司法往往会通过限制私人公司/有限公司的股权转让维护公司人合性，但是在立法上赋予公司董事会登记酌情权的确是普通法系公司法中的特色制度。

（二）《公司条例》关于公司登记酌情权的规定

公司登记酌情权制度规定于《公司条例》第 4 分部第 1 次分部，该分部就公司股份转让作出了具体规定，一共 8 项法律条文（第 150—157 条），这些规定同时适用于私人公司和公众公司。^{〔7〕}私人公司股份转让协议的双方均有权向公司提交该转让文书（proper instrument of transfer）（第 151 条第 1 款），^{〔8〕}要求公司根据股权转让文书登记股权转让事宜。公司在收到股权转让文书后两个月内，必须择一履行以下法定义务：根据股权转让文书登记转让；或拒绝登记股份转让，并相应通知股份出让人和受让人（第 151 条第 2 款）。公司拒绝登记股份转让的，相关出让人或者受让人在收到通知后，可以要求公司陈述拒绝登记的理由（第 151 条第 3 款）。公司在收到该要求 28 日内，必须择一履行以下法定义务：向提出申请的人出具拒绝登记的说明，陈述相关理由；或根据股权转让文书登记转让（第 151 条第 4 款）。《公司条例》第 151 条很大程度上借鉴了英国公司法及相关判例。英国《2006 年公司法》第 21 部分“证券的证明和转让”第 771 条“转让被提交的程序”规定：“（1）当公司股份或债券的转让已经被提交公司时，自转让被提交之日起 2 个月内一旦切实可行并且在任何情形下，公司必须——（a）登记转让，或者；（b）将拒绝登记转让连同拒绝的理由通知受让人。（2）如果公司拒绝登记转让，其必须向受让人提供受让人

• 85 •

〔6〕 相关英国判例参见 Greenhalgh v. Mallard [1943] AER 234; Stothers v. William Steward (Holdings) Limited [1994] 2 BCLC 266。

〔7〕 公司登记酌情权制度虽然同样适用于公众公司，但是并不适用于上市公司。香港联交所《上市规则》第 8.13 条明确规定，原则上，上市公司股份必须可以自由转让，这一点香港与内地规则相同。

〔8〕 香港公司实践中，转让文书通常为单页范式文件，仅记载股份转让的出让方和受让方名称、转让股份数量和金额等基本信息，往往不含股份转让具体协议条款，因此区别于详细记载转让条款的股份转让协议。在实践中，转让文书往往是转让协议的外化和简化形式，对转让文书和转让协议两个概念并不做严格区分，因此，本文中亦不特别严格区分该两个概念。

可以合理要求的关于拒绝理由的进一步信息。这不包括董事会议记录的副本……”〔9〕

《公司条例》第151条的上述规定赋予了公司近乎绝对的酌情权决定是否根据一份依法订立生效的股份转让文书在成员登记册上登记股份的变动，换言之，公司有权决定该等股份转让文书是否能实现其合约目的。由于董事会是香港公司法下的默示公司决策机关，香港公司法实际上把该等酌情权赋予了公司董事会。理论上，股份是股东根据公司章程可以自由处置的个人财产。〔10〕第151条使得股东权利受到董事会代表公司所作出的集体决策的约束和限制。这从根本上体现了《公司条例》充分尊重公司人合性的立法立场，也体现了董事会中心主义的特质。

当然，这种酌情权并非不受制约。《公司条例》在程序上为董事会行使此种权利设置了限制。《公司条例》第151条第3款是2012年香港公司法修订（2014年生效实施）中新增的规定，旨在增加董事会决策的透明度，也确保董事会行使酌情权时出于适当目的，以实现公司利益最大化。〔11〕针对相似的规定，英国《公司法检讨报告》（CLR）指出，希望这可以让董事会拒绝登记的决定通过一种透明的方式接受信义义务以及第994条“不公平妨害”规则的检验。〔12〕

二、公司登记酌情权的适用与限度

《公司条例》第151条赋予了公司近乎绝对的酌情权。这可能产生公司及其董事会滥用权利的问题。〔13〕这尤其可能出现在私人公司小股东与控股股东就公司经营方式和理念发生冲突的情况下，小股东尝试退出公司，却被控股股东及受其控制的董事会无理拒绝登记股份转让，导致小股东的权益处于悬空的境地。《公司条例》针对第151条下可能出现的滥用权利的问题，向股份转让当事方提供了司法救济渠道。〔14〕《公司条例》第152条规定，公司拒绝登记股份转让事宜的，有关的受让方或者出让方均可以向香港高等法院的原诉法庭（Court of First Instance）起诉，请求法院责令公司根据依法生效的股份转让文书登记股份转让事宜。法院认为申请人具有充分理据的，可以行使裁量权，判令公司登记股份转让。

在涉及登记酌情权的争议中，近年香港高等法院原诉法庭适用第152条的重要判例主要包括：Cheng Chien Kuo v. New Resources Holdings Ltd HCMP 2985/2014（以下简称“New Resources案”），Triumph Access Limited v. Redford International Ltd HCMP 1837/2015（以下简

〔9〕 葛伟军译注：《英国2006年公司法》（第3版），法律出版社2017年版，第607页。

〔10〕 《公司条例》第134条“股份的性质及可转让性”规定：“（1）成员所持的公司股份或在公司中的其他权益，属非土地财产。（2）成员所持的公司股份或在公司中的其他权益，均可按照该公司的章程细则转让。”

〔11〕 See Company Registry, *New Companies Ordinance (Chapter 622) Highlights*, p. 25, available at https://www.cr.gov.hk/en/companies_ordinance/docs/NewCO_C622_HL_FullVersion-e.pdf, last visited on Jun. 10, 2023. 根据下文讨论的Top Well案件中香港高等法院原诉法庭的判决，在现行《公司条例》生效之前注册的香港公司，其章程中规定董事会在拒绝登记股份转让时无须提供相关理据的，即与现行《公司条例》第151条第3款规定相冲突的，相关章程条款应当视为被现行《公司条例》第153条第3款的规定所取代。

〔12〕 See Final Report I, Paras 7.42—7.45. 转引自〔英〕保罗·戴维斯、莎拉·沃辛顿：《现代公司法原理》（第9版）（下册），罗培新、赵渊、胡改蓉译，法律出版社2016年版，第984页。

〔13〕 See L. S. Sealy, *Private Company-Restrictions on Transfer of Shares-Member's Remedies*, 21 The Cambridge Law Journal 211 (1963).

〔14〕 2014年修订之前《公司条例》也有相同的规定（第69条1B款，即1984年《公司条例》修订时增加的条款）。

称“Redford案”），以及 Ngan Kwing Sun v. Top Well Industrial Ltd [2019] HKCFI 3096（以下简称“Top Well案”）。下文将针对具体问题，结合典型案例进行详细讨论。

（一）公司登记酌情权适用的基本原则

Top Well案是 Ngan Kwing Sun v. Top Well Industrial Limited 和 Ngan Kwing Sun v. Hope Yet Textile Company 两个案件合并审理。两起诉讼均由同一原告提起，被告为两家关联公司，Top Well 持有 Hope Yet 约 35.4% 的股份。

Top Well 公司有四名自然人股东，分别持有 Top Well 公司的 25% 股份。其中，两名股东（股东 1、股东 2）在该案起诉时均已过世，该两名股东在世时担任 Top Well 公司董事。股东 3 一直担任 Top Well 公司董事，也是案涉争议发生时公司的唯一董事。原告为股东 4，在案涉争议发生时和诉讼时均不担任公司董事。公司章程规定公司董事数量不得少于两人。股东 1 和股东 2 过世后，公司没有增补董事。股东 3 实际控制 Top Well 公司。原告在股东 1 过世之前，与股东 1 订立股份转让协议，并依约分两次向股东 1 及其遗产管理人足额支付了约定的股份转让对价。原告在履行股份转让协议项下支付义务后，要求公司根据股权转让协议登记股份转让事宜。如股份转让得以登记，原告（即股东 4）亦将成为 Top Well 公司的控股股东。Top Well 公司章程关于股份转让的条款，属于一般性授权董事会酌情登记股份转让，其明确规定董事会对是否登记股份转让具有“绝对的裁量权”。

Hope Yet 公司有五名股东，其中四名为自然人股东，该四人分别为 Top Well 公司的股东 1、2、3、4。股东 5 为 Top Well 公司。Hope Yet 公司在案涉争议发生时有一名董事，其中一名董事与 Top Well 公司唯一董事为同一人，即股东 3。另外一名董事是 Top Well 公司，^{〔15〕} 由于股东 3 实际掌控 Top Well 公司，Hope Yet 公司在案涉争议发生时，亦由股东 3 实际控制。同样地，原告（股东 4）与股东 1 及其遗产管理人订立了股份转让协议和补充协议，并依约分别向股东 1 及其遗产管理人足额支付了股份转让对价。原告在履行股份转让协议项下支付义务后，要求 Hope Yet 公司根据股权转让协议登记股份转让事宜。由于股权控制关系，如股份转让得以登记，原告（股东 4）将成为 Hope Yet 公司的控股股东。Hope Yet 公司章程关于股份转让的条款，亦属于前文所述一般性授权董事会拒予登记股份转让，其明确规定董事会“有权拒绝登记‘向任何人转让任何股份’”。

Top Well 公司和 Hope Yet 公司在收到原告提交的股份转让文书后，拒绝予以登记，并简要陈述了相关理据，即股东 1 及其遗产管理人转让的 Hope Yet 公司股份中，部分股份属于无权处置的情形，因此不予登记股份转让。Top Well 公司和 Hope Yet 公司在庭审答辩时，还提出了其他的理据，特别是如果股份转让事宜予以登记，则原告将成为两间公司的控股股东，而原告品行存疑，不值得信赖，因此拒绝登记向原告转让股份符合公司利益。

判决书接着系统阐述了对法律问题的裁判的相关原则以及相关依《中华人民共和国香港特别行政区基本法》应予适用或者参考的普通法判例：

第一，法院裁判的基本原则。原则上，对于公司拒绝登记股份转让的决定，法院秉持不干预

〔15〕 香港公司法下，董事不仅可以为自然人，也可以是法人公司。

的立场，不会干涉董事会行使酌情权拒绝股份转让当事方登记股份变更的要求。

第二，法院裁判的例外情形/公司登记酌情权适用的限度。作为上述原则的例外，法院在特定情况下会干预公司董事会行使上述酌情权。这些情况包括：（1）有证据显示案涉董事会的决定不符合公司利益，相关评价采用主观标准，即一个理性的（reasonable）董事会基于善意（bona fide）是否会对案涉董事会决定做出否定评价；（2）有证据显示案涉董事会行使酌情权出于偏私目的（collateral purposes）。〔16〕

第三，法院判断采用主观标准。案涉董事会的决定经采用主观标准评价（即一个理性的董事会主观标准）可认定为符合公司利益的，法院可以判定案涉董事善意行使了酌情权，其权力行使有合理的依据。〔17〕

第四，章程与法律冲突的解决。案涉公司的章程规定董事会在拒绝登记股份转让时无须提供相关理据的，其与现行《公司条例》第153条第3款相冲突，相关章程条款应当视为已被第153条第3款的规定所取代。〔18〕

第五，法院享有裁量权。法院有权裁定案涉董事会在拒绝登记股份转让时提供的理据是否足以充分支持董事会的有关决定。〔19〕

（二）公司登记酌情权的适用理由：公司利益

从上文可知，公司登记酌情权的正确适用，最重要的是董事应基于公司利益判断是否拒绝股份转让当事人的登记申请。然而，公司利益是一个抽象、主观的概念，下文结合典型案例说明法院是如何判断公司适用登记酌情权是否符合公司利益的。

Top Well案虽然涉及两个公司，但是涉及的事实问题和法律问题基本相同，判决书在该部分主要着墨于Top Well公司。法院的分析主要集中在以下两点上：

第一，Top Well公司拒绝登记股份转让所陈述的理据之一（即案涉股权出让方无权处置Hope Yet公司的股份）是否成立。法院查明，原告受让的是Top Well公司股份，不是Hope Yet公司股份。虽然两间公司是关联公司，但其为两个独立公司法人，Top Well公司相关理据混淆了两家公司。从根本上看，Top Well公司所主张的出让方无权处置股份，既无公司章程依据，亦无事实依据。

第二，Top Well公司拒绝登记股份转让所陈述的理据之二（即原告品行存疑，不值得信赖）是否成立。法官认为，Top Well公司在庭上另行提出的种种质疑，尤其是对原告品行的质疑，无法成立。其一，这些质疑并未出现在Top Well公司在拒绝登记股份转让时所出具的理据中。其二，股东3与原告之间一直存在诉讼恩怨纠葛，股东3对原告品行提出的种种质疑，并非其亲

〔16〕 偏私目的是普通法下董事受信义务（fiduciary）的重要概念，与适当目的（proper purpose）概念相对应。公司董事承担受信义务，在行使董事权力时，应当出于适当目的，以实现公司最佳利益，而不得出于偏私目的，损害公司利益。collateral purpose也常翻译为附带目的。此处判决书援引了香港高等法院于2017年颁发的关于Cheng Chien Kuo v. New Resources Holdings Ltd HCMP 2985/2014（详见下文）一案的判决。

〔17〕 此处判决书援引了英国法院判例Tett v. Phoenix Property Co Ltd [1984] BCLC 599。

〔18〕 此处判决书再次援引了前述香港高等法院的Cheng Chien Kuo案。

〔19〕 此处判决书再次援引了英国法院判例Tett案，以及适用Tett案的香港法院判例Re Yuen Kiu Kwan [2009] 3 HKLRD 371。

身经历，且部分质疑与事实不符。其三，就举证责任分配而言，Top Well 公司对原告品行的种种质疑，负有举证责任，而 Top Well 公司在庭审中并未要求就其质疑对原告进行交叉质证，丧失举证机会，因此应当承担举证不能的不利后果。其四，基于上述理由，基于对原告品行的质疑，不足以构成 Top Well 公司拒绝登记股份转让的充分理由。

综上，原诉法庭认定，原告要求公司根据股权转让协议登记股份变更，理据充分，应予支持。

下面借 Cheng Chien Kuo v. New Resources Holdings Ltd 案进一步说明。

原告三次书面要求登记股份转让，被告公司及其董事会三次均拒绝登记，并在第三次拒绝后应原告要求说明了相关理据，包括原告“涉嫌与台湾帮会‘四海帮’及/或‘四海帮’成员及/或其他非法活动有关联，身份背景复杂。为免影响公司声誉和运作，以及影响公司原有股东之合作关系”。

被告公司章程关于股份转让的条款，亦属于前文所述一般性授权董事会拒予登记股份转让，其明确规定董事会对是否登记股份转让具有“绝对和不受制约的裁量权”。值得注意的是，原诉法庭确认，这类章程条款在香港公司实践中属于常见条款，满足《公司条例》关于私人公司股份转让必须受限制的强制性规定。

判决书主要对被告公司董事会拒绝原告的决定是否出于善意（bona fides）进行了说理。

其一，原告主张，关于原告涉及帮会和非法活动的新闻报道，在被告公司董事会拒绝登记股份转让的决定之后才出现，被告公司董事会不可能在新闻报道之前就先知先觉，因此其决定并非出于善意。原诉法庭认为，董事会可以基于其对于声誉问题的主观认知以及其对原告个人背景的了解作出判断，并不必然以见诸报端的媒体报道为必要条件，从而驳回原告的该项主张。

其二，原诉法庭接着阐明了第 152 条项下基本法律原则，即董事会善意相信公司股份受让方是“不受欢迎或应以回绝的人士”（undesirable or objectionable person）的，有权拒绝登记向其转让股份。董事会该项权利应当以公司章程条款明确授权为前提。^[20] 原诉法庭适用了上述法律原则。该案中，有证据显示董事会在做出有关决定时，确实知悉原告的帮会背景等情况，且确实基于此考虑认定原告成为股东不符合公司利益。被告公司已完成举证责任，其无须进一步举证其作出决定时所依据的对原告情况的了解是符合事实的（即无须举证其对原告帮会背景的了解是否与事实相符）。此时的举证责任转而归原告，而原告未能举证明董事会提供的理据有悖常理。

其三，原诉法庭进一步就原告的举证责任进行了说理。原告还主张被告公司的决定并不真正基于董事会说明的理据，而是另有秘而不宣的其他考虑，即出于恶意（bad faith）。原诉法庭裁定原告完全未能举证明该主张。原告也没有申请要求被告就该主张在庭审中进行交叉质证，因此应当承担举证不能的不利后果。^[21] 基于上述以及其他考虑，原诉法庭驳回了原告的主张。

从两个案件的裁判理由可以看出，公司若想证明拒绝登记是出于公司利益，需要解释公司主观认为受让人一旦成为股东将导致公司利益受损出于善意（bona fides），这些原因也不能出于董

[20] See *Re Bede Steam Shipping Co Ltd* [1917] 1 Ch 123.

[21] See *In re Smith v. Fawcett Ltd* [1942] 1 Ch 304.

事个人的偏私目的。同时,必须为这些原因提供事实依据支撑,承担举证责任,证明这些原因不是主观臆想的,而是具有充分的事实依据。

(三) 公司登记酌情权的行使方式

虽然《公司条例》第151条并没有明确公司登记酌情权的行使方式,但是判例对董事会的行使方式还是有所要求的。在Top Well案中,法官指出董事会人数不符合公司章程规定的最低人数,因此行使公司权力的机关落空。股东3作为案涉争议发生时的唯一董事,无权独立行使董事会酌情权。

在Redford案中,香港法院对这一问题有更详细的分析。该案中,原告提请登记股份转让。被告公司就此召开了董事会会议,但公司在较长时间内既不登记,也不正式通知原告拒绝登记,股份转让事宜处于悬而未决状态。被告章程关于股份转让的条款,亦属于前文所述一般性授权的情形,其明确规定董事会对是否登记股份转让具有“绝对的裁量权”。原审法院就公司董事会在《公司条例》第151条下的法定义务予以解释。拒绝登记股份转让的权利属于董事会,同时董事会亦有义务在法定时间内以通过决议的方式积极行使该权利。董事会召开会议却未产生决议的行为,不构成对其相关权利的积极行使。^[22]因此,原审法院裁定,被告公司既未登记股份转让,也未正式通知原告拒绝登记股份转让,违反了《公司条例》第151条,法院有权依据第152条判令被告公司登记股份转让。可见,公司登记酌情权是一项公司机关的权利,必须通过董事会决议在法定期限内行使。

• 90 •

三、公司登记酌情权对我国《公司法》的借鉴意义

我国正在进行《公司法》修订,股权转让是修订过程中的重点问题。有学者将不同国家(地区)股权转让的立法模式总结为两种:许可主义模式和自由主义模式。前者以大陆法系国家为主,要求股权转让需要经由公司机关(股东会/董事会)或者股东个人事先同意,^[23]股权转让合同违反该类规定的,均视为合同未予订立。^[24]后者以普通法系国家为主,英国作为典型国家,被认为将股份自由转让作为股东的一项默认权利。^[25]有学者指出:“2006年英国《公司法》取消对私人公司股份转让的限制,允许通过公司章程对股权转让的程序与内容进行约定,法院对章程内容进行司法审查来维护股权的可流通性。”^[26]香港公司法很大程度上沿袭了英国公司法。

[22] 此处判决书援引了英国法院判例 Re Hackney Pavilion Limited [1924] 1 Ch 276、Moodie v. W & J Shepherd (Bookbinders) Limited [1949] 2 All ER 1044。

[23] 许可主义也进一步区分为公司许可主义(公司机关决定模式)和股东许可主义(股东个人决定模式)。参见傅穹、尹航:《有限责任公司股权转让的同意权制度研究》,载《学术论坛》2016年第8期;梁上上:《有限公司股权对外转让的自由与限制——以利益位阶理论为视角展开》,载《清华法学》2022年第2期。

[24] 《法国商法典》第L223—14条第7款对此进行了规定。参见《法国商法典》(上册),罗结珍译,北京大学出版社2015年版,第218页。我国台湾地区“公司法”(2018年)第111条第1项规定:股东非得其他股东表决权过半数同意,不得以其出资之全部或一部,转让于他人。该条第3项规定:前二项转让,不同意之股东有优先受让权;如不承受,视为同意转让,并同意修改章程有关股东及其出资额事项。

[25] 参见前引[23],梁上上文。

[26] 曹兴权、卢迎:《企业人合性的法律因应:被动尊重而非主动强化》,载《重庆大学学报(社会科学版)》2021年第6期,第183页。

然而，以香港为代表的普通法系公司法在股权转让立法模式上并非纯粹的“自由主义”。两地公司法虽然都关注公司自治和股份的可转让性，但同样非常重视私人公司的“人合性”，“人合性”在普通法系公司法中远未终结。限制股份转让的“一个目的是阻止不能共处的新股东的介入”，这样做“有助于对公司中没有预见到的权力转移进行管理”^{〔27〕}。公司人合性更是公司内部合作的一种基础，能够团结成员、促进创新和增强竞争力。^{〔28〕}两地公司法对私人公司股份转让的“自由主义”并非不加限制，而是将限制的方式方法主要交由公司章程进行具体规定。《公司条例》第11条明确了私人公司的章程细则必须对股份转让进行限制。英国“非上市公司的章程通常会对董事会做出授权，允许其拒绝将受让人登记在股东名册中，或者在章程中约定，其他股东或公司（在股票转让时）享受优先认购权、事先否决权甚至强制收购权”^{〔29〕}。

更重要的是，香港和英国都赋予了公司董事会登记酌情权，两地的股权转让立法模式不仅迥异于“自由主义模式”，也与公司许可主义不同。公司许可主义是让股东会或董事会事前对股份转让进行审核，若不通过，则不得转让。^{〔30〕}然而，公司登记酌情权主要是在股权转让协议生效后，针对受让人是否可以进入成员登记册的事后审查环节发挥作用。在承认双重所有权的英美法下，一旦董事会正确地行使其自由裁量权，股份转让双方就会陷入这样的境地：受让人在股权合同签订后可以享有股权的衡平法所有权（equitable title），而无法通过完成公司登记获得普通法所有权（legal title），因而无法完全达成交易目的。^{〔31〕}从大陆法系视角观之，此种权利并不针对股权转让的债权意思形成，而是针对物权变动的登记。或者说，公司登记酌情权的行使不影响股权转让合同的效力，而是影响合同的履行。^{〔32〕}因此，香港与英国的股权转让立法模式应该是“许可主义”和“自由主义”之外的模式，或可称为“公司登记核准主义”。澄清我国学者对普通法系公司法股权转让立法模式的认识偏差，或可为我国《公司法》修订提供更加广阔的视野。

我国现行《公司法》规制有限公司股东对外转让股权的模式为赋予其他股东法定的同意权^{〔33〕}和同等条件下优先购买权，^{〔34〕}是“股东许可主义”。《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）》〕}在一次审议稿中删除了其他股东的“同意权”，^{〔35〕}《中华人民共和国公司法（修订草案二次审议稿）》^{〔以下简称《公司法（修订草案二次审议}

〔27〕〔加〕布莱恩 R. 柴芬斯：《公司法：理论、结构和运作》，林华伟、魏旻译，法律出版社2001年版，第309-310页。

〔28〕参见蒋大兴：《走向“合作主义”的公司法——公司法改革的另一种基础》，载《当代法学》2021年第6期。

〔29〕前引〔12〕，保罗·戴维斯、莎拉·沃辛顿书，第982页。

〔30〕例如，《瑞士债务法》第786条第1款规定，股权转让须经股东会同意。股东会得不同意转让，且无需说明理由。参见《瑞士债务法》，戴永盛译，中国政法大学出版社2016年版，第357页。

〔31〕See Brenda Hannigan, *Company Law*, 3rd Edition, Oxford University Press, 2012, p. 320.

〔32〕参见蔡立东：《行政审批与权利转让合同的效力》，载《中国法学》2013年第1期。

〔33〕参见《公司法》第71条第2款。

〔34〕参见《公司法》第71条第3款。

〔35〕《公司法（修订草案）》第85条规定：“有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。股东向股东以外的人转让股权的，应当就股权转让的数量、价格、支付方式和期限等事项书面通知其他股东，其他股东在同等条件下有优先购买权。股东自接到书面通知之日起三十日内未答复的，视为放弃优先购买权。两个以上股东行使优先购买权的，协商确定各自的购买比例；协商不成的，按照转让时各自的出资比例行使优先购买权。公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。”

稿)》]中相关条款的修改不大,简化了“书面通知其他股东”的要求。^[36]这就意味着股东对外转让股权不再需要“经其他股东过半数同意”,股东个人层面对股权转让的限制将有所减少。此种修改是一种进步,我国对股东个体同时赋予法定的同意权和优先购买权不仅造成了理论上的复杂和功能上的重叠,也在司法实践中引发股权转让双方与其他股东之间的大量纠纷。^[37]

人合性制度的弊端未必意味着有限公司人合性理论存在问题,而是昭示着保护人合性的相关具体制度存在优化的空间。从维护公司人合性的角度,在个体层面赋予股东优先购买权已然足矣,需要考虑的是,应否以及如何维护公司的人合性。团体法特性是股权转让区别于一般财产转让的关键,因此,应重视公司在股权转让中的法律地位,公司有权介入。^[38]现有股东对受让人的好恶当然会影响公司的人合性,但是人合性更是公司的人合性,不应仅从个体主义视角进行保护,应从整体主义出发设计以公司为核心的人合性保护制度。鉴于股东已有优先购买权,公司层面对股权转让的介入,无需再重复由股东会行使“同意权”。^[39]董事会更熟悉公司经营、决策更有效率,辅以配套的审查和救济规则,可以更好地从公司整体利益角度维护公司人合性。

赋予公司(董事会)登记酌情权要比同意权更优。“同意权”会过度干预当事人之间的意思自治,使公司法问题与合同法问题交错无序。登记酌情权,使公司介入股权转让的着力点落在裁量是否应拒绝变更股东名册以及协助变更登记。股权转让合同仍然有效,只是在公司层面不能履行,合同目的不能完全实现,当事人可依照合同法等解决纠纷。如此可以让《公司法》在人合性保护上从干预股权转让合同的效力转向规制合同的履行,从宰制债权的形成转向影响物权的变动,更符合《中华人民共和国民法典》(以下简称《民法典》)第215条就基于合同行为的物权变动所确立的区分原则,使“尊重股权转让当事人意思自治”与“保护公司人合性”的制度目标各得其所,有利于相关纠纷的解决。

公司登记酌情权完全可以与我国《公司法》兼容。现行《公司法》和《公司法(修订草案)》都允许公司章程对股权转让设置特别规则。值得注意的是,《公司法(修订草案二次审议稿)》新增第86条,即:“股东转让其股权的,应当书面通知公司,请求变更股东名册,需要办理变更登记的并请求公司向公司登记机关办理变更登记,公司无正当理由不得拒绝。公司拒绝或者在合理期限内不予答复的,转让人、受让人可以依法向人民法院提起诉讼。”虽然没有像《公司条例》第151条第2款明确规定公司可以拒绝登记,但是如果公司有正当理由,则可以拒绝变更股东名册和协助办理变更登记。鉴于我国立法传统更偏向于“股东会中心主义”,在《公司法(修订草案二次审议稿)》中也没有继续大幅推进“董事会中心主义”改革,^[40]没有必要如《公司条例》那般直接规定董事会可以拒绝登记股权转让。

[36] 《公司法(修订草案二次审议稿)》第84条规定:“有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。股东向股东以外的人转让股权的,书面通知其他股东,其他股东在同等条件下有优先购买权。股东自接到书面通知之日起三十日内未答复的,视为放弃优先购买权。两个以上股东行使优先购买权的,协商确定各自的购买比例;协商不成的,按照转让时各自的出资比例行使优先购买权。公司章程对股权转让另有规定的,从其规定。”

[37] 对“股东同意权”批评观点的整理,参见董伟:《有限公司股权对外转让时的同意权之存废——兼评〈公司法(修订草案二次审议稿)〉第84条》,载《财经法学》2023年第1期。

[38] 参见叶林:《公司在股权转让中的法律地位》,载《当代法学》2013年第2期。

[39] 相反观点,参见前引[37],董伟文。

[40] 例如,《中华人民共和国公司法(修订草案)》第62条第1款规定:“有限责任公司设董事会。董事会是公司的执行机构,行使本法和公司章程规定属于股东会职权之外的职权。”这一新增条款在《公司法(修订草案二次审议稿)》中被删除。

然而，如果要让此条文承担起在公司层面维护公司人合性的重任，兼顾保护股东转让股权自由，减少新增制度带来的排异反应，应考虑从香港的实践中吸取经验并进行本土化。应对董事会行使登记酌情权的程序和当事人的救济途径进行更明确的规定，平衡双方的权利义务。一是，完善公司行权和当事人救济的期限规定。《公司法（修订草案）》对拒绝或答复的期限进行模糊规定，看似给了公司结合具体情况具体处理的空间，但是考虑到我国中小股东权益保护不佳和行权困难的情况，^{〔41〕}这实则加剧了公司控股股东和董事侵害中小股东利益的风险，因此，应该设置相对具体的期限范围。在具体程序上，《公司法》无须生搬硬套《公司条例》的“两个月内决定是否拒绝登记”“收到要求后28日内陈述拒绝理由”的“两步走”模式。若公司拒绝登记，可参照现行《公司法》及司法解释规定的其他股东行使同意权和优先购买权期限的规定，要求“公司自收到转让人或受让人书面通知之日起三十日内”予以答复并陈述理由。同时，也应对转让人、受让人提起诉讼的期限有所限制，防止双方股权归属和公司股权结构长期处于悬而未决的状态。二是，公司若拒绝登记，应以董事会决议的方式行使登记酌情权并给予书面答复。而不是某一个董事的职权（不设董事会的公司除外）。三是，为了保护股东转让股权的权利，防止董事会滥用公司登记酌情权，对于违反相关程序规则的公司和直接责任人设置行政罚款责任。^{〔42〕}

综上，《公司法（修订草案二次审议稿）》第86条可修改为：“股东转让其股权的，应当书面通知公司，请求变更股东名册，需要办理变更登记的并请求公司向公司登记机关办理变更登记，公司无正当理由不得拒绝。公司自收到转让人或受让人书面通知之日起三十日内应予以办理，或者将拒绝办理的决定及理由予以书面答复。公司拒绝或者在上述期限内不予答复的，转让人、受让人在上述期限届满后三十日内可以依法向人民法院提起诉讼。”同时，在“第十四章 法律责任”中增加如下一条：“股东转让其股权的，公司违反本法规定拒绝变更股东名册，以及配合向公司登记机关办理变更登记的，由公司登记机关责令改正，对公司处以……万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以……万元以下的罚款。”

《公司法（修订草案二次审议稿）》第86条若能最终入法，法院在司法实践中应注意对“正当理由”的把握。“正当理由”应基于公司利益。从1993年《公司法》到最近的《公司法（修订草案二次审议稿）》，关于有限公司股权转让规则可以说是逐渐放松，^{〔43〕}在此趋势下，不应赋予公司过大的裁量空间，过度限制有限公司的股权转让。在普通法系，董事会行使登记酌情权被认为应满足信义义务，必须是为了公司的整体利益而善意行使，不得有偏私的目的。^{〔44〕}从体系解释的角度，董事会行使此等权利亦应满足我国《公司法》下信义义务的一般规定。^{〔45〕}从相关普通法判例来看，常见的董事会可拒绝登记的事由包括：（1）公司对股份有留置权；（2）受让人被认为不是负责任的/适当的成员人选。^{〔46〕}当然，第二种情形下，董事会应出于善意并无偏私地认为，受让人成为股东后会损害公司整体利益，并且应当有相对充分的证据证明其主张。当然，如

〔41〕 参见龚浩川、曹宁、习超：《无奈的赞成：控股股东变更承诺背景下中小股东表决行为的实证研究》，载《山东大学学报（哲学社会科学版）》2022年第5期；龚浩川、习超：《戴着镣铐跳舞的机构投资者》，载《清华法学》2021年第5期。

〔42〕 参见龚浩川：《〈公司法〉程序转向论——以股东（大）会制度完善为例》，载《法制与社会发展》2021年第2期。

〔43〕 参见梁上上：《人合性在有限公司中的终结》，载《中国社会科学》2022年第11期。

〔44〕 See *Re Smith v. Fawcett Ltd* [1942] Ch 304.

〔45〕 参见王建文：《我国董事信义义务制度的扩张适用：一般规定的确立》，载《当代法学》2023年第1期。

〔46〕 参见前引〔31〕，Brenda Hannigan书，第319页。

果董事会发现股权转让存在违反法律或公司章程的情形，例如违反了关于优先购买权的规定，更应该拒绝登记。相关问题可由最高人民法院司法解释予以规定。

四、结 语

公司登记酌情权制度是香港公司法中关于股权转让的特色规则，该项制度也形塑了普通法系公司法中股权转让的“公司登记核准主义”。深入分析公司登记酌情权制度的理论背景和制度适用，对于正确理解普通法系股权转让理论，助力我国《公司法》修订，指导未来相关司法实践有着重要价值。特别是，在我国大力建设前海深港现代服务业合作区、中国特色社会主义法治示范区的背景下，本次《公司法》修订应该重视“探索不同法系、跨境法律规则衔接”^{〔47〕}“充分利用港澳在法治建设方面的成功经验和资源”，促进“高度法治化营商环境”^{〔48〕}的形成。对公司登记酌情权制度的引入和本土化设计，便是《公司法》修订在有限公司股权转让规则上实现这一目标的要道。

Abstract: The company's right to refuse registration of share transfer is a statutory right conferred upon companies by the Hong Kong SAR Companies Ordinance. It is an embodiment of the unique common law doctrine that accords the company the discretion not to grant the legal title of transferred shares to the transferee. The statutory discretion aims primarily to protect the closeness of private companies, while striking a delicate balance with the principle of share transferability. This balance is attained by conferring procedural rights upon the transferor and transferee concerned, particularly the right to request the company to state reasons for the refusal, thereby exposing the company to potential legal challenges. This institutional design regulates share transfer ex post, mitigating the difficulties arising from the alternative approach that requires ex ante consent to transfer in order for it to take effect. Hong Kong SAR company law offers a useful comparative perspective that informs and enriches the current discourse on the revisions of the PRC Company Law. To be specific, in addition to removing the current statutory requirement for prior consent to share transfer, Article 86 of the Company Law's Second Amendment Bill, which provides for the company's right to refuse registration, should be fine-tuned to explicitly embed in it a (subjective) test: when refusing to register share transfer, the board should act in the best interests of the company.

Key Words: company's right to refuse registration, share transfer, closeness of the private company, amendments of PRC Company Law

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)

〔47〕 中共中央、国务院《全面深化前海深港现代服务业合作区改革开放方案》第10条。

〔48〕 《最高人民法院关于支持和保障全面深化前海深港现代服务业合作区改革开放的意见》（法发〔2022〕3号）第2条。

有限公司股权转让公司意思介入问题研究 ——兼评《公司法（修订草案二审稿）》第 86 条

薛 波 *

内容提要：公司意思介入股权转让概因股权性质、权能以及股权法律关系的特殊性所致。公司意思介入的方式有三：一为公司章程，二为股东（大）会决议，三为发起人（认股）协议。控股（制）股东操控股东会或者部分股东伪造股东会决议处分其他股东股权非公司意思介入股权转让。在介入类型上，根据主观状态不同，可分为主动或者被动介入；根据介入内容不同，可分为程序性或者实体性介入；根据介入时间不同，可分为事前、事中或者事后介入。无论意思主义、修正意思主义抑或形式主义股权变动模式均忽视了股权转让时公司意思的介入，存在缺陷和不足。《公司法（修订草案）》一审稿第 87 条和二审稿第 86 条规定股权转让股东对公司的“通知”义务，虽然强化了公司在股权转让中的地位和作用，但是并未承认股权权属变动需由公司“同意”或“认可”。公司意思介入股权转让应遵循四点约束性要求：一是章程不得禁止股权转让，二是章程可以限制股权转让程序，三是公司不得介入股权转让合同，四是公司不得拒绝履行程序性义务。

关键词：公司意思 介入 股权转让 通知义务 股权权属变动

最新公布的《中华人民共和国公司法（修订草案二次审议稿）》（以下简称《修订草案二审稿》）第 86 条规定：“股东转让其股权的，应当书面通知公司，请求变更股东名册，需要办理变更登记的并请求公司向公司登记机关办理变更登记，公司无正当理由不得拒绝。公司拒绝或者在合理期限内不予答复的，转让人、受让人可以依法向人民法院提起诉讼。”该条沿袭了《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）》〕第 87 条创新性地规定的有限公司股权转让时股东对公司的“书面通知”义务，^{〔1〕}强化了“公司”在股权转让中的地位和作

* 薛波，深圳大学法学院副教授。

本文为国家社科基金一般项目“团体法思维在商事立法中的运用研究”（20BFX123）的阶段性成果。

〔1〕 本文仅指基于法律行为的股权外部转让，对因法院强制执行、查封扣押等原因导致的股权变动不予涉及。

用。长期以来,对于有限公司股权转让公司意思可否介入,立法未置可否。学术界对该问题的研究亦处于“空白”和“缺位”状态。^{〔2〕}既有观点要么将股权转让看成转让方和受让方的双方法律行为,^{〔3〕}要么仅附带性提及股权转让后公司负有配合变更股东名册和工商登记、重新签发出资证明书等义务,^{〔4〕}对股权转让公司意思介入问题或语焉不详,或漠视不顾。本文拟对此进行系统研究并附带对《修订草案二审稿》第86条予以评析。

一、公司意思介入股权转让的法理正当性

按照既有的一种流行观点,股权转让是转让方和受让方以“股权”这种特殊标的为客体的买卖行为,参照适用动产或者不动产转让(买卖合同)规则处理即可。^{〔5〕}根据债之相对性原理,股权转让合同/协议体现的是转让方和受让方双方法律关系。因此,股权转让合同/协议效力和股权权属变动端赖转让方和受让方之意思表示是否合致。这种脱胎于传统物权变动的思维理论对指导有限公司股权转让具有一定的参考价值,但是股权转让不同于有体物的物权转让,股权转让全过程离不开公司意思的协力和参与,离不开公司意思介入。

有限公司股权转让之所以需要公司意思介入,概因股权性质、权能以及股权转让法律关系特殊性。股权作为一种典型的商事权利,不同于纯粹反映民事财产关系的物权和债权。物权作为以动产和不动产为指向对象的权利类型,属于典型的“支配权”和“绝对权”。^{〔6〕}物权之本质,乃权利人仅需依据自己的意思即可实现权利上利益的权利类型。^{〔7〕}例如,所有权人如欲实现物上利益,仅需形成自己的意思并贯彻实施该意思即可,无需他人协力或者帮助,此即“物权意思的独断性”^{〔8〕}或者“物权人单方面的意思强力(Willensmacht)”^{〔9〕}。这种依据自己独断的意思表示行使权利之结果,客观上表现出对抗所有他人意思从而使每一个他人就此负有义务的特点,^{〔10〕}因此,物权转让往往能够依据权利人独断的内心意愿(效果意思)发生私法法律效果。所有权人何时处分标的物、以何种方式处分、处分的范围、交易对象选择、标的物价格的确定、登记或者交付的时间均由当事人自治决定。在债务人届期不清偿债务时,债权人如欲实现其对债务人(或者第三人)的抵押权,亦能够独断自主地处分抵押物而不问债务人或者第三人同意与否。债权人,乃特定人(债权人)对其他特定人(债务人)请求其为特定行为之权利也。^{〔11〕}债

〔2〕目前仅有叶林教授和李建伟教授有所关注。不过,叶林教授是从股权转让中公司地位及股权转让多重法律关系角度切入的(参见叶林:《公司在股权转让中的法律地位》,载《当代法学》2013年第2期),李建伟教授重点阐释了股权变动的模式选择问题(参见李建伟:《公司认可生效主义股权变动模式——以股权变动中的公司意思为中心》,载《法律科学(西北政法大学学报)》2021年第3期),目前尚无对股权转让公司意思介入问题的系统性研究。

〔3〕参见李后龙:《股权转让合同效力认定的几个疑难问题》,载《南京社会科学》2002年第11期。

〔4〕参见赵旭东:《公司法》,高等教育出版社2006年版,第305页。

〔5〕参见陈立斌主编:《股权转让纠纷》(第3版),法律出版社2015年版,第136页。

〔6〕参见〔德〕曼弗雷德·沃尔夫:《物权法》,吴越、李大雷译,法律出版社2004年版,第5、6页。

〔7〕参见王泽鉴:《民法物权》,北京大学出版社2009年版,第31页。

〔8〕孙宪忠:《中国物权法总论》(第2版),法律出版社2009年版,第35页。

〔9〕Karl larenz, Allgemeiner Teil des Deutschen Buergerlichen Rechts, Verlag C. H. Beck, 1994, S. 216.

〔10〕参见〔德〕卡尔·拉伦茨:《德国民法通论》(上册),王晓晔等译,法律出版社2003年版,第300页。

〔11〕参见郑玉波:《民法债编总论》(修订2版),中国政法大学出版社2002年版,第1页。

权作为典型的“相对权”和“对人权”，其法律效果仅及于相对方，不及于第三人。恰如萨维尼所言：“债权人，乃债权人自然的自由之扩大，债务者，系债务人之自然自由之限制。”^{〔12〕}一言以蔽之，债权纯粹反映的是债权人和债务人之双方法律关系。但是股权则不同，在大陆法系国家，一般认为股权系股东基于公司成员资格享有的成员权，^{〔13〕}性质属于社员权。^{〔14〕}美国法虽然深受以罗纳德·科斯、道格拉斯·诺斯为代表的新制度经济学派企业和产权理论影响，^{〔15〕}历来重视股权的财产权属性，^{〔16〕}但是对于股权的资格权和身份权属性亦予承认。股权是以股东出资（金钱、动产、不动产以及劳务、知识产权等无形财产权等）为对价获得的对公司的权利，指向对象只能是公司，体现的是“股东（出资人）”和“公司”之权利义务关系。股权的权能异常丰富，既包括表决权、知情权、质询权、股东大会召集权、主持权、提案权、司法解散请求权、诉权等管理性（共益性）权利，亦涵盖股利分配请求权、新股认购请求权、剩余财产分配请求权等经济性（自益性）权利。^{〔17〕}无论共益权抑或自益权的行使，其指向和行使对象（目标）均为“公司”这一实体，端赖公司意思之协力和参与。如果脱离了“公司”这一实体，股权行使和权能的实现便成了无本之木、无源之水。

正是由于权利属性和权能不同，股权转让与物权转让在法律关系复杂程度方面呈现巨大差异。通常而言，物权转让中动产转让采用交付或转移占有，不动产转让采用不动产登记。物权转让主要体现的是“权利处分人—受让人”或者至多是“权利处分人—受让人—交易第三人”这种“单线条式”法律关系。股权转让则不同。股权作为资格权和成员权，如有限责任公司B的股东A的股权，意指A对有限责任公司B所享有的一系列的权能。股权转让（尤其大额股权转让）不仅关涉转让方与受让方的双方法律关系，还可能诱致其他股东（普通股股东和类别股股东）、公司、公司债权人甚至公司利害关系人（董事、监事、高管等）等多元主体权益关系之调整和变动。质言之，股权转让是由转让股东、受让股东、公司以及公司债权人等多元利益主体交织和交汇而成的复杂“关系网”，“公司”是这一“关系网”的“连接点”和“交汇点”。股权转让不能亦无法绕开“公司”这一实体，这亦是公司法作为组织法和团体法的本质和精要所在。

遗憾的是，长期以来，我国学术界和司法实务界习惯性将股权转让等同于物权转让或者债权让与并套用民法（买卖合同）思维模型处理属于商法范畴的股权转让问题，忽视二者在权利属性、权能以及法律关系上的差异性，从而诱致了一系列消极效应。例如：将股权转让的法律效果仅仅及于转让方和受让方，漠视“公司”在股权转让中的地位及其参与；对因股权转让导致股东持股份额增减变化进而诱发股东和股东、股东和公司、股东和公司债权人之间利益格局的重新调整和分配体察不周、思虑不深。对股权权属变动临界点判断纠结于意思主义、修正意思主义、形

〔12〕 林诚二：《论债之本质与责任》，载《债法论文选粹》，中国法制出版社2004年版，第207页。

〔13〕 参见〔德〕格茨·怀克、克里斯蒂娜·温德比西勒：《德国公司法》，殷盛译，法律出版社2010年版，第340页。

〔14〕 参见谢怀栻：《论民事权利体系》，载《法学研究》1996年第2期。

〔15〕 参见〔美〕罗纳德·哈里·科斯：《企业、市场与法律》，盛洪、陈郁译，上海三联书店、上海人民出版社2009年版，第34页；〔美〕道格拉斯·C.诺斯：《经济史上的结构和变革》，厉以平译，商务印书馆1992年版，第234页。

〔16〕 参见〔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75页。

〔17〕 参见施天涛：《公司法论》，法律出版社2008年版，第123页。

主义模式之争,^[18]对股权权属变动中出资证明书、股东名册、章程记载、工商登记等形式要件的效力定位众说纷纭,难有定一,^[19]往往以某一固定理论模式框定实践中复杂异常的股权变动问题,这些莫不与股权转让中对公司意思之漠视/忽视密切关联。

二、公司意思介入股权转让的方式和手段

既然公司意思介入股权转让具有充足的法理依据,那么其以何种方式介入呢?^[20]与自然人不同,公司作为拟制的主体不具备自然人与生俱来的意思表达能力,具有自己独特的意思形成机制。《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)为公司意思介入股权转让提供了三种常规方式。

(一) 公司意思介入的常规方式

1. 公司章程

章程作为公司治理的“总纲”和“大宪章”,是对内管理的行动指南和对外的信誉证明,亦是股东和公司自治的基础。^[21]在有限责任公司中章程限制股权转让不是例外,而是常态。^[22]章程介入股权转让主要通过创制条款形式实现。按照章程创制条款所处时段之不同,可以分为初始章程创制条款和修改章程创制条款。前者是指在公司设立至成立阶段根据《公司法》的授权性规定指引创制章程条款;后者指在公司成立后的存续期间,根据公司实际运营需要对原条款的构成要素和法效果予以改变、废除或者增加新的条款。^[23]在司法实践中章程介入股权转让可能会存在动力不足的问题,这在初始章程制定阶段表现得尤为突出。制定初始章程的目的往往是为了使公司能够尽早顺利成立,创始人委托律师包办,律师大多在章程范本基础上根据公司拟营业的信息对必要记载事项填空完成,章程内容多与《公司法》规定重叠或者雷同。

2. 公司决议

公司作为能够独立承担责任的团体法人,其意思形成需要贯彻“资本多数决”的逻辑,通过股东(大)会/董事会/监事会会议的形式将多数成员的表决意思转化为公司团体意思(意志),从而为现代公司治理和股东民主奠定基础。根据《公司法》第71条第4款“但书”之规定,公司章程可以排除前三款对股权转让另行作出规定,这就为以公司决议形式重新确定股权转让规则预留了充足空间。例如,某科技有限公司的股东为桂某、魏某、孟某、巫某,股东桂某、孟某将

[18] 参见李建伟:《公司法学》,中国人民大学出版社2000年版,第242页。

[19] 参见刘凯湘:《股东资格认定规则的反思与重构》,载《国家检察官学院学报》2019年第1期。

[20] 实际上,公司意思介入股权转让源于两方面:一为法定介入,即《公司法》及司法解释之规定,如《公司法》第32条公司登记义务、第73条股权转让后公司注销原股东出资证明书并签发新出资证明书的义务;二为意定介入,即通过公司章程创制条款或股东(大)会对股权转让另行规定。后者体现着公司法规范自治和强制边界及公司法精神,是理论和实务界研究的重点。本部分主要探讨后者,前者已有明文规定故不赘述。

[21] 参见刘志文:《论公司章程》,载梁慧星主编:《民商法论丛》第6卷,法律出版社1997年版,第161页以后。

[22] 参见胡晓静:《股权转让中的股东资格确认——基于股权权属与股东资格的区分》,载《当代法学》2016年第2期。

[23] 参见郭富青:《公司创制章程条款研究》,载《比较法研究》2015年第2期。

其所持有的公司部分股权转让给第三人胡某、黄某、戚某、付某，公司通过股东会决议同意上述股权转让并且排除其他股东的优先购买权。^{〔24〕}再如，为限制股权转让价格的畸高或者畸低，A 有限责任公司董事长 B 召开股东会，会议表决通过一项规则，A 公司的任一股东退股或者转让股权的，转让股价不得低于或者高于转让股东实缴资本的百分之 25%。^{〔25〕}姑且不论这些转让股权及排除优先购买权的创设条款是否合法，均属于以公司决议形式介入股权转让范畴。

3. 发起人（认股）协议

人数较少的有限责任公司更倾向于协议/合同治理。发起人（认股）协议作为全体发起人共同意思表示一致的共同行为，^{〔26〕}一经确认即对全体发起人和设立中公司具有约束力。公司成立后发起人（认股）协议的相关合理规则往往会被公司章程所采纳或者吸收，对公司治理具有重要价值。发起人（认股）协议可以对股权转让拟定特别的约定条款从而介入股权转让。另外，根据《公司法》第 37 条第 2 款规定，股权外部转让取得全体股东的一致性同意亦可以不召开股东会议直接作出决定，并由全体股东在决定文件上签名或者盖章。这种取得全体股东一致意见的书面证明也代表公司意思，亦可介入股权转让。

公司意思介入股权转让主要借助上述几种方式实现。当然，各方式之间不是泾渭分明、静态孤立的，往往会交错联合运用。如在上述案例中，A 有限责任公司在运营过程中根据需要通过股东（大）会表决先重新拟定股权转让规则，然后将公司意思固化在章程条款中成为所有股东转让股权均需遵循的内部自治规则。

（二）公司意思介入方式之“异化”

上述三种方式系公司意思介入股权转让的常态化方式，此外，还存在公司意思介入的“异化/变异”形式。

1. 控股（制）股东操控股股东会

该情形下有时是公司自己意思（意志），有时很难说是公司之意思（意志）体现。根据《公司法》第 43 条第 2 款规定有限责任公司修改公司章程需遵循“资本多数决”逻辑，即经过代表 2/3 以上表决权的股东通过，控股（制）股东以其享有多数投票权和控制权操纵股东会，将自己意思（意志）变成公司意思，只要决议的程序和内容不存在违反《公司法》第 22 条第 1、2 款规定的情形，则介入行为有效。但是如果控（制）股股东滥用控制权强行将自己意思介入/渗透到股权转让中，此时很难说是公司意思介入股权转让，本质系其个人意思非法干涉股权转让，造成的法律后果理应由控（制）股东承担。

2. 伪造股东会决议介入股权转让

这种情况指在某些特殊情形下非法处分股东的股权。如在一则案例中，原告（刘永华）2009 年与被告（蒋永玉）共同出资设立东博有限公司，原告出资 20 万元，被告出资 30 万元，2016 年 6 月 22 日蒋永玉和东博公司伪造原告签名形成股权转让协议将原告所持股权全部转让给被告，继

〔24〕 参见深圳市中级人民法院（2017）粤 03 民终第 8664 号民事判决书。

〔25〕 参见深圳市南山区人民法院（2016）粤 0305 号初字第 10562 号民事判决书。

〔26〕 参见韩长印：《共同法律行为理论的初步构建——以公司设立为分析对象》，载《中国法学》2009 年第 3 期。

而伪造股东会决议伪造股权转让决议事项。^{〔27〕}无论被告持理由为何,这些均属于伪造公司意思处分股权从而介入股权转让。

三、公司意思介入股权转让的类型归整

上述公司章程、公司决议和发起人(认股)协议为公司意思介入股权转让提供了充足的媒介和手段,在具体实践中公司意思介入又呈现哪些类型呢?据笔者总结,公司意思介入股权转让包括三种可能的类型。

(一) 被动介入和主动介入

根据主观状态之不同,可划分为被动介入和主动介入。关于被动介入,由于股权转让需要公司的配合,公司有义务为当事人办理股权转让相关手续,此时,公司意思的介入是被动的。具体有三:第一,修改公司章程和股东名册载明的股东和出资(股份)额(包括认缴和实缴出资额)。第二,收回原出资证明书的同时签发新出资证明书。出资证明书的签发既可以是公司主动为之,亦可通过当事人诉讼方式实现。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)》[以下简称《公司法司法解释(三)》]第23条规定,当事人依法继受取得股权后,公司应当依据《公司法》第31条、第32条规定签发出资证明书,如果公司未按规定履行该义务当事人可以向人民法院请求公司履行上述义务。第三,股权变更登记申报义务。根据《公司法》第32条第2款、《中华人民共和国公司登记管理条例》第34条之规定,股东转让股权由公司承担变更股东名册和工商登记的义务。公司履行该义务的诱因在于股权转让事实之发生,作为股权法律关系相对方的公司,当转让方或者受让方通知公司履行上述程序性义务时,公司无正当理由不得拒绝。如若拒绝或者在合理期限内不予答复,转让方和受让方可以依法向法院起诉。关于主动介入,在股权转让合同成立并且生效之后,当事人有义务将股权转让事实及时“通知”公司使其知晓并且公司有权作出“承认”或“拒绝”的意思表示,以确认股权变动事实之成就,此即公司意思主动介入股权转让。对于公司意思能否以及如何主动介入股权转让,我国《公司法》未具明文,理论上持肯定者有之。^{〔28〕}《公司法司法解释(三)》18条第1款规定有限责任公司的股东未履行或未完全履行出资义务即转让股权的,受让人对该事实知道或者应当知道的,公司诉请该股东履行出资义务、受让人对此承担连带责任的,人民法院应当支持。公司对瑕疵出资(转让)股东和知情的受让股东^{〔29〕}行使追索权,亦属于主动介入。

(二) 程序性介入和实体性介入

根据介入内容之不同,可分为程序性介入和实体性介入。程序性介入时公司意思不直接影响

〔27〕 参见江苏省扬州市邗江区(县)人民法院(2018)苏1003民初第3415号民事判决书。

〔28〕 参见前引〔2〕,叶林文。

〔29〕 出资未届期是否属于瑕疵出资范畴尚存争议。《公司法司法解释(三)》第18条第1款“未履行”或“未全面履行”出资义务转让股权能否涵盖“出资未届期”股权转让这一情形,理论和实务界存在“肯定说”和“否定说”两种观点,笔者持否定说。出资未届期属于出资未违约,股东享有出资期限利益。而《公司法司法解释(三)》18条第1款规定的未履行和未全面履行出资义务均属出资已违约。详见薛波:《论出资未届期股权转让后出资责任之主体》,载《学术论坛》2021年第4期。

股权权属和股东之间的权利义务分配，亦不直接影响股权转让合同内容，包括股权转让份额、价格、时间、定金、违约金、保证担保等。这些均属合同约定事项，系股东自治的范畴。但是基于有限责任公司的人合性和封闭性特征，我国《公司法》第71条第2款和第3款规定，股权外部转让时应当书面通知其他股东征求意见并取得其他股东过半数同意方可转让。其他股东过半数不同意转让的，不同意的股东应当购买该股权，不购买的，视为同意转让。此处“其他股东过半数同意”的证明标准通常是股东会决议（或者经全体股东签名的书面证明文件）。立法通过“书面通知+其他股东过半数同意”的程序性限制保障其他股东的优先购买权。实体性介入指公司意思介入对股权处分及其权利义务配置中。根据公司意思指向对象之不同亦可分为两类：一是抽象介入。即针对全部而非特指某位或某一类股东。《公司法》第71条第4款规定：“公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。”据此，公司章程可以创设不同于《公司法》第71条前三款的股权转让约定条款。如在指导案例96号中，被告西安市大华餐饮有限公司章程第三章“注册资本和股份”第14条规定：公司股权不得向公司以外的任何团体和个人出售、转让，公司改制一年后，经董事会批准后可以公司内部赠与、转让和继承；持股人死亡或者退休经董事会批准后方可转让；持股人若辞职、调离或者被辞退、解除劳动合同的，人走股留，所持股份由企业收购。^{〔30〕}二是具体介入。即对某位或者某类股东做特别规定。如A有限公司章程规定公司董事长兼法定代表人B持有的股权在3年内不得外部转让，3年后可转让份额不得超过所持股份数的50%；或者公司成立后第2年B欲将其股权40%转让给第三人C，A公司召开临时股东（大）会修改章程明确禁止B的股权不得转让。无论是抽象还是具体介入，章程除外规定均限制了股东的股权处分权。

• 101 •

（三）事前介入、事中介入和事后介入

根据介入时间不同，可分为事前介入、事中介入和事后介入。事前介入系公司章程通过初始创设条款对股权外部转让另行作出规定。另外，公司成立之初发起人（创设股东）亦可以先在设立（认股）协议中就股权转让做出“另行约定”，后续章程制定时可能将该约定条款完全或者部分吸收，若公司成立后重置章程，亦可以依据股东之间的合意创设类似条款。至于章程创设条款是否合法并且具备裁判法源地位则属司法判断问题，在所不问。从股权转让合同签订至股权转让完成之前这一过程公司意思可否介入？如果公司意思可以介入，以何种方式介入、介入后会产生何种法律效果？该问题关涉到股权转让过程中公司的地位以及股权权属变动和公司意思之关系，关系到股东对股权的处分权和公司自治权之利益衡量，属于股权转让中公司意思介入的焦点和难点问题，对此下文第四部分会做详尽的阐述。在股权变动完成后公司意思亦可能介入股权转让即为事后介入。典型例证为瑕疵股权转让或者出资未届期股权转让。如果转让方转让给受让方的股权份额存在瑕疵出资情形，即转让股东在“未履行”或者“未完全履行”出资义务情况下转让全部股权的，根据《公司法司法解释（三）》第18条第1款之规定，有限公司股东未履行或者未全面履行出资义务即转让股权的，受让人对此知道或者应当知道，公司请求该股东履行出资义务、受让人对此承担连带责任的，人民法院应予支持。如果公司已签发新出资证明书、变更股东名册和公司章程条款并完成工商变更登记，此时转让方退出公司，受让方已经成为在册股东，股

〔30〕 参见陕西省高级人民法院（2014）陕民二申字第00215号民事判决书。

权变动事实已经成就，不可更改。若事后发现转让股东存在出资瑕疵转让股权情形的，公司可以要求其受让方在瑕疵出资的范围内承担连带责任。

总之，在具体商业实践中，公司意思介入股权转让的样态繁多。对公司意思介入类型的精细化区分有助于准确认识公司在股权转让中的地位、角色及其对股权权属变动之影响。当然，上述各样态之间亦并非泾渭分明而是相互耦合、相互关联的。如《公司法司法解释（三）》第18条第1款规定的公司对转让股东和受让股东的追诉权既属于主动介入，亦属于事后介入，公司章程设限股权转让既可以通过初始章程制定事前介入股权转让内容，亦可能是对股权转让程序之事中介入。（公司意思介入股权转让的类型可见表1）。

表 1

公司意思介入股权转让类型

区分依据	公司意思介入股权转让类型		
主观状态	被动		主动
介入内容	程序性		实体性
介入时间	事前	事中	事后

四、公司意思介入对股权权属变动之影响

众所周知，法律思维是一种动态的流程模式，而非静态的结构模式。^{〔31〕} 上述公司意思的介入方式和手段、公司意思介入类型均是从“静态”视角观察公司意思和股权转让二者之关系。如果从“动态”的视角分析，公司意思介入在股权权属变动过程中扮演什么角色呢？此涉及股权权属变动的模式选择问题。对此，我国公司法理论和实践长期以来众说纷纭、莫衷一是。

（一）意思主义股权变动模式之批判

该情形下主要包括以下两种股权变动模式：（1）纯粹意思主义模式。持此论者认为，股权转让合同（协议）成立并且生效之后，即在转让方和受让方之间发生股权权属变动的法律后果。^{〔32〕} 股权属于无形财产权，加之出资证明书仅是证权证券，故无需像动产那样进行“交付”。至于股东名册变更、公司章程记载、工商登记仅仅是股权变动后公司应尽的义务。^{〔33〕} （2）债权形式主义模式。持此论者认为，股权转让合同（协议）成立且生效后，仅在双方当事人之间产生债的效力，需加上股东名册变更或者工商登记等形式要件，始发生股权权属变动之效力。^{〔34〕} 将股权合同效力和股权权属变动相剥离的优点在于能够体现股权转让方和受让方意思自治之优先性。将股东名册或者工商登记作为股权变动的生效要件，亦能够给交易第三人提供切实的保护。但无论纯粹意思主义模式抑或债权形式主义模式均否认股权变动时公司意思之介入，缺陷显而易见。

第一，意思主义股权变动模式认为股权转让合同生效即产生股权权属变动之效果，虽然对受

〔31〕 参见王泽鉴：《民法思维——请求权基础理论体系》，北京大学出版社2009年版，第139页。
 〔32〕 参见王军：《中国公司法》（第2版），高等教育出版社2017年版，第413页。
 〔33〕 参见王欣新：《公司法》，中国人民大学出版社2008年版，第223、224页。
 〔34〕 参见朱庆：《股权变动模式再梳理》，载《法学杂志》2009年第12期。

让人比较有利，但该说将股权权属变动看成是转让方和受让方合意之结果，排斥公司意思的介入，忽视了股权性质和股权法律关系的特殊性。债权形式主义股权变动模式虽然突出了股权变动的公示效力，但是在股权发生变动后又认为股东名册或者工商登记系股权变动生效要件。既然股权是股东对公司之权利，在股权转让合同签订后股权权属已经发生变动，缘何又要以股东名册或工商登记为生效要件呢？该说存在明显的逻辑悖论。

第二，债权形式主义论者虽然将股东名册或者工商登记作为股权权属变动的生效要件，旨在弥合纯粹意思主义模式的缺陷和不足，但与公司意思决定论者不同的是，该模式下股东名册和股权工商登记变更仅仅被看成是“事实行为”而非“法律行为/商行为”，是对股权转让合同的“履行行为”而非推动股权权属变动的“意思表示行为”。原因很简单，因股权转让合同生效后股权权属即发生转移，股东名册和工商登记变更不过是为了保护交易第三人所增设的形式要件，沦为股权转让合同这一负担行为/债权行为之“附庸”。

第三，债权形式主义股权变动模式亦和司法实践和实证法规定相矛盾和抵触：（1）根据《公司法》第32条第2款和《全国法院民商事审判工作会议纪要》第8点规定，记载于股东名册的股东可以根据股东名册行使股东权利，股东名册具有证明股东身份和资格的效力，不具有设权效力。既然股东名册不具设权效力，又何以认为股东名册变更登记系股权变动的生效要件呢？（2）前已述及，实践中多数有限公司治理水平有限，未备置股东名册，将股权变动与否的判断交于股东名册无异于“刻舟求剑”，属于典型的概念法学思维产物。（3）《公司法》第32条第3款规定“登记事项发生变更的，应当办理变更登记。未经变更登记不得对抗第三人”；《全国法院民商事审判工作会议纪要》第8点后半句亦规定股权转让未向公司登记机关办理股权变更登记，不得对抗善意相对人。因此，将工商登记作为股权变动生效要件亦缺乏立法论基础。

第四，意思主义股权变动无法妥善解决“一股二卖”问题。虽然有观点提出，可以借助《公司法司法解释（三）》第27条第1款股权善意取得制度解决。^{〔35〕}但是意思主义模式下股权实际归属与工商登记、股东名册登记不符是常态，登记不具备公信力因而无法担负起权利外观功能，而善意取得制度适用的标准是“善意且无重大过失”的信赖权利表征。^{〔36〕}按此逻辑，股权受让人若要符合“善意”要件仅查阅股东名册或者工商登记远远不够，“善意”要件举证难度较高且与股权转让这一商行为追求的效率理念和外观原则相悖。

第五，如果受让方已足额支付股权转让款却尚未办理变更股东名册或工商登记手续，依据意思主义模式此时股权权属已经转移至受让方，但是按照外观主义法理，转让方仍是在册和登记股东。在瑕疵股权转让情形下，如果公司或者公司债权人根据《公司法司法解释（三）》第18条第1款诉请受让方（现股东）承担出资责任，对受让方而言亦极为不公。虽然受让方承担出资责任后可以依据《公司法司法解释（三）》第18条第2款就其承担的瑕疵出资责任部分向转让方追偿，但是这毕竟属于事后救济且有可能诱致高昂成本。

〔35〕 该款规定，股权转让后尚未向公司登记机关办理变更登记，原股东将仍登记于其名下的股权转让、质押或者以其他方式处分，受让股东以其对于股权享有实际权利为由，请求认定处分股权行为无效的，人民法院可以参照《中华人民共和国物权法》第106条（现《民法典》第311条）物权善意取得规定处理。

〔36〕 参见叶金强：《物权法第106条解释论之基础》，载《法学研究》2010年第6期。

（二）修正意思主义股权变动模式之证否

该模式下，股权转让合同（协议）成立并且生效之后即在转让人和受让人之间发生股权权属变动的效果，但唯有在通知公司并取得公司认可之后受让人才得以对公司主张股权。易言之，在股权转让协议生效后股权即自动从转让方转移至受让方，但是对公司发生效力则需要“公司认可”。此即修正意思主义模式。^{〔37〕}

修正意思主义模式颇具新意。该说敏锐地观察到股权转让中公司意思的特殊作用，强调应当将股权权属变动事实通知给公司并且得到公司的认可。但是又认为股权转让合同成立并且生效后股权权属即自动移转至受让人，至于后续通知公司并且获得公司的认可不影响股权权属变动，此即“修正”之本义。此模式比照物权变动的意思主义与债权让与的意思主义，将股权理解为债权（对人权和请求权），唯一和债权让与不同的是债权让与仅需要事后通知债权人，而股权转让不仅要通知公司还要得到公司认可，这是由于公司组织法的特性所决定的。^{〔38〕}修正意思主义模式与意思主义股权变动模式本质相同，逻辑缺陷亦显而易见。

第一，如前分析所示，股权性质、权能及法律关系复杂性完全不同于物权或者债权，股权不仅涵盖财产性权利还包括资格性（人身性/身份性）权利。转让方取得股东资格是基于其出资行为，股权本质反映的是转让股东和公司之间的双方法律关系。因此，股权转让如果缺少公司意思的协力和参与，股东资格和身份不可能在转让方和受让方的股权转让合同成立并生效后自动移转。^{〔39〕}受让方亦不可能仅仅基于股权转让合同替代性地进入公司与其他股东的出资法律关系之中。修正意思主义股权变动模式在该问题解释上明显乏力。

第二，修正意思主义模式本质仍然是以交易法/合同法的思维模型处理股权转让问题，对股权性质和股权法律关系的理解存在偏差。持论者一方面认为股权转让合同成立并且生效之后股权权属发生变动，但又否认未经公司认可的股权转让对公司之效力，似乎逻辑周延地关照到交易法和组织法对股权转让法律关系的双重调整，但是既然股权转让合同生效后股权已从转让方移转至受让方，受让方成为股权的实际所有者，若未经过公司“同意”和“认可”对公司不生效力，那么试问：受让方所持无法向公司行使权利的股权还能称为股权吗？

第三，修正意思主义股权变动模式忽视了其他股东意思使其优先购买权无法行使。如果将《公司法》第71条第2款的其他股东的优先购买权理解为形成权，^{〔40〕}形成权者，乃依权利者一方之意思表示，能使权利发生、变更、消灭或生其他法律上效果之权利也。^{〔41〕}形成权本质系体现一定“支配”特征的单方法律行为。^{〔42〕}根据修正意思主义模式股权转让协议/合同签订之后股

〔37〕 此观点最早由李建伟教授提出，他认为股权类似于债权让与，应准用债权让与规则，转让合同生效后股权权属发生变动 [参见李建伟：《有限责任公司股权变动模式研究——以公司受通知与认可的程序构建为中心》，载《暨南学报（哲学社会科学版）》2012年第12期]，不过近期又出现了明显转向。他基于股权社员权本质又认为股权应当在通知公司并且在公司知晓认可（确认）后始发生变动 [参见李建伟：《公司认可生效主义股权变动模式——以股权变动中的公司意思为中心》，载《法律科学（西北政法大学学报）》2021年第3期]。

〔38〕 参见李建伟：《公司法》，中国人民大学出版社2000年版，第242页。

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

〔40〕 参见赵旭东：《股东优先购买权的性质和效力》，载《当代法学》2013年第5期。

〔41〕 参见史尚宽：《民法总论》，中国政法大学出版社2000年版，第25、26页。

〔42〕 参见江平：《民法学》（第4版），中国政法大学出版社2019年版，第35、36页。

股权属即发生变动，在股权权属已经转移至受让股东的前提下其他股东如何行使优先购买权？如作为维护有限责任公司股东之间人合性而设计的其他股东优先购买权将会沦为空文。道理显而易见，其他股东优先购买权针对的对象是转让股东而非受让股东的股权。

（三）公司意思决定股权变动之解释展开

该模式下，“股权转让合同（协议）”和“股权权属变动”被严格区分为两个法律事实，前者属于负担行为（债权行为），后者属于处分行为（物权行为）。^{〔43〕}股权转让合同系转让方和受让方双方意思表示一致之法律行为，只要符合《中华人民共和国民法典》第134条、第143条民事法律行为的成立和生效要件，不违背法律、行政法规强制性规定和公序良俗，即为有效，无需公司意思的介入。但是股权转让合同（协议）的有效并不当然导致股权权属变动，股权转让合同（协议）仅是股权权属变动的原因（负担）行为，^{〔44〕}意在约束转让方和受让方守诺履约。当事人如欲发生股权权属变动（处分行为）之法律效果，尚需将股权转让事实“通知”给公司并且公司“同意”和“认可”受让股东身份后，^{〔45〕}受让方才能替代性地进入原股东和公司的出资法律关系当中，获得股东成员资格，行使股权权利并且承担义务。^{〔46〕}公司意思决定股权变动模式的优点在于：（1）严格区分股权转让合同（负担行为）和股权变动（处分行为）两阶段，明确股权变动不同阶段股东和公司各自的义务和角色，使法律关系得以明晰化。（2）突出股权转让过程中公司意思的“决定”和“支配”作用，契合了《公司法》的团体法和组织法的本质。（3）有助于保护其他股东利益。公司作为营利性社团组织，股东作为其社员，团体组织对于团体成员本身就负有保护义务。^{〔47〕}有限责任公司基于其人合性和封闭性考量，一般无需像股份公司那样设置较为复杂的权力制衡模式。股权变动（尤其是大额的股权变动）随着新股东加入，往往会对公司的人合性造成较大冲击，影响公司运营稳定和发展预期。因此，其他股东可以合理期待公司的经营计划和经营方针能够保持长期的稳定性和连续性，公司亦有义务满足其他股东合理预期之实现，确保其利益不受侵害。公司意思主动介入是保证其他股东利益不受侵害和实现其合理预期的关键一环。（4）有助于保护公司债权人利益。股权变动亦有可能损害公司债权人利益，尤其在完全认缴制之下，出资未届期股权转让方为规避出资义务可能在出资届期之前将股权转让给受让方以试图“金蝉脱壳”。^{〔48〕}对这类恶意规避出资义务损害债权人利益之情形，如果赋予公司对未届期股权转让的同意权，无疑会大幅度降低未届期股权转让纠纷的诉累并且能够有效堵塞完全认缴制的漏洞。总之，公司意思决定说符合公司法作为团体法和组织法的本质，对公司、其他股东和公司债权人保护可谓立意良善。

遗憾的是，我国《公司法》第71条并无关于公司“同意”和“认可”的制度设计。《公司

〔43〕 参见钱玉林：《股权转让行为的属性及其规范》，载《中国法学》2021年第1期。

〔44〕 参见赵旭东主编：《公司法》，高等教育出版社2012年版，第304页。

〔45〕 参见前引〔2〕，李建伟文。

〔46〕 参见《广西高级人民法院民二庭关于印发〈关于审理公司纠纷案件若干问题的裁判指引〉的通知》（桂高法民二〔2020〕19号）。

〔47〕 参见叶林：《私法权利的转型——一个团体法视角的观察》，载《法学家》2010年第4期。

〔48〕 参见北京市第三中级人民法院（2020）京03民终第3634号民事判决书；上海市第二中级人民法院（2018）沪02民终第9359号民事判决书。

法》第71条第2款的股东优先购买权中“其他过半数股东同意”亦不能解释为“公司”之同意，此乃为保障有限公司人合性设定的“其他股东”同意权，并且《修订草案二审稿》第84条第2款对此已经做了修订。二审稿第84条第2款规定股权外部转让时应当就股权转让的数量、价格、支付方式和期限等事项书面通知其他股东，其他股东在同等条件下有优先购买权，删除了《公司法》第71条第2款的股权转让需经“其他过半数股东同意”之规定。为此，有学者提出，为消除股权转让的不确定性，与其规定公司有权拒绝变更股权登记，莫如正面承认公司对股权转让的审查权，^{〔49〕}还有学者就公司审查权的行使原则及边界做了进一步的阐释。^{〔50〕}

不过值得称道的是，《修订草案二审稿》第86条对该问题有了明显改进。根据《修订草案二审稿》第86条规定，股东转让股权应当书面通知公司请求公司变更股东名册，需要办理变更登记的并请求公司办理工商登记变更，公司无正当理由不得拒绝。公司拒绝或者在合理期限内不予答复的，转让人、受让人可以依法向人民法院起诉。该条可以分解为六层意思：（1）股权转让应当通知公司。（2）通知形式仅限于书面形式，排除书面以外口头等其他通知形式。（3）通知义务的主体为股东。这里的股东仅指转让股东抑或包括受让股东呢？既然股权转让行为由转让股东触发，转让股东是最主要的利益相关方，^{〔51〕}理应由其承担通知义务。但是笔者认为，为保障公司能够及时知晓股权转让事宜，应对此处通知义务主体做扩张解释，包括转让方和受让方。无论谁通知只要达到使公司知晓目的即可。（4）通知义务受领主体为公司。《修订草案二审稿》第86条仅规定股权转让应当书面通知公司，作为拟制主体公司无法受领，对此，需结合《修订草案二审稿》第10条进行体系解释。根据该条规定执行公司事务的董事或者经理为公司法定代表人。当股权转让书面通知书达到公司住所、指定邮箱或者在法定代表人收悉通知书之后应判定转让方和受让方履行了通知义务。（5）公司有义务配合办理变更股东名册和工商登记手续。（6）公司拒绝办理或者在合理期限不予答复，转让方和受让方享有追诉权。

《修订草案二审稿》第86条“增设”股权转让时转让方和受让方对公司的“书面通知”义务，强化了股权转让过程中公司的作用。如果对比《公司法（修订草案）》第84条第2款“删除”其他股东过半数通知之规定，前后“增”“减”变化彻底理顺了股权转让中其他股东和公司的角色定位，属于重大的立法进步和创新。但是《修订草案二审稿》第86条是否如学者所言已规定了公司对股权转让的“同意权”和“认可权”呢？笔者认为值得商榷。如果《修订草案二审稿》第86条承认股权权属变动需经公司的“同意”或者“认可”，在股东通知公司并且公司知悉之后其有做出“同意”或者“拒绝同意”的自决权，但是第86条后半句却又明确规定公司拒绝变更时，转让方和受让方享有追诉权，这等于变相承认了“股东”在股权转让中的主导地位，强调股东股权处分权法益之优先保护，公司仍然是“被动”配合办理股权变动相关手续的角色。换言之，《修订草案二审稿》第86条虽然肯定了股权变动公司意思介入，但这种介入属于“被动”而非“主动”介入。《公司法》修改是否有必要规定公司对股权转让的“同意权”，实值慎思。笔

〔49〕 参见前引〔2〕，叶林文。

〔50〕 参见前引〔2〕，李建伟文。

〔51〕 参见梁上上：《有限公司股权对外转让的自由与限制——以利益位阶理论为视角展开》，载《清华法学》2022年第2期。

者认为，未来《公司法》如延续《修订草案二审稿》第86条的制度安排，解释论上亦可考虑将此处转让方、受让方的“通知”义务作为股权权属变动的生效要件，^{〔52〕}如果这一逻辑成立，不仅能够有效解决股权转让过程中股东对股权处分权“主导”地位和公司意思介入股权转让的冲突调适问题，亦能够消弭长期以来关于股权权属变动确定标准的理论分歧，并与我国《公司法》及相关司法解释规定以及司法实务相吻合。

我国现行《公司法》第31条、第73条规定公司成立或者转让股权后应当向新股东签发出资证明书；第32条第2款规定股东名册系股东行使股权之依据，工商登记具有对抗第三人之效力。^{〔53〕}2019年11月8日最高人民法院印发的《全国法院民商事审判工作会议纪要》（法〔2019〕254号）第8点规定，有限责任公司股东转让股权，受让人以其姓名或者名称已经记载于股东名册为由主张其已经取得股权的，人民法院应当依法予以支持。股东名册仅具有证明股权权属变动的效力。广西壮族自治区高级人民法院民二庭印发的《关于审理公司纠纷案件若干问题的裁判指引》（桂高法民二〔2020〕19号）更明确：在公司认可股权受让方的新股东资格时始发生股权变动效力；个案中应以公司确认该次股权变动的时间为变动时间点，具体时间点应以公司开始变更股东名册、变更公司章程记载事项、办理股权工商变更登记、向受让方签发新的出资证明书等变更手续为准。考虑到部分公司未备置股东名册，如受让方首次参加股东（大）会或者参与公司分红等经营事务，表明股东在事实上已经开始行使股东权利，亦可以认定为股权变动的时间点。^{〔54〕}赵旭东教授虽然未直言股权变动中公司意思的介入作用，但是他认为股东的股权源于工商设立登记，以登记获得的股权通常都以登记形式转移，因此股权变动当然也以变更工商登记为要件，^{〔55〕}紧承之后，又将这一过程详细描述为：先由转让方向公司董事会或者章程规定的内部组织机构申请股权变更登记，再由公司登记机构依《公司法》及公司章程规定进行审核。若转让行为符合规定，公司登记机构应当同意变更股东名册并到工商行政管理部门办理工商变更登记手续。^{〔56〕}针对学理解释的混乱和模糊，若变换视角将此处股东名册变更、修改公司章程、签发出资证明书、变更工商登记解释为对公司意思的履行和实现，其背后推手是转让方将股权转让事项“主动”以“书面形式”通知公司后公司对股权转让这一事实“配合”和“认可”之意思表示，则《公司法》第32条、第73条及《公司法司法解释三》第23条的解释分歧即迎刃而解。

不过值得检讨的是，即便持形式主义股权变动模式论者亦否定股权变动中公司意思介入的作用，多数论者认为，股东名册或者工商登记仅系股权变动的生效或者对抗要件，是受让方享有股权的外在表征而不具有设权性质，属于事实行为而非公司意思表示行为。这种解释的缺陷显而易见，就股权工商变更登记而言，若将之理解为对股权权属变动的履行行为或事实行为并将登记归于公法而非私法行为，对启动和实现登记程序行为背后转让人和受让人意思表示之合致、公司意思的介入和推动的作用漠视不顾，可能会将私法主体（公司）对股权处分权的决定权交于行政管

〔52〕 参见高永周：《转让通知：有限公司股权转让的生效要件》，载《月旦法学杂志》2022年第2期。

〔53〕 参见范健、王建文：《公司法》，法律出版社2005年版，第268页。

〔54〕 参见河南省郑州市中级人民法院（2016）豫01民终第2339号民事判决书；北京市第三中级人民法院（2016）京03民终第6233号民事判决书。

〔55〕 参见赵旭东、邹学庚：《股权变动模式的比较研究与中国方案》，载《法律适用》2021年第7期。

〔56〕 参见前引〔44〕，赵旭东主编书，第300页。

理机关。将股权转让理解为国家的行政管理行为也可能导致工商管理机关人员滥权和权力寻租，长此以往，对股权（份）自由流通及私权精神之培育有害无益。

五、公司意思介入股权转让的边界控制

公司意思介入股权转让并非漫无边界，介入过度无疑会戕害股东对股权的处分权，有违私法自治和投资自愿原则，亦会阻碍股权自由流通，最终将不利于有限责任功能发挥。因此，有必要控制好公司意思介入的边界和限度。

（一）公司章程不得禁止股权转让

《公司法》第71条第4款规定：“公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。”这使《公司法》第71条前三款变成可以通过章程排除的“缺省性”条款。^{〔57〕}该如何理解此处章程对股权转让的“另有规定”呢？有观点认为，根据文义解释，公司章程“另有规定”是指只要有限责任公司章程对股权转让作出了“除外”规定，该规定即自动获得裁判法源地位，^{〔58〕}此即“公司创制章程条款”^{〔59〕}；亦有观点认为，该“另有规定”属公司自治范畴，章程可以对股权转让设定任意限制条件，此乃有限公司人合性特征的体现。^{〔60〕}笔者认为，上述观点均具有一定道理，但似存在“僵化式”解读之嫌。虽然该款赋予公司章程对股权转让的自治权，但是这种自治应当有一定的边界和限度，而非任由当事人自由创设公司章程条款。当事人虽然可以对股权转让事项事先或者事后通过章程条款“另行约定”，但这种约定不得违反“股东退出自由”这一底线要求，不能造成股权转让失权的后果。^{〔61〕}众所周知，股权自由流通是资本企业的生命线，不允许股权自由流通就等于扼杀了资本企业的生命线。^{〔62〕}股权自由转让增强了股东权益的流动性，最大化了股东分散投资的能力，使其更容易构造和维持多元化的投资组合。^{〔63〕}因此，无论初始章程制定抑或章程修正案，若章程创制条款中出现了类似“禁止股权转让”“股权不得转让”“一律不得对外转让”的规定均属无效。前述指导案例中公司虽未直接禁止股权转让，但通过其他限制性条件或对转让程序的限制使股权不能/无法外部转让，属于变相禁止股权流通。这种禁止无论是针对部分还是全部股份份额，亦无论是针对优先股股东、普通股股东或者控股股东，均属无效。允许股权自由转让的目的是恪守有限公司资合性法则和为中小股东退出公司预留通道，蕴藏着公司法的人文主义关怀。股权转让应当坚持股权处分权属性，不能彻底否定股权自由流通。

（二）公司章程可以限制股权转让程序

解释法律应当遵循体系解释原理，体系解释对确定规范意旨至关重要。^{〔64〕}单个规范不是无

〔57〕 缺省性规范亦称推定适用规范，需要当事人明确做出适用与否的选择，在当事人未选择的情况下，该类规范才会自动适用。参见〔加〕布莱恩·R·柴芬斯：《公司法：理论、结构和运作》，林伟华等译，法律出版社2001年版，第235页。

〔58〕 参见钱玉林：《公司章程对限制股权转让的效力》，载《法学》2012年第10期。

〔59〕 前引〔23〕，郭富青文，第52页。

〔60〕 参见奚庆、王艳丽：《论公司章程对有限公司股权转让限制性规定的效力》，载《南京社会科学》2009年第12期。

〔61〕 参见上海市第二中级人民法院（2014）沪二中民四商终字第330号民事判决书。

〔62〕 参见江平：《现代企业的核心是资本企业》，载《中国法学》1997年第6期。

〔63〕 参见〔美〕莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼：《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12页。

〔64〕 参见〔德〕卡尔·拉伦茨：《法学方法论》，陈爱娥译，商务印书馆2003年版，第316页。

组织、混乱地归置在一起，理想状态下的法秩序被思考成为一个整体。单个规范的适用实际上是整个法律制度的适用，犹如“相同的血液流淌在整个机体之中”^{〔65〕}。公司章程虽然不能创设禁止股权转让条款，但是可以对股权转让程序作出限制性规定。《公司法》第71条第4款之含义需结合前三款进行体系化解读。根据《公司法》第71条第1款规定，有限公司股权内部转让法律并无限制；对于外部转让，根据第2、3款需经转让股东书面通知其他股东征求其意见并且经其他股东过半数同意。其他股东过半数不同意转让的，不同意的股东应当购买该转让的股权。不购买的，视为同意转让。经股东同意购买的股权，同等条件下其他股东有优先购买权。《公司法》第71条第2、3款旨在对股权外部转让程序进行严格控制，以试图在有限责任公司人合性和股权处分自由价值之间寻求妥当平衡。第4款明确章程可以对股权转让“另有规定”，结合第2、3款体系解释，此处的“另有规定”系指章程对股权转让的程序另有规定的，从其规定。即章程可以对股权转让程序作出或宽或严规定，至于如何规定，则由章程自治决定。因此《公司法》第71条是对股权转让的程序限制而非内容限制。^{〔66〕} 此处章程限制股权转让仅指对股权转让的程序性限制，如果公司章程创设条款规定股权转让时转让方应当通过书面通知并且以登报的方式通知其他股东，并将此处答复期限由30日改为40日、50日或更长时间，或者公司章程规定股权外部转让应当经其他股东四分之三或者全体股东一致同意，^{〔67〕} 对此类章程限制股权转让程序的创设条款应当承认其效力，个案裁判中亦应当认可其裁判法源地位。

（三）公司不得介入股权转让合同

虽然公司章程可以对股权转让程序作出限制性规定，不论这种限制性规定是在初始章程制定抑或是在后续章程修改中明确，只要符合公司意思（意志）形成的机理，均属有效。但是公司意思不得直接介入股权转让合同（协议），不得干涉契约自由和市场主体行为自愿原则，此亦私法自治精神和债之相对性原理的应有之义。股权转让合同（协议）属于转让方和受让方意思表示一致的法律行为，其约束力只能来源于当事人自己的内心意愿（效果意思）而非第三者（公司）。关于转让份额、合同价金、违约金、保证金及合同签署地、生效时间、争议解决条款的设计，只要符合《民法典》第143条法律行为的有效要件，即在当事人之间发生法律效力。实践中需警惕控股股东和享有控制权的股东凭借其影响力和地位支配公司意思的形成和公司经营活动，将个人意思转换为公司意思要求审查股权转让合同内容。对此，应当强化对控股股东和实际控制人滥用控制权之法律规制，^{〔68〕} 有必要在其实施不当控制行为时赋予受侵害的中小股东损害赔偿请求权。但是中小股东损害赔偿请求权实现困难且行权成本较高，莫如将董事信义义务广泛扩张到股东身上。^{〔69〕} 《公司法》修订有必要明确规定股东（尤其控股股东）和实际控制人对中小股东的信义义务。^{〔70〕}

（四）公司不得拒绝履行程序性义务

公司履程序性义务的前提是股权转让合同当事人的主动告知，在转让方和受让方将股权转

〔65〕 参见〔奥〕恩斯特·A·克莱默：《法律方法论》，周万里译，法律出版社2019年版，第59页。

〔66〕 参见前引〔58〕，钱玉林文。

〔67〕 参见最高人民法院（2020）民终第1224号民事判决书。

〔68〕 参见赵旭东：《公司治理中的控股股东及其法律规制》，载《法学研究》2020年第4期。

〔69〕 参见侯东德：《董事会对短期行为主义的治理》，载《中国法学》2018年第6期。

〔70〕 参见刘俊海：《论控股股东和实控人滥用公司控制权时对弱势股东的赔偿责任》，载《法学论坛》2022年第2期。

让事宜通知公司后,公司有义务协助其办理变更股东名册和公司章程、签发新的出资证明书以及变更股权登记等手续。前已述及,此种公司意思参与是被动的,也就是说,其必须等到股权转让的当事人提示、询问或者提出变更要求之后才可以介入。如果公司拒绝协助履行前述程序或者在合理期限内不予答复其法律效果为何?我国《公司法》及司法解释未具明文。《修订草案二审稿》第86条明确规定转让方或者受让方可以依法向人民法院起诉。当公司不履行或者不配合履行上述义务时,股权受让人亦可以依据自己将享有公司股权之事实要求公司进行变更,甚至可以提出变更之诉。^[71]若因股权变更时间迟延等原因导致受让股权收益受损,股东可以提起直接诉讼甚至派生诉讼,要求公司承担损害赔偿或者可能产生董事赔偿责任问题。

Abstract: The intention of the company involved in equity transfer may be caused by the particularity of equity nature, power and legal relationship. There are three ways for the company to intervene including the articles of association, the resolution of the shareholders' (general) meeting and the sponsor (subscription) agreement. It is not the company's intention to intervene in equity transfer that controlling shareholders manipulate the shareholders' meeting or some shareholders falsify the resolutions of the shareholders' meeting to dispose of other shareholders' equity. The types of intervention can be divided into active and passive intervention according to different subjective states. According to the different content of intervention, it can be divided into procedural and substantive intervention. According to the different intervention time, it can be divided into pre-event, in-event and post-event intervention. The mode of stock ownership change of meaning, modified meaning or formalism all ignore the involvement of corporate meaning in stock ownership transfer and has defects and deficiencies. Article 87 of the first draft Amendment to the Company Law and Article 86 of the second draft Amendment to the Company Law stipulate the shareholders' obligation to notify the company when equity transfer. Although it strengthens the company's position and role in equity transfer, it does not recognize that equity ownership changes need to be approved by the company. The company's intention to intervene in equity transfer shall comply with four binding requirements. First, the articles of association shall not prohibit equity transfer. Second, the articles of association can restrict the procedure of equity transfer. Third, the company shall not be involved in the equity transfer contract. Fourth, the company shall not refuse to perform its procedural obligations.

Key Words: the company mean, intervention, equity transfer, notification obligations, change of equity ownership

(责任编辑:周游 赵建蕊)

[71] 参见上海市闵行区人民法院(2009)闵民二(商)初字第833号民事判决书。

《公司法》修订背景下有限责任公司适用类别股的实践路径与理论证成

王 丹*

内容提要：“公司法修订草案”明确股份有限公司可以发行与普通股权利不同的类别股，但由于固化的思维惯性和谨慎的立法探索，类别股的适用主体和类型规定都较为保守。域内外公司实践中类别股已不限于仅在分配股利和剩余财产以及表决权方面具有优先性或者特别内容的股权类别，而成为公司为适应股东多样化诉求而设计的股权灵活配置方式。以有限责任公司中的创业公司为例，其为应对股东的出资形式、出资进度、利益诉求的不对等，创造了种类繁多的类别股类型和内容，类别股成为公司的新常态。个性化特征明显、极具人合性与封闭性的有限责任公司才是类别股发挥功能的首要场域。在《公司法》修订时，应将类别股发行主体扩展于有限责任公司，其类型内容相较股份有限公司应当更为灵活。

关键词：类别股 有限责任公司 创业公司 优先股

• 111 •

类别股制度在我国的适用多年来一直处于谨慎探索之中。2021年《中华人民共和国公司法（修订草案）》和2022年《中华人民共和国公司法（修订草案二次审议稿）》（以下合称为“公司法修订草案”）^{〔1〕}中明确规定了类别股的发行，可以期待未来类别股在我国将有更为充分的立法支撑和更为广阔的适用空间。但与此同时，“公司法修订草案”将类别股的发行主体范围限定于股份有限公司，且对于类别股的类型进行了列举式限制，此种立法思路的合理性值得探讨。本文以有限责任公司中的创业公司丰富多样的类别股实践为例，对类别股适用于有限责任公司的实践路径、理论基础和现实障碍进行分析，并提出对我国有限责任公司适用类别股制度的思考。

* 王丹，北京建筑大学城市经济与管理学院副教授。

〔1〕 因两次审议稿对类别股的规定差别不大，下文为行文简洁，除需分别讨论二者规定外，将二者一并称为“公司法修订草案”。

一、类别股的含义辨析

（一）类别股的概念界定：与特别股、优先股之辨

我国理论界对类别股的概念认定主要有两种观点：一种认为类别股是与普通股平行的概念，是区别于普通股、股东权利在某些方面有所扩张或限制的特殊股份类型，〔2〕该概念范畴下的类别股与特别股同一含义；另一种观点认为类别股为上位概念，涵盖了特别股与普通股，是包括普通股与特别股在内的体现权利义务不同配置的股份类型的统称。〔3〕优先股被认为是特别股中的一种类型。

从我国立法规定来看，之前的法律法规及规章主要围绕“优先股”进行规范，而在“公司法修订草案”中则明确了“类别股”这一概念，规定股份有限公司可以发行“与普通股权利不同的类别股”，由此可见，立法者将类别股定义为与普通股相对应的在股东权利义务方面有特殊配置的股份类型。从“公司法修订草案”中列举的类别股类型来看，既有在分配利润和剩余财产以及表决权方面优先于普通股的股份，也有劣后于普通股的股份，囊括了所谓的优先股和劣后股等不同类型。

类别股与优先股看似用词迥异，实际上殊途同归。公司财富分配本身是一种博弈，在公司总财富确定的前提下，一方获得的收益多就必然意味着另一方获得的收益少。特别股或者类别股所享有的经济性权利的优先性往往是以参与性权利的限制或取消为对价，〔4〕而如果在表决权等公司管理方面具有优先性的权利，一般都在财产利益分配时处于劣后地位。强管理权、强财产分配权和弱管理权、弱财产分配权的类别股都极其罕见。“在一部分投资者有特别需求而其他投资者被抑制的权利能够通过其他优先权利加以填补时，特别股的创制才是可行的。”〔5〕同样，就优先股这一概念而言，其真正含义也不在于“优先”，而在于“特别”，方方面面具有优先性的股权是难以存在的，优先股本身侧重描述的也是一种记载有不同于一般股权的特殊权利义务安排。可见，“优先股”这一表述只反映出该类型股份的一方面特征，而与之相伴随的部分权利的劣后性，正如同硬币的另一面，无法在这一概念中体现，容易引起误解。正因为此，“公司法修订草案”中将此类股份名称统一为“类别股”，其与既往理论研究和相关法律规定中的“优先股”实际上是对同一范畴股份的描述。

综上，目前我国理论界和法律规定中认可的类别股，是指公司发行的与普通股相对应的享有特别权利的一种特殊类型股份，多数表现为在公司财产利益分配和管理权方面具有优先性的权利。财产利益分配优先的类别股通常风险小于普通股、收益大于普通债券，是一种较常用的投融

〔2〕 参见朱慈蕴、沈朝晖：《类别股与中国公司法的演进》，载《中国社会科学》2013年第9期；刘胜军：《类别表决权：类别股股东保护与公司行为自由的衡平——兼评〈优先股试点管理办法〉第10条》，载《法学评论》2015年第1期。

〔3〕 参见任尔昕：《关于我国设置公司种类股的思考》，载《中国法学》2010年第6期；赵玲：《我国类别股创设的法律路径》，载《法学杂志》2021年第3期。

〔4〕 参见汪青松：《股份公司股东权利多元化配置的域外借鉴与制度建构》，载《比较法研究》2015年第1期。

〔5〕 前引〔3〕，赵玲文，第79页。

资工具，一方面其基本属性为股票，另一方面又具有债券的诸多特征，〔6〕在股利收益固定的同时表决权往往受到一定限制；而表决权优先的类别股主要用于一些需要保有公司控制权的场合，其往往以分红权受限或劣后为代价。

（二）类别股的含义扩展：历史与比较研究

以上定义一定程度上揭示出类别股的内涵和特点，但是过于保守和拘谨，缺乏与时俱进的活力。类别股制度肇始于19世纪二三十年代的英美，此后随着公司法理论研究的深入和对股权内容认识的不断深化，类别股类型不断充实，内涵逐渐丰富，已经不限于仅在分配股利和剩余财产以及表决权方面具有优先性或者特别内容的股份，而成为发行公司为适应投资者多样化诉求而设计的多种股权配置方式。

美国《标准商事公司法》第6.01部分“授权公司不受限制地创设新奇的类别或者系列股份”，“公司经常会创设载有新颖、特别条款的证券类型，有时为了响应公司特定情形下的需求，有时为了解决资本运作中的财务问题，也有时是为了实现企业参与各方之间的控制与被控制的关系安排”〔7〕。公司可以根据设立和运营不同阶段的不同需要创设新的类别或形式的股份，法律规定无法预设公司发展中的所有情形，也没有必要提前框定公司股份的类型。《标准商事公司法》第10.04条还规定某一类别股东在法律允许的若干情况下，可对章程的修订进行与普通股不同的特别表决，该修订可能会改变该类别股东享有的权利、该权利的优先性位次和受到的限制。〔8〕

美国特拉华州公司法对类别股的相关内容规定为：任何公司都可以发行具有完整的、部分的甚至无表决权的股份，可以发行有优先的参与权、选择权或有其他特殊内容的权利，包括有特别限制的股票；同时要求公司章程或者董事会根据章程条款的授权发行该特别股票的决议中，应该对该种股票所包含的特殊权利、义务和限制有明确规定；还对可能包含的特殊权利进行了一定程度的列举，如公司股份回购的权利、优先分红派息的权利、优先清算分配的权利、优先转换为普通股或其他类别股份的权利等。〔9〕从其规定的宽泛列举不难看出，其对类别股规定的出发点同样是授权、示范性的，而非限制。美国对赋权性规则之重视，为其金融创新留下充分的制度空间。〔10〕

英国2006年《公司法》第17部分第9章对于类别股所附权利的设定和更改做出了相应的程序性要求，允许公司根据自身发展需求对类别股的不同优先等级进行设定或者更改，但要求股东在设立公司时必须在发售文件和章程中明确约定类别股的权利内容，未来一旦发生争议，法院会以相关文件中陈述的权利内容为准。〔11〕

〔6〕 See Charles R. Korsmo, *Venture Capital and Preferred Stock*, 78 Brooklyn Law Review 1163 (2013).

〔7〕 American Bar Association Section of Business Law, *Model Business Corporation Act Annotated* (Vol. 1), Supp. 2009, pp. 6-12.

〔8〕 参见沈四宝：《最新美国标准公司法》，法律出版社2006年版，第158-159页。

〔9〕 See William W. Bratton & Michael L. Wachter, *A Theory of Preferred Stock*, 161 University of Pennsylvania Law Review 1815, 1847-1852 (2013).

〔10〕 参见李安安：《股债融合视域下的公司治理：现实检讨与法制回应》，载《西南民族大学学报（人文社会科学版）》2020年第4期。

〔11〕 See Companies Act 2006, UK, § 630-635.

可见,类别股的概念在英美公司法实践中已经被大大拓宽,类别股表现为公司可以自由创设的一切不违反公司强制法律的股权类别或系列。类别股无法被单一的、固定的特征或内容所描述,其核心特点就是多种类和异质性。特别是在类别股运用于风险投资领域时,没有一种放之四海而皆准的、理想化的模式,而应该是量身定做的制度安排。^{〔12〕}

(三) 我国类别股制度的探索历程:从优先股到类别股

我国类别股制度的适用经历了漫长的摸索过程。早在1992年,当时的国家经济体制改革委员会颁布《股份有限公司规范意见》,后被确认为具有政府部门规章的法律效力。^{〔13〕}该文件仅允许发行积累的无表决权的利益分配优先股。1993年深圳市人民政府公布的《深圳市股份有限公司暂行规定》规定股份有限公司可以发行多种类型的优先股,并不局限于无表决权的利益分配优先股,包括利益分配优先股和劣后股、有表决权的优先股和无表决权的优先股,以及可转换为普通股的优先股。该规定中的“优先股”已经是包含了多种特殊类别股份的“类别股”,内容颇具前瞻性。

2005年国家发改委发布《创业投资企业管理暂行办法》,第15条规定:“经与被投资企业签订投资协议,创业投资企业可以以股权和优先股、可转换优先股等准股权方式对未上市企业进行投资。”可以看出该办法已经认识到优先股制度对于股份有限公司以外的有限责任公司特别是未上市的创业企业的重要性,但是对优先股“准股权”的定位令人费解。它与股权的关系如何?两者法律地位有何区别?这一规定与《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)如何协调?^{〔14〕}这一系列的问题无法得到回答。此后关于类别股的探索主要集中于公众公司。2013年颁布的《国务院关于开展优先股试点的指导意见》,从优先股股东的权利与义务、优先股的发行与交易、组织管理和配套政策等几个方面对优先股相关制度进行了规定。该意见认为优先股是与普通股份不同的其他种类股份,其持有人比普通股股东优先分配公司利润和剩余财产,对公司事务决策管理的权利则受到相应的限制。2014年证监会发布、2021年修正的《优先股试点管理办法》,明确规定上市公司可为发行优先股的主体,非上市公众公司可以通过非公开的方式发行优先股。

此前我国对于类别股的探索主要集中于法规和规章的层面,作为公司领域效力层级最高的《公司法》对类别股鲜有涉及。《公司法》第131条授权国务院可以针对公司发行其他种类的股份另行做出规定,给下位法的立法者探索类别股及相关法律制度保留了空间。但由于制度惯性,该种授权一直限于股份有限公司。同时,《公司法》第34条、第42条对于有限责任公司的股东分红权及表决权做出了与一般股东权利不同的除外规定,允许章程或者全体股东约定这两项权利不按照出资比例行使,该两项规定被认为授予了有限责任公司“章程自治权”,与类别股制度的功能相仿。

2021年公布的《中华人民共和国公司法(修订草案)》第157条、2022年公布的《中华人民共和国公司法(修订草案二次审议稿)》第144条均专门对类别股做出了规定,明确公司可以

〔12〕 参见前引〔6〕,Charles R. Korsmo文,第1171页。

〔13〕 参见《国务院办公厅关于执行〈股份有限公司规范意见〉的通知》(国办发〔1993〕27号)。

〔14〕 参见于莹、潘林:《优先股制度与创业企业——以美国风险投资为背景的研究》,载《当代法学》2011年第4期。

按照公司章程的规定发行与普通股权利不同的类别股，包括财产分配优先和劣后股、特殊表决权股、转让受限股等几类。以上规定是我国首次拟在法律层面对类别股做出规范，对于类别股未来的适用具有相当重要的意义。但是不难看出，草案中对于类别股的规定仍然小心翼翼。一方面，类别股规定于“股份有限公司的股份发行和转让”章，意味着类别股的发行仍然只适用于股份有限公司，排除了有限责任公司设立类别股的可能性；另一方面，采用列举方式对公司可发行的类别股类型进行规定，固守类别股是对股东平等原则的突破的基本观点，认为法律应当对于类别股的类型予以严格限制，始终难以走出“表决权优先股”“分红优先股”的类型窠臼。正如《关于〈中华人民共和国公司法（修订草案）〉的说明》中指出的，草案中的类别股制度是“为适应不同投资者的投资需求，对已有较多实践的类别股作出规定”，基于此立法背景，以及一直以来的立法惯性，“公司法修订草案”中的类别股制度相较此前的立法实践并无重大突破。

二、有限责任公司适用类别股的实践路径——以创业公司为示范

根据域外经验，类别股主要适用于两个基本的领域：一类是针对公众公司的投资者，其诉求是获得相对普通股更为稳定的收入回报，股权内容主要体现为优先支付股利；另一类的典型代表是风险投资中的类别股，主要针对投资者在投资增值和退出保护时优先于普通股。^{〔15〕} 美国学者的实证研究显示，类别股被广泛用于高风险、前沿尖端的创业企业。^{〔16〕} 创业企业一般采用有限责任公司形式，适用风险投资条款。可以说，创业公司为代表的有限责任公司是类别股适用的最重要场合之一。接下来本文以创业公司为例，研究有限责任公司中适用类别股的必然性。

（一）适用类别股是创业公司的天然诉求

创业企业是指处于初创阶段的创新开拓型企业，主要包括发展潜力大、投资回报丰厚的科技型企业、互联网企业等，多采用公司制或者有限合伙制的组织形式，其中公司制创业企业即创业公司。创业公司多数为有限责任公司，少数是非公众股份有限公司。创业公司的内涵可以进一步描述为：首先，以高科技、自主型创新企业为典型，知识、技术和高品质的人力资本构成公司的主要资源；其次，拥有高成长性和爆发力，关注新科技、新产品和新技术，^{〔17〕} 进入市场后如果获得良好反应，回报率远高于传统企业，对投资人构成特殊的吸引力；再次，行业竞争激烈，不确定性强，存在技术和市场方面的较大风险；最后，公司现有资产、规模和业绩使之难以获得银行的商业贷款，不能在证券交易所上市和获准公开发行债券，其融资渠道主要为天使投资、创业投资（VC）、私募股权投资（PE）等机构和个人面向初创企业的投资。总之，创业公司作为典型的风险企业，融资渠道少、难度大。美国创业公司的资金支持主要来自机构投资者、公众或者私人公司投资人，^{〔18〕} 而我国的企业融资渠道更窄，创业公司融资困难问题凸显。与此同时，天使投资、私募基金等投资人对创业公司有强烈的投资愿望。在此情况下，类别股灵活多样的设计为

〔15〕 See Spencer G. Feldman, *Preferred Stock: A Privileged If Peculiar Class*, 58 Practical Lawyer 57 (2012).

〔16〕 参见前引〔6〕，Charles R. Korsmo 文，第 1164 页。

〔17〕 参见前引〔6〕，Charles R. Korsmo 文，第 1169 页。

〔18〕 See Darian M. Ibrahim, *Debt as Venture Capital*, 2010 University of Illinois Law Review 1169 (2010).

公司融资提供了多种选择,投资主体与融资主体可以实现共赢。

创业公司股东主要由两类成员构成:一类是控制管理公司的创业者,又被称为创始人、企业家,另一类是向公司投入资金的投资人。两类股东在出资方式、进度、诉求和利益保护等方面有很大差异。首先,出资的履行方式和风险不同。投资人以物力资本出资,往往以货币方式一次性或分期投入公司;创业者以人力资本出资,主要体现为未来的服务承诺。投资人是先付义务,创业者是后付义务,且人力资本的特点决定其不可能一次性到位,只能逐步投入。由此导致两类出资人的履行风险不同。先行投入资本的一方风险较大,而人力资本出资者作为后履行的一方风险较小。其次,出资评价标准的确定性不同。物力资本以具体数额为评价标准,确定性强;人力资本以何种方式和程度履行具有主观性和不确定性,评价标准包括付出的过程和获取的回报,即公司发展是否达到预期结果。再次,股东的诉求不同。对于投资人而言,其主要目标是追求投资收益,不愿承担管理义务,其商业模式是在一定数量的创业企业中进行分散化投资,^[19]“法律通常不要求风险资本的提供者获得控制权”^[20]。基于此,投资人投入资金多但一般持股较少,由此必然产生获得合理的、优于创业者的退出机制保护的需求,以及对人力资本出资者控制公司产生代理成本的担忧。对于创业者而言,尽管其最终目标是创业成功、获得财富,但是在创业阶段,追求的主要是对企业的控制权和管理权,为此能够接受其权利受到一定的限制。

可见,创业公司中投资人与创业者在公司设立阶段的出资形式与出资进度不对等,对公司经营的关注和参与程度亦不对等,导致两类股东合理地希望并接受不一样的股东权利安排,由此必然产生对类别股制度的诉求。特殊的制度安排是创业公司的新常态,也使创业公司成为类别股制度运用的典型代表。

(二) 创业公司适用类别股的典型制度

创业公司特有的股东权利安排,最充分地体现出了类别股的特点和优越性。根据投资人与创业者签订的契约,投资人享有包括否决权、清算优先权、优先投资权、回购权、共同出售权等一系列特殊权利;而创业者的股东权利会受到一系列的限制,包括股权分期成熟和转让限制、竞业禁止和禁止劝诱等。^[21]其中最具代表性的权利设计如下:

1. 清算优先 (liquidation preference) —— 投资人的财产分配优先权

当公司发生清算事件时,投资人享有优先分配公司剩余财产的权利。清算事件不限于公司法中的清算情形,泛指公司的“资产变现事件”,具体包括:公司拟终止经营;公司出售、转让或处置全部资产或核心资产和业务;因股权转让或增资导致公司50%以上的股权归属于创业者和投资人以外的第三人等。清算优先权的行使方式多样,较为常见的是当清算事件发生后,在股东可分配财产或转让价款总额中,优先向投资人支付相当于其投资款加一定收益率的款项或等额资产,剩余部分按持股比例分配。投资人投入有巨大竞争潜力同时具有高风险的创业公司中,其通常目的不在于长期持有企业股权,而是通过一定期限的持有后退出变现获取投资收益。创业投资不仅需要建立成功状态下的退出机制,也要建立投资失败或者经营不顺利时的退出机制,清算优

[19] 参见前引[2],朱慈蕴、沈朝晖文。

[20] [英] 保罗·戴维斯:《英国公司法精要》,樊云慧译,法律出版社2007年版,第275页。

[21] 参见张明若、王丹:《创业投资模式的制度创新》,法律出版社2016年版,第96-115页。

先权制度即服务于这一目的。

2. 保护性条款（protective provisions）——投资人的特殊表决权

在创业者负责公司日常经营管理的同时，赋予投资人对公司重大事项的一票否决权。否决权事项可分为核心否决事项与可选否决事项两类。核心否决事项是保障投资人作为优先股股东的权利和地位，以及与公司股权结构、重大资产与人事、公司存续等相关的重大事项；可选否决事项是指其他侧重于公司日常经营管理事项的否决事项，如制定年度预算等。该条款在国内外投融资交易文件中均被广泛使用。需要注意的是，保护性条款给予投资人的是一票否决权，而非一票决定权，即只有在公司做出从事某些行为的决定时，投资人才可对该决定行使否决或同意的权利，但是对相关事项没有提名权，投资人无权干涉公司的日常经营行为。

3. 股权成熟（vesting）——创业者的受限制股权

创业者的股权是以人力资本出资所换取的，其股权被设定了附成熟条件的期限。在此期限内，如果创业者不能持续在公司承担一定的工作或者达到业绩目标，持有的股权将被强制性地要求按照既定的价格转让于指定的权利主体。在创业者与投资人签订的契约中，通常会提前约定未成熟股权的转让价格，使创业者不能在转让未成熟股权的交易中获益。投资人和创业者也可以约定股权分期成熟，即随着创业者为公司服务期限的时间经过，其持有的股权按比例成熟。股权成熟制度是基于创业者的人力资本出资只能在投融资交易完成后逐步释放这一特点，为防止创业者违反承诺、在创业阶段未结束前就不再向公司投入人力资本而设立的对制度安排。

4. 强制回赎（redemption rights）——投资人的优先退出权

当创业公司业绩达不到期望值或在创业者违约的情况下，投资人有权要求公司回购其持有的股权。如果投资后经过一段合理的时间，公司未达到业绩目标，或者创业者违反对投资人的承诺及对公司的忠诚义务，投资人只能通过要求企业回赎股权的方式实现退出，终止和创业者的合作。^{〔22〕} 风险投资中，回赎是投资人的权利，要求公司购买其所持优先股，通常是用股权的初始购买价格，加上一个相当于投资回报的溢价。^{〔23〕} 可赎回优先股是创业公司类别股中最具代表性也最具争议的制度之一，其不仅在财产分配层面具有优先性，更将赎回权附加于股权之上，满足了追求财务收益的投资者意愿。^{〔24〕} 旨在锁定投资风险、视公司业绩由公司或创始股东给予投资者补偿的对赌协议，^{〔25〕} 就是回赎权的集中体现。优先股的强制回赎权和清算优先权被认为是投资人在企业失败时保护自身的最后防线。^{〔26〕}

通过前述代表性类别股制度安排，创业公司为投资人设定了不同于创业者的在利益分配、转让出资、一票否决等方面具有特定权利安排的类别股，同时也赋予了创业者不同于投资人的在管

• 117 •

〔22〕 See William N. Lay, *Preferred Stock Redemptions: Limiting Liability under DGCL Sec. 160*, 18 Tennessee Journal of Business Law 697 (2016–2017).

〔23〕 See Dana M. Warren, *Venture Capital Investment: Status and Trends*, 7 Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal 1 (2012).

〔24〕 参见傅穹、肖华杰：《我国股份有限公司类别股制度构建的立法路径》，载《西南民族大学学报（人文社会科学版）》2019年第8期。

〔25〕 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。

〔26〕 See William W. Bratton, *Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control*, 100 Michigan Law Review 891 (2002).

理公司方面具有特定权利安排的类别股,这些类别股在一些方面享有优先权的同时,又在其他方面受到一定的限制,在投资人和创业者间形成一种平衡,双方的商业目标均能合理实现。类别股制度特有的多样性和灵活性,有效地填补了投资人和创业者出资义务不对等而产生的潜在风险,解决了投资人和创业者之间的利益协调和权力制衡问题,使得企业融资过程中不同诉求的股东各方能够求同存异、互相妥协,从而极大地促成了资本与创业的结合。“类别股的主要任务就是连接创业者和投资人的激励动机,以达到成功。”〔27〕投资人能够在承担投资风险的同时,最大限度保障利益,有效应对风险,避免信息不对称引起的代理成本;而创业者得到激励的同时,也受到制度的约束,最大程度地发挥主观能动性。

但以上股权类型在我国的法律体系规定内并没有受到肯定,与“公司法修订草案”中列举的类别股类型相比,内容上仍然存在明显的差异。清算优先权看似属于“优先或者劣后分配利润或者剩余财产的股份”,但清算事件具有多样性,显然不限于《公司法》中规定的公司终止清算情形;保护性条款不仅仅体现为“每一股的表决权数多于或者少于普通股的股份”,更是一种对于表决事项的特别约定;待成熟股权与“转让须经公司同意等转让受限的股份”有相似之处,但转让受到限制仅仅是此类股权的特征之一,其在成熟条件、期限、强制转让等方面的特别约定显然无法被法条列举的类别股内容所容纳;特别是对赌协议为典型体现的强制回购权,虽然已经是创业公司广泛采用的合作条款,在“公司法修订草案”中却未被列入,仍然只能作为合同权利来保护。实践的先行更映衬出了立法的滞后性。

窥一斑而见全豹,创业公司以外的有限责任公司对类别股的需求同样强烈。“有限责任公司股东人数较少,彼此关系密切,相互信任程度高,股东之间的自治性强,反而更加容易形成自由灵活的股权种类设置。”〔28〕每个有限责任公司均有其特殊需求,股东自行设置类别股类型和内容也最易吻合本公司特点。封闭公司而非公众公司才是类别股发挥功能的首要场域。〔29〕

三、有限责任公司适用类别股的理论证成

尽管类别股适用于有限责任公司在域外国家已经获得了充分的认可并焕发出制度的勃勃生机,在我国也已经有了广泛的生长空间和活跃的实践样本,但有限责任公司在“公司法修订草案”中却被排除于类别股适用的场合;且立法列举的有限的类别股类型也无法适应公司的现实需要,大大抑制了类别股功能的发挥。“公司法修订草案”表达出来的立法思路具有深刻的背景原因,类别股一直被认为与公司法的部分基本原则和理念相悖。因此,有限责任公司能够名正言顺适用类别股制度的基本前提,是对类别股的理论争议进行解读和回应。

(一) 类别股体现股东实质公平

股东平等是我国公司法的基本原则之一,体现为资本平等和股权平等,通常理解为同股同

〔27〕 前引〔9〕, William W. Bratton、Michael L. Wachter 文,第1878页。

〔28〕 前引〔3〕,任尔昕文,第100页。

〔29〕 参见前引〔25〕,潘林文。

权，集中体现于《公司法》第126条，该条规定：“股份的发行，实行公平、公正的原则，同种类的每一股份应当具有同等权利。同次发行的同种类股票，每股的发行条件和价格应当相同；任何单位或者个人所认购的股份，每股应当支付相同价额。”“公司法修订草案”保持了类似表述。类别股被认为突破了股东平等原则等公司法的基本理念，成为类别股的种类需法定化、不宜扩大化的主要理由。^{〔30〕}

从字面意义看，股权平等和同股同权是指每个股东持有的每一股份份额在公司中享有相同的权利、承担相同的义务。当公司仅发行一种类别的股份（即所谓的普通股）时，这一理解并无问题。但是当股东有不同的持股原因和背景，公司需要因应不同股东的偏好而发行两种或两种以上股份时，各种股份上所附着的权利义务必然存在区别。当所谓的“类别股”和“普通股”的权利义务明显不同时，是否有违股东和股权平等原则是类别股发行无法回避的质疑。

追根溯源，我国历史上曾经出现过法人股、职工股、集体股等概念，不同身份的持股人享有不同的股东权利，使得企业和股东产权不清、责任不明，最终引发股权分置改革，因股东身份不同而产生的类别股被大规模消除。在这一历史背景下，股东平等、同股同权原则被认为是破除计划经济桎梏、培养市场经济平等自由精神的有力工具，因此被不断地重复和强调。但与此同时，同股同权原则也被简单、机械地加以理解，似乎所有股东权利完全相同才是同股同权；当公司发行类别股已是大势所趋时，又坚持股东权利内容相同的普通股是常态，权利内容特殊的类别股则是例外。实际上，就《公司法》文义而言，不仅没有规定普通股是唯一被准许发行的股份，而且“同次发行的同种类股票”也从侧面肯定了不同类别股份存在的可能，“公司法修订草案”对于类别股发行的明确规定也充分说明了这一点。不同种类股份之间，本没有“同股”之前提，也当然没有“同权”之适用。把股东平等原则理解为所有股份均享有相同的权利，是对股东平等原则的误读。换言之，普通股仅仅是同股同权规则下的一种表现形式而已。^{〔31〕}当类别股的内容是优先或者劣后于普通股分配利润或者剩余财产，抑或是表决权多于或者少于普通股，与之相对应的所谓“普通股”的权利内容恰恰也是劣后或者优先于类别股的，如此看来我们对普通股与类别股的界定仅是从占公司总股比的多少来判断，而非根据权利的内容。仅仅因为普通股占比较多就认定其符合股东平等原则，而类别股占比相对较少就违反股东平等的基本原则，难以自圆其说。更何况在适用类别股制度的典型场合，即创业公司中，其各个股东享有的股权内容几乎各不相同，普遍以类别股的方式出现，很少有普通股的适用空间，此时认为类别股是违反股东平等原则的例外性规定更无从谈起。

类别股和普通股在公司中的地位，不应由公司法预设。美国《标准商事公司法》鲜明地体现了这一立法宗旨。公司某一类别的股份是“类别股”还是“普通股”仅仅是挂上一个称谓标签，是官方文件记载和披露的需要。《标准商事公司法》不拘泥于“类别股”和“普通股”的划分，而是致力于如何提供最大限度的灵活性和多样性选择以满足公司股东的需求，以更宽泛的语言来反映现代公司中灵活创设类别股份的实践经验。公司中的“普通”股可以是享有特定内容的优先

〔30〕 参见陈景善：《类别股之组织法规范与资本制度衔接》，载《北京理工大学学报（社会科学版）》2022年第6期。

〔31〕 参见李洪健：《同股同权规则的再释义与我国公司股权结构改革》，载《西南政法大学学报》2018年第5期。

权利,“优先股”也可能是在公司表决或分配剩余资产等方面没有任何优先权利的其他类型股份。^[32]在我国公司法律制度对优先股还处于犹豫徘徊的阶段时,公司法律制度发达国家“俨然已经打破了称谓、概念上的局限,促成了公司融资最大限度的灵活性与适应性”^[33]。

在不同时代,股东平等的内涵在不断发展变化。在资本平等的语境下,股东平等的内涵被抽象为不具有伦理价值的经济关系,衡量平等原则的标准通常是股东持股数量、分红权利、表决权的行使等。但这种资本层面的平等并没有关注到资本背后的出资主体在市场地位、信息获取、权利行使等方面存在的巨大差异,^[34]又使得资本平等在实践中产生异化,导致股东间的压迫等不平等现象的产生。^[35]伴随着公司理论的深入,关于股东平等内涵的认知逐渐从资本层面向主体层面演进,^[36]股东之间的天然差异更值得被尊重,满足股东不同的投资偏好成了当前语境下股东平等的新内涵。类别股在有限责任公司中受到普遍的欢迎,其关键就在于对传统的“同股同权”内涵进行了修正,将原本僵化的“所有股份一律平等”,修正为“同一类型的股份权利平等”。^[37]允许有不同权利诉求的股东采用不同类别的股权安排,是股东平等原则的当然逻辑,是超越形式平等的实质意义上的股东平等。

(二) 类别股适应股东异质化特性

普通股设立的基本假设是每个股东都被拟制为“同质”的个体。在股东同质化假设下,股东对公司的控制权利益和经济利益被拟制出具有相同的偏好。^[38]股东拥有的股权也被认为是同质的,公司的股权就如同“被切开的馅饼”,即便每个人能够得到的馅饼大小不同,但是就每一块的内容来看都是相同的。^[39]

但深究来看,作为同股同权前提的股东同质化假定本身并非理所当然。首先,股东的利益站位并不同质,公司中的股东群体由于持股的多少被划分为控制股东与非控制股东,资本多数决带来的压迫使得中小股东利益常常遭受侵蚀,控制股东与非控制股东之间往往针锋相对;即便是股东自身,在公司业务蒸蒸日上、利润滚滚如流之时和公司经营不善之际,都可能有不同的利益诉求,^[40]遑论不同的股东个体。其次,股东加入公司的目的存在差异。正如前文创业公司的例证,不同股东或为获取短期投资收益,或为赢得长期控制地位,各自诉求的不同导致其后的决策差异。短期持股的股东倾向于选择短期内能提升股价的高风险项目,长期持股的股东则更愿意选择稳妥的收益项目。最后,股东的能力存在显著差异,如缔约能力、判断能力和信息搜集能力都存在很大的区别。^[41]这些差异决定了股东在公司中可以根据其专长安排股权的内容,有资金无时间的股东可以更多地关注股权中的财产内容,缺少资金精于管理的股东则可以更多地享有股权中

[32] 参见前引〔7〕, American Bar Association Section of Business Law 文,第10页。

[33] 前引〔14〕,于莹、潘林文,第83页。

[34] 参见汪青松:《一元股东权利配置的内在缺陷与变革思路》,载《暨南学报(哲学社会科学版)》2016年第8期。

[35] 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。

[36] 参见前引〔31〕,李洪健文。

[37] 参见前引〔24〕,傅穹、肖华杰文。

[38] 参见冯果:《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。

[39] 参见〔加〕布莱恩 R. 柴芬斯:《公司法:理论、结构和运作》,林华伟、魏旻译,法律出版社2001年版,第509页。

[40] 参见林少伟:《董事横向义务之可能与构造》,载《现代法学》2021年第3期。

[41] 参见前引〔38〕,冯果文。

的管理权能。

可见，构造精致的同质化假设属于理论对现实的一种扭曲，股东同质化假设不能成立，异质化才是其天然特性。相应的，股东权利的个性化安排应该是常态，同质化的安排才是特例。普通股是对股东权利的一般性设计，相当于为了降低交易成本而采用的“格式合同”；类别股体现的是公司和股东对股东权利的个别化诉求，迎合和适应了股东异质化现实的需要。特别是在有限责任公司中，股东的投资目的、利益诉求、参与公司管理的意愿和能力等都有巨大的差异，相比普通股而言，类别股在有限责任公司中的适用反而是常态，其在内部权利分配上体现股东个性，将特定权利与特定股东捆绑以强化股东向心力，最大限度迎合公司的异质化需求，拓宽公司的自治空间。

（三）类别股延续私法自治精神

类别股是对公司个性化需求的回应，体现了股东权利的多元化配置，其制度基石是私法自治和契约自由。

公司法基本理论和制度的形成，基本上可以归纳为两大流派：一类演绎式，从公平和效率理念出发，逐步进行下一层次的演绎推理过程，分层分级确立制度展示理念的价值；一类归纳式，从鲜活生活中出现的经济结构出发，对于其中符合公平效率理念的情形用法律制度加以固定。对类别股的认可体现为归纳式的立法路径，公司及股东根据现实需要设计了不同的权利类型和内容，博弈出最优化的交易结构，由此呼唤与之匹配的法律制度。类别股制度应是公司法对于经济活动中长期形成并且反复适用的商事交易惯例的确认，是私法自治的延续和深化。采用归纳式的立法流派，不提前进行自我设限，而是将已出现的最优交易结构及时通过法律制度予以肯认，与时俱进。如果用现有制度去框定新生事物，甚至于进行限制和打压，不仅与私法精神相违背，欠缺法理上的正当性，而且过度限制了公司融资的自主性甚至直接毁灭融资困境中的公司。^{〔42〕}

类别股体现出强烈的合同性特征，使得公司可以根据自身状况、公司目的和市场形势量身打造自身需要的类别股。在有限责任公司语境下，公司、股东之间对于优先股条款有着广阔的谈判空间，往往将优先股条款详尽规定于公司与股东、股东与股东之间签订的协议中。类别股合同性的本质是私法自治。^{〔43〕}类别股股东与普通股股东在创设类别股时地位平等，无论是在公司设立之初还是后续融资阶段，公司和股东各方均是出于真实、自愿的意思表示决定发行或者认购类别股，这也是类别股符合股东平等原则的基础和前提。

四、有限责任公司适用类别股的困境检视

（一）法律制度供给不足

有限责任公司的股权差异化安排的需求是客观存在的，原本权利义务内容应当更为灵活、多变的有限责任公司反而没有类别股的适用空间，存在明显的悖论。立法者的考虑或许在于，有限责任公司中已经规定了一定范围的“章程和股东自治权”，允许有限责任公司通过章程或者全体

〔42〕 参见张志坡：《论优先股的发行》，载《法律科学（西北政法大学学报）》2015年第2期。

〔43〕 参见张志坡：《认真对待优先股的合同性》，载《兰州学刊》2017年第2期。

股东一致约定与出资比例不同的表决权、分红权和认缴出资的权利,因此没有必要叠床架屋另行规定类别股。但是,以上股权差异安排显然极为有限,远远无法满足复杂的商业实践需求。诚如上文对于创业公司的类别股的介绍,其类型之多样、变化之复杂就远不是“公司法修订草案”列举的类别股制度所能容纳的,更不是《公司法》规定的分红和表决自治权所能体现的。股东需求与法律制度的割裂导致股东不得不在法外寻找空间,各种变相实施类别股的做法游走在管制与自治之间,给公司和股东交易增加了诸多不必要的制度成本。

就实现公司的股权差异化安排这一需求的最终目标而言,公司法路径与合同法路径并不冲突,也不存在必然的替代关系。以公司为载体的交易安排,公司法的制度供给显然更为直接且具有更强的保障。许多合同交易安排不可能绕过公司法下的制度安排、决议体系,如果公司法对此视而不见,只会使公司股东做出的合同交易安排面临极大的不确定性。此种前提下,我国的类别股制度供给不足困境日趋明显,极大地限制了有限责任公司的发展,亟需立法规则的回应。^[44]

(二) 合同约定权利义务不确定性强

有限责任公司中的股权多样化需求,远远不止于《公司法》所列举的在表决权与分红权方面与普通股有差异的安排,许多实践中广泛应用的类别股类型与《公司法》的规定存在矛盾,当这些股东间的约定出现争议诉诸司法解决时,法院可能因缺少具体法律制度的支持而认定无效。^[45]如前述创业公司中的待成熟股权与通常的公司出资和股权制度相悖;否决权与一股一权、资本多数决的原则存在矛盾;强制回赎权由于与《公司法》规定的资本制度、分红制度、剩余财产分配制度等多有触犯,想要实现订立协议的初衷举步维艰。以上制度如果不在《公司法》中明示规定,或者进行充分放权,则在实践中往往难以实现。

依据私法领域“法无禁止即允许”的一般原则,如果股东间特别的权利义务约定没有违反《公司法》的强制性规定,应当是有效的。但经由合同设立的股权形式,只有得到立法的确认,才能够产生股权的效力。类别股除了“合同性”外还应具有“股权性”的特征。股东权利尤其是其中的共益权部分,需记载于公司章程才能对公司以及未来的股东发生效力。但是由于相关立法对类别股设立语焉不详,我国公司登记环节管理僵化也常常导致实践中的“章程形式化”倾向,有限责任公司中各种特殊的权利义务约定难以在章程等对外公示的文件中体现。股东协议不是公司的组织性文件,它体现的是股东对自己私权利的处分,约定的权利也仅是具有相对性的合同权利而非股权,中途发生变动或产生争议时往往交易成本极高。如在“四川康西铜业有限责任公司、会理县干田湾铜业有限责任公司合同纠纷”一案中,康西铜业和干田湾公司签订的《股权投资及合作协议》载明:“康西铜业享有的是优先股,即康西铜业不管公司是否盈利均按8%享有分红红利,公司终止经营时享有优先清算权,并不承担其他股东应承担的责任和义务。”且在协议签订后的三年期间干田湾公司依据合同约定支付了股利。即便如此,二审法院还是认定“依据该协议康西铜业只享有分红的权利,并未按公司法规定承担股东的义务”,“康西铜业的200万元名为入股实为投资,上诉人康西铜业并非干田湾公司的股东”^[46]。显然,债权投资关系并非本案中

[44] 参见前引[24],傅穹、肖华杰文。

[45] 参见前引[2],朱慈蕴、沈朝晖文。

[46] 四川省凉山州中级人民法院(2018)川34民终744号民事判决书。

当事人签订协议时拟设立的法律关系，但是由于当事人协议约定的权利未上升到立法认可的股权层面，其效力存在巨大的不确定性。如果未来《公司法》不对有限责任公司的类别股予以肯认，则此类行为始终游走在法律边缘。

英美法上尽管对于类别股的设定没有内容上的特别限制，但均要求类别股的权利内容应明确记载于公司章程或者股东会决议中，以确保类别股的设定、发行和认购均是所有股东知晓并同意的自愿行为。“应对体现在投资人和创业者签订合同中的适应创业投资需要的金融工具，如可转换优先股、附认股权债、可转换债等，予以法律上的肯定。”〔47〕

（三）背离诚实守信基本原则

当个性化的股权安排不能体现为法律认可的类别股时，嗣后一方如违反约定违背承诺，仅仅承担违约责任，非违约方不能要求相应权利的行使，违约方的违约成本可能远远小于违约取得的利益。以股份回赎类别股为例，当公司经营不当、符合事先约定的退出公司条件，类别股股东要求公司或者其他股东按照约定回购其股权时，类别股名为股权实为债权常常成为融资方背信、拒绝履行合同义务的借口，类别股股东的投资很可能成为无需偿还的借贷。我国近年来诉讼和仲裁实践中大量出现的因对赌协议不能获得履行而产生的纠纷即是体现。如“彭正春与四川空分设备（集团）有限责任公司股权纠纷”〔48〕“张伟明诉浙江迈勒斯照明有限公司及楼满娥股权纠纷”〔49〕等案中，法院均认为允许公司回购投资人股权的行为会使股东获得的收益与公司业绩脱离，损害了公司、其他股东和债权人等公司利益相关者的利益，约定无效。在这些对赌协议纠纷中，公司利益、债权人利益保护反倒成为公司、创业者股东拒绝履行合同义务的有力抗辩。但是该种情境下所谓的利益倾斜保护的正当性受到质疑。对于公司和其他股东而言，事先签订的协议已经对于未来的回购问题做出明确允诺的意思表示；而债权人的利益保护是否为类别股语境下最为典型和突出的问题值得反思，处于创业中的有限责任公司能够获得多少债权融资值得怀疑。〔50〕由于对赌协议纠纷的广泛且复杂性，最高人民法院对于对赌协议效力认定的若干关键性案例都引起了法学界和司法实务界的广泛关注，〔51〕2019年《全国法院民商事审判工作会议纪要》更是专门针对对赌协议的效力进行了确认，但是其为对赌协议履行设定的减资程序成为了投资人回赎权实现的难以逾越的实质性障碍。甚至在纪要颁布之后，仍有案例认定股东之间约定的回购条款因不符合《公司法》规定的收购本公司股份的法定情形、违反“资本维持原则”而无效。〔52〕此种情况下，类别股制度的供给不足，导致类别股股东的处境比任何其他财务参与方都更加被动。〔53〕

〔47〕 Steven N. Kaplan & Per Stromberg, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, 70 *Review of Economic Studies* 281, 285 (2003).

〔48〕 四川省高级人民法院（2016）川民终761号民事判决书。

〔49〕 浙江省杭州市下城区人民法院（2014）杭下商初字第1689号民事判决书。

〔50〕 参见前引〔25〕，潘林文。

〔51〕 这些案例包括最高人民法院（2012）民提字第11号民事判决书、最高人民法院（2016）民再128号民事判决书等等。

〔52〕 参见最高人民法院（2019）民申4797号民事裁定书。

〔53〕 See Lawrence E. Mitchell, *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (and Why We Should Care about It)*, 51 *Business Lawyer* (ABA) 443 (1995-1996).

五、有限责任公司适用类别股的思考与展望

在《公司法》修订过程中,我国公司类别股制度的设置可从以下几个方面加以统筹考虑:

其一,宽松的类别股制度应扩展适用至有限责任公司,针对类别股主要适用的两类场合分别加以规定。股份有限公司特别是公众公司因为牵涉众多不特定的投资人利益,其类别股的类型法定化有一定的合理性;而有限责任公司理应有更多的股东自治空间,公司设定类别股只要不违反法律的强制性规定,都应该得到法律认可。而我国现行公司类型划分和类别股规定的立法模式下,人合性更强的有限责任公司在股权差异化设置方面却不及资合性更强的股份公司,有悖于公司法的传统理论。

其二,应坚持有限责任公司股东充分自治的理念,秉持有限责任公司类别股自由设立的基本原则,摒弃类别股必须法定的固有思维。对于有限责任公司来说,什么样的股权类型和内容最为适合,不是《公司法》的制定机关有能力事先判断的。“立法者为公司参与人预先设计游戏规则,常常因为知识不足或者考虑不周而额外制造交易障碍。”^{〔54〕} 有限责任公司类别股的设立,应当尽可能将决定权交给公司股东,将类别股的设置权利“放置于股东自治的章程以及其他自治文本中,法律规范仅是加以引导”^{〔55〕}。应明确允许有限责任公司股东通过章程、股东会决议等方式自由设定各方股权比例和内容,不拘泥于分红和表决权多于或者少于普通股的类别股类型。股份有限公司中的非公众公司比照适用有限责任公司规定。

其三,在公司法基本原则部分应当不再将同股同权、一股一权等内容作为强制性规定,而是将其作为示范性规范,允许公司通过章程予以排除适用。随着公司类型的多样化和股东个性化需求的发展,类别股绝不是公司股权设置中的特殊情况,而是公司发展中的常态化现象。《公司法》无法用列举方式概况所有的类别股类型。在《公司法》规定有限责任公司股东自治的基本原则前提下,公司和股东洽商后形成的股权内容可以体现于章程中予以公示。

其四,应将行政机关的监督与司法机关的自由裁量相结合。公司登记机关提供的章程模板仅供公司与股东参考,其对公司登记的章程仅负形式审查义务,无需实质审查;辅之以章程宣告无效或撤销制度。登记后的章程如果存在不符合强制性法律规定的地方,由利害关系人(包括公司股东、高级管理人员以及债权人等)申请公司登记机关进行审查并宣告。章程违法的不利法律后果由拟定和通过章程的行为人共同承担。事后的监督远比事前的审查更有效率。法院在司法裁判中亦应把握好司法强制与公司自治的边界,维护企业创新,尊重商业习惯,促进企业利益最大化。^{〔56〕}

总之,法律在公司内部关系中的“大一统”努力往往只是理想主义的一厢情愿,没有充分考

〔54〕 王军:《实践重塑规则:有限公司股权转让限制规范检讨》,载《中国政法大学学报》2017年第6期,第36页。

〔55〕 冯果、段丙华:《公司法中的契约自由——以股权处分抑制条款为视角》,载《中国社会科学》2017年第3期,第135页。

〔56〕 参见薛前强:《论股东利益异质化的私法衡平——以美国优先股司法实践为视角》,载《西南政法大学学报》2019年第6期。

虑到公司各成员间的多样化需求。^{〔57〕} 公司法对于普通股的执念和偏好，只会使许多符合股东意愿且形成一致意思设立的权利因为法律保障不足而难以实现、背离初衷，而另外的法律严格保护的“普通股”或者立法明确许可的“类别股”却因为与股东期待不符而名存实亡、沦为虚设。随着各种新兴公司企业形式在我国的萌芽发展和企业融资的现实需要，公司业务类型推陈出新，新的公司治理方案和制度设计层出不穷。与其让有限责任公司股东借助游走在法律边缘的契约条款实现类别股安排目的，不如直接扫除法律障碍，将公司设立多类别股份的自由还给公司，以实现股权内容的自治性配置。^{〔58〕}

我国《公司法》经过若干次修改，立法趋势是对公司的强制与管制逐步减少，对股东自治的鼓励不断增加，公司法的现代化改革方向亦为赋予公司更多制度创新的自由。随着我国类别股制度的实践先行，在对类别股可能具有的风险和利弊进行充分识别后，《公司法》修订时将类别股发行主体扩展于有限责任公司、取消其类别股类型的法定限制，对于拓宽创新创业型企业融资渠道、提升公司竞争力、为包括创业公司在内的各类型有限责任公司的发展提供法律保障、保护公司活动参与各方的自由意志和合法利益均具有重要意义。

Abstract: The Revised Draft of the Company Law states that public limited companies can issue class shares with different rights from common shares. However, due to the legislative path dependence, the regulations of class shares are relatively conservative. In the practice of domestic and foreign companies, class shares are not limited to shares with priority or special content in terms of distribution of dividends, residual property and voting rights, but have become a flexible equity allocation method to meet the diversified demands of shareholders. Taking start-up company, a type of limited liability company, as an example, in order to deal with the inequality of the form and progress of capital contribution, and the different interests of shareholders, it has designed class shares with wide varieties and colourful contents. As a result, class shares have become the normal type shares of the company. For limited liability company with obvious personalized characteristics and strong human cooperation, it should be the primary field for class shares to play their functions.

Key Words: class shares, limited liability company, start-up company, preferred shares

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)

〔57〕 参见前引〔34〕，汪青松文。

〔58〕 参见傅赵戎：《私募股权投资适用优先股的法律路径》，载《河北法学》2015年第5期。

商事受信人归入责任的法理逻辑与统一规范

邹星光*

内容提要：商事受信人的归入责任在我国民事立法、司法与监管层面均存在缺漏，暴露了其基础法理逻辑的不清晰。其一，由于未能厘清归入责任这一特殊救济的经济功能，同属信义关系的不同商事法律关系在民事救济方面受到了区别对待，即只对部分法律关系在传统的损害赔偿以外设置了归入责任。代理成本理论无法充分论证归入责任的合理性，因为还须回应事后资源配置效率方面的批评。在受信人风险中立或偏好的情形下，损失填平原则通常也无法起到激励效率违约的效果，故其相对于归入责任不具有效率优势；在受信人风险厌恶的情形下，归入责任通常可以通过激励事后协商来实现资源的优化配置，且自愿协商不存在损失填平原则下的赔偿不足问题。其二，司法实践中未能考虑对归入责任的限制，即未对善意受信人为所获利润所作贡献进行适当补偿，从而可能导致威慑过度。其三，在证券监管层面，未能正确认识到没收违法所得的法律属性是通过公共执法实施的归入责任及其相较于私人归入权的效率优势，且现有的民事赔偿责任优先原则无法有效补偿投资者的损失。

关键词：信义关系 忠实义务 归入责任 效率违约 没收违法所得

一、引言

信义关系（fiduciary relationship）或信义义务（fiduciary duty）的概念虽然是源于英美法的舶来品，但在我国学界和实务界已被广泛使用。在英美法下，经典的信义关系包括信托受托人与受益人、代理人与委托人、合伙人与合伙（或其他合伙人）以及公司管理层与公司等之间的基础法律关系（下称“基础商事受信关系”）。有时也会从业务或者交易的角度来认定信义关系，如律师、资产管理人等与客户之间的关系。然而，对于这些经典场景，我国在民事救济上却做出了

* 邹星光，北京大学法学院博士研究生。

区别对待。《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）第148条、目前公布的《中华人民共和国公司法（修订草案二审稿）》〔以下简称《公司法（修订草案二审稿）》〕第186条和《中华人民共和国信托法》第26条对于受信人违反忠实义务的行为都规定了与传统民事救济——损害赔偿——显著不同的“归入责任”或“获益交出责任”（本文统称为“归入责任”，account/disgorgement of profits），即受信人须向委托人（principal）交出其因违反忠实义务所获得的净利润。不过，我国《公司法》与《公司法（修订草案二审稿）》对于归入对象的表述都是违反各类忠实义务“所得的收入”，而未限于“净收益”或“净利润”，从而可能导致司法实践中归入范围的不当扩张。

更重要的是，《中华人民共和国民法典》（以下简称《民法典》）关于代理的规则〔1〕以及《中华人民共和国合伙企业法》（以下简称《合伙企业法》）都没有规定这一特殊的赔偿方式。如此一来，基础商事受信关系层面的规则不一会导致采取不同法律形式的相同商事业务在民事救济方面享受不同的待遇。例如，大资管的一大特征在于其法律形式的多元性，〔2〕但在我国法下，同样是“受人之托、代人理财”的资管业务，资管产品若以公司或信托形式搭建，则违反忠实义务的管理人须承担归入责任，若采取委托代理或合伙企业的法律形式，则管理人只需按照传统的民事赔偿逻辑赔偿损失即可。〔3〕之所以出现同属信义关系而在民事救济上被区别对待这一不合理局面（或者可以理解为一种“法律移植的残缺”），是因为我国学界在法理上未能充分论证商事受信关系下归入责任的必要性。此外，我国目前关于商事受信人归入责任的研究亦未能从适用边界和实施形式上作充分分析。

因此，本文旨在厘清各类商事受信人的归入责任背后共通的法理逻辑，其适用于信托、代理、合伙以及公司一管理层等各类基础商事受信关系，从而有益于各商事部门法上关于归入责任的统一规范。下文分为四个部分，前三部分是对信义关系下的归入责任的一个较为系统的法理逻辑梳理与经济分析。第一部分讨论“为什么归入责任应当是信义关系下违反忠实义务的一般救济”这一前提问题，从而论证为何需要在损失填平原则外对各类商事受信人施加归入责任。第二部分讨论归入责任的适用边界或责任限制问题，从而防止“威慑”演变为“惩罚”以及阻碍受信人寻求效用更大化的资源配置方案，亦为我国在司法裁判中合理适用归入责任提供思路。第三部分着眼于责任的实施形式，比较民商法层面的归入权与监管法层面的没收违法所得这两种形式，并论证在违反忠实义务的行为波及面广且存在较大信息不对称问题这一特殊情形下，相较于私人归入权，通过监管机构来实施归入责任是更为效率的制度安排。最后，基于所梳理的法理逻辑来总结提炼其对我国相关制度完善的诸多启示。

• 127 •

〔1〕《民法典》第927条规定“受托人处理委托事务取得的财产，应当转交给委托人”，该条文义似乎能涵括归入责任的意思，但是学理和司法实践中对于该条的理解并不符合归入责任的内涵，其强调的是将按照合同本应归属于委托人的财产或利益应当返还给委托人。司法实践中的理解，参见最高人民法院（2015）民申字第3335号民事裁定书、北京市高级人民法院（2009）高民终字第1726号判决书等。学理上的理解，参见王利明、房绍坤、王轶：《合同法》（第3版），中国人民大学出版社2009年版，第428-429页。

〔2〕参见刘燕、邹星光：《信托与大资管的关系——日本实践的启示》，载《证券法苑》第33卷，法律出版社2021年版，第1-26页。

〔3〕类似地，由于作为律师与客户间基础法律关系的委托代理关系的规则未规定归入责任，《律师法》也未作特别规定，律师与客户这一经典信义关系下的归入责任也存在缺口。

二、归入责任作为一般救济的正当性

信义关系是指一方当事人（下称受信人，或在委托代理模型下称为代理人）基于其承诺而负有在约定事项中为另一方当事人（下称委托人）的利益最大化而行使的义务，即所谓的受信人对于委托人负有信义义务，其包括忠实义务（duty of loyalty）与注意义务（duty of care）两个方面。其中，忠实义务要求受信人为了对方当事人的最大利益行事而不得从事利益冲突的行为。在信义关系下，受信人违反信义义务不仅需要赔偿委托人的预期利益或可得利益损失，还受制于归入责任。换言之，如若赔偿对方损失后仍有获利，原则上应交给委托人。归入责任指向忠实义务的违反，因为违反注意义务通常并不会给受信人带来额外利益。所以，关于受信人归入责任的法理逻辑，首先需要回答的问题是“为什么归入责任应当是法律上违反忠实义务的一般救济手段”。对于该问题的回答绝不是“维护信赖关系”“为了委托人的最大利益”等道德或规范层面的概念可以实现的，^{〔4〕}而须诉诸细致的经济或功能分析。

（一）传统解释：降低代理成本、鼓励受信交易

信义关系下归入责任的经济合理性通常是从委托代理成本的角度来理解的，这也是最为传统和为人熟知的经济学解释。经济学上通常用“委托—代理模型”（principal-agent model）来解释信义关系的经济特征，即合同承诺方（promisor）是代理人，受承诺方（promisee）是委托人，委托人的利益取决于代理人的行为和决策。这类交易的核心经济特征是委托人与代理人之间的严重信息不对称，直接监督代理人行为的成本极高或需要专业知识。^{〔5〕}比如，在法律意义上的委托代理关系中，代理人有权以委托人的名义为法律行为，而行为的后果由委托人承受，且委托人难以实时监督代理人的行为。又如，在合伙企业中，原则上每个普通合伙人都有对外代表合伙企业执行合伙事务的权限，即使合伙企业内部可以限制合伙人的权限，但外部人仍可善意依赖其代表合伙企业执行事务的权限。同样地，要实时监督每个合伙人的行为几乎是不可行的。

由于存在信息不对称问题，代理人可能会违背委托人的最大利益行事（即牺牲委托人的利益而谋求自身利益的增加），且委托人发现代理人的这一“违约行为”的概率很低，从而会产生高昂的代理成本（agency costs）。具言之，代理成本包括委托人为防范利益冲突行为而产生的监督成本（monitoring costs）、代理人为取得委托人信任而承担的担保成本（bonding costs，如通过合同限制代理人的决策权）以及利益冲突行为所导致的委托人福利的减损——剩余损失（residual loss）。^{〔6〕}更有甚者，高昂的代理成本可能会导致受信交易难以达成或受阻。因此，规

〔4〕 See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Contract and Fiduciary Duty*, 36 The Journal of Law & Economic 425, 427 (1993).

〔5〕 See Cooter Robert & Freedman Bradley J., *The fiduciary relationship: Its economic character and legal consequences*, 66 New York University Law Review 1045, 1048-1056 (1991).

〔6〕 See M. C. Jensen & W. H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 Journal of financial economics 305 (1976).

制信义关系的系列规则主要旨在降低代理成本,^{〔7〕}其中重要方式之一为通过归入责任这一更具威慑性(deterrence)的救济来减少受信人违反忠实义务的动力。所谓“威慑”是因为违反忠实义务所获利润有时会大于委托人的损失,故在损害赔偿之外设置归入责任可以剥夺受信人的这部分所得,从而降低其违反忠实义务的动力及概率。

(二) 进一步的解释: 对于效率违约理论的回应

传统的解释虽为人熟知,但并不充分,因为它未能回应从经济效率角度对归入责任的主要批评——损害事后资源配置效率(allocative efficiency)或阻碍“效率违约”。简单来说,若受信人通过违反忠实义务所创造的利润大于委托人的损失,为何要遏阻这种“整体更优”的安排的实现?因此,下文将阐释对于风险中立或偏好型的受信人而言,可得利益赔偿原则亦不会激励受信人作出效率违约决策;对于风险厌恶的受信人而言,归入责任通常也可以实现事后资源配置效率的优化,而不会阻碍效率违约。

归入责任可能会损害事后的资源配置效率意为其可能会阻碍“效率违约”。所谓“效率违约”是指,在合同承诺方选择履行或违约的阶段,其选择违约并将履约资源用来服务第三方或其他目的,且其从违约中所获得的净收益(Nb)大于其从履约中获得的净收益(Np)与违约损害赔偿额(即守约方的可得利益损失)(Lb)之和;这种违约从事后资源再配置(reallocation)的角度来看是效率的,因为其实现了社会福利的增加。^{〔8〕}合同承诺方将履约资源用于效用更大化的用途,同时通过可得利益赔偿使得受承诺方的利益亦未受损害。^{〔9〕}

例如,在A与B的设备买卖合同关系下,合同价格为10万元。卖方A的成本为8万元,买方B利用设备进行生产及销售的总成本为6万元(不包括设备购买成本),销售收入为18万元。但嗣后与卖方磋商的另一买受人C出价13万元,其生产技术更为先进,故其利用设备进行生产以及销售的总成本为3万元(不包括设备购买成本),销售收入同样为18万元。在这一情形下,卖方有动力选择向买方违约而向第二买受人履行(获得13万元的价款),并赔偿买方【 $18-6-10=2$ 】万元可得利益,因为这样其实现的利润更多(【 $13-8-2=3$ 万元】>【 $10-8=2$ 万元】)。同时,这一违约也实现了社会福利的更大化:在前一合同下,买卖双方共同投入【 $8+6=14$ 】万元的成本,最终创造了18万元的收入,故该交易创造的新价值为【 $18-14=4$ 】万元;在后一合同下,双方共同投入【 $8+3=11$ 】万元的成本,最终亦创造了18万元的收入,故该交易创造的价值为【 $18-11=7$ 】万元。因此,违反在先合同而履行在后合同实现了社会福利的更大化,亦实现了履约资源(设备)更有效率的利用。^{〔10〕}

鉴于此,法律规则的设计应当促进前述违约的实现,而可得利益赔偿或损失填平原则恰好能实现这一目的。这是因为,在可得利益赔偿作为优先顺位的救济(prioritized/primary remedy)

〔7〕 See R. H. Sitkoff, *The Economic Structure of Fiduciary Law*, 91 Boston University Law Review 1039, 1042 (2011).

〔8〕 See R. Cooter & T. Ulen, *Law and Economics*, Pearson Education, 2012, pp. 287-289.

〔9〕 受承诺方通过损害赔偿如愿以偿地实现了其预期利益,承诺方也因此获得了更大的收益,从而实现了整体的帕累托更优(Pareto superior),即两种利益分配状态相比,改进后的状态至少让一方的利益状况变得更好,而未减损其他方的利益。See R. A. Posner, *Economic Analysis of Law*, Wolters Kluwer, 2014, p. 107.

〔10〕 该示例引自 Gregory Klass, *Efficient Breach*, in Gregory Klass, George Letsas & Prince Saprai eds., *The Philosophical Foundations of Contract Law*, Oxford University Press, 2014, pp. 364-366.

的情况下，仅在 $Nb > Np + Lb$ 时，承诺方才会选择违约。具言之，违约净收益（向第三方履行所得利润） Nb 仅是违约所创造价值的一部分（另一部分为第三方的利润 Eb ），^{〔11〕} 而履约收益（承诺方履行在先合同的利润） Np 与赔偿责任（守约方的预期利益） Lb 之和，则是在先合同所创造的价值总额。若 $Nb > Np + Lb$ ，则说明违约所创造的价值肯定大于履约所能创造的价值，从而实现社会福利更大化。反之，如若一般性地赋予守约方以归入权，则违约状态下的净收益 Nb 为 0，其无法从中获利，从而也没有选择违约的动力。那么，在信义关系下，忠实义务则是合同中的一项主要义务，若将归入责任作为违反忠实义务的一般救济手段，是否也会产生阻碍效率违约的后果？换言之，是否会导致一些本可以实现资源更优利用的交易无法发生？

举例而言，公司董事、高管篡夺公司的商业机会亦可能导致社会福利的更大化，因为董事、高管通过其关联企业可能更有能力利用该商业机会，从而实现更大的效用/价值，同时也能通过损害赔偿来满足公司的商业利益。又如，信托受托人挪用受托的银行存款投资预期收益较高的项目，其可以赔偿委托人的存款利息损失，又能利用该笔资金实现更大的效用，这种典型的违反忠实义务的行为在结果上可能也增加了总剩余。此外，忠实义务中还有一类常见的特殊义务——取得委托人知情同意的义务，即未经委托人知情同意/批准不得从事特定类型的利益冲突行为，如自我交易或关联担保交易。对于这类义务，也可以从效率违约的角度来理解，即违反这类义务亦可能是效率的。比如，虽董事、高管未经公司董事会或股东会同意而与公司进行交易，但交易价格公允，对这一同意义务的违反亦可能减少许多缔约成本。由此，在信义关系下，若设置归入责任，似乎也会产生阻碍效率违约、损害资源配置效率的后果。然而，仔细分析会发现答案更为复杂，需要区分受信人属于风险中立或偏好与风险厌恶两种情形。

1. 风险中立或偏好型受信人：损害赔偿亦没有激励效率违约的效果

从效率违约理论的角度论证损失填平原则有一个重要前提就是，承诺方在违约决策时会考虑或内化受承诺方的可得利益损失，否则就无法实现上文提及的履约和违约两种状态下所创造价值的比较，从而也无法保证违约会实现资源的“更优”（即后者比前者更优）利用。以“一物二卖”为例，出让人只要将合同标的物转卖给他人必然会被受承诺方发现，故在其选择违约时必然会考虑对在先买受人的赔偿责任。然而，这一前提在信义关系下恐怕并不成立。

信义关系的典型特征在于信息不对称，这会导致受信人的违约行为被发觉的概率很低，故一个风险中立的受信人在进行违约决策时会将委托人的损失乘一个很小的“被发现概率（ p ）”。这样一来，受信人在选择违约还是履约时并不是将自身的获利状态（履约与违约两种状态下的利润差额，即 $Nb - Np$ ）与对方的全部可得利益（ Lb ，即其赔偿责任）相比较，而是将 $Nb - Np$ 与“可得利益 $Lb \times$ 被发现概率 p ”进行比较，即违约决策并未完全“内化”（internalize）对方的可得利益损失。因此，受信人在 $Nb > Lb \times p + Np$ 时就会选择违约，而这并不会必然带来效率违约，因为不等式的右边并未完全反映履约状态下的社会福利状态（即履行合同所能创造的价值）。例如，董事篡夺公司商业机会可以实现的利润为 80 万元（ Nb ），公司通过该机会可以实现 90 万

〔11〕 双方共同分享在后合同关系（即示例中 A 与第三方 C 之间的买卖合同）所创造的总价值（即示例中后买卖合同所创造的价值 7 万元），具体分配比例则取决于双方的谈判地位。

元的利润, 履约收益 Np 为 0 (即董事并不会因为不篡夺公司机会会有额外收益), 假设篡夺行为被发现的概率为 0.5。在这一情形下, $80 > 90 \times 0.5 + 0$, 故董事会选择篡夺公司机会, 但这一违约行为导致了社会福利的减损。对于偏好风险的受信人, p 甚至可能为 0, 即其在进行违反忠实义务的决策时完全不会考虑需要赔偿委托人的损失, 故其选择的违约很可能不是“效率”的, 即并不会实现履约资源的更有效率的利用。因此, 在受信人属于风险中立或偏好风险的情形下, 预期利益赔偿作为救济手段亦很难激励代理人从事效率违约。如此也就不能从效率违约理论的角度批评归入责任, 因为可得利益赔偿同样也无法实现激励效率违约的政策目的。

2. 风险厌恶型受信人: 归入责任可以通过激励事后协商实现资源配置效率的优化

但是, 如若受信人属于风险厌恶型, 则其 p 可能接近 1, 即其在进行违约决策时会考虑委托人的损失。在这种情形下, 可得利益赔偿确实可以激励效率违约。但归入责任也可以通过激励事后的“效率协商”来实现资源配置效率的优化, 因为归入责任会激励当事人进行“科斯协商”(Coasian bargains)。具言之, 在一般的合同关系下, 强制履行、禁令或归入责任的支持者会主张, 即使承诺方在事后发现了更有利可图的履约资源配置方案, 这些财产规则 (property rule) 性质^[12]的违约救济会激励承诺方通过与受承诺方协商, 并向受承诺方支付违约获利的一部分来从合同关系中退出, 从而使得双方都能实现更大利润、履约资源最终实现更优的利用。对于这种观点的反驳也是十分明确的。反驳者认为, 这种事后协商中存在“双边垄断”(bilateral monopoly) 的问题, 其会导致极高的协商成本。所谓的双边垄断是指, 就违约所实现的利润增长 (即大于受承诺方可得利益的部分) 而言, 违约方只能与守约方进行交易, 反之亦然; 双方都希望实现自身利益份额的最大化, 但一方的收益增加必然意味着对方利益的减损。例如, 某技术秘密对于公司的价值为 100 万元, 但董事可以通过其关联公司实现的价值为 200 万元。那么, 若董事与公司就该技术秘密进行交易, 理论上, 双方达成的价格可能是大于 100 万元、小于 200 万元这一区间的任何数额。于是, 当事人可能会在这一区间“反复拉扯”, 从而产生较高的协商成本, 即无谓损失; 最为极端的情形是这种高昂的协商成本可能会导致事后协商无法达成, 从而不利于效率违约的发生。^[13]

事实上, 双边垄断并不必然意味着协商成本会很高, 因为当事人之间的关系会影响协商成本的高低。在合作型 (cooperative) 的关系中, 当事人之间比较容易对利益的分配达成一致, 因为其可能并不会把违约获益的分享视为零和博弈, 从而也就不会导致无法承受的协商成本。在信义关系中, 由于事先无法完全确定合同履行的具体内容和标准, “合作”与“信任”是其典型特征, 委托人与受信人的相互信赖与长期合作使得双边垄断并不会导致违约获利的协商分配中存在高昂协商成本, 因为他们会重视其间关系的长久发展。这样一来, 以归入作为信义关系下违反忠实义务的一般救济, 可以激励当事人以较低的事后协商 (transaction-forcing) 成本来实现履约资源的

[12] 财产规则与责任规则相对应, 前者要求只有权利人同意的情形下才可发生权利的转让 (强制履行、禁令以及归入责任), 而后者则允许侵害权利的人通过支付由第三方 (通常为法院) 确定的金额来取得权利 (预期利益赔偿)。由于归入责任通过剥夺侵害人的获利消灭了其侵害他人权利的动力, 实质上也是要求权利的转让须取得权利人的同意, 故亦属于财产规则。See G. Calabresi & A. D. Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 Harvard Law Review 1089 (1972).

[13] 参见前引 [9], R. A. Posner 书, 第 118 页。

更优配置和利用，即实现“效率违约”。^{〔14〕}简单来说，合作型的关系导致双方不会斤斤计较眼前利益，而是更重视保持友好关系以实现长久的互利共赢，从而使得当事人对“违约获利”——通过从忠实义务中解脱出来而实现溢价——的分配安排更容易达成一致。在信义关系下，当事人通过协商实现效率违约的实质为当事人通过协商允许受信人在特定情形下从忠实义务中解脱或者放松忠实义务的约束，从而实现整体福利状态的改进。例如，某商业机会对于公司的价值为100万元，高管可以利用该商业机会实现200万元的利润，故对于100万元的“违约获利”的分配，双方可以较容易地通过协商达成分成安排。又如，董事可以市场利率水平向公司提供借款，从而可以减少外部融资所产生的系列成本。虽然这种自我交易存在利益冲突风险，但可以通过披露和同意来缓解。公司董事会或者股东会对于该交易的批准程序实质上是董事与公司对于在这笔交易中放松忠实义务所进行的协商，归入责任就是激励受信人在从事此种自我交易之前履行该批准手续，且这种协商或者批准的成本通常并不高。具言之，鉴于董事与公司之间的长久合作、利益共存的关系，他们通常并不会相互要挟，而是较易达成一个互利共赢的安排，即公司以市场水平取得了融资，且减少了对外融资的成本，董事也基于其内部人地位较为容易地出借资金以及收取合理的利息。当然，并非所有信义关系下的协商成本都低，对于协商成本过高的情形，可能需要限制归入责任，详见本文第二（二）部分的分析。

此外，与单一的可得利益赔偿原则相比，归入责任实现在资源配置效率方面还具有另一个优势。在违反忠实义务的场景下，委托人的可得利益损失常常难以计算，又受制于诉讼中的证明规则，从而使得法院认定的损失数额往往低于委托人的实际预期利益，即所谓的赔偿不足（under-compensation）问题。法院裁判的赔偿不足问题会对受信人产生不当激励，即激励其在考虑是否违反忠实义务时并非将委托人的全部可得利益作为比较基准，而是以法院可能判决的数额作为决策基础。如此，违反忠实义务的行为所创造的效用可能小于受信人履行忠实义务对于委托人的效用。因此，单一的可得利益赔偿原则可能会激励许多无效率的违反忠实义务行为的发生，并增加纠纷解决成本。损害赔偿不足的问题通常发生在侵害商业机会和商业秘密、违反竞业禁止义务等场合。以受信人侵害委托人的商业秘密为例，由于商业秘密对于委托人的价值难以计算，故受信人侵害商业秘密所创造的价值可能并没有该商业秘密对于委托人的价值高。在美国法下，损失（可得利益）难以计算的问题也导致即使不存在信义关系，归入责任也是侵害商业秘密案件的一般救济。^{〔15〕}对于风险厌恶型的受信人，法律上解决“损害赔偿不足”问题更为效率的选择是通过归入责任激励受信人与委托人进行协商，因为协商通常能够更合理地确定特定忠实义务在特定场景下对于委托人的价值/效用，从而更合理地分配当事人之间的利益，并促进真正的“效率违约”。^{〔16〕}

（三）小结

一方面，信义关系下的归入责任可以降低代理成本、鼓励受信交易的达成。另一方面，若受

〔14〕 See Markovits, Daniel & Alan Schwartz, *The Myth of Efficiency Breach: New Defenses of the Expectation Interest*, 97 Virginia Law Review 1939, 1994-1995 (2011); I. R. Macneil, *Efficient Breach of Contract: Circles in the Sky*, 68 Virginia Law Review 947, 959-960 (1982).

〔15〕 See Uniform Trade Secrets Act, Section 3.

〔16〕 参见前引〔4〕，Frank H. Easterbrook、Daniel R. Fischel文，第445页。

信人属于风险中立或偏好型,则可得利益赔偿相较于归入在事后资源配置效率方面缺乏优势,即无法激励效率违约;若受信人属于风险厌恶型,则由于信义关系通常属于合作型关系,双边垄断通常并不会导致极高的协商成本,故在归入责任下,受信人若发现了履约资源(如受托资产、商业机会、商业秘密等)更有利可图的利用机会,其可以与委托人协商,并就所实现的“溢价”达成互利共赢的分成安排。如此一来,亦实现了事后资源配置效率的优化。此外,由于单一的可得利益赔偿原则存在赔偿不足问题,故通过归入责任激励事后协商是更为效率的选择。因此,对于具有共通经济特征的各类商事受信关系而言,归入责任应为一般性的救济手段。

三、防止威慑过度:归入责任的限制

前文从经济效率的视角一般性地论证了商事受信关系下适用归入责任的合理性。然而,归入责任并非没有成本或风险,故有必要防止其威慑过度。如前所述,信义关系下亦可能出现自愿协商成本过高的情形,若在这类情形下仍然严格适用归入责任,则会起到阻碍效率违约的后果,不利于激励受信人寻找和利用实现履约资源更优利用的机会。因此,有必要讨论归入责任适用限制问题。

具言之,厘清归入责任的限制或边界需要回答的首要问题是,在扣除成本之后,是否需要基于受信人凭借个人的努力(efforts)、劳动(labor)、技能(skills)和资源(resources)等对获利作出的贡献而对其进行补偿或补贴(allowance)。这被英美法司法实践讨论已久,却被我国法院以及学界忽略。在此讨论该问题,源于个案中受信人确实凭借自身才能和资源创造了更多的利润,而委托人本身无法实现同等程度的利润。但对这一问题解决方案的争议较大,域外法院观点也时常相左。^[17]并且,似乎防止威慑演变为惩罚这一政策目的也无法很好地解释这个问题。因为不仅需要扣除成本,还需要对个人的努力和资源进行补偿,所以其威慑性所剩无几,且在直觉上也与威慑目的相悖。事实上,是否需要对受信人的贡献进行补偿,本质上回到了对归入责任是否应当适用(或限制)这个大前提的拷问,所以须回到前文关于归入责任的经济分析框架下予以讨论。

(一) 域外实践的基本情况

总体上,在英美法国家的司法实践中,法官对归入责任是否应当适用(或限制)问题存在较大争议,下文将通过经典案例来呈现域外法院的态度。

在英国法上,支持补偿受信人的最具权威的判例(leading authority)是诉至上议院的Boardman v. Phipps案。^[18]该案中,被告是某家族信托的律师,该家族信托投资了一家公司的股权,但该公司业绩较差,维护信托持股价值的唯一办法是取得公司的控制权。但信托文件明确规定不得进一步购买股份,且信托本身也无资金购买股份,故律师利用该信息购买了股份并取得了控制权,最终信托和律师都因此而获得了收益。法官认为,律师违反了不得基于代理人身份以及在代理关系中获得的信息谋利这一忠实义务,要求其承担归入责任;但同时认为应对善意律师

[17] See B. Arnold, *What Shall We Do With The Dishonest Fiduciary? The Unpredictability of Allowances For Work And Skill*, 2 University of South Australia Law Review 1 (2016); M Harding, *Justifying Fiduciary Allowances*, in A. Robertson & H. W. Tang eds., *The Goals of Private Law*, Hart Publishing, 2009, pp. 341–364.

[18] See [1967] 2 AC 46 (House of Lords).

所提供有价值的工作予以补偿，从而相应扣减了归入的数额。^{〔19〕}类似地，在 *Badfinger Music v. Evans* 一案^{〔20〕}中，受信人虽然因擅自提前发行乐队的录音而违反忠实义务，但其凭借自身的才能和努力为乐队实现了丰厚的利润，法院亦支持对受信人进行补偿。然而，在同样是诉至上议院的 *Guinness plc v. Saunders* 一案^{〔21〕}中，善意的公司董事未经董事会批准，仅由负责并购案的三名董事组成的委员会批准，而收受了一笔报酬（520 万英镑），原因在于其为公司并购案提供了重要的建议与服务。该董事以违反程序规则的形式违反了忠实义务，应承担归入责任。然而，上议院在该案中并未对董事提供的服务进行补偿。

此外，亦有判例在受信人明显恶意违反忠实义务的情形下，支持对受信人的个人努力和资源进行补偿。例如，在新西兰最高法院判决的 *Chirnside v. Fay* 一案^{〔22〕}中，合伙关系中的一方当事人未经对方同意篡夺了合伙关系下的目标项目，且欺骗对方当事人称已经将该项目出售。法院认为，被告违反了忠实义务，但却同意对其在项目开发中付出的卓绝个人努力进行补偿。又如，在澳大利亚联邦最高法院裁判的 *Warman International Ltd v. Dwyer* 一案^{〔23〕}中，被告是某分支公司的管理人员，该分支负责一家意大利公司的产品销售，销售情况不尽如人意。被告私下与该意大利公司达成协议，由被告另行设立公司负责销售，这相当于篡夺了分支公司的商业机会。然后，意大利公司提前终止与分支公司的合作，且被告事后也从该分支公司离职。本案中，最高法院认为，如果利润增加中的大部分源于受信人的技能、努力、财产和资源、其投入的资本及承担的风险，且这些风险是委托人本身并未承受的，则应允许受信人分享该部分利润。简言之，本案件中违反忠实义务的受信人确实凭借自己的技能优化了销售业绩，从而创造了更多的利润，最终实现了该商业机会的效用更大化。

（二）补偿善意受信人的经济逻辑

综上所述，我们很难从英美法国家的司法实践中总结出关于归入责任限制的一般规则。对于该问题，人们的道德直觉或公平感之间存在明显的张力。一方面人们会认为应当对有价值的劳动予以补偿，另一方面人们又会认为受信人违反忠实义务具有可谴责性。因此，要得出这一问题的规范性结论，需回到效率视角予以严谨分析。站在效率角度，满足以下两个要件的情形，才应对受信人的贡献进行补偿。

1. 要件一：自愿协商成本过高

如前所述，对于风险厌恶型受信人而言，归入责任可能会阻碍效率违约，从而有损事后资源配置的效率。对于风险中立型受信人，从事后的角度来看，亦可能存在阻碍效率违约的情形。这类受信人在 $Nb < Lb \times p + Np$ 的情形下会选择守约，而事后可能发现，这种守约从社会福利的角度来看缺乏效率。因为在 $Nb < Lb \times p + Np$ 的情形下，亦可能满足 $Nb + Eb > Lb + Np$ ，^{〔24〕}即违约才是社

〔19〕 其实，这个案件对于当下的实际意义并不大，因为当时的忠实义务规则实行的是僵化的、传统的“唯一利益原则”（sole interest rule）和“禁止利益冲突原则”（no-conflicts rule）。See J. H. Langbein, *Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest*, 114 Yale Law Journal 929, 954-955 (2004). 简单来说，在这个案件中，律师利用了一个信托本身就无法利用的商业机会，这从现代的观点来看，可能完全不构成违反忠实义务。

〔20〕 See [2002] EMLR 2 (HC).

〔21〕 See [1990] 2 AC 663 (HL).

〔22〕 See [2006] NZSC 68.

〔23〕 See (1995) 182 CLR 544.

〔24〕 不等式左边为违反在先合同而向第三人履行所实现的社会福利，右边为履行在先合同所实现的社会福利。

会福利更大化的选择。但由于信义关系下的当事人通常属于合作型关系，归入责任可以激励当事人通过较低成本的事后协商来实现资源的重新安排。然而，现实中必然也存在信义关系下的当事人之间协商成本过高的情形。对于这类情形，若仍然严格适用归入责任，则会威慑过度，阻碍受信人寻找利用履约资源“实现更大效用”的方案，故有必要限制该责任或对受信人予以补偿（二者实质是一样的）。至于判断协商成本是否过高，还需要比较当事人通过自愿协商来实现获利分享，与受信人单方决定违约以实现更大利润这两种安排之间的成本差异。具言之，前者是指当事人之间的协商成本，后者是指通过法院裁判来分配当事人之间利益（即认定受信人的净利润以及补偿金额）而带来的司法裁量成本。在商事受信关系下，法院通常可能无法准确判断受信人是否确实凭借其努力和资源创造了委托人本无法实现的利润，即法院无法判断委托人本能够创造多少利润，从而可能会在“违反忠实义务的行为缺乏效率”的情形下不当补偿违反忠实义务的受信人。加之，通过法院裁判来分配利益还会产生纠纷解决成本。因此，若受信人明显可以更低成本就更有利可图的安排与委托人进行协商，然后双方达成分成协议，则法律应当鼓励当事人进行此种协商。^{〔25〕}

所以，法院只应在自愿协商困难的情形下对受信人进行补偿。对于受信人的补偿实质上是允许受信人分享利润，而这很大程度上是在否定归入责任，更多地偏向了损害赔偿。并不能仅因为受信人凭借其个人技能、努力和资源实现了更大的利润，就允许其分享利润，这是归入责任明显不同于不当得利的逻辑的地方。若自愿协商成本不高，则应当通过归入责任鼓励当事人通过自愿协商来达成实现资源的更优利用，由当事人来判断何为更优安排，而非通过成本更高、精准度不高的法院裁判来实现当事人之间利益的分配。部分裁判观点也契合了这一思路。例如，在 Guinness plc v. Saunders 一案中，上议院认为，该董事正当的做法应为提请董事会批准，而非无视程序规则而收受额外的报酬。高夫（Goff）勋爵更是强调，在特殊情形下补偿受托人不得产生激励信托受托人将其自身置于其义务与自身利益相冲突的状态。上议院的这一裁判逻辑或许表明，董事从公司获得额外的报酬本就属于存在利益冲突风险的行为，既然董事为公司并购案提供的建议和服务具有重要价值，则其完全可以通过符合公司章程规定的自愿协商（审议批准）程序来实现额外的报酬。鉴于董事与公司之间的长期信赖、合作关系以及互利共赢的交易性质，这一协商的成本应该并不高，且当事人之间的谈判相较于法院事后裁判可以更准确、合理地确定董事应得的报酬水平。因此，该案中不应当补偿受信人，如此才能促使当事人追求有效率的自愿协商，而不是依赖成本更高的事后裁判；否则就会激励受信人自陷利益冲突嫌疑之中，即罔顾程序规则而“先斩后奏”。

反之，在自愿协商成本过高的情形下，若严格适用归入责任则会阻碍受信人从事实现整体福利更大化的违约行为，即“威慑过度”。一方面，其难以通过自愿协商来实现资源的更优利用；另一方面，归入责任这一救济也会使其缺乏动力从事单方违约行为，因为所获利润需要悉数交出。至于何种情况下构成自愿协商成本过高，可借用前文介绍的 Warman International Ltd v. Dwyer 案予以解释。该案中，由于管理人在篡夺公司机会后离职，可以推断出管理人的主要职责为案涉产品的销售。若其就销售该产品的商业合作机会与公司进行协商，协商成本可能较高。因为若公司将销售业务“外包”给管理人，则管理人与公司之间在未来无需继续相互依赖、合作，

〔25〕 参见前引〔4〕，Frank H. Easterbrook、Daniel R. Fischel 文，第 446 页。

故双方之间就外包的分成协商就更接近零和博弈。如此一来，双方可能会对于该业务外包的分成安排进行反复拉扯或相互要挟，这意味着存在过高的协商成本。所以，在这类情形下，法律上没有必要激励当事人进行磋商。但由于该案中受信人的行为具有隐蔽性和欺骗性，不满足下文提出的第二个要件，法院补偿受信人的做法仍然不合理。

2. 要件二：受信人违反忠实义务的行为不具有隐蔽性

若仅从事后资源配置效率的角度来看，只要个案满足协商成本过高这一条件，就应当对受信人进行补偿，至于受信人的行为是否具有隐蔽性并不重要。因为受信人的行为是否具有隐蔽性只会影响其行为被发现的概率，从而影响委托人的损失得到赔偿的概率。基于卡尔多—希克斯效率（Kaldor-Hicks efficiency）这一法经济学分析的常用标准，^{〔26〕} 判断行为是否有效率只需关注社会总福利的增加，财富在个体之间的分配和转移（如违反忠实义务的受信人赔偿委托人的损失）并不影响效率。但若从事前的角度来看，对于以隐蔽方式违反信义义务的受信人不予以补偿可在一定程度上激励其以光明正大的方式违反其义务，从而降低委托人的代理成本（主要是监督成本）。因此，为了降低监督成本，补偿受信人不仅需要满足协商成本过高这一条件，还要求受信人违反忠实义务的方式不具有隐蔽性或欺骗性。这相当于英美法实践中所称的“善意”，即受信人没有逃避损害赔偿责任的主观故意。因此，部分法官在裁判中强调违反忠实义务的受信人是否符合“善意”（good faith）或“诚信”（honesty）要件具有经济合理性。例如，在 Boardman v. Phipps 一案中，丹宁（Denning）勋爵就表示：“如果代理人的行为构成不诚信、恶意或者具有隐蔽性，则不应允许其获得补偿；但本案中，代理人的行为光明正大，虽确有瑕疵，允许其获得补偿才是公正的。”^{〔27〕} 又如，在 Chirnside v. Fay 一案中，新西兰前首席法官西昂·伊里亚斯（Sian Elias）对于补偿受信人持反对意见，其中的重要原因在于案涉被告隐藏了其违反忠实义务的行为，即其并不诚信。^{〔28〕}

（三）小结

法院在个案裁判中限制归入责任的适用，可以激励受信人通过违反忠实义务实现资源的效用更大化，不至于因为自愿协商成本过高而损害事后资源配置的效率；且又因为违反义务的方式不具有隐蔽性，会被委托人必然发现，于是委托方的利益亦可通过“部分的”归入（实质上偏向于损害赔偿）得到有效补偿。

四、归入责任的特殊实施形式：没收违法所得

从效率的视角看，私法上的归入责任不仅可能阻碍效率违约，纯粹依赖私法实施该责任亦可能导致不效率的后果。虽然归入责任通常被理解为一种合同救济，但其具体实施形式并不限于私人诉讼或仲裁。在有些类型的商事交易下，受信人违反忠实义务的波及面很广，且存在更为严重的信息不对称。对于这类违反忠实义务的情形，交由具有信息优势的监管机构代替分散的个人来

〔26〕 根据该效率标准，只要某项行为或改变使得部分人的福利的增加大于其他人所受到的损害，就可以认为整体效率得到了改进。参见前引〔9〕，R. A. Posner 书，第 11-15 页；R. O. Zerbe, *Economic Efficiency in Law and Economics*, Edward Elgar Publishing, 2002, pp. 14-33.

〔27〕 [1965] 1 Ch 992 (CA) 1020.

〔28〕 See [2006] NZSC 68 [45].

集中实施归入责任更具效率。这一方式在我国的语境下通常被称为“没收违法所得”，典型例证包括上市公司管理层或其他受信人从事内幕交易^{〔29〕}与资产管理机构违反忠实义务的情形。在上市公司管理层或其他内部人从事内部交易的情形下，没收违法所得的效率性是比较好理解的。负有信义义务的内部人从事内幕交易所涉及的投资者数量众多，投资者亦很难察觉和调查内部人的内幕交易行为，故交由证券监管机构通过统一执法来迫使违反忠实义务的内部人交出违法获利更具效率，且《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）第191条已经明确规定了内幕交易情形下没收违法所得这一后果。然而，监管法对于资产管理机构违反忠实义务的情形尚未规定这一后果，故下文以资产管理为例来比较民商法层面的私人归入请求权与监管法层面的没收违法所得这两种归入责任的实施形式。

（一）资产管理人的归入责任：没收违法所得的效率优势

资产管理是现代社会一类重要的金融业务，资产管理行业的监管法通常会对资产管理人或投资顾问（下称“投资顾问”^{〔30〕}或“资产管理人”）施加信义义务（忠实义务和勤勉/注意义务）或者“为客户最佳利益服务”的义务。资管业务以“受人之托、代人理财”为特征，投顾投资行为的高度专业性导致了当事人之间的高度信息不对称以及随之而来的委托代理问题，故归入责任必不可少。在美国法下，投资顾问的信义义务有两处渊源：其一为州普通法，具体包括基于代理法、信托法、公司法和合伙企业法等判例法；其二是《1940年投资顾问法》（Investment Advisers Act of 1940）（以下简称《投资顾问法》）第206条关于禁止投资顾问从事的系列欺诈和利益冲突行为的规定。通常认为后者确立了联邦层面的投资顾问的信义义务标准（federal fiduciary standard）。^{〔31〕}但有意思的是，美国最高法院在 *Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis*（1979）一案^{〔32〕}中确定了如下规则：投资者个人无法基于联邦层面的《投资顾问法》第206条请求违反信义义务的投资顾问承担归入责任，而只能由证券交易委员会（SEC）通过提起民事诉讼或行政程序来请求投资顾问交出违法获利，所获得的资金（disgorgement funds）会用于赔偿投资者。^{〔33〕}如此，投资者只能基于州层面的代理法、信托法、公司法和合伙企业法等（具体取决于投资者与投资顾问之间的法律关系）来主张投资顾问违反信义义务的归入责任。^{〔34〕}虽然联邦层面的信义义务标准与州判例法在抽象原则上并无实质差异，^{〔35〕}但SEC基于第206条颁布的规则、解释以及执法实践使第206条的内容更为详实和具体，从而会使诉讼的确定性更高，诉诸针

• 137 •

〔29〕 虽然内幕交易常常发生在违反信义义务的情形，但内幕交易责任并不以受信关系为必需前提。See D. M. Nagy, *Insider Trading and the Gradual Demise of Fiduciary Principles*, 94 Iowa Law Review 1315, 1315 (2008).

〔30〕 由于美国法下的表达是投资顾问，故本文这一部分在介绍美国实践时统称为投资顾问。

〔31〕 See SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 194 (1963).

〔32〕 See *Transamerica Mtg. Advisors, Inc. v. Lewis*, 444 U.S. 11 (1979).

〔33〕 See SEC, *Investor Bulletin: How Victims of Securities Law Violations May Recover Money*, June 21, 2018, available at https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_recovermoney.html, last visited on Jan. 1, 2023.

〔34〕 *Transamerica Mtg. Advisors, Inc. v. Lewis* 一案的反对意见亦表示：“《投资顾问法》规定的禁止的部分行为无疑可以基于欺诈提起普通法诉讼。” See Sonn Law Group, *Breach of Fiduciary Duty: A Guide for Investors*, Apr. 23, 2018, available at <https://www.sonnlaw.com/faq/breach-fiduciary-duty/>, last visited on Jan. 1, 2023.

〔35〕 See Michael S. Hong, *Comparing Fiduciary Duties under the Advisers Act and Delaware Law*, April 7, 2017, available at https://www.law360.com/articles/896627?utm_source=LexisNexis&utm_medium=LegalNewsRoom&utm_campaign=articles_search, last visited on Jan. 1, 2023.

对投资顾问的第 206 条相较于诉诸代理法等也更为直接，故关于投资顾问违反信义义务的私人诉权在美国实际上受到了一定程度的限制。例如，虽然关联交易是典型的利益冲突行为，代理法、信托法、公司法等对其亦有规定，但《投资顾问法》第 206（3）条、SEC 基于第 206（3）条制定的 206（3）—2 规则、^{〔36〕} SEC 对上述规则进行的解释^{〔37〕}及其执法实践^{〔38〕}对于投资顾问从事“委托交易”（principal trades）与“代理交易”（agency cross trades）^{〔39〕}的具体认定标准、披露方式、客户同意等诸多方面作出了详细规定。这些规定构成了认定投资顾问是否存在关联交易而违反忠实义务的具体标准，与州判例法下抽象的、一般性的原则相比，明显具有更强的操作性。

正因如此，SEC 在执法中频繁地对违反信义义务的投资顾问实施归入这一措施，而很少出现个人投资者在诉讼中成功请求投资顾问交出获利的情形。虽然美国最高法院并未从效率的角度解释为何不允许私人投资者基于《投资顾问法》请求投顾承担归入责任，但其背后存在一定的经济逻辑。总体上，主要源于 SEC 执法相较于私人诉讼或仲裁具有明显的效率优势，一定程度上限制私人诉权可便利 SEC 的统一执法，从而减少 SEC 执法与私人执法之间的协调成本。具言之，由证券监管部门实施归入责任具有以下三个方面的效率优势：

第一，在投资基金（investment fund/company）/集合投资计划（collective investment scheme）（包括公募与私募）的场合，投资顾问在同一法律关系下同时面对众多投资者，多个投资者之间的协商成本较高（集体行动困境），同时还存在搭便车问题，故由监管部门统一提起诉讼更具效率。尤其是在公募基金的情形下，投资者通常是大量高度分散的公众投资者，且其可以通过赎回权按照基金净值随时退出。我国公募基金又欠缺公众公司相对完善的治理结构（董事会制度），^{〔40〕}故投资者的消极性（inactivism）以及集体行动困境问题相较于普通公众公司更为严重。^{〔41〕}因此，在投资基金的情形下，高昂的协商成本可能会导致投资者诉讼难以启动，从而妨碍归入责任的威慑性。

第二，在非投资基金的场合，即在投资顾问服务于单一客户的场合，同一家投资顾问公司对于不同客户可能会采取同样的违法或利益冲突操作，故其波及面亦可能很广。相较于由众多分散的投资者分别提起诉讼或仲裁，SEC 统一处理则可以减少不必要的资源浪费。例如，SEC 于 2018 年开始基于《投资顾问法》第 206（2）条而处罚投资顾问，包括违反信义义务未能充分向客户披露其向共同基金收取的销售佣金等收入所带来的利益冲突，以及未能向客户推荐符合其最

〔36〕 See 17 CFR § 275.206（3）2，Agency cross transactions for advisory clients.

〔37〕 See Commission Interpretation of Section 206（3）of the Investment Advisers Act of 1940，Release No. IA—1732，July 17，1998.

〔38〕 See SEC，*Investment Adviser Principal and Agency Cross Trading Compliance Issues*，September 4，2019；In the Matter of Perini Capital，LLC and Michael D. Perini，Respondents，Investment Advisers Act of 1940 Release No. 6015 / May 6，2022.

〔39〕 “本人交易”是指投资顾问的客户与投资顾问自营账户或顾问或其控制人（controlling persons）有重大权益（大于 25%）的机构之间的交易，而“代理交易”是指投资顾问在为客户买卖证券中同时直接或间接充当经纪商的交易。See SEC，*Investment Adviser Principal and Agency Cross Trading Compliance Issues*，September 4，2019.

〔40〕 虽然美国《1940 年投资公司法》要求公募基金建立公司治理结构，亦设置了董事会，但是实践效果是不理想的。See J. Morley & Q. Curtis，*Taking Exit Rights Seriously：Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds*，120 The Yale Law Journal 84（2010）.

〔41〕 参见前引〔40〕，J. Morley、Q. Curtis 文。

佳利益的基金份额类型 (share classes)。^[42] 具言之, 投资顾问会向其客户推荐基金, 而基金端可能会向投资顾问直接或通过投资顾问的关联方间接支付佣金 (最典型的例证是美国法下被称为 12b—1 费用的一类佣金),^[43] 这种收入所导致的利益冲突在于, 投资顾问可能会偏向于向其客户推荐佣金水平更高的基金而非最适合客户的基金, 而这显然属于违反忠实义务的行为。自 2018 年至今, SEC 已经基于这一理由处罚了大量的投资顾问公司, 这些投顾违反忠实义务的行为均牵涉了不计其数的投资者。在此情形下, 由 SEC 通过行政程序或者民事诉讼程序集中处理投顾违反信义义务的案件, 要求案涉投顾交出违法获利, 并由 SEC 以收缴的资金成立特定用途的基金以补偿众多投资者的损失, 明显比不计其数的私人诉讼更具效率。另外, 虽然投顾违反信义义务的总体收入是可观的, 但对于单个投资者而言可能很少, 维权成本可能远大于收益, 故个人投资者也可能并没有动力通过私人诉讼来寻求救济。当然, 集体诉讼或者代表人诉讼制度可在一定程度上解决重复的同类型诉讼问题, 但难免存在高昂的协商成本及搭便车问题。

第三, 投资顾问的违法案件不仅可能存在波及面广的问题, 还具有更严重的信息不对称问题。一方面, 这类案件由于需要对投资顾问的投资行为和策略进行审查而具有极强的专业性, 其专业性甚至可能比虚假陈述、内幕交易、操纵市场等证券违法案件更强; 另一方面, 全权委托是投资顾问行业的常见模式, 投资顾问并不像上市公司董事、高管一样面临来自公司内部和外部的完善的监督机制, 故对投资者而言, 投资顾问违反忠实义务的操作亦通常十分隐蔽而难以调查取证。因此, 由专业的证券监管部门负责此类案件的调查、判断, 进而一并处理没收违法所得、赔偿投资者等事宜更为合适。

反观我国, 大资管行业目前亦正处于回归本源与规范发展的重要转型期, 不同机构从事资产管理业务受制于不同的法律规定, 而这些规定并没有都对管理人违反忠实义务的行为规定“没收违法所得”这一法律后果。比如,《中华人民共和国证券投资基金法》(以下简称《证券投资基金法》)第 123 条、《信托公司管理办法》第 59 条与《信托公司集合资金信托计划管理办法》第 49 条等对于资产管理机构违反忠实义务的行为设置了“没收违法所得”这一措施, 但《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(“资管新规”)《私募投资基金监督管理暂行办法》《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》《商业银行理财子公司管理办法》《商业银行理财业务监督管理办法》《保险资产管理产品管理暂行办法》等都没有规定这一法律责任。因此, 从民商法的角度来看, 由于基础法律关系规则下归入责任的缺漏, 不同法律形式的资管产品的管理人受制于不同的民事救济规则; 从监管法的角度来看, 亦未能统一规定没收违法所得作为违反忠实义务的归入责任的特殊实施方式。

(二) 没收违法所得与民事赔偿的协调

如前所述, 在上市公司内部人进行内幕交易及资产管理机构违反忠实义务的情形下, 法律应当赋予监管部门实施归入责任的权力, 因为其相较于私人执法具有效率优势。那么, 随之而来的问题是如何处理监管部门的没收违法所得与民事赔偿之间的关系。“没收违法所得”的性质究竟

[42] See SEC, *Share Class Selection Disclosure Initiative*, February 2018.

[43] See Investment Company Institute, *Rule 12b—1 and Intermediary Payments Resource Center*, available at <https://www.ici.org/rule12b1fees>, last visited on Jan. 1, 2023.

是行政处罚还是行政机关实施私法责任，取决于没收的违法所得的归宿。在美国，目前 SEC 主张其在行政程序和民事诉讼程序所实施的归入责任都属于衡平法救济（equitable remedy）而非罚金（penalty），^{〔44〕} 这是因为两类程序下所获得的资金都会用于赔偿投资者。^{〔45〕} 因此，在美国法下，SEC 实施的“吐出违法获利”本质为由监管部门实施的私法上的归入责任。但在我国法下，没收违法所得原则上应上缴国库，^{〔46〕} 只是其会受制于“民事责任优先原则”，即民事诉讼中的赔偿责任在清偿顺位上优先于行政处罚。^{〔47〕} 因此，“没收违法所得”在我国法下的性质属于行政处罚。然而，考虑到投资者在民事诉讼中欠缺专业能力、调查取证困难，以及诉讼与执行的滞后性等现实障碍，^{〔48〕} 相较于在行政执法与民事赔偿相分离的模式下强调民事责任优先，美国法所采取的直接由监管机构以违法获利建立专门基金用于赔偿投资者的做法更有效率，我国有必要予以借鉴。因此，本文主张将证监会在内幕交易、资管机构违反信义义务等违法案件中实施的没收违法所得这一措施在性质上界定为私法上归入责任的一种实施方式，而非行政处罚。如此一来，便可扫清没收违法所得资金成立专门基金用于赔偿投资者损失的法理阻碍，因为获利本应支付给受损害的“委托人”。鉴于已有诸多国内学者提出关于建立赔偿基金制度的建议，^{〔49〕} 兹不赘述。

五、结语：法理逻辑的实践启示

归入责任与损失填平这一传统私法理念明显冲突，故国内外学界在呼吁一般性地构建所谓的“违约获益交出责任”或“侵权获利返还责任”时遇到了极大阻力。但在讨论归入责任这块“混战”的土地上，相对的一片“净土”是信义关系或违反忠实义务的情形，因为大多数英美法系和大陆法系国家都认可归入责任应作为违反忠实义务的一般救济手段。然而，我国学理上对商事受信关系下的归入责任缺乏细致的经济分析，立法和实践中也存在诸多缺漏。总体上，本文的法理逻辑梳理与经济分析对我国商事受信人归入责任的统一规范在民商事立法、司法以及证券监管方面均具有现实意义。

首先，商事受信人的归入责任不仅可以通过更强的威慑功能降低代理成本，也可以激励有效率的事后协商，故应当成为受信关系的一般救济。因此，我国应当填补目前法律移植上的缺漏，民商法层面应当对商事受信关系均设置违反忠实义务的归入责任。具言之，在代理关系下，《民法典》在“代理”一章应当规定代理人从事自己代理、双方代理、私自收受佣金、挪用委托人财产、违反保密义务等违反忠实义务行为情形下的归入责任。在合伙关系下，《合伙企业法》应当第 32 条规定违反竞业禁止义务、自我交易义务以及其他利益冲突行为的归入责任。

〔44〕 See SEC, *In the Matter of Lightspeed Trading, LLC Respondent.*, Release No. 10924/February 2, 2021.

〔45〕 如若无法找到受损害的投资者，则可能会上缴财政部，这在内幕交易案件中很常见。See Al Drago, *SEC Disgorgement Win Bolsters Ability to Recoup Ill-Gotten Gains*, *Bloomberg Law*, Aug. 17, 2022, available at <https://news.bloomberglaw.com/securities-law/sec-disgorgement-win-bolsters-ability-to-recoup-ill-gotten-gains>, last visited on Jan. 1, 2023.

〔46〕 参见《中华人民共和国行政处罚法》第 74 条第 2 款。

〔47〕 参见《证券法》第 220 条、《关于证券违法行为人财产优先用于承担民事赔偿责任有关事项的规定》（证监会、财政部公告〔2022〕40 号）以及《证券投资基金法》第 150 条。

〔48〕 参见陈洁：《证券民事赔偿责任优先原则的实现机制》，载《证券市场导报》2017 年 6 月号。

〔49〕 参见郭雳：《证券执法中的公共补偿——美国公平基金制度的探析与借鉴》，载《清华法学》2018 年第 6 期；黄辉、黄江东等：《证券民事赔偿责任优先的法理逻辑与实现路径》，载《投资者》2019 年第 6 辑。

其次,目前的国内研究和司法实践过分着眼于归入责任的威慑功能,却忽视了其潜在成本,即其可能阻碍事后资源配置的效率。因此,归入责任虽原则上属于违反忠实义务的一般救济,且在大多数情形下具有效率优势,但其并非在所有情形下皆是如此。在自愿协商成本过高的情形下,它可能阻碍受信人寻找和利用实现履约资源效用更大化的方案。因此,在这类情形下,法院须基于裁量权而对归入责任的适用加以限制,即在自愿协商困难的情形下对善意受信人凭借个人努力和资源所作的突出贡献(如实现了更多的利润)进行合理补偿,以激励其进行有效率的“单方违约”。在这一点上,英美法司法实践中对于善意受信人的补偿颇值得我国进行批判性借鉴。

最后,在证券监管的语境下,受信人违反忠实义务的行为可能具有波及面较广、信息不对称极强的特征。无论其涉及的具体基础商事受信关系为何种(如资管业务可能采取多种商事受信关系),由证券监管部门通过没收违法所得来实施归入责任是相较于私人归入请求权更有效率的方式。鉴于此,我国实有必要在各机构监管的资管业务规则中明确“没收违法所得”这一实施归入责任的特殊方式。此外,证监会实施的没收违法所得的法律性质应为归入责任的公共执法形式,现行法下关于没收违法所得的行政处罚定位以及对应的“民事责任优先”模式,无法有效保护投资者利益,而应直接以没收所得的资金建立专项赔偿基金用于赔偿投资者损失。

Abstract: There exist deficiencies in Chinese laws, judgements and regulations pertaining to the disgorgement remedy for commercial fiduciaries, which reveals the lack of clarity about legal rationales behind it. First, legal structures that constitute a fiduciary relationship are treated disparately in terms of remedies, which stems from the failure to clearly understand the function of disgorgement of profits. The agency cost theory is inadequate for justifying this remedy, since it is necessary to respond to efficient breach supporters' criticisms. Assuming that fiduciaries are risk-neutral or risk-seeking, expectation damages are also unable to encourage efficient breach, which means no comparative advantages in this regard; assuming that fiduciaries are risk-averse, account of profits could improve allocative efficiency by inducing Coasian bargains, which is efficiently superior than expectation damages due to no concern about under-compensation. Second, courts have failed to pay attention to reasonable allowance for contributions made by fiduciaries in good faith, which could result in overdeterrence. Third, the securities regulator failed to recognize the repayment of ill-gotten gains as the public enforcement of the disgorgement remedy and its efficiency superiority compared to disgorgement claims by individuals, and the existing principle of the priority of damages cannot effectively compensate investors.

Key Words: fiduciary relationship, duty of loyalty, account/disgorgement of profits, efficient breach, repayment of ill-gotten gains

公司法自主性的建构和强化：理论反思和制度实现

夏小雄*

内容提要：《公司法》修改应当增强自主性意识、强化自主性特征，使得公司法充分尊重本土国情、面向实践难题、体现中国特色。由于立法功利主义、法律移植范式、立法技术缺陷、文化传统冲突等因素的影响，改革开放四十年来我国公司法制建设并未充分彰显公司法自主性特征，给公司法理论发展和实践应用带来了一系列问题。增强公司法自主性，对于加快完善社会主义市场经济体制、建设中国特色社会主义法治体系、参与全球法律文明对话具有重要意义。增强公司法自主性需要在整体视角、体系维度加以展开，《公司法》修改可以在立法目的、立法依据、法律渊源、法律原则、社会主义特色等方面通过规范的合理设置、制度的体系重构来强化公司法自主性特征。

关键词：公司法 自主性 法律移植 法律渊源 中国特色法治体系

一、引言

在《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）修改过程当中，理论界和实务界对于我国公司法存在的理论争议和实践难题进行了深刻检讨，从各个维度提出了制度完善方案和规范修订建议。这种批判反思对于现行《公司法》的体系性优化和现代化改造具有重要意义。^{〔1〕}

但就目前的《公司法》修订草案来看，公司法改革并未达到理论界和实务界的理想预期，尚没有充分回应我国公司法存在的结构性问题和面临的根本性挑战。^{〔2〕}要想推动《公司法》修改从

* 夏小雄，中国社会科学院法学研究所副研究员。

本文为2019年度国家社科基金项目“公司双重股权结构司法审查标准研究”（19BFX132）、中国社会科学院青年人文社会科学研究中心2024年度社会调研项目“中国特色社会主义公司法体系完善研究”的阶段性成果。

〔1〕 参见刘俊海：《新公司法的设计理念与框架建议》，载《法学杂志》2021年第2期。

〔2〕 参见蒋大兴：《公司法修订草案中的关键缺失》，载《中国法律评论》2022年第5期；邓峰：《修订公司法，不如退而结网》，载《财经》2022年第1期。

“小修小补”到“根本调整”，需要回到公司法争议问题的理论基本面和体系深层次。^{〔3〕}在本文看来，公司法的自主性是其中需要重点关注的问题之一。《公司法》修改应当增强公司法的自主性意识、强化公司法的自主性特征，使得我国公司法充分尊重本土国情、面向实践难题、体现中国特色。

基于上述问题意识，本文首先将结合我国公司法制发展历程分析公司法在自主性建构层面所存在的问题及发生原因；随后将从理论角度探讨在当下为什么要突出强调公司法自主性问题的反思，并讨论在《公司法》修订过程当中如何增强公司法的自主性特征。当然，“公司法自主性”本身是一个复杂的法哲学问题，其理论基础、体系逻辑、制度构成等需要深入研讨，本文仅是一个初步的探索性研究，相关具体问题有待于公司法学界开展更为全面的阐释论证。

二、中国公司法的自主性建构：发展历程和实践问题

（一）公司法发展历程回顾

在中华法系漫长发展历程之中，并不存在西方意义上的公司法制度。^{〔4〕}鸦片战争之前，在同英国、荷兰等国家的殖民地公司打交道时，特别是随着同东印度公司（公班衙）的深入交往，国人对于西方公司法的理念和制度逐步有所了解。^{〔5〕}

在鸦片战争之后，随着更多外国公司的进入设立和西学著作的翻译传播，公司法的理论和制度逐步被介绍到中国。从洋务运动开始，一些先进人士（如薛福成）认识到了公司制度的重要性并强调运用公司制度发展商业进而同洋人、洋行竞争，公司法的本土实践逐渐得以开展。1872年轮船招商局设立，此后设立公司“招商集股”成为经济时尚，公司制度“聚财”“合力”的优势得到一定发挥。^{〔6〕}此阶段设立的公司大多采取“官督商办”体制，政府权力介入公司治理经营，尤其是对董事和经理的委派和任命多有干预。^{〔7〕}清朝末年，在效仿西方公司立法基础上清政府制定了《公司律》，为私人投资提供了法律保障并确立了股东有限责任原则。作为最早的公司成文立法，《公司律》确认了西方意义上公司制度的合法性，当然这一立法本身也带有一定的功利性，“救亡图存”“洋为中用”的立法使命和立法模式注定了其难以成功，也难以体现自主性特征和本土性特色。^{〔8〕}

北洋军阀和国民党政府时期，公司立法得以进一步完善，1914年《公司条例》、1929年《公

• 143 •

〔3〕 参见冯果：《整体主义视角下公司法的理念调适与体系重塑》，载《中国法学》2021年第2期；蒋大兴：《公司法改革的文化拘束》，载《中国法学》2021年第2期。

〔4〕 明清时期存在服务于海外贸易的“合伙”，但从理论角度来看不能将其视为西方公司法意义上的“无限公司”。对于明清海外贸易“合伙”的介绍参见张伟、汤恽：《明清海外贸易中的合伙制探赜》，载《中国社会经济史研究》2015年第1期。

〔5〕 参见邹进文：《清末公司制思想研究》，载《清史研究》2003年第4期。也有学者认为清朝时期对于“公司”的了解源自东南亚地区的华侨公司。参见姜朋：《“公司”一词源流小考》，载《清华大学学报（哲学社会科学版）》2014年第1期。

〔6〕 参见张玲玉：《近代中国股份制公司的资本筹集——以轮船招商局为个案》，载《经贸法律评论》2022年第5期。

〔7〕 参见前引〔5〕，邹进文文。

〔8〕 See W. Goetzmann & E. Köll., *The History of Corporate Ownership in China: State Patronage, Company Legislation, and the Issue of Control*, in Randall K. Morck ed., *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, University of Chicago Press, 2005, pp. 149–184.

司法》、1946年《公司法》相对于清末《公司律》而言在立法技术上已有较大进步，但是公司法的理念、概念、规范、制度都是来自西方国家公司法。在某种程度上而言，当时的公司法就是欧陆国家公司法和日本公司法的“翻版重述”，〔9〕并未充分考虑与本土国情的契合，也未全面关注实践难题（股东权利保护、管理人员约束、政府主体干预等）。公司立法本身带有一定程度的功利性，“存在一些与当时的中国实际不太协调的规定，这主要是由于移植外国相关法律制度时没有考虑中国当时的国情所致”〔10〕。公司制度在实践中也不断“变异”发展：治理结构形同虚设，实际控制人一权独大；法人独立性被破坏，公司成为实际控制人的附属物；公司股票缺乏流动性，股票交易呈现出较强的投机性。〔11〕

在新中国成立之后，随着对“六法全书”的废除，民国时期制定的公司法也因之失效。在计划经济体制下，并不存在商品经济发展的可能性，公司制度和公司法也没有生存空间。改革开放以后，为了吸引外商投资、维护交易秩序，我国先后制定了《中华人民共和国中外合资经营企业法》《中华人民共和国外资企业法》《中华人民共和国中外合作经营企业法》，采纳了现代意义的公司法制度规则，为中外投资者的营业活动提供了可靠组织形式、合法投资路径。在1992年党的十四大决定建立社会主义市场经济体制之后，建构适应社会主义市场经济发展客观需要的法律体系成为我国立法机关的重要使命，其中重要任务之一当属制定《公司法》，以期为市场经济活动参与主体提供合法的商事组织形式。1993年《公司法》的制定意味着公司的合法地位得到明确确认，公司内外法律关系获得全面系统的规范，依据《公司法》设立的众多有限责任公司和股份有限公司成为促进市场经济发展的重要主体。〔12〕

需要承认的是，1993年《公司法》具有较强的改革精神和进步性，但其本身也存在一定的过渡性和局限性。〔13〕当时公司立法带有一定为国有企业脱贫解困的目的考量，“《公司法》制定的出发点和着眼点并非为了提高资源配置效率，而是着眼于国有企业改革，因而基于此立法宗旨而颁行的《公司法》在许多制度设计和安排上不可能遵循公司制度的一般规律，使其难以成为真正意义上的商事主体立法，更像一部‘国有企业的改革促进法’”〔14〕；在制定《公司法》的过程当中更多的是运用比较法研究方法，充分“移植”“复制”了其他国家和地区的公司法律规范，“学者和立法者均真诚相信，与从已有经验教训中总结出的建议相比，与西方公司法更为相像的立法更能带来进步”〔15〕。这在一定程度上陷入了法律移植中的“自我殖民”困境，并没有充分考虑公司法律规范与本土国情的适应性问题。同时，立法目的的功利性和经济转型的复杂性，导致公司法规范的实践效果并不是很好，“国家管制的情节过于浓厚，严重制约商事经济的发展”，“透露出的是节制资本、抑制投资的思想，而非鼓励和扶植投资”，“无法体现现代经济的要求”，“无法反映

〔9〕 参见朱大明：《中国公司法产生源流考——以日本法的影响为视角》，载《财经法学》2021年第1期。

〔10〕 李秀清：《民国时期移植外国商法论略》，载《法学论坛》2002年第2期，第14页。

〔11〕 参见徐华、徐学慎：《近代企业资本组织——公司制的中国化》，社会科学文献出版社2019版，第4-5页。

〔12〕 参见魏淑君：《公司法在中国的百年历程》，载《华东政法学院学报》2005年第2期。

〔13〕 参见漆多俊：《中国公司法立法与实施的经验、问题及完善途径》，载《中南工业大学学报（社会科学版）》2002年第1期。

〔14〕 冯果：《现代化视野中的中国公司立法——中国〈公司法〉修订之思考》，载《法学杂志》2004年第11期，第21页。

〔15〕 郭锐：《“公司词义考”二十年——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，第125-126页。

当今社会的进步潮流”，“难以满足实践的需求”^{〔16〕}。尽管后来《公司法》经过了多次修改，特别是2005年《公司法》的重大修订推动其从“管制法”向“自治法”转型，并逐步契合了社会主义市场经济发展的内在需要，但从整体上来看，中国公司法的自主性特征并未得到充分彰显。^{〔17〕}

（二）公司法自主性未能充分彰显带来的问题

缺乏自主性特征的公司法并没有充分地反映社会主义市场经济发展的深层次需要，未能有效回应和解决我国公司法实践中的热点和难点问题，本身也缺乏良好的制度规范效能。

首先，对于公司法自主性问题的忽视使得中国公司法并未充分尊重本土国情。中国公司法所立基的经济体制、社会结构、法治环境、伦理文化具有自身的独特特征，与其他国家公司法所面临的相关要素存在显著差异。公司法制建设必须充分重视这些要素的特殊性，并根据这些要素的特殊性建构适应本土国情、具有中国特色的公司法制。但是，无论立法，还是修法，立法机构对于本土国情因素缺乏全面而深入的考量，未能立足于本土公司法实践开展大规模的实证调查分析。在公司法法律规范的安排、法律制度的设计、法律体系的构造等方面更多的是借鉴参照外国公司法，有时甚至存在“盲目照搬”的情况，并未充分实现公司法制本土化。^{〔18〕}比如，并未根据实践中公司企业的结构特征建立针对性的治理机制，没有按照创新企业成长和资本市场发展要求确立回应性的资本制度，没有全面考虑社会信用环境和司法执行机制的特点建构合理的法律责任机制，未能充分考量转型社会的结构背景有效界定国家管制和公司自治的关系。

其次，对于公司法自主性问题的忽视使得中国公司法难以有效解决实践难题。虽然公司立法致力于“规范公司的组织和行为，保护公司、股东和债权人的合法权益，维护社会经济秩序，促进社会主义市场经济的发展”（1993年《公司法》第1条）等具体中国法问题，但基于移植而来的公司法规则并未充分考虑本土国情的契合性、立法使命的特殊性，因而也未能有效回应实践中的争议难题，对于公司治理失范、小股东利益保护不利、大股东和实际控制人滥用权利、董事高管信义义务落实不到位、不当关联交易、违规关联担保、融资机制不畅、并购法律规则缺失、内部监督流于形式、公司市场退出困难等实践难题并未提供“精细化”的法律规制方案，以至于长期以来上述问题都未能得到有效的解决，在一定程度上影响了社会主义市场经济深化发展。^{〔19〕}

再次，对于公司法自主性问题的忽视使得理论界和实务界对中国公司法本身缺乏深入理论省思。从公司法的条文规范、制度构成角度来看，很难解读出明显的“中国特色”或者“主体自觉”，基于借鉴移植而来的公司法与其他国家的公司法还是存在一定程度的雷同性，在理论基础和制度构造层面的特殊性并未得到足够重视。理论界和实务界对于公司法领域的一些基本命题（比如公司利益的界定、股东资格确认和股权转让生效的标准、法定代表人代表权的法定限制效力、清算义务人范围、公司资本功能、股东权利限制的合理性标准）尚未形成共识性意见，对于

〔16〕 前引〔14〕，冯果文，第21页。

〔17〕 在蒋大兴教授看来，2005年修订后的《公司法》依然属于没有“精神气质”的公司法，并不能凸显出自身的自主性特征。参见蒋大兴：《没有精神气质的公司法——法典构造的乌扎邦》，载《月旦民商法杂志》2005年第10期。

〔18〕 参见彭真明、常健：《盲目照搬还是尊重国情——对当前〈公司法〉修改中几个问题的反思》，载《法商研究》2005年第4期。

〔19〕 参见赵万一：《公司法修改大家谈（笔谈）》之《〈中华人民共和国公司法〉修改的中国立场与中国方案》，载《西北工业大学学报（社会科学版）》2021年第1期。

我国公司法价值预设、理念基础、原则体系等理论问题也没有加以深入讨论。实际上,对于这些问题的反思是讨论公司法自主性问题的基础,对于强化公司法中国特色和本土属性具有重要的意义。遗憾的是,由于公司法自主性本身没有得到应有重视,围绕上述理论性问题的研讨也没有相应深入,这也使得公司法实践不得不面临各种挑战难题。

最后,对于公司法自主性特征的忽视使得我国公司法本身的独特元素未能得到充分重视。在公司法立法之时,并未从公司法自主性建构的角度对党组织、国有企业、职工参与等独特要素进行深入的理论审视和妥当的体系安排,这使得相关规范未能充分发挥调整功能,相应制度的改革往往引发实践争议。^[20]实际上,这些独特元素恰是建构中国公司法自主性的重要组成部分,也能展现中国公司法与政治权力之间的紧密关联,在一定程度上凸显了中国公司法的政治特色。^[21]比如,对于公司法中如何安置国有企业相关规范,就不应当是简单的“增减规范”或“另行立法”的问题,而应当进一步思考国有企业的宪法地位和经济功能在公司法体系下如何贯彻落实及妥当地实现规范表达。^[22]国外学者敏锐地注意到了我国2005年《公司法》第19条的独特价值,强调要将其纳入中国政治文化传统加以理解,特别是改革开放以来党组织的“商业友好型”角色定位对于社会主义市场经济发展具有至关重要的意义,从实践效果来看这也建构了中国共产党和商业组织(包括公司在内)之间的新型关系。^[23]

(三) 公司法自主性未能得到充分彰显的原因

我国公司法自主性未能得到充分彰显并导致公司法制发展面临重重挑战的原因是多样的,具体而言可以归纳为以下几个影响因素:

一是立法功利主义。党的十四大提出建立社会主义市场经济体制目标之后,我国强调尽快确立社会主义市场经济法律体系,在短时间之内尽快制定《公司法》便成为立法机关的重要任务。这一“立法中心主义”思路在当时有其合理性,但其弊端也随着市场经济深化发展而不断显现,仓促而成的公司立法难以满足市场经济法制体系调整变迁的内在需求;^[24]公司立法在一定程度上也服务于国有企业的“脱贫解困”,“受历史条件制约,《公司法》不可能有很强的资本市场观念”,“基于服务国有企业公司制改革的目标框定,公司法不自觉地将公司仅仅当作一个商业组织体来对待,忽略了其融资工具特性”^[25],这一政策性使命在一定程度上影响了公司立法的体系化和科学化。由于上述多元化功利目标的存在,立法机构在公司立法时专注于既有公共政策/政治目标的实现,而没有充分考虑公司立法是否适应本土国情、是否具有中国特色、是否契合实践需要。

二是法律移植范式。在《公司法》立法或修法时,立法机构多是学习借鉴其他国家的公司立法和公司法理论,把公司法制发达国家的经验作为参考标准,并针对中国公司法的不足提出

[20] 相关的理论思辨和问题检讨参见楼秋然:《党组织嵌入国有企业公司治理:基础理论与实施机制研究》,载《华中科技大学学报(社会科学版)》2020年第1期。

[21] 参见前引[2],蒋大兴文。

[22] 参见蒋大兴:《公司法改革的“社会主义(公共主义)逻辑”》,载《中国流通经济》2020年第7期。

[23] See Colin Hawes, *Interpreting the PRC Company Law through the Lens of Chinese Political and Corporate Culture*, 30 University of New South Wales Law Journal 813 (2007).

[24] 参见陈甦:《体系前研究到体系后研究的范式转型》,载《法学研究》2011年第5期。

[25] 前引[3],冯果文,第63-64页。

相应完善方案。^{〔26〕}在制度建构上与异域公司法改革趋势保持一定的同步性，在立法建构和学术研究过程中大规模引入域外公司法的规范和制度，^{〔27〕}在这种条件下公司立法不可避免在一定程度上会忽视自主性特征的建构。以2005年公司法改革为例，“除个别制度属于中国自有的制度创新之外，大都是受境外公司法改革的启发和驱动，其中包括一人公司的承认、法人格否认制度的建立、公司最低资本额的大幅降低、公司股份的合法回购、累积投票制的实行、异议股东股份收买请求权的规定、公司僵局时的司法解散请求权、股东代表诉讼、独立董事制度、职工监事的设置等”^{〔28〕}。在把异域先进公司法制度当做借鉴移植对象的过程中，有时甚至存在“生搬硬套”的情况，比如引入监事会、独立董事、信义义务等制度时并没有充分考虑是否适合中国国情、如何进行本土改造、能否发挥预期功效。^{〔29〕}

三是立法技术缺陷。由于“立法中心主义”的主导和公司法立法过程的仓促，我国公司法立法并没有经过大量实证调研，没有充分挖掘公司法的本土实践资源。立法者遵循了“宜粗不宜细”的立法理念原则，^{〔30〕}参照其他国家和地区的公司法确立了公司法一般规范，对于有限责任公司和股份有限公司的设立、组织机构、股权转让、变更调整等提供了基本法律规则。但从立法技术角度来看，《公司法》的文本字数过于简略（仅2.5万字）、法律规范过于抽象（概念定义、行为模式、法律效果的规定较为简略、不够精确），未能将中国公司法理论和实践的独特性加以全面展现，也难以充分体现中国公司法的自主性特征。实践中，以最高人民法院为代表的司法机关不得不通过制定司法解释、发布审判纪要、遴选指导案例等方式确立更为具体的裁判规则以弥补抽象性、简略式公司立法的缺陷。^{〔31〕}

• 147 •

四是文化传统冲突。公司制度和公司法毕竟是“舶来品”，不管是理念维度的继受，还是制度层面的引入，很多时候还是出现了文化理念层面的冲突。在中国人文化意识的深层次，处理公司领域争议问题时“关系”“面子”比“法律”“规范”更重要，人们更多还是回归到“人情世故”的处理方式，而不是真正在公司法框架内去寻求相应的法治化解决路径。在一些人看来，公司只是开展营业活动的“工具”或“载体”，公司本身是不具有主体性的。公司法本身也只是规范的简要汇聚、制度的形式集合，当然更不存在“自主性”之说。尽管这些伦理观念、文化传统并非完全合理，但公司立法不得不在一定程度上考虑其影响。然而，我国公司立法却在一定程度上忽视了国人的文化观念诉求，未能充分意识到中国人信任伦理、决策机制、无讼文化等要素的特殊性，而是较为机械地引入了西方文化伦理语境之下生成的公司法律规则。^{〔32〕}可以说，对于

〔26〕 参见前引〔15〕，郭锐文。

〔27〕 参见邓峰：《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73页，转引自前引〔3〕，冯果文。

〔28〕 赵旭东：《改革开放与中国商法的发展》，载《法学》2018年第8期，第46页。

〔29〕 See Clarke D C, *Lost in Translation? Corporate Legal Transplants in China*, George Washington University Law School Public Law Research Paper No. 213 (2006).

〔30〕 参见乔艺：《“宜粗不宜细”立法的历史实践与法理反思》，载《东南大学学报（哲学社会科学版）》2019年6月第21卷增刊。

〔31〕 参见邢会强：《从简略式立法到精细化立法：以公司法和证券法立法为例》，载《证券法苑》第5卷，法律出版社2011年版，第64-87页。

〔32〕 参见前引〔3〕，蒋大兴文。

文化伦理观念约束的忽视也在一定程度上影响了我国公司法自主性的建构。

三、强化公司法自主性的必要性分析

(一) 加快完善社会主义市场经济体制的客观需要

在社会主要矛盾发生变化、经济从高速增长阶段转向高质量增长阶段的新形势下,社会主义市场经济发展依然面临一些制度性的障碍和体制性的约束,必须加快完善社会主义市场经济体制,并对相应制度构成进行一些优化调整。^[33]对于公司法改革而言,必须注意到新时代加快完善社会主义市场经济体制所提出的新要求,特别是在强化产权保护、促进公平竞争、推动国企改革、优化营商环境、发展混合所有制经济、促进多层次资本市场健康发展等方面回应社会主义市场经济深化发展的内在需求,通过相应制度的调整完善积极回应实践挑战、有效解决现实难题。^[34]

在《公司法》修改过程中强化本土性特色、增强自主性意识,就是要使我国《公司法》能够按照加快完善社会主义市场经济体制的内在逻辑去进行相应的制度改革和体系优化,并从根本上激发市场主体活力、消除营业活动障碍、提升投资者权利保护力度、优化市场主体的自我治理、促进商事公司的自由竞争。惟其如此,才能真正实现中国公司法的立法使命和制度功能。从这个角度来看,《公司法》修订显然不能局限于规范层面的“小修小补”、制度层面的“打补丁、堵漏洞”,而是必须重塑原则精神、重构制度体系,强化市场化资源配置机制在公司法体系下的功能地位,从根本上回应营业自由权利保护的客观需要。^[35]

(二) 建设中国特色社会主义法治体系的内在逻辑

经过改革开放以后三十多年的努力,我国在2011年宣布中国特色社会主义法律体系已经形成。但是,法律体系的形成并不意味着法治建设就不存在进步完善的空间。从实践情况来看,我国法治建设依然面临一些结构性难题和深层次挑战。在公司法领域也依然存在上述层面的问题。近年来,党中央围绕中国特色社会主义法治体系的建设作出了一系列战略部署,对法治建设提出了新要求、高标准,强调“必须牢牢把握中国特色社会主义这个定性,坚定不移走中国特色社会主义法治道路”^[36]。

在此背景下,《公司法》修改必须按照建设中国特色社会主义法治体系的基本要求,牢牢把握“中国特色”的基本要求,立足中国国情、植根中国大地,专注于解决中国公司法实践面临的根本问题。对于《公司法》修订而言,“中国特色”不仅仅是一种理念上的要求和原则性的概括,更应当在中国特色社会主义法治体系之下加以“具体化”和“实质化”,深入总结研究我国公司

[33] 参见韩文龙、刘璐:《加快完善社会主义市场经济体制的重大理论与实践问题研究》,载《政治经济学评论》2021年第3期。

[34] 立法机关在《关于〈中华人民共和国公司法(修订草案)〉的说明》中提到:修改公司法,是深化国有企业改革、完善中国特色现代企业制度的需要;是持续优化营商环境、激发市场创新活力的需要;是完善产权保护制度、依法加强产权保护的需要;是健全资本市场基础性制度、促进资本市场健康发展的需要。

[35] 对于商法(公司法)和市场经济内在关系的思辨参见赵万一、赵吟:《论商法在中国社会主义市场经济法律体系中的地位 and 作用》,载《现代法学》2012年第4期。

[36] 习近平:《坚持走中国特色社会主义法治道路,更好推进中国特色社会主义法治体系建设》,载《求是》2022年第4期,第6页。

法理论基础、制度体系、实践模式的独特性，适应经济社会变化的新形势新要求，针对实践中的突出问题和制度短板，对现行公司法作系统的修改完善。只有强化公司法自主性特征、增强公司法自主性意识，全面推动公司法的体系化和科学化，促进公司法的有效实施，使得公司法的制度体系更加具有中国特色、更能反映本土国情，才能从根本上推动中国特色社会主义法治体系的完善，进而更好打造市场化、法治化、国际化营商环境。

（三）法律文明对话和公司法国际化的现实需要

在全球化背景之下，法律制度的竞争、法治文明的对话变得越来越重要。不同国家之间亦是围绕商事法律制度完善不断加强交流对话，通过比较借鉴弥补体系短板、提升法治效能。为了更好地促进中国经济发展，我国公司法也必须同其他国家和地区的公司法加强“对话”，理解“自身”相对于“他者”的独特性，意识到可能存在的竞争优势和体系缺陷。在“对话”过程当中，必须强化中国公司法的自主性建构，突出公司法的独特制度构成和内在理论逻辑，这既能使得“对话者”更好理解中国公司法的理论基础、体系构造、实践挑战，又可以让中国公司法在同其他国家和地区的公司法律体系、公司法律文明竞争时充分展现制度优势。^{〔37〕}

随着经济实力的不断增强和国际影响的日益扩大，中国已经越来越多参与国际重大事务处理和区域经济协同发展，比如提出共建“一带一路”的倡议，在此背景下亦可以考虑中国商事法律规则被其他国家接受的可能性。^{〔38〕}应在充分强调中国公司法自主性的基础之上，突出公司法在推动社会主义市场经济发展中的成功经验和制度特色，使得参与共建“一带一路”倡议的国家逐渐形成对中国公司法规则的法律认同。在此基础上，可以将中国公司法成熟规则在“一带一路”的合作实践当中逐步加以适用推广，促使其成为公司法争议问题的“准据法”，为扩展中国公司法的国际影响做好准备工作。^{〔39〕}

• 149 •

四、强化公司法自主性的理论逻辑

公司法自主性的建构和强化不是局限于某个方面、某个制度，而是需要在整体视角、体系维度加以展开；公司法自主性的形成和建构本身具有结构性、历史性特征。在讨论增强中国公司法自主性这一问题时，需要特别注意以下几个理论范畴的关系处理：

（一）自主性的比较法认知：“求同”与“析异”

当下对于我国公司法的主要批判声音在于其偏重于“复制”外国公司法，将域外公司法制发达国家的公司法作为模仿借鉴对象，在认识到与“国际标准”“先进模式”的差距之后即主张引入相关规范、建构相应制度，而没有充分考虑移植的公司法规范、制度与本土国情的适应性，因此导致我国公司法的“自主性”特征没有得到充分彰显，不能回应实践中的诸多挑战问题。公司

〔37〕 参见朱慈蕴：《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。

〔38〕 参见范健：《从法律认同走向商法趋同——中国“一带一路”倡议下的法律合作路径研究》，载《南京大学学报（哲学社会科学版）》2018年第5期。

〔39〕 参见邢钢：《“一带一路”建设与公司准据法的确定》，载《中国法学》2017年第6期。

法本身就是制度引进的产物,但制度引进一旦脱离现实,其价值功效的发挥就会大打折扣,甚至于成为令人难以理解的法律。^[40]在中国公司法实践中,“无根移植”的例子(独立董事、信义义务、派生诉讼等)较为常见,由于缺乏与之相适应的文化和社会环境的支持,多数制度未能充分发挥其应有功能。^[41]

从强化公司法自主性的角度来看,需要拒绝单纯的法律移植思考范式,不能将域外先进公司法作为绝对的立法参照标准,不能因国外公司法存在何种规定、设定何种制度就当然认为我国公司法应当确立相应规定、引入某种制度。基于比较法经验的“复制”或“移植”思路对于短时间内快速建构公司法规范体系有一定作用,但若忽视了本土化改造,也没有充分理解公司法“活法”规范究竟是“如何构成的”和“如何运行的”,就无法建构突出主体特征、体现本土特色的公司法体系。

当然,这也不意味着完全不需要比较法研究,而是需要注意其功能限度和实施路径。“在借鉴和移植国外(或特定地区)的法律时,应认真地研究移植来源国家或地区以及本国的各种社会或自然条件。”^[42]事实上,只有回到“功能主义视角”并全面了解比较法层面公司法理论研究和实践运作的最新进展,^[43]才能更好地理解我国公司法在理论基础和制度构成层面的独特性,对于我国公司法的体系不足和制度缺陷才会保有足够的“警惕”和充分的“内省”。“以更广阔的视野和更深刻的逻辑去发现、解析、借鉴具有实践创新效果的域外经验,对我国公司法确实起到了丰富内容、完备体系、增强效能的作用,有助于我国《公司法》进入世界先进公司法行列”。^[44]在增强中国公司法自主性意识的过程中,确实需要强调“析异”,重点分析中国公司法与其他国家公司法在社会基础、法治环境、理念原则、制度体系、实践模式等方面所存在的差异;同时也需要“求同”,侧重探讨公司法制完善和公司法治发展所需要遵循的基本原理和共同趋势。

中国公司法的发展本身需要保持开放的品格,需要在与其他公司法律制度文明和公司法治发展范式的“比较”中寻求“对话”,吸纳借鉴异域公司法的成功经验和合理模式,并在充分考量本土国情的基础上实现制度变革、规范重构。只有这样,公司法的自主性建构才不会走向“自我封闭”,^[45]不至于因为强调“中国特色”“本土特征”而脱离公司法治发展的基本逻辑和合理路径。

(二) 自主性的时间维度:历史、现在、未来

公司法自主性的强化无疑需要专注于当下公司法所面临的理论难题和实务争议,恰恰是这些难题和争议揭示了中国公司法的独特使命和深层挑战。但是,不能忽视公司法自主性问题的“时间性”特征,需要将其纳入公司法治发展的历史传统和未来图景之中。

理解中国公司法的自主性,必须回归到我国社会主义市场经济发展变迁结构背景之下,回顾

[40] 参见方流芳:《解读无人领会的语言:公司法第12条第2款的诊断》,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319-326页,转引自前引[18],彭真明、常健文。

[41] 参见郭富青:《我国公司法移植信义义务模式反思》,载《学术论坛》2021年第5期。

[42] 沈宗灵:《论法律移植与比较法学》,载《外国法译评》1995年第1期,第7页。

[43] 参见〔美〕莱纳·克拉克曼等:《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316-327页。

[44] 陈甦:《我国公司立法的理念变迁与建构面向》,载《中国法律评论》2022年第3期,第31页。

[45] 法体系开放性的理论探讨参见陈金钊:《开放“法律体系”的方法论意义》,载《国家检察官学院学报》2018年第3期。

公司法发展的历史脉络和变迁路径，如此才能理解当下公司法问题的生成逻辑，才可预知未来公司法可行的变革方向。改革开放四十年来我国公司法治实践已经塑造了公司法的基本品格，建构了形式多样、内容丰富的公司法规则，对于这些实践中已经形成的“活法”规则，^{〔46〕}必须进行充分总结反思，理解其体系逻辑和本土特性。以司法解释规则为例，“重视司法解释中成功经验的吸取，也是减少裁判负担，增加规则透明度，提升当事人预期稳定性的必然道路”^{〔47〕}。这些在实践中具有生命力、理论上尚未充分认知、立法上未能全面表达的公司法实践规则恰恰完整呈现了我国公司法的特殊性。当然，公司法治历史实践也揭示了中国公司法所面临的深层次问题和结构性挑战，梳理改革开放四十年来公司法制发展历史有助于认知公司法改革的关键议题和重要使命。^{〔48〕}

同时，公司法自主性强化必须强调其在未来时空的适应问题。商事交易实践创新总是在不断推进，公司法也必须面对未来的各种新挑战，尤其是适应大数据、云计算、区块链、人工智能、互联网技术日益发达的未来场景。在比较法维度来看，基于现代科技的公司法“数字化”“信息化”变革已经成为理论界和实务界重点关注的议题。^{〔49〕}我国在互联网、大数据、人工智能等方面的科技创新已经处于世界前沿地位，公司法可以全面吸纳技术创新成果促进制度完善和体系优化，提升公司法的科技化含量和信息化品格，充分适应未来科技时代的挑战。^{〔50〕}在公司法改革过程中，必须充分考虑其在未来时空的主体性识别问题，通过引入立足中国场景、适应本土需要的科技创新手段强化公司法的自主性特征，使得未来公司法能够更好应对实践难题、增强竞争优势。

• 151 •

（三）自主性的逻辑延展：规范、体系、精神

当下围绕《公司法》修订的讨论多专注于规范的修订、制度的完善。需要承认，公司法的自主性需要通过具体制度加以落实、经由具体规范加以表达。从目前我国《公司法》修订草案来看，已经通过完善资本制度、优化公司治理、充实国有企业规范、强化股东权利保护等回应实践挑战、关注本土问题，在一定程度上已经强化了公司法的自主性特征。但需要注意的是，仅有规范的修订、制度的完善对于强化公司法自主性而言是远远不够的，必须在体系视角、精神维度对于公司法自主性的建构有更为深入的思考。

公司法体系不仅包括外部的法律规范，而且包括内部的法律原则。通常来说，理论界和实务界更多是将注意力放在外部法律规范的修订，而忽视了内部法律原则的重要性。实际上，公司法内部原则对于公司法的自主性建构具有更为重要的意义。公司法原则规范基本揭示了公司法处理营业自由权利保护、股东自治和国家强制关系、大股东和小股东权利冲突、公司权力分配、股东权利限制等问题的基本立场，体现了既定法秩序之下对于公司制度功能和公司法律规制的基本社

〔46〕 对于“活法”理论的介绍参见〔法〕欧根·埃利希：《法社会学方法——关于“活法”的研究》，张菁译，载《山东大学学报（哲学社会科学版）》2006年第3期。

〔47〕 前引〔2〕，蒋大兴文，第146页。

〔48〕 一个系统的总结参见前引〔37〕，朱慈蕴文。

〔49〕 M. Bianchini, G. Gasparri, G. Resta, G. Trovatore, A. Zoppini, *Gli sviluppi tecnologici del diritto societario*, CON-SOB; Quaderni giuridici, 2022 (23).

〔50〕 参见楼秋然：《区块链技术应用背景下公司法的变与不变》，载《证券市场导报》2021年第9期。

会共识,对于公司法具体规范的解释适用能够起到指引作用,尤其能够发挥填补规范漏洞、维持体系融贯、促进体系开放的功能。遗憾的是,对于我国公司法体系下究竟应当确立哪些基本原则,学界尚未有深入的探讨,立法机构在公司法立法和修法时也没有给予应有的重视。从强化公司法自主性的角度来看,需要对我国公司法体系下应当引入哪些功能概念、确立哪些基本原则、形成何种内部体系进行深入研究。比如,刘俊海教授建议《公司法》修订时应当确立如下基本原则:诚实信用原则、公司自治原则、促进公司可持续发展原则、股东平等原则、股东权利保护原则、维护交易安全原则、鼓励公司承担社会责任原则;^[51] 蒋大兴教授则强调应规定公司营业自由原则、法人人格独立原则、股东承担有限责任原则、合规经营与公共规制原则。^[52] 为了强化公司法的自主性,必须从内在体系层面反思既有公司法的不足缺陷,并尝试从基础概念、基本原则、类型结构、规范表达等维度实现整体性重构,力争相关制度的改革、相关规范的设计能够围绕核心功能概念、重要原则规范、基本结构类型加以展开。^[53]

公司法精神本身是一个更为抽象的理论命题,并未得到理论界和实务界的充分关注。但是,公司法呈现怎样的精神面貌、倡导怎样的价值理念对于公司法自主性的强化具有重要意义。从比较法视角来看,有关公司法精神的讨论已被纳入宪法视野,公司财产权、股东股权均已视为宪法基本权利的保护范畴,对于公司权利的限制、股东权利的限制都必须考虑到基本权利层面营业权和财产权的保护问题。^[54] 在宪法语境下可以更好厘清“公司”在市场经济体制下的法律地位和经济功能,理解股东权利的核心内容及其限制机制,认识到程序正义、股东民主、保护小股东权利等公司治理原则的重要性。在处理公司法实践争议难题时,必须考虑公司法规范及其解释是否遵循了宪法的原则精神、是否与既有的宪法规范构成冲突。恰是对宪法规范的解释和适用,可以使宪法价值能够不断输送到公司法体系,促成公司法的精神更新和理念重塑,推动公司法体系保持开放性和适应性。值得注意的是,在2005年《公司法》修订过程中,我国学者多基于自由主义立场强调要突出股东自治、减少政府干预,建构更为自由化、更具适应性的公司法律体系。^[55] 这种讨论对于公司法现代改革的推进具有重要意义。在当下《公司法》全面修订的背景下,需要在我国宪法框架下讨论公司法应当坚持的价值理念、应当突出的精神气质。这是一个亟待深入讨论的理论命题,对于理解中国公司法的自主性问题具有至关重要的意义。

五、《公司法》修改与公司法自主性的强化

(一)“立法目的”“立法依据”的条款设置

立法目的的具体限定和立法依据的详细说明对于理解具体立法的功能定位和使命承担具有重要的意义。^[56] 对于公司立法而言,立法目的条款和立法依据条款同样发挥着重要职责。特别是

[51] 参见前引〔1〕,刘俊海文。

[52] 参见前引〔2〕,蒋大兴文。

[53] 参见夏小雄:《公司法现代化:制度改革、体系再造与精神重塑》,载《北方法学》2019年第4期。

[54] 参见陈霄:《德国宪法上的财产权保障与股东权利》,载《华东政法大学学报》2016年第1期。

[55] 参见施天涛:《公司法的自由主义及其法律政策——兼论我国〈公司法〉的修改》,载《环球法律评论》2005年第1期。

[56] 对于立法目的条款的一般性研究参见刘风景:《立法目的条款之法理基础及表述技术》,载《法商研究》2013年第3期。

就增强公司法自主性的角度来看，“立法目的”和“立法依据”条款的合理设定，对于理解中国公司法的自主性特征至关重要。

从立法目的条款的表述来看，我国公司法的制定是为了规范公司的组织和行为，保护公司、股东和债权人的合法权益，维护社会经济秩序，促进社会主义市场经济的发展。可以看出，除了通常意义上公司立法所要发挥的规范公司组织及行为、保护相关主体合法权益等功能之外，中国公司法立法目的的特别之处在于“维护社会经济秩序，保障社会主义市场经济的发展”，这显然和其他国家和地区的公司法存在一定的差异。^{〔57〕}公司立法的最终目的是发展社会主义的市场经济，推动我国经济建设，提高人民的生活水平，增强国家的综合实力，实现国家的社会主义现代化。^{〔58〕}这一立法目的定位为公司立法确立了具体方向，也为司法解释提供了价值目标。“保障社会主义市场经济的发展”的立法目的限定实际上也使中国公司法带有鲜明的“社会主义”特色，公司立法必须通过具体制度设计落实这一特色要求，这是理解中国公司法自主性特征非常重要的一个方面。在《公司法》修改时可以对立法目的条款进一步加以完善，比如适当增加“适应中国特色社会主义发展要求”等相关表述，明确公司法对于保障社会主义市场经济发展、发展中国特色社会主义的重要功能，强化公司法的自主性特色。^{〔59〕}

立法依据条款通常揭示了一部法律的规范基础，阐明了法律规范的效力来源，也明确了该法在整个法律体系中的地位。从这个角度而言，公司法立法也必须进一步明确它的立法依据。作为社会主义市场经济法律体系之下最为重要的法律之一，公司法也是依据我国宪法加以制定的，明确写明公司法的宪法规范依据，可以从根本上解决公司法的立法地位问题和立法效力问题。^{〔60〕}立法机构之所以制定公司法是为了完成宪法的立法授权任务，同时也将宪法上有关保护财产权、保护营业自由、保障社会主义市场经济发展的宪法原则要求加以贯彻落实。^{〔61〕}“根据宪法”条款同时也对公司立法者形成约束，公司法规范不能同宪法原则和规范相冲突，公司立法必须符合合宪性原则的基本要求。^{〔62〕}在1993年《公司法》立法时第1条明确写明了“根据宪法，制定本法”，但在2005年《公司法》修订时“根据宪法”的表述被删除。实际上，“根据宪法”的表述对于公司法自主性的强化具有至关重要的意义，立法依据的阐明明确了中国公司立法的效力来源和适用场域，也可以为公司法的体系开放和精神更新确立基本法基础。^{〔63〕}必须在中国宪法语境中和社会主义市场经济体制之下理解中国公司法的自主性问题，《公司法》的全面修改应当贯彻这一基本逻辑。

• 153 •

〔57〕 See S. Porcelli, *Civilian Tradition and the Chinese Company Law*, 16 *Transition Studies Review* 438 (2009).

〔58〕 参见郭宝林、许向阳：《〈公司法〉产生的过程、立法目的和指导思想》，载《经济工作通讯》1994年第22期。

〔59〕 《中华人民共和国公司法（修订草案二次审议稿）》在第1条“立法目的”条款中增加了“完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神”的表述。

〔60〕 学术界对于立法“根据宪法”问题存有争议。对此参见童之伟：《立法“根据宪法”无可非议——评“全国人大立法不宜根据宪法说”》，载《中国法学》2007年第1期。

〔61〕 参见潘昀：《论宪法上的“社会主义市场经济”——围绕宪法文本的规范分析》，载《政治与法律》2015年第5期。

〔62〕 对于“根据宪法，制定本法”的进一步深入研究参见张震：《“根据宪法，制定本法”的规范蕴涵与立法表达》，载《政治与法律》2022年第3期。

〔63〕 比较法对于这一问题的理解参见陈霄：《德国宪法上的财产权保障与股东权利》，载《华东政法大学学报》2016年第1期。

（二）公司法原则性规范的提炼

公司法原则性规范能够把公司立法的核心内容和基本特征加以全面概括和充分表达，揭示了公司法的独特制度构成，能够充分展现公司法的主体特征和国别特色。^{〔64〕} 公司法原则性规范塑造了公司法的自主性特征，彰显了公司法的主体意识，在比较法层面，一些国家的最新商事立法已经重视公司法原则性规范的重要性。^{〔65〕} 以巴西为例，在民商合一的《民法典》之外，立法机构在《商法典草案》中对公司法原则加以系统归纳，将公司财产独立、保护投资者和股东有限责任、公司类型法定、营业维持、依据股东决议形成公司意思、保护小股东等原则加以明确规定，以增强公司法体系的适应性和开放性，同时也使得公司法的本土性和自主性得到充分表达。^{〔66〕}

在中国《公司法》修订过程当中，有必要总结反思中国公司法体系下存在哪些重要的公司法原则，并且通过相应的原则性规范加以表述。这是彰显中国公司法独特性的重要方面，也是增强公司法自主性特征的必经路径。对于公司法基本原则的提炼，要突出社会主义市场经济体制之下对于公司自治和国家管制关系的独特理解，同时要充分尊重中国国情的特殊性以及本土实践的复杂性。尽管目前学界对于公司法体系下存在哪些原则尚未形成共识意见，但就目前我国公司法体系建构和实践挑战的具体情况来看，将促进营业存续、^{〔67〕} 尊重公司人格独立和财产独立、保障股东自治、保护小股东权利、股东平等、发挥社会责任、强化外观主义等基本原则加以体系化表达具有现实必要性，这些原则反映了当下公司法的实践规则需求和制度完善方向，对于强化中国公司法的自主性具有至关重要的意义。

在未来公司法的司法裁判和制度实践中，应将上述基本原则贯彻落实，使得这些原则能够得以“具体化”和“实质化”，并促进其减轻立法者负担、填补法体系漏洞、促成法体系开放等功能的充分发挥。在具体案件裁判过程中，如果上述公司法原则发生冲突，则应当根据个案的具体情况考虑应予优先适用的具体法律原则并生成适用于个案的动态化公司法原则体系，使得具体争议解决方案能够在实现个案正义的同时体现中国特色。^{〔68〕}

（三）公司法法源条款的设置

强化公司法的自主性要求理论界和实务界充分关注实践中的“活法”，而不能将视域局限于立法机构所制定的公司法律规范。实际上，公司法本身是法秩序体系下的一个组成部分，宪法中与营业自由、财产权利、市场经济相关的规范，其他部门法（证券法、破产法、税法等）的相关法律规则对于公司法的解释适用也有重要的影响。而从法律实践角度来看，真正的公司法“活

〔64〕 Terranova G. *I principi e il diritto commerciale*. Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni, 2015, 113 (2): 1.

〔65〕 日本《公司法》修订的经验参见朱大明：《公司法立法指导原则的研究——以日本公司法现代化改革为中心》，载《清华法学》2022年第2期。

〔66〕 Coelho Fabio Ulhôa. Os princípios do direito comercial no Projeto de Código Comercial. In COELHO Fábio Ulhôa, LIMA Tiago Asfor Rocha, NUNES Marcelo Guedes (Coord.) Reflexões sobre o Projeto de Código Comercial. Saraiva, 2013, pp. 101 - 106.

〔67〕 刘俊海教授将“促进营业持续原则”表述为“公司生存权和发展权原则”。参见刘俊海：《论公司生存权和发展权原则——兼议〈公司法〉修改》，载《清华法学》2022年第2期。

〔68〕 参见彭诚信：《从法律原则到个案规范——阿列克西原则理论的民法应用》，载《法学研究》2014年第4期；陈林林：《基于法律原则的裁判》，载《法学研究》2006年第3期。

法”规则往往存在于实践之中，司法裁判、公司章程、交易习惯等公司法实践产物之中可能生成比公司立法规范更为具体、更为动态的公司法律规则。从改革开放四十年来公司法制发展和公司法治实践情况来看，这一特征体现得更为明显。^{〔69〕}就此而言，应当对能够体现中国特色、展现本土特征的多元公司法法源形式加以全面考察。

在《公司法》修法过程中，除了探讨《公司法》文本的修改之外，应当确认司法解释、指导案例、商事习惯等法源形式的合法地位，突出强调公司法在法源形式层面的多元性和开放性。^{〔70〕}立法机构要对这些公司法法源形式的地位和功能加以高度重视，并且通过设置法律渊源条款确认它们的合法地位。理论界和实务界同样必须注意到中国公司法本身法律渊源结构的复杂性、法律规则来源的多元性。

《公司法》修订应当在“总则”部分确立中国公司法的独特法源体系构成，明确各类法律渊源形式的合法地位和适用位阶。只有在法律渊源形式层面明确了此种开放的法律规则确认和承认机制，才能使得实践中存在的公司法法律规则得以被法律秩序所承认，^{〔71〕}进而成为真正的“活法”，公司法实践的本土性和公司法规则的独特性才能得到充分的尊重。

（四）公司法的社会主义特色

我国公司法最为显著的特征就是其处于中国特色社会主义法治体系之下，嵌套于我国社会主义市场经济体制之中，因此《公司法》修改必须突出其社会主义特色。在此前的《公司法》立法、修法过程当中，这一点虽然得到重视但未被加以有效落实。

中国共产党领导是中国特色社会主义最本质的特征。强化中国公司法的“社会主义”特色，如何贯彻落实“党的领导”原则是一个非常重要的方面。实践中，与“党的领导”原则最为密切相关的公司主体是国有企业。在《公司法》修法当中，如何合理处理国有企业公司治理和“党的领导”的关系，将是建构中国公司法自主性的一个重要要素。《公司法》修改草案规定“国家出资公司中中国共产党的组织，按照中国共产党章程的规定发挥领导作用，研究讨论公司重大经营管理事项，支持股东会、董事会、监事会、高级管理人员依法行使职权”[《中华人民共和国公司法（修订草案）》第145条、《中华人民共和国公司法（修订草案二次审议稿）》第170条]，这无疑有助于强化“党的领导”原则在国有企业生产经营过程中的全面实现，也可以突出我国国有企业在股东权利构造、公司治理安排、党企关系处理等方面的特殊性。但需要注意的是，党组织“研究讨论公司重大经营管理事项”、支持公司机构和高管行权构成了对传统公司法理论的突破，也属于具有鲜明中国特色的制度创新，理论界和实务界需要从学理基础和制度逻辑层面对其法治化实施路径加以深化研究。^{〔72〕}

• 155 •

〔69〕 参见夏小雄：《从“立法中心主义”到“法律多元主义”——论中国商事法的法源建构逻辑》，载《北方法学》2014年第6期。

〔70〕 私法多元法源的观念近年来得到了学界的重视，尤其是在《中华人民共和国民法典》制定过程中得到了较为深入的讨论。参见汪洋：《私法多元法源的观念、历史与中国实践——民法总则第10条的理论构造及司法适用》，载《中外法学》2018年第1期。

〔71〕 此处借用了哈特意义上的“承认规则”，强调通过法律渊源条款确认成文立法之外的其他法源形式在法秩序体系之下的合法性。哈特的法律规则学说参见苗炎：《哈特法律规范性理论再研究》，载《法制与社会发展》2010年第6期。

〔72〕 参见朱慈蕴：《公司法视角下国有出资人的股东职责与党的领导》，载《经济论丛》2017年第2期。

另外一个能够充分彰显中国公司法社会主义特色的制度当属国有企业。国有企业在资本机制、治理结构、股东权利、监督约束、社会责任等层面都有一定的特殊性，公司立法必须充分尊重国有企业在上述层面的特殊构造，并且通过法律规范将这些特殊性加以充分表达。在深入总结国企改革经验、反思既有国企法制基础上，此次《公司法》修改以“国家出资公司的特别规定”为专章完善了相关法律规则。但从国家出资公司所面临的复杂现实挑战来看，《公司法》修订草案关于国家出资公司的立法安排是否全面合理依然可以继续探讨。^{〔73〕}公司立法必须对国有企业的特殊性进行回应，但究竟应为国家出资公司确立一般性的原则性立法，还是可在公司法一般规范基础上确立例外性的规定？应当在《公司法》中全面规定各类法律规则，还是在《公司法》之外通过专门立法（“国家出资公司法”或“公共企业法”）加以处理？国家出资公司治理机制需要采取哪些更为特殊的制度安排？^{〔74〕}这些问题在《公司法》修法过程中依然值得认真对待。而从公司法自主性强化的视角来看，妥当处理好国家出资公司的立法体例和制度设计也至关重要，这不仅关涉到国有企业改革的有序深化推进，而且对于国有企业应对国外各种形式的“围剿”或“打压”有着重要的意义。^{〔75〕}

（五）公司法制度的中国特色构造

公司法的自主性特征最终要体现在具体制度构成层面。在《公司法》修改过程中，对于公司法具体制度构成，要充分总结本土实践、提炼成功经验，反思中国法语境下制度构造和司法适用的特殊性，尽量突出其本土特征和中国特色，充分反映当下实践的具体要求，这是强化中国公司法自主性最为重要的方面。当然，这是一项非常艰巨的工作，以下仅从《公司法》修订需要处理的重点问题简要列举几点。

在公司类型构造层面，要根据实践中有限责任公司和股份有限公司的分布数量、经济影响、历史传统、成长路径、融资机制、争议类型等因素来确定相应的规范体系。相对而言，有限责任公司的法律规则应当更有灵活性、更具开放性，股份有限公司的法律规则需要更有针对性、更富强制性；有限责任公司和股份有限公司可以根据其组织构造的差异进一步类型细分并确立更为具体的法律规则。在上述改革基础上，形成有中国特色的公司类型区分及相应法律规则体系。^{〔76〕}

在公司资本层面，应当对当下社会主义市场经济体制之下公司资本的功能有更为深刻的认知，需要意识到公司资本的内部组织功能要强于外部保障功能，因此应当侧重强化公司资本在内部股东权利义务分配维度的法律规则建构，对于外部债权人利益保障不必然以公司资本为核心，而可以更多依赖合同法、担保法、破产法等层面的法律规则。同时，公司法应当尽量促成公司便利融资的实现，无论股权融资形式，还是债权融资形式，相关的法律规则设计要充分体现中国特色，与我国金融体系、资本市场的当下构成及未来改革相匹配、相适应，建构能充分展现自主性的公司资本法律规则体系。^{〔77〕}

〔73〕 参见前引〔22〕，蒋大兴文。

〔74〕 参见李建伟：《国有企业特殊法制在现代公司法制中的生成与安放》，载《中南大学学报（社会科学版）》2017年第3期。

〔75〕 参见前引〔2〕，蒋大兴文。

〔76〕 参见沈朝晖：《公司类型与公司法体系效益》，载《清华法学》2022年第2期。

〔77〕 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》2021年第3期。

在公司治理方面，要充分反思当下中国公司治理所面临的深层次难题和规则性缺失，《公司法》修改要致力于处理实践中的困境问题和重大挑战，着力解决立法治理规则和实践治理规则“两张皮”且相互脱节的问题，尤其要加强对公司大股东和实际控制人滥用自身地位损害公司利益和中小股东利益行为的规制，强化股东权利保护，建构有中国特色的股东权利保障体系；要通过合理机制去推动公司董事、监事和高管信义义务的有效贯彻落实，督促他们按照《公司法》规定履行自身应尽职责，推动公司治理效能的提升，在充分考虑本土国情的基础上形成能体现主体特色的公司法治理体系。^{〔78〕}

同时，要按照社会主义市场经济根本逻辑要求完善公司设立、变更和清算终止规则，形成更为融贯的公司/企业形式转换机制，^{〔79〕}建构更为市场化的市场主体进入和退出机制；对于行政强制退出和司法强制解散要优化相应制度构成，避免行政权力和司法权力对于公司存续的任意干预，在公司自治和国家管制关系这一问题上展现中国公司法的独特性立场。

Abstract: The revision of the Company Law should enhance the awareness of autonomy and strengthen the characteristics of autonomy, so that the Company Law can fully respect national conditions, better face practical problems, and reflect Chinese characteristics. Due to the influence of legislative utilitarianism, legal transplantation paradigm, legislative technology defects, cultural tradition conflicts and other factors, the construction of China's corporate legal system in the past 40 years has not fully demonstrated the independent characteristics of company law. This has brought a series of problems to the theoretical development and practical application of company law. Enhancing the autonomy of company law is of great significance to accelerating the improvement of the socialist market economy system, building a socialist rule of law system with Chinese characteristics, and participating in the global dialogue among legal civilizations. Enhancing the autonomy of company law needs to be carried out with an overall perspective and systemic dimension. The revision of company law can strengthen the characteristics of company law autonomy through reasonable setting of norms and reconstruction of systems in terms of legislative purpose, legislative basis, legal source, legal principle and socialist characteristics.

Key Words: company law, autonomy, legal transplantation, legal sources, rule of law system with chinese characteristics

(责任编辑：周 游 赵建蕊)

〔78〕 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。

〔79〕 参见蒋大兴：《论公司/组织法上的类型转换》，载《法学评论》2021年第3期。

论股东会上股东质询的功能与实现

徐强胜 孙浩天*

内容提要：股东会上的股东质询是抑制股东会“形骸化”的有力措施。现行立法不能满足股东质询的制度需求。通过合理质询得到的信息可以强化信任，降低公司治理的代理成本。公司法提供有效的质询机制是维持公司组织民主运行的必然要求。质询制度是“强股东—弱管理层”“弱股东—强管理层”公司治理双重叙事模式下的“最大公约数”。质询机制提供了股东与管理层之间的沟通渠道，并具有威慑违法违规行为的客观效果。股东会上的质询属于股东质询权的具体权能，不同于知情权与表决权等。我国的股东质询具有符合本土特色的立法雏形，应当在新一轮《公司法》修订中加以细化落实。股东会上的质询机制应与列席制度、提案制度形成良好互动。从而有助于表决权行使，提升股东会决议质量。股东质询应遵守权利不得滥用原则。会议召集人应承担审查质询提案的审查义务，并对其课以信义义务以应对利益冲突。

关键词：《公司法》修订 公司治理 信息流通 质询权 股东会质询

一、问题的提出

2005年《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）修订确立了股东在公司股东会上行使质询权的机制。这是对股东会召集程序和议事规则的完善，意在“健全股东合法权益和社会公共利益的保护机制，鼓励投资”^{〔1〕}。赋予股东在股东会议上质询的权利，可以使股东能够在充分了解情况的基础上正确行使表决权，更好地保障公司利益和股东利益。^{〔2〕} 2021年公布的《中

* 徐强胜，中南财经政法大学法学院教授；孙浩天，中南财经政法大学法学院博士研究生。

〔1〕 全国人大常委会：《关于〈中华人民共和国公司法（修订草案）〉的说明——2005年2月25日在第十届全国人民代表大会常务委员第十四次会议上》，载 <https://www.pkulaw.com/protocol/59cfb6dacc1608c1cea81be90749696ebdfb.html?keyword=%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B3%95%20&-way=listView>，最后访问时间：2022年11月5日。

〔2〕 参见安建主编：《中华人民共和国公司法释义》，法律出版社2005年版，第216页。

华人民共和国公司法（修订草案）》[以下简称《草案（一审稿）》]第181条规定：“股东会要求董事、监事、高级管理人员列席会议的，董事、监事、高级管理人员应当列席并接受股东的质询。”2022年公布的《中华人民共和国公司法（修订草案二次审议稿）》[以下简称《草案（二审稿）》]相应规定与此相同。该条文内容承袭现行《公司法》第150条第1款未做实质改动，仅将“股东会或者股东大会”调整表述为“股东会”。该条文可分为两部分，一是股东会要求相关人员列席会议。相关人员列席股东会是股东进行质询的前提，但是此处列席是否具有法律上的强制意义以及缺席的法律后果，付之阙如。同时，股东是质询主体，由股东会要求相关人员列席，其中深意有待挖掘。二是相关人员接受股东的质询。股东质询权的具体行使程序，行使效果以及救济方式等问题，未能得到立法机关的重视。

理论界对于股东质询权在公司股东会上行使机制的研究，围绕股东权利与股东会议两个范畴展开。早期研究认为，股东质询权与董事会说明义务的确立，可以强化决议事项的信息披露，^{〔3〕}并支持将股东质询权的法理基础归入股东出席股东会权利，^{〔4〕}此外还有“表决权说”^{〔5〕}或“知情权说”^{〔6〕}等不同观点。也有学者将股东的建议质询权与知情权并列归入共益权的范畴，属于具有身份属性的权利。^{〔7〕}另有学者则认为，团体成员享有的参与团体意志形成的权利，是一种区别于人身权和财产权的独立权利，通常表现为成员大会上的表决和发言等。^{〔8〕}尽管在质询行为的权利属性方面存在争议，但学者都关注到股东会议上行使质询权的特殊性，即其与股东会议的紧密关系。股东会议事程序的重要功能在于通过充分的说明、探讨甚至辩论来传递和验证信息，加强公司当事方之间的信息沟通和意见协商，为此法律甚至规定了质询权。^{〔9〕}经济合作与发展组织（OECD）《公司治理准则》指出，股东通过对股份（股票）的所有权，享有了关于公司的信息权利和影响公司的权利，这主要通过参加股东大会和投票得以实现。^{〔10〕}股东会议是公司意思的形成场所，若股东质询发生在表决之前，股东在会议上的质询与被质询对象的回应所产生的信息，都会为股东会的决议结果所“吸收”。质询信息的“质量”首先影响股东个体的表决态度。对个体股东知情权的侵犯本身就足以使最终形成的决议欠缺合法性基础，而无需考虑其质询及相关信息对于其他股东可能的意义。^{〔11〕}然而，质询效果影响股东会决议效力的观点，也有反对意见。^{〔12〕}若将股东质询行为的法律效果进一步推进，对被质询的对象是否会因质询行为而承担责任，关注较少。但有观点认为董事出席股东会并接受股东质询，可能涉及其勤勉义务的履行。^{〔13〕}

股东在股东会上行使质询权利，是抑制股东会“形骸化”的有力措施。质询权在大陆法系公

〔3〕 参见钱玉林：《股东质询权与董事会的说明义务——〈德国股份法〉第131条之介评》，载《法学杂志》2002年第4期。

〔4〕 参见钱玉林：《论股东的质询权》，载《比较法研究》2005年第1期。

〔5〕 参见蒋学跃：《股东质询权刍议》，载《河北法学》2009年第2期。

〔6〕 参见施天涛：《公司治理中的宪制主义》，载《中国法律评论》2018年第4期。

〔7〕 参见黎路：《股权权能分离制度的法律分析》，载《学习与实践》2016年第10期。

〔8〕 参见任中秀：《成员权基本理论问题辨析》，载《社会科学家》2019年第2期。

〔9〕 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。

〔10〕 See OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, 2015, p. 18.

〔11〕 参见丁勇：《公司决议瑕疵诉讼中的股东知情权瑕疵研究》，载《东方法学》2014年第3期。

〔12〕 参见顾肖荣、胡钧：《论对公司中小股东保护的救济措施的强化》，载《政治与法律》2004年第4期。

〔13〕 参见朱慈蕴：《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。

司法制中普遍存在,但对于其预期功效和实现路径,却需要根据各国的实际国情进行有针对性的研究。我国《公司法》确立这一质询权行使机制已近二十年,质询的具体程序和法律效果仍然处于立法空白与理论争议之中。本文将立足便利公司治理信息流动和尊重股东会议程序价值的立场,结合《草案(二审稿)》新提出的双层制和单层制的不同公司治理结构,讨论该质询权的应然功能与权利性质,细化质询与列席回应行为的具体法律机制,进而尝试提出有效的救济路径,最终为本轮《公司法》修订提供有益见解。

二、作为公司内部“信息流”汇集节点的质询

(一) 组织体信息流通与公司宪制理论

质询行为促进了公司信息透明。信息透明是公司治理机制有效运行的关键。公司治理机制旨在解决公司内外各主体间的利益冲突,降低代理成本,为此相关研究常常讨论监督机制。监督意图隐含的是信任缺乏。质询不简单等同于询问,重点在“质”。质询主体往往已经初步知晓关于公司经营管理的基础信息,甚至已经进行过公司资料查阅程序,但对决策的规范性、合理性等仍然存在怀疑,以至于需要在股东会上实施质询行为,更进一步获取信息、印证猜测,甚至为可能的诉讼行为收集材料。质询宣示了质询主体与质询对象之间关系的“不平等”性,以及行为动机的不信任性。公司内部非对抗式的沟通活动长期被忽视,导致治理成本的上升。信息流通不畅而利益紧密相关,直接催生了公司所有者与公司经营者之间的不信任。通过合理质询得到的信息不仅可以使股东会发挥监督作用,也允许其更好地熟悉管理层,了解其行为动机,而这些效果正是建立信任关系的基础。^[14]

质询行为有利于打破公司内部的信息“垄断”。公司是市场中由管理层运作的组织实体,是独立的“信息黑箱”。股东事实上完全依靠董事和经理召开会议、制定议程,才能知晓其要对哪些事项做出决策。目前股东对董事向其传播信息的极大依赖可能会导致两种情况。在第一种可能的情况下,由于董事和经理没有义务积极披露信息,那么他们可以向股东隐瞒信息,并决定即使不在其职责范围内的事项。在另一种可能的情况下,控制董事和经理的大股东将得到不断流动的信息,并将能够利用这些信息来损害小股东的利益,例如排除小股东在问题上的决策参与。^[15]为批准和监控之目的,股东会有权定期或即时地获得重要且实质的信息。这一方面要求董事会在做出“经营性战略决策”后报告股东会,以便股东了解、掌握和监督;另一方面,董事会应将其履职情况和公司财务基本状况交由股东会审核,除嗣后发现董事不法行为外,股东会的承认可视作为对董事责任的解除。^[16] 股东会上的质询机制等即是打破管理层对于公司信息垄断的工具。

质询行为维护了公司组织团体民主。质询手段在强调主体平等、交易自由的民商事领域立法中极少使用。质询制度在公法领域出现相对频繁,例如在各级人民代表大会召开期间,人大代表对政

[14] 参见〔德〕卢曼:《信任:一个社会复杂性的简化机制》,瞿铁鹏、李强译,上海人民出版社2005年版,第43页。

[15] See Allan Verman Y. Ong, *Testing the Capacity of the Shareholders' Meeting to Protect Minority Shareholder Rights under the Chinese Company Law*, 53 *Ateneo Law Journal* 682, 700 (2008-2009).

[16] 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。

府、法院及检察院等机构人员的质询。根据路径依赖理论，现行的公司内部权力配置模式，不过是政治制度的粗糙翻版而已。^{〔17〕}事实上，公司法与行政法具有不为人关注的高度相似性，以至于有学者在研究作为社会组织形式的官僚主义时，将公司与政府作为类比研究的对象。^{〔18〕}根据现代公司理论，所有权和控制权可以分离，但只有公司所有人（即股东）的隐性或显性同意才能使经理行使控制权合法化。在纯粹的道义推理上，合法性论证要求，如果没有公司民主机制，公共公司的意识形态基础和合法性就会被剥夺。^{〔19〕}公司宪制理论下，现代公司被认为具有三大特点，即双重决策（股东会和董事会）、协商决策和权力分立，其中协商决策要求尽可能确保每个决策过程都是开放和真实的。“开放”是指决定应该通过调查过程和对所有相关论点的考虑来形成，“真实”是指董事会和股东大会应该是作出决定的地方，而不仅仅是得到批准。公司的决策应包括审议过程，而不仅仅是多数选票的集合。^{〔20〕}这样的决策程序要求相关人员在会议前及会议中存在充分的信息获取渠道。对于股东而言，每个人都想要利用和保护自己的投资，而这一目的只有通过有效地参与公司的生活和管理，通过行使与股东身份有关的“政治特权”才能达到。^{〔21〕}该理论的一个重要贡献就是股东拥有了明确而有效的途径来质疑公司决议及其行为。^{〔22〕}股东民主是在管理层的控制下进行的，因为召开年度或特别会议等事项由董事会决定。唯一的例外是，股东质询权利是股东的安全阀。面对效率低下或自私自利的董事会，这一基本权利给股东提供了一种独特的自我保护机制，即无需证明存在压迫性行为而直接迫使公司发生变革。在我国公司法中，质询权与配套的质询权行使机制正是公司宪制理论下，股东被赋予维护自身权利的“特权”。

（二）中外股东质询功能的分野

我国股东质询制度乃“舶来品”，股东的质询权概念起源于德国。据学者考证，1913年德国法院的一项判决改变了《德国商法典》无视股东质询权的局面，它承认股东会有权以决议的方式请求董事会解答有关问题，经过多年的修订调整，形成了现行《德国股份法》第131条的质询权规定。^{〔23〕}然而，这一质询权规定的背景与我国却存在不同。因为《德国商法典》第118、166条和《有限责任公司法》第51a条赋予了股东查询公司账簿和资料的权利，而《德国股份法》没有，这就造成股东只能根据公司年终报表、公司状况报告与中期报表来了解公司的情况，《德国股份法》第131条实际上只是对查询权利的补充。^{〔24〕}故德国立法中的股东质询更倾向于信息获取以服务股东表决权的行使。

〔17〕 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。

〔18〕 See Gerald E. Frug, *The Ideology of Bureaucracy in American Law*, 97 Harvard Law Review 1276, 1277 (1983 - 1984).

〔19〕 See Dov Solomon, *The Voice: The Minority Shareholder's Perspective*, 17 Nevada Law Journal 739, 758 - 759 (2017).

〔20〕 See Stephen Bottomley, *From Contractualism to Constitutionalism: A Framework for Corporate Governance*, 19 Sydney Law Review 277 (1997).

〔21〕 See Lavinia M. Tec, *The Notion of Shareholder-A Controversial Notion*, 1 Perspectives of Business Law Journal 352, 357 (2012).

〔22〕 参见〔澳〕斯蒂芬·波特姆利：《公司宪治论：重新审视公司治理》，李建伟译，法律出版社2019年版，第151页。

〔23〕 参见前引〔4〕，钱玉林文。

〔24〕 参见〔德〕托马斯·莱赛尔、吕迪格·法伊尔：《德国资合公司法》，高旭军等译，上海人民出版社2019年版，第303 - 304页。

欧洲议会和理事会《关于上市公司股东行使若干权利指令》(2007/36/EC)第9条规定了股东的提问权。^[25]《英国2006年公司法》第319A条规定了在成员大会上的质询,内容与之相似。^[26]与此相反,《美国标准商事公司法》(Model Business Corporation Act)没有对股东会议事的具体程序进行规定,也没有规定股东向董事会质询的权利。上述比较法规定的差异存在历史发展的必然性。尽管欧美国家公司在发展历程中均起源于东印度公司模式,即股东被赋予相对于董事和高管的基本权力。但随着法人实体理论的盛行以及市场经济状况的改变,管理者的权威地位被树立起来。近年来,欧洲正在确认和加强以股东为导向的公司模式,但在美国,尽管最近进行了改革,高管的首要地位仍然取得了胜利,内部治理体系也远离了他们共同的历史根源。^[27]股东质询制度的差异即为这种治理体系走向分离的重要表现。

日本公司法深受德国立法影响。《日本公司法》第314条规定了股东大会上股东要求就特定事项进行说明时,董事、会计参与、监事及执行官的说明义务。^[28]给股东以质询的机会,可以使股东更加深化地理解议案的内容,从而能够正确作出支持与否的判断,最终达到使股东大会恢复活性的目的。从股东的角度来看,董事等人员的说明义务就等同于股东的质询权利。^[29]由于日本战后经济恢复政策等历史背景,日本长期存在企业间互相持股、银行兼具股东与债权人身份等现象。股东身份的复杂化导致了股东对经营者越来越“尊重”,越来越沉默,股东与经营者间的契约关系过于稳定和封闭,造成投资效率低下。^[30]股东沉默现象在我国同样存在,围绕表决权开展的股东会议上,不具有决定性影响力的中小股东对决议活动兴趣寥寥。如果强化“质询—回应”机制,也可以作为激活股东会议事功能的有效手段。

我国的股东质询制度尽管有着法律移植的痕迹,但鉴于已经存在较为完善的知情权制度,事实上股东质询功能已经走向了另一条“道路”。我国学界有关质询权的法律属性主要有三种观点,即“出席权说”^[31]“知情权说”^[32]与“表决权说”^[33],也有学者将质询权归类为参与管理权,即参与公司意思形成、决定公司事务的权利。参与管理权的核心是表决权,其他权能主要是救济性的。^[34]这实际上是与“出席权说”的观点异曲同工。将质询行为纳入知情权往往是出于积极

[25] 该提问权的主要内容为:(1)各股东有权就股东大会议程上的事项提出问题。公司应当回答股东向其提出的问题。(2)提问的权利和回答的义务应受制于成员国可能采取或允许公司采取的措施,以确保股东的身份、股东大会的顺序及其准备以及公司的保密和商业利益。成员国可以允许公司对具有相同内容的问题提供共同答案。

[26] “第319A条在成员大会上的质询:(1)在可交易公司的成员大会上,该公司必须应答参加该会议的成员提出的与在该会议上处理的事务相关的任何质询。(2)在下列情况下,不必予以应答——(a)如果应答将(i)不当干涉该会议的准备工作,(ii)涉及商业信息的披露;(b)如果在网站上以回答问题的方式已经做出该应答;(c)如果对该质询的应答不利于公司的利益或者该会议的良好秩序。”《英国2006年公司法》,葛伟军译,法律出版社2017年版,第266-267页。

[27] See Sabrina Bruno, *Directors' versus Shareholders' Primacy in U. S. Corporations through the Eyes of History: Is Directors' Power Inherent*, 9 *European Company and Financial Law Review* 421, 444-445 (2012).

[28] 参见《新订日本公司法典》,王作全译,北京大学出版社2016年版,第137页。

[29] 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197页。

[30] 参见李博:《日本公司治理契约关系变革研究》,经济管理出版社2011年版,第78页。

[31] 参见前引〔4〕,钱玉林文。

[32] 参见李建伟:《股东知情权的层级结构及其展开——以八个国家、地区的立法比较研究为背景》,载《暨南学报(哲学社会科学版)》2012年第8期。

[33] 参见前引〔5〕,蒋学跃文。

[34] 参见王军:《中国公司法》,高等教育出版社2017年版,第310页。

方面的理解。这种观点关注到了股东为了了解公司信息不仅要“被动地”查阅公司提供的信息，也要主动地要求公司对自身困惑怀疑之处进行回应。因此，知情权与质询行为都可以被涵摄入股东权利的信息获取权能之中。^{〔35〕}但从《公司法》条文规定来看，知情权往往对应着公司的材料制作（如账簿）与信息披露，是法定的公司义务，无论股东是否通过查询行为行使知情权。而质询权对应的信息往往在质询行为发生前无法确定，有的公司可以直接提供，有的甚至需要董事会开会进行讨论。除信息客体的差异外，质询权还具有知情权不具有的灵活性和威慑效果，这从立法用语上就可以体现出来。出席权的观点关注到质询权的参与性与对话性。正式会议让少数股东可以选择亲自出席。尽管少数股东可能没有有效的发言权，但参加会议的能力使股东能够获得作为所有者应该拥有的信息。^{〔36〕}这在一定程度上符合股东在会议上进行质询的行动目的。但没有考虑到，会议质询的前置步骤，即股东会要求特定人员列席与增加质询议题。将质询权归类为出席权，固然保障了股东有权在会议上就议题进行发言的权利，但质询权的权能并不仅仅限于参加会议。换言之，出席与表决只是质询的单个环节。

质询权是股东权利束中具有独立价值的一项子权利，股东会上的质询为行使这项权利的核心机制。理论层面，独立的质询权与配套制度将强化公司团体法属性并促进团体民主氛围的形成。质询权增强了股东了解公司信息和监督公司经营的能力。质询不同于查询，不仅可以获取公司制作的现有文件材料，也可以针对自身的疑惑，获得个性化的解答。股东质询是公司治理中成本最低的监督路径之一。在质询权语境下，几位热心的股东与被严格实施的信义义务责任，可以极大地抑制董事、监事与高管损害公司利益的行为。而实践层面，强化质询权独立地位，并完善股东会上质询机制的设置目的，是在股东会权威加持下增加小股东与董事面对面的机会，是小股东了解公司经营管理状况、行使监督权利、参与公司管理的渠道。在公司中，股东除了查阅权和对董事会提交的决议进行投票之外，很难有其他途径来行使权利，加上受到公法和政治理论的影响，规定质询权就成为一个立法选择。^{〔37〕}对于我国的公司治理现状而言，股东质询权价值独特。一方面，股东会上的股东质询是公司权力行使获得程序正当性的内部枢纽。尽管股东很难对商业决策及经营状况作出专业判断，但仍然有能力根据法律法规及公司章程的规定严格检查权力行使的程序是否正当。股东在股东会上作出质询，是使股东会这一最高权力机关形成决议具有充分的信息基础，也是保障公司权力妥当行使的重要程序。另一方面，股东质询权有助于消弭股东会内部的矛盾。股东个体化差异是不争的事实，由此带来的信息差异却影响深远。公司社会乃人类社会之一种，系个体团结之结果。^{〔38〕}质询权提供了股东会上表达不同意见的关键渠道。股东在依据程序规则与其他股东进行交流的过程中，会将自己归属于公司股东这一集体性的身份。^{〔39〕}质询权可以尽最大可能减少由此带来的信息差异，并在促进公司经营管理合规有序方面形成共识。

〔35〕 参见周游：《公司法的功能嬗变：从填空到选择》，法律出版社2022年版，第136页。

〔36〕 See Thomas Lee Hazen, *Silencing the Shareholders' Voice*, 80 North Carolina Law Review 1897, 1923 (2001-2002).

〔37〕 参见邓峰：《普通公司法》，中国人民大学出版社2009年版，第392页。

〔38〕 参见蒋大兴：《团结情感、私人裁决与法院行动——公司内解决纠纷之规范结构》，载《法制与社会发展》2010年第3期。

〔39〕 参见王湘淳：《论公司意思独立的程序之维》，载《中外法学》2021年第4期。

三、现行法框架下股东质询规定的解读

（一）《公司法》质询相关条文的逻辑分析

《公司法》条文中共三次出现“质询”，初步形成了“信息获取—权力监督”的体系联动效应。首先，现行《公司法》第54条第1款〔《草案（一审稿）》第80条第1款、《草案（二审稿）》第79条第1款〕规定监事可以列席董事会会议，并对决议事项提出质询。监事会是公司内部监督机关，其职能的实现依赖于监事对公司经营管理状况和董事、高管履职信息的掌握。监事列席董事会可以获取决议事项在讨论表决过程中的相关信息，法律赋予的质询权利允许监事在既有信息的基础上进行深度挖掘。但从条文安排上，监事列席董事会的质询权利没有被归类为监事会的职权。换言之，这是监事个人可以决定的自发行为，不存在法律上的监事会委派监事列席的规定。因此，该条文在法律内容的前后连贯性上显得“格格不入”。特别是《草案（二审稿）》第80条第1款规定监事会可以要求董事和高管提交执行职务报告，该规定与监事列席质询需要进行区别。第80条第1款是对董事和高管个人执行职务信息的了解，是其是否全面履行职务、尽职尽责的判断依据。第79条第1款规定的是对董事会决议事项的信息获取，是衡量董事会商业决策过程中的意见形成与表决过程是否符合法律规范、公司章程和商业判断的措施。然而监事个人仅由该规定而享有列席和质询的权利，立法上没有规定董事与列席的经理是否需要以及如何回应这种质询。故这一窥视董事履职情况的路径，被批评为过于消极被动。^{〔40〕}但在效果上，无论如何回应，都可以作为监事判断的依据。《草案（二审稿）》第69条规定有限责任公司可以在董事会中设置董事组成的审计委员会，设置该机构的公司可以不设监事或监事会，此时监事的经营管理监督只能被审计委员会的财务会计监督所替代。监事在董事会上的质询，或许只能内化为董事会内部的商讨。对于设置监事会或监事的公司而言，监事通过列席董事会旁听以及质询得到的信息，影响着监事下一步履职选择。依据《草案（二审稿）》第81条第1款，监事可以提起临时监事会，通过监事的信息汇报，监事会若认为构成公司经营异常的情况，可以依据《草案（二审稿）》第79条第2款自行调查或委托专业机构进行调查，也可以形成对董事或高管的罢免建议，或股东会提案，甚至直接提议召开股东会，由股东会形成最终的处理结果。因此，监事列席董事会并质询得到的信息，在一定程度上会汇总至股东会。

其次，现行《公司法》第97条〔《草案（一审稿）》第112条、《草案（二审稿）》第110条第1款〕规定股东有权对公司的经营提出建议或者质询。从条文表述的逻辑上看，股东对公司经营的建议和质询应当建立在充分查阅公司资料的基础上。公司信息披露程度直接决定着中小股东监督权行使的效果。当前《中华人民共和国证券法》及证监会、沪深交易所规范性文件关于上市公司信息披露已经形成了较为完善的信息披露制度，但对于非上市股份公司信息披露仅停留在《公司法》第97、102条规定上，无法满足中小股东行使监督权的需求。^{〔41〕}而且，在公司法的立

〔40〕 参见施天涛：《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。

〔41〕 参见宋姝：《公司法修改对股东积极主义的回应——以中小股东监督大股东掏空行为为视角》，载《社会科学家》2020年第4期。

法结构上，股东对公司经营的质询权利仅规定在股份有限公司中，有限责任公司的股东仅能查阅相关资料，没有直接发表意见的权利。这样的立法设计在《草案（二审稿）》中依然保留，值得商榷。尽管有限责任公司的股东往往直接参与公司经营，一般认为公司内部没有明显的所有权与管理权的分离。但是，该条文规定的主体即为没有参与经营的股东对公司资料的查阅，有限责任公司的股东也应被赋予直接表达意见的权利，不应“厚此薄彼”。此外，股份有限公司的股东数量更为庞大，存在仅为获取投资收益而不热心参与公司经营管理的股东群体，尤其是上市公司之中。故若仅在一类公司中规定股东对公司经营管理的建议和质询的权利，也应规定在有限责任公司中。股东通过质询获得的信息，如果表明公司的经营管理存在重大问题，持有法律规定数额股份的股东可以直接以临时提案的形式要求股东会对此进行追责，甚至提起诉讼。因此，股东个人的质询行为的信息也将汇总至股东会。

最后，现行《公司法》第150条第1款〔《草案（一审稿）》第181条、《草案（二审稿）》第181条〕规定股东会可以要求董事、监事或者高管列席会议，股东可以对其进行质询。股东会是质询信息汇集的最高层级。监事通过质询获得的信息，汇总到监事会，通过监事会报告传递给股东会。股东通过质询获得的信息通过股东提案传递给股东会。如此看来，单纯从信息的流动方向上，可能使股东会成为最终的信息汇流、彼此印证之地，这也可以理解为什么《草案（二审稿）》第181条的质询对象是第80条和第112条的相加。

股东会上质询的具体机制尚未健全。首先，从该条文在公司法的位置上看，按照股东会要求列席股东会并接受质询是董事、监事和高管的义务。其次，股东会如何要求相关人员列席。股东会通过会议行使权利的集体机构。换言之，在股东会召开之前，股东会无法形成意见并通知具体的人员列席会议。尽管目前立法对此付之阙如，依程序而言，可以解释为由董事会在召集股东会并发送会议决议事项时，直接通知相关人员。但仍然无法解决具体接受质询的人员的确定问题。再次，接受质询的董事与董事会、监事与监事会之间的关系。由于没有明确的法定程序框定具体的被质询人员的产生过程，无法得知该人选是股东会直接指定具体人员，还是股东会通知董事会，再由董事会进行指派。若属前者，则该人员接受质询的表述，只能作为判断相应机构履职情况的辅助材料，若属后者，因该人员与机构之间存在委托关系，其陈述应视为相应机构的态度，直接产生法律效果。此外，股东的质询是个人行为，还是股东会的集体行为通过个人加以表现，这与前面的讨论具有相同之处。如果是个人行为，这种质询是否需要前置程序。最后，因列席与接收质询的法定义务，被质询对象应当进行回应，但回应的形式要求和实质要求缺失。例如，现场回应还是会后书面回应质询、被质询者必须亲自回应还是可以交由其他人员回应、回应内容模糊或虚假的法律责任承担等。这些问题都是该法律规范所引申出的现实问题。简而言之，我国《公司法》对股东会会议程序的规定过于简陋，将重要的程序性规定完全交由公司章程规定有失妥当。股东会在立法上表现为一个完全的批准机构。如果股东会会议变成专以形成决议为目的的会议，就将偏离股东参与的会议目的，也将会背离股东会会议宗旨，在会议召集和召开上也容易出现随意性。^{〔42〕}

〔42〕 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。

（二）股东质询运行情况的实证分析

我国《公司法》的上述规定，已经描绘了股东质询机制的雏形，但因缺乏配套机制而影响其在司法裁判和公司治理的实践。概览涉及股东质询纠纷的裁判文书，足以窥见公司法质询相关制度在运行过程中出现的种种偏差。首先，法律属性上，质询权利究竟是独立权利抑或知情权的子权利模糊不清。部分裁判将相关纠纷认定为知情权纠纷，而在说理部分又分别从查阅权、复制权和质询权三个角度进行论述。^{〔43〕}当事人对于知情权和质询权也同样不能准确区分，存在通过《股东质询函》要求查阅公司资料的情况。^{〔44〕}这显然将质询视作行使知情权的手段。其次，在质询内容上，部分裁判认识到知情权与质询权的范围存在差异，承认知情权不能得知的信息可以通过质询权得到回应。^{〔45〕}效用方面，质询得到的信息可以作为证明当事人行为动机的证据。^{〔46〕}再次，法院对质询对象理解狭隘。部分裁判依据《公司法》150条第2款的规定，认为股东不得直接向公司提出质询，仅应在股东会上向董事、监事和高管质询。^{〔47〕}这种观点将股东行使质询权的两种场景不当限缩合一，没有关注到法律条文间的内部逻辑。甚至有裁判明确引用股东有权对公司提出质询的法律条文，但仍然坚持认为公司不是质询的对象，令人费解。^{〔48〕}法律没有明确规定当股东对公司提出建议或者质询时，由谁来充任公司角色进行回复，此类裁判的动机或许旨在规避上述“模糊地带”。然而若依公司运作的现实情况，应由董事会代表公司履行回应义务。最后，没有履行回应义务的法律后果在司法实践中也处于空白状态，例如“北京鼎驰融达投资管理有限公司诉致生联发信息技术股份有限公司决议纠纷案”中，法院认定案涉公司总经理面对质询存在解答不充分或者回避等未能使股东满意的情况，但是对其法律效果为何未置一词。^{〔49〕}司法裁判表现出法院对股东质询机制某种程度上的“漠视”。这一现象的出现，一方面源于《公司法》相关条文为不完全条文，甚至存在缺漏，法院无法直接适用；另一方面，法律规定的残缺又导致法院裁判各行其是，诉讼当事人对于质询机制的信心不足。如此恶性循环，公司法上的股东质询机制沦为“吉祥物”，并不意外。

相较于司法裁判中的尴尬地位，股东质询在上市公司治理中发挥着更为重要的作用。最为典型的股东质询即是中证中小投资者服务中心（以下简称“投服中心”）对公司的质询。根据《中证中小投资者服务中心持股行权工作规则（试行）》，投服中心可以股东身份自行或者联合其他股东行使查阅、建议和质询等股东权利。通过检索上市公司公告发现，投服中心行使质询权普遍采取向公司发送《股东质询函》的形式。首先，在质询对象上，投服中心直接向公司发送质询函件，即公司为被质询主体。部分司法裁判认为股东无权向公司质询的观点显然与此形成鲜明对比。其次，在质询内容上，投服中心的质询具有较高的自由度。例如向参股公司提供借款的必要性、^{〔50〕}行政处罚

〔43〕 参见广东省东莞市中级人民法院（2019）粤19民终12298号民事判决书。

〔44〕 参见广东省阳江市中级人民法院（2018）粤17民终771号民事判决书。

〔45〕 参见西藏自治区拉萨市中级人民法院（2019）藏01民终622号民事判决书。

〔46〕 参见西藏自治区高级人民法院（2021）藏民申137号民事裁定书。

〔47〕 参见福建省龙岩市中级人民法院（2020）闽08民终156号民事判决书；广东省东莞市中级人民法院（2019）粤19民终12282号民事判决书；山东省德州市中级人民法院（2019）鲁14民终3036号民事判决书；广东省深圳市中级人民法院（2019）粤03民终276号民事判决书；广西壮族自治区北海市中级人民法院（2019）桂05民终407号民事判决书。

〔48〕 参见安徽省合肥市蜀山区人民法院（2015）蜀民二初字第01725号民事判决书。

〔49〕 参见北京市朝阳区人民法院（2018）京0105民初73522号民事判决书。

〔50〕 参见德必集团：《关于中证中小投资者服务中心〈股东质询函〉的回复公告》（公告编号：2023-013）。

对公司经营的影响、^{〔51〕}公司增资的必要性、^{〔52〕}公司偿债风险、^{〔53〕}商业决策对公司核心竞争力的影响^{〔54〕}等。由投服中心的质询内容来看，质询内容与知情权的查阅内容存在明显的区别。质询的内容经常涉及公司管理层的商业决策合理性。再次，回复主体方面，名义主体是公司，但在信息真实性等方面的保证主体是“本公司及董事会全体成员”。最后，未能回应质询的法律后果方面。典型的相关案例是“山东金泰风波”。2017年6月投服中心作为中小股东参加了山东金泰年度股东大会，并现场提出质询，公司董事长及其他董事、监事、高级管理人员拒绝回答，并公开表示投服中心依法行使的质询权及建议权干扰了会议正常召开。^{〔55〕}事后，该公司参照投服中心的质询与建议内容，修正公司章程并公开道歉。^{〔56〕}投服中心作为具有监管者属性的积极股东，它获得了法律允许范围内充分发挥股东质询功能的能力，并且在实践中得到了普遍的认可。但是令人遗憾的是，即便是这样的机构，在股东会上质询时，仍然会遭到阻碍。由是观之，广大没有受到监管部门关注的非上市公司的股东在股东会上质询时，势必艰难万分。

实证分析折射出股东质询权利所蕴含的巨大潜力与尴尬的现实处境。投服中心作为上市公司中的特殊小股东，通过行使质询权，特别是在股东会上的质询，可以最小的成本督促公司经营管理层合法合规履职。这种监督与持股比例无关，这是其区别于出席权与表决权的特质。同时，这种监督限制了具有行政监管色彩的投服中心对于公司商业行为干预的深度，有效地缓和了上市公司治理效果与治理成本之间的矛盾。非上市公司的股东当然也有意识地在信息获取方面使用质询权来维护自身利益，但与投服中心受到的待遇相比则略显窘迫。投服中心的质询通常以上市公司公告的形式公开展现，被质询者面对公众舆论与行政监管压力而战战兢兢，质询之“质”体现无疑。对比而言，公司法在质询权行使的具体程序与救济规则方面缺位，掌控公司经营管理的控制股东缺乏在公司章程中填补漏洞的动力，非上市公司中的中小股东意欲行使质询权只得诉诸裁判救济。遗憾的是，前述相关判决表明，法院同样存在对质询权认识不足的情况，将其与知情权混同。综上所述，质询权在上市公司治理中体现出监督威慑的功能面向，在非上市公司中则化身中小股东主动打破信息垄断的工具。以股东会上质询为核心机制的质询权之所以未能全面有效地发挥前述功能，根源于配套机制的单薄。未来《公司法》修订工作理应为此进行详细的制度设计。

• 167 •

四、股东会上股东质询应然功能的实现

（一）股东质询的启动与审查机制

根据《公司法》第150条的规定，股东会上开展质询的前提是股东会要求相关人员列席，并

〔51〕 参见方盛制药：《方盛制药关于对中证中小投资者服务中心〈股东质询函〉回复的公告》（公告编号：2023-025）。

〔52〕 参见达华智能：《关于中证中小投资者服务中心〈股东质询函〉的回复公告》（公告编号：2022-081）。

〔53〕 参见漳州发展：《关于中证中小投资者服务中心〈股东质询函〉的回复公告》（公告编号：2022-081）。

〔54〕 参见高澜股份：《关于回复中证中小投资者服务中心〈股东质询函〉的公告》（公告编号：2022-130）。

〔55〕 参见《投服中心发问竟遭山东金泰怼回称干扰股东大会正常召开》，载 <http://money.people.com.cn/stock/n1/2017/0619/c67815-29346920.html>，最后访问时间：2023年3月18日。

〔56〕 参见《山东金泰集团股份有限公司关于股东大会现场未能及时解答投服中心质询的道歉函》，载 https://www.sohu.com/a/153445793_115433，最后访问时间：2023年3月18日。

接受质询。按照股东会的召集和议事规则,股东会要求人员列席的行为应当在会议召开前。召集人需确定列席的人员,并及时通知。而且若股东欲质询的事项不是董事会召集会议时确定的议题事项,还需要对会议议题进行调整。这是为了避免股东在会议上自由质询、相应人员无法及时列席参会并进行有效回应,导致会议无法实现预期目的。为了兼顾股东会会议的高效有序进行和股东质询权的实现,宜以提案制度作为股东在股东会上行使质询权的前置渠道。当股东会上质询的不是董事会拟定的会议议题时,质询事项及相应列席要求应当通过提案向会议召集人提出。现行《公司法》对于股东会的会议制度规定得十分粗略,如有限责任公司部分仅规定股东会的召集与主持制度,没有规定提案程序。股份有限公司部分,《公司法》第102条规定股东提案制度。依此,符合持股比例的股东可以在规定的时限内提出质询提案,补充质询事项或者质询对象。但是为了股东质询权不被滥用,质询程序的启动应当受到限制。这种限制机制应当从质询提案入手。

质询提案应当经过形式和实质两种审查。形式方面,《公司法》第102条第2款规定其内容应当属于股东大会职权范围,并且具有明确的议题和具体的决议事项。《草案(二审稿)》第115条第2款在此基础上降低了临时提案的股东持股数量要求,并强调了提案违法违规或者超越股东会职权作为排除规定。因此,股东在股东会召开之前,认为需要进行质询的,若质询事项在会议原定议题范围内,则应考虑是否需要针对特定的董事、监事和高管进行质询。若需要针对性质询,则应当向董事会提出提案,要求相应人员列席。当前《公司法》关于会议召开和提案审查的时限过于紧张。未来《公司法》修订应考虑延长常规股东会的通知时限为30日,临时股东会为20日,临时提案的时限应延长至会议召开前的15日。如此可以将董事会审查、公布提案及通知相关人员列席的时限延长至5日内,为充分审查创造必要条件。有限责任公司的股东会会议制度过于简陋,已经沦为一个“批准机构”而非“议事场所”,宜照此适当补充基础性程序规则。

尚需讨论的问题在于,股东仅是对提案本身存在疑问,而不需特定主体进行回应时,是否需要要求人员列席。这是我国立法的“漏洞”,即没有规定集体质询与回应制度。根据目的性扩张解释,股东在股东会上针对议题进行质询的,若没有指定回应对象,应当以由主持会议的董事长(或执行董事)进行回应为一般原则,以董事长会后与董事进行商议回应为例外。首先,董事长在通常境况下负责主持股东会,亦即其必须列席股东会,无需额外的程序,由其回应可以节约时间成本。其次,董事会作为集体议事的执行机构,董事长知晓其经营决策的基本信息。最后,董事长不宜在任何情况下均现场直接回应,董事长在公司治理结构中仅是“形式”地位,必要时应当与董事会其他成员通过会议进行商议,另行回应。此外,考虑到我国公司规定召集股东会的主体不仅仅是董事会,也可能是符合要求的监事会,在相应的质询要求下,主持会议的监事也可以参照适用上述规定。

股东的质询提案需要经过审查。我国公司法与世界主要国家的立法采取了相同的策略,即不要求股东在提案时说明正当性与必要性,由此降低股东参与公司经营管理决策的成本。但过度自由往往会带来权利滥用,因此,股东提案的审核制度应当在未来《公司法》的设计中有所体现。股东提案审核机制的法理基础则有待探讨。股东作为投资者,传统理论认为其有权按照个人意志行使股东权利而不必有所顾忌。近年来,随着股东,特别是大股东,干预公司经营管理损害相关主体利益的案件频发,控制股东信义义务理论受到关注。其内在逻辑是控制股东与公司、控制股东与其他公司参与者之间的利益冲突,非控制股东对控制股东的信任,禁止权利滥用,公司合同

的固有缺陷等。^[57]在此基础上，更激进的学者提出，为了应对潜在的股东机会主义，需要广泛适用信义义务理论，建议所有股东，像所有董事和高管一样，被视为对公司及其他股东负有潜在责任。只要某一特定股东（无论其在技术上是否有能力控制董事会关于所有事项的决定）成功地影响了公司在某一特定问题上的行为，而该股东在该特定问题上具有重大的个人经济利益，这些潜在职责就会被触发。^[58]但是信义义务理论无法妥当解释股东提案权滥用的规制基础。股东行使提案权本质是行使自己固有而非接受委托后享有的权利，控制股东另当别论，以信义义务的履行标准与法律后果来要求一般股东，不免偏颇。因而，权利滥用理论应为其理论基础。《中华人民共和国民法典》132条明确了禁止权利滥用规则。判断是否构成权利滥用的核心考量因素可以概括为以下三项：（1）行为人享有权利，且有行使权利的外观；（2）权利人滥用民事权利，即其行使权利的行为违背诚实信用或者违反公序良俗；（3）权利滥用行为损害了国家利益、社会公共利益或者他人合法权益。^[59]这一理论在股东提案权的具体适用仍需要结合公司法的团体法属性加以解释。公司是一个组织或者说团体，相应关系须以公司维持为目标，遵循团体主义规则；同时，公司是不同关系人为各自利益而结合的平台，故在维护公司团体利益的同时，须尊重不同关系人的利益。^[60]股东会议作为公司股东各自集中行使权利的场所，为了集体决策的效率，需要排除重复、无意义的提案，为了经营合法合规，也须排除相应提案，为了保护商业秘密、尊重董事会的经营权利等等事由，均需要股东通过提案行使的质询权受到合理克减。

通常情况下，董事会应当负责审查股东质询提案的正当性与合理性。一方面，从审查成本上，由作为会议召集者的董事会进行审查，可以更好地处理股东会的程序性事项，节约时间成本。另一方面，董事会是公司经营管理的核心机构，可以及时通知相关人员列席与准备接受质询。然而不容忽视的问题是，由作为股东会上被质询的主要对象的董事们审核可能是对自身进行质询的提案是否妥当。质询程序的低成本、高效率与审查者潜在利益冲突之间存在矛盾。董事会存在不当“拦截”质询提案的道德风险。董事的信义义务理论可以在此处起到很好的调节作用。信义义务制度是一项反对机会主义及中饱私囊行为的工具，而机会主义或中饱私囊行为的重要特征之一就在于其难以被事先有效、经济地防范和规制。^[61]我国现行《公司法》仅概括性地规定了勤勉义务与忠实义务，《草案（二审稿）》第180条则详细阐述了其内涵。董事会审查质询提案需要在规定的时限内高效有序完成，不得因故意或疏忽大意导致提案不能及时通知其他参会者与在会上讨论。同时，董事会不能为了避免自身利益受损而在审查阶段将质询提案排除。此外，在现行立法下除董事会外，监事会、适格股东亦可能成为提案审核主体，相关规定的适用对象宜从“董事会”扩张为“股东大会召集人”。^[62]此处的信义义务并非由公司职位产生，而是会议召

• 169 •

[57] 参见王建文：《论我国构建控制股东信义义务的依据与路径》，载《比较法研究》2020年第1期。

[58] See Iman Anabtawi & Lynn Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 Stanford Law Review 1255, 1295 (2008).

[59] 参见茅少伟：《〈民法典〉第132条（禁止权利滥用）评注》，载《中国应用法学》2023年第1期。

[60] 参见徐强胜：《论公司关系：公司法规范的分析基础》，载《法学》2018年第9期。

[61] 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。

[62] 参见高达：《我国股东提案审核制度的再建》，载《社会科学家》2022年第3期。

集人享有的审查权力带来的。参会人员对其能正当行使权力、维护自身利益存在高度的信赖。

质询提案的审查应当遵循合理标准。股东的质询,应当符合具有一般知识的投资者出于关心公司与自身利益的目的对关切事项的疑惑与怀疑。股东的信息权必须从最广泛的意义上理解:它涉及公司内部的所有法律和经济关系,以及公司与第三方之间的所有关系。这些信息还涉及公司的各种捐款和开支,以及管理、利润分配和使用的各个方面的知识。公司股东不应被要求拥有经营商业与管理公司的专门知识,甚至不必具备对公司业务模式的成熟认知。不过,单纯的好奇心不能被视为信息索取的正当理由。具体而言,董事会要对提案的关联性和程序性进行审核。所谓关联性是指股东提案所涉及的事项要与公司有直接的关系,并且不超出法律、法规和公司章程规定的股东大会的权限范围。所谓程序性是指董事会可以对股东提案涉及的程序问题做出决定。如果将提案分拆或者合并表决,须征得原提案人同意,原提案人不同意变更时,股东大会主持人可就程序性问题提请股东大会做出决定,并按照股东大会决定的程序进行讨论。^[63] 尽管质询提案审查应当规定负面标准,如尊重商业决策、保护商业秘密等,法律无法全面详细地规定各项审查标准,因为这属于股东权利滥用与董事信义义务交错的模糊地带,宜交由法院依照案件事实进行个案裁量。

审查质询提案应当是股东会召集机构召开会议进行集体审核。董事会的权力是一种集体性权力,通过集体议事的方式行使来确保公司管理层为股东利益行事,而非个别董事亲自行使所有的公司权力。^[64] 那么质询人对于审查结果的质疑将表现为对审核机关会议决议的质疑。现行《公司法》第22条对于股东会和董事会会议召集纠纷诉讼提供了法律依据。但是在监事会充任审核机关时,其决议能否撤销有待讨论。对此,立法者实质是规定了公司资本权利运行决议和经营管理权运行决议的可撤销性,未规定监督权运行决议的可撤销性,应以决议所涉权力类型替代决议作出机构类型来判断其可撤销性。基于该观点,可认为监事会审核提案是在行使经营管理权而非监督权,在现行法框架内相关决议亦具可撤销性。^[65] 未通过提案审核的质询意见不发生法律效力。权利滥用会导致多种法律后果,包括停止侵害或防止侵害(禁令)、剥夺权利、恢复原状、金钱赔偿与行为不生法律效果。^[66] 对于质询权的不当行使,最重要的法律后果即是行为不发生法律效力,换言之,滥用的质询行为不导致被质询者发生法定的回应义务。

(二) 股东质询的回应与救济机制

股东质询应当及时受到回应。首先,针对股东个人质询,董事会认为有必要的,在征求质询股东的意见后,可以在股东会上向全体参会股东进行集中说明。股东质询权虽然具有共益性,但在股东个人直接行使时,更多地应当服务于股东的个人决策需要。股东为完成质询行为付出了时间成本,若将其无条件交由全体股东共享,这种“搭便车”的行为无疑会加重股东冷漠现象的产生。其次,针对股东在会前通过提案增加质询事项或对具体议题增加质询环节的,会议召集机关应当在股东会上回应质询,并接受其他股东必要的追问。此时,股东质询权是在股东会会议上行使的,与个人行使场景的区别是,后者只能面向公司进行质询,即质询董事会,而前者则在被质

[63] 参见周剑龙:《中国股东大会制度的改革与完善》,载《法学评论》2005年第2期。

[64] 参见徐强胜:《公司权力的分配、分工与问责——董事会何以治理》,载《社会科学研究》2022年第4期。

[65] 参见前引[62],高达文。

[66] 参见彭诚信:《论禁止权利滥用原则的法律适用》,载《中国法学》2018年第3期。

询主体上更加丰富，不仅可以是具体的董事也可以是监事与高管。个别股东之所以能够获得这样的优势，是由于借助股东会机关的集体性权力，作为该机关成员的其他股东也应具有发言质询的权利。再次，对于线上股东会，质询行为不受现场发言与网络通信发言等方式差异的影响，原因在于会议形式仅是保证会议议事功能实现的客观机制，不影响会议的实质功能。最后，被要求回应质疑的列席人员应当根据会议的进行方式，与其他参会人员处于同一会议场所，原则上必须亲自参加会议，不得委派他人代为发言或委托他人参会。列席的目的在于被质询者与质询者之间可以发生直接的、及时的信息交流，以高效有序地解决公司经营管理过程中的沟通障碍与信任危机。无故拒绝列席的，应当视为拒绝履行接受质询的法律义务。

未能依法行使股东会上质询的权利的股东，应当根据具体情形得到法律救济。一方面，因质询提案被董事会审核后排除出股东会议题的，可以采用提案权受损的现有救济路径。如果股东认为董事无理妨碍自己行使提案权，可以提起董事会决议无效确认之诉。如果董事会对股东提案故意不做出审查决议，则损害了股东的权利，股东可以追究董事违反忠实义务、勤勉义务的责任。但是，股东会召开存在客观的时间限制，即便通过诉讼活动完成对质询提案审核机关的追责，相应股东也将失去在该次股东会上进行质询的机会。可能的解决路径有二：一是赋予法院在当事人申请的情况下介入提案审核环节的权力，并将该介入机制定位为非诉程序，以满足提案时限、审核及结果公布时限和股东会召开时限紧张的要求。至于诉讼追责可以在会议之后继续进行。二是在股东申请的前提下，该次股东会推迟进行，直至相关诉讼结果尘埃落定。相较之下，前者更具有可行性。因为后者虽然慎重，但也易被用来推迟股东会以实现个人目的。同时，股东会的决议事项往往是关乎公司生产经营的重大决策，一旦延期，公司、股东与其他相关主体的利益都将产生无法预见的损失。另一方面，当被质询人员拒绝列席、回应或回应内容虚假、缺漏等时，需要根据质询事项是否与股东会决议事项具有关联性而区别考量。若股东质询事项直接关乎决议议题，那么股东可以对决议效力本身提起诉讼。因为在这种情况下，质询行为服务于接下来的投票表决，那么对质询的回应质量直接影响股东的投票倾向，最终影响决议结果。决议行为的根本特征在于其根据程序正义的要求采取多数决的意思表示形成机制，决议结果对全体团体成员都具有法律约束。^{〔67〕}对“质询—回应”程序的形式违反抑或实质违反，无疑都影响了集体意思形成的正义性。若是针对单独的质询提案的回应，那么并不产生投票活动与决议，仅为公司内部的信息交流活动，被质询者的回应与沉默，都影响相应股东的未来决策，股东可以自行选择接受结果、退出公司，或者启动诉讼对相关人员的履职情况进行追责。这种灵活性，有助于激发股东关心公司经营状况，主动行使提案权、质询权监督公司运营的积极性，重新赋予股东会活力，疏通公司内部信息流通的淤塞之处。

• 171 •

五、结 论

股东会上股东质询权的行使机制体现了我国公司法立法对股东权利的创造性构思。不同于其

〔67〕 参见王雷：《论民法中的决议行为——从农民集体决议、业主管理规约到公司决议》，载《中外法学》2015年第1期。

他大陆法系国家，如德国、日本的立法模式，我国的股东会质询在质询范围、被质询主体等方面赋予股东极大的自由选择权利。这一项本可以充分体现公司团体自治、发挥股东能动性的制度，却因立法粗疏而“明珠蒙尘”。新一轮《公司法》修订正在进行，宜适时摒弃过往立法“宜粗不宜细”的观点，转而追求精细化立法、修法的目标，以满足我国日新月异的市场经济发展态势。日本最新的公司法于2021年生效，在自2005年至今公司法现代化改革的多次修改中，“放松管制”“事前规制”与“精细化立法”为贯穿始终的三项指导原则。^{〔68〕}精细化立法并非限制公司章程自治空间，而是通过加大公司法的制度供给，降低单个公司的“制度设计成本”，同时化解司法裁判依赖法官造法引起的类案异判。在未来的《公司法》修订中，应当遵循质询权体系下股东会上质询的理论基础与制度功能，细化股东在行权、维权过程中的具体程序，让这项机制重新焕发活力。

Abstract: Shareholder questioning at shareholders' meetings is a powerful measure to curb the "skeletonisation" of shareholders' meetings. Current legislation does not meet the institutional needs of shareholder inquiries. Information obtained through reasonable interrogation can strengthen trust and reduce the agency costs of corporate governance. The provision of an effective challenge mechanism under company law is a necessary requirement for the democratic functioning of the corporate body. The questioning system is the best possible outcome of the dual narrative of "strong shareholder-weak management" and "weak shareholder-strong management" corporate governance. The questioning mechanism provides a channel of communication between shareholders' and management, and has the objective effect of deterring violations. The right to ask questions at shareholders' meetings is a specific right of shareholders to ask questions, which is different from the right to be informed and the right to vote. The questioning of shareholders in China has a legislative prototype that is in line with local characteristics and should be refined and implemented in the new round of company law amendments. The questioning mechanism at shareholders' meetings should interact well with the listing system and the proposal system. Shareholders' questions should comply with the principle of non-abuse of rights. The convener of the meeting should be obliged to examine the proposals for questioning and impose a fiduciary duty on them to deal with conflicts of interest.

Key Words: Company Law amendment, corporate governance, flow of information, right to question, shareholders' meeting questioning

(责任编辑：周 游 赵建蕊)

〔68〕 参见朱大明：《公司法立法指导原则的研究——以日本公司法现代化改革为中心》，载《清华法学》2022年第2期。

公司董事合规义务的制度建构

陈洪磊*

内容提要：公司合规是一种新的公司治理模式，其以董事合规义务的形塑为内生力量。在规范层面，董事合规义务的明确表述虽然并未被提出，但是围绕董事合规职责的规范构建已初具体系，并呈现出内容分歧、无处安放、无可追责的治理困境；在实践层面，董事合规义务已在公司治理实践中生根发芽，其与忠实和勤勉义务相联，但更多体现为董事自身的守法义务。理论观点的分歧、立法实践的模糊以及司法续造的不足，影响了合规制度从政策推动到自律建构的转型。问题的解决应当立足既有的董事义务二分体系：合规义务由守法义务与监督义务组成，前者隶属忠实义务，后者属于勤勉义务的一环，并分别适用不同的司法审查标准。面对提升守法合规定位的强烈实践需求，董事合规义务应当从部门规章的隐形表达上升为《公司法》的明确列示。

关键词：公司合规 董事义务 监督义务 守法义务

• 173 •

一、问题的提出

这是一个合规（compliance）的时代，也是一个不合规就要被淘汰的时代。从瑞幸咖啡、康美药业到高通、中国知网，从财务造假、垄断到不正当竞争与贿赂，违法违规人员从董事到高管再到普通职工，不合规经营给公司带来的不仅是高额的罚金，更有可能是轰然倒塌的不复深渊。在公司治理领域，剧烈的不合规风险的冲击促使一场静悄悄的治理革命正在发生。“公司治理的大部分职责——监督和控制公司内部事务——已经被合规性所取代。”^{〔1〕} 合规，简而言之，符合规定；具而言之，公司在运营过程中要遵守法律法规、商业行为守则和企业伦理规范以及自身所

* 陈洪磊，吉林大学法学院博士后流动站研究人员。

本文为国家社科基金重点项目“授权资本制法律改革研究”（21AFX018）的阶段性成果。

〔1〕 Sean J. Griffith, *Corporate Governance in an Era of Compliance*, 57 William & Mary Law Review 2075, 2077 (2016). 中译文可见《合规时代的公司治理》，薛前强等译，载《中财法律评论》第14卷，当代中国出版社2022年版，第225-290页。

制定的规章制度。^{〔2〕}

作为一种被动回应而非内生自治的公司治理模式，公司合规的建立需要从公司层面落实到具体的人。董事会是公司权力的中控系统与中心结点，由其成员承担公司合规义务，既是理论推演的结果，也是立法者的选择。^{〔3〕}在既有的理论框架下，董事合规义务既是一位“旧人”，^{〔4〕}也是一个“新贵”，存在诸多的理论困境：一方面，董事合规义务的性质为何？其能否纳入董事勤勉义务^{〔5〕}和忠实义务的框架中？对这些问题的回答直接关系到违反合规义务的审查标准和责任追究。对此，学界有不同的观点。有学者认为，合规义务应当作为信义义务的重要内容，与勤勉和忠实义务并列；^{〔6〕}但有学者表示反对并认为，合规义务在履行逻辑上难以与信义义务兼容，应当确立其独立性；^{〔7〕}还有学者认为，合规义务是勤勉义务的类型之一。^{〔8〕}另一方面，合规义务作为一般性概念，其内涵为何？又可细化出哪些行为准则？对此，有学者认为，合规应当是董事监督义务的一环；^{〔9〕}有学者认为，合规义务包括不得故意或有意识地使公司违法的消极义务和建立有效合规管理体系并监督其执行的积极义务。^{〔10〕}那么，监督义务、合规义务以及守法义务的关系究竟如何？此外，董事合规义务又该如何嵌入既有的公司治理？

基于此，本文将首先寻找本土治理经验，归纳我国董事合规义务呈现的独有特征与制度供给的不足；其次，观察各国董事合规义务立法及司法的演进轨迹，凝练治理共识；最后，回归中国语境，就董事合规义务的性质、判断标准与入法路径提供一种可行方案。

二、董事合规义务的本土特色与困境

作为舶来品的公司合规，已然在我国语境中扎根发芽。2005年证监会《关于推动证券公司自查整改、合规经营和创新发展的通知》（证监机构字〔2005〕37号）的颁行，拉开了中国法探索合规制度的序幕。十几年间，该制度在执法和司法实践中同样有所发展，董事合规义务充满了本土化的公司治理特色，但也面临规范供给局促的困境。

（一）规范层面：我国董事合规义务的治理困局

其一，董事合规义务的规定呈现公司法与监管规章的密度倒置。无论是法律法规，还是部门规章与行业规定，均未出现“合规义务”的明确文本表达，但后者对董事会合规职能作出了系统、详尽的规范，密布于证监会、银保监会、国资委等部门规章和规范性文件以及中国证券业协会

〔2〕 参见陈瑞华：《企业合规基本理论》，法律出版社2020年版，第3页。

〔3〕 参见《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》（中国证监会令第166号）第7条、《中央企业合规管理办法》（国务院国资委令第42号）第8条等。

〔4〕 事实上，《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）第5条明确要求，公司从事经营活动，必须遵守法律、行政法规，遵守社会公德、商业道德。《公司法》第22条也将违反法律和行政法规的董事会决议归于无效。

〔5〕 我国公司法中的“勤勉义务”，在其他国家公司法中常被称为“注意义务”，本文对此不作区分，且为行文方便，在论及具体语境时，可能会交错使用两种表述。

〔6〕 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。

〔7〕 参见汪青松、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。

〔8〕 参见王真真：《董事勤勉义务制度的利益衡量与内涵阐释》，载《财经法学》2022年第3期。

〔9〕 参见梁爽：《美、日公司法上的董事合规、内控义务及其对我国的启示》，载《中外法学》2022年第2期。

〔10〕 参见前引〔7〕，汪青松等文。

会、证券投资基金业协会等行业规定和自律监管规则之中。^{〔11〕}此外，不仅在国家层面，地方政府尤其是地方国资管理部门也在探索合规义务的构建，^{〔12〕}中央结合地方的董事合规义务体系已经初具规模。从公司类型看，立法者对董事合规义务的探索试点主要限于在境外从事经营业务的中国企业，以中央企业为代表的国有企业，证券公司、商业银行等金融行业的公司等，而并未普及到所有的公司类型。从规范层级看，这些合规规范的法律层级和效力并不高。

其二，董事合规义务的内容呈现共识与分歧交错的特点。关涉公司合规的部门规章与行业规定大多采用列举的立法技术，专条规定董事会的合规管理职责，并明确董事会对公司的合规管理承担最终责任。具体而言，董事的合规职能主要包括六类：一是批准类义务，主要批准的事项有合规管理的基本制度和政策、公司年度合规报告等。二是决定类义务，决定事项主要包括公司合规部门的设置、职能以及人员聘任、薪酬等，董事会还可以研究决定有关合规管理的重大事项，合理配置合规管理工作所需的相关资源。三是评估监督类义务。对这类义务的设置，不同规范的表达并未如上述两类义务的设置那样高度统一，而是呈现出有和无、宽和松的差异。保监会要求对实施情况进行一次性的年度评估，证监会则强调董事会应评估合规管理有效性，督促解决合规管理中存在的问题，凸显董事监督的持续性，而国资委的规定并未涉及该项义务。四是处罚类义务。这一点仅仅体现在国资委对中央企业董事会的要求中，即按照权限决定有关违规人员的处理事项，然而，江苏省国资委却将该项权力配置给了公司党委会。^{〔13〕}五是沟通类义务。银保监会与证监会要求董事会建立与合规负责人的直接沟通机制，国资委对此并无涉及。六是兜底类义务。立法者以董事会应当履行“公司章程规定的其他合规职责”兜底，使董事合规义务内涵具有开放性。由此可见，在多元主体分别推动公司合规的背景下，中央各职能机构之间以及中央和地方之间的认知既有共识，也有分歧。

其三，董事合规义务呈现无处安放与无可追责的治理窘境。我国公司合规的推动呈现自上而下的直接插入式与粗糙式的前进样态，这种单一的制度插入使得立法者忽略了与之相配套的制度建设和与既有制度的融合。一方面，立法者均只强调董事会的合规职能与董事的合规义务，却回避了如何将其安置到既有的董事义务体系进而进入司法审查视野这一关键问题。另一方面，立法者仅注重赋权，与职责配套的责任机制竟告阙如。仅有证监会的合规要求中对董事违反合规要求施加了警告、罚款、责令参加培训、认为不适当人员、责令改正等行政监管措施，^{〔14〕}更具打击力和自觉性的民事责任则未见诸规范要求。有学者批评道，这种合规机制“变成了变相审批、私下命令、窗口指导、合作式合规，实际上导致了监管机关的不当扩权，通过‘严格责任’消灭了公司合规”^{〔15〕}。

〔11〕 参见《中央企业合规管理办法》（国务院国资委令第42号）第8条、《证券公司合规管理实施指引》（中证协发〔2017〕208号）第2—3条等。

〔12〕 参见《天津市国资委监管企业合规管理指引（试行）》（津国资〔2020〕12号）第6条、《广东省省属企业合规管理指引（试行）》（粤国资综合〔2020〕8号）第6条等。

〔13〕 参见《省属企业合规管理指引（试行）》（苏国资〔2019〕110号）第6、7条。

〔14〕 参见《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》（中国证监会令第166号）第32、34、35条。

〔15〕 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，第44页。

（二）实践层面：我国董事合规义务的自发探索

在司法裁判面向，一则，董事的合规义务更多体现为董事自身的守法义务，即董事的行为不违反法律法规等外部规范，也不违反公司章程等内部规则。法院常常将“合规”与“合法”搭配，“规”的含义往往被狭义解读，体现为以公司章程为代表的其他内部规则。例如，在“锐碳公司与楼某损害公司利益责任纠纷案”中，法院认为，“被告作为原告公司的法定代表人主持公司的正常经营，应做到合法、合规、勤勉地履行职责，其在个人工资的发放、差旅费的报销上存在违规行为，失信于公司其他股东”^{〔16〕}，故应将已经报销的与公司经营无关的出行花费返还公司。事实上，董事的守法义务恰巧是我国现有合规规范缺失的一点，大约在规范制定者看来，守法义务当然是董事的合规职责之一，无需被特别规定，而司法续造的力量使得合规义务的内涵更为丰富和明确。

二则，合规规范中频繁提及的董事对公司不法行为的监督义务很少被当事人主张，法院也很少提及，仅有个别案件见诸裁判。例如，在“恒久公司与杨某损害公司利益责任纠纷案”中，法院指出：“恒久公司的业务流程管控、财务管理制度，确实存在混乱、不规范的问题，但该问题系公司内部治理问题，不可直接归咎于杨某履职违反勤勉义务。”^{〔17〕}在本案中，法院事实上传达了这样的一种裁判逻辑，监督体系的建构与董事勤勉义务之间欠缺一定的关联性，前者存在瑕疵并不能直接推导出董事义务的违反。

三则，对董事的合规要求常与董事的忠实勤勉义务关联。在“汶瑞公司与王某等损害公司利益责任纠纷案”中，被告王某在担任原告董事长期间，安排并参与公司虚开增值税专用发票，后被安丘市国税局处以罚款和滞纳金共计130余万元，原告公司将其诉至法院，要求其承担赔偿责任。被告辩称其“主观上一切都是为了公司的利益，没有损害公司利益，更没有假借原告为自己谋取半点私利”，但法院并未采纳，而是由此行为直接推论，被告“已明显违反了其作为原告法定代表人及董事长对公司应当负有的忠实和勤勉义务”，“应当向原告承担赔偿责任”^{〔18〕}。本案中，法院传达出这样的一种裁判逻辑，董事的不合规行为是对忠实勤勉义务的违反，进而将董事的合规义务（主要是指守法的义务）划归到既有的董事义务体系中。这一裁判思路带来的理论困惑是：董事的违法行为并未谋私，而如何落入忠实义务范畴；法院不问行为人过错的裁判逻辑与勤勉义务强调过错的审查标准之间是否存在逻辑上的龃龉，以使得合规义务难以落入勤勉义务领域。

在治理实践面向，一方面，董事合规义务的发展呈现主动与被动的双重面向。我国不少上市公司已经将董事的合规职责写入公司章程，但并未生成如勤勉和忠实义务一样的“合规义务”之表述。就公司行业看，这些公司大多为相关主管机构已对其合规建设有了明确要求的中央企业、金融企业等，如中信证券、中国建筑。就合规义务内容看，章程所定的董事合规职责与合规文件内容并无太大出入，合规入章很大程度上是照搬例行操作。然而，也有不少企业在我国现有监管规范尚未对其合规机构设置作专门规定的前提下，走在了主动合规的路上。例如，华新水泥、云

〔16〕 陕西省西安市长安区人民法院（2017）陕0116民初6510号民事判决书。

〔17〕 江苏省常州市中级人民法院（2020）苏04民终2833号民事判决书。

〔18〕 山东省安丘市人民法院（2014）安商初字第132号民事判决书。

赛智联专门制定了《董事会合规委员会实施细则》等文件。正如经济学者的研究所表明的，一定程度的主动合规承诺对公司绩效具有促进效应。^{〔19〕}

另一方面，董事合规义务更多体现在勤勉义务之中。作为上市公司章程示范文本的《上市公司章程指引》第98条明确将“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”等体现合规精神的行为类型划归至勤勉义务，万科A、海天味业等绝大多数上市公司在公司章程中进行了同样设计。

立足我国立法现状、司法裁判与公司治理实践语境，观察我国董事合规义务的本土治理表征，可以发现，虽然“合规义务”的明确表述并未被提出，但是围绕董事合规职责的规范构建已经初具体系，并在公司治理实践中生根发芽。文本规范传递出的共识是合规义务内容主要包含合规体系的建构义务以及合规有效性的监督义务，而司法实践则更强调董事自身的守法义务面向。然而，合规文本表达的粗糙以及司法实践续造的缓慢都使董事合规义务表现出难以解释的困境：董事合规义务应当如何与既有的勤勉和忠实义务体系兼容，法院又该秉持何种审查标准。自上而下的多元主管机构的并行推进、公司被动合规与主动合规的共同呈现、有限的合规共识与不少的合规分歧，共同构成了我国现有董事合规义务的本土治理特色。

三、董事合规义务的域外演进与比较

合规的舶来属性使我们不能只着眼于本土资源的提炼，更需要我们借助比较法上的有益经验来厘清董事合规义务的演进轨迹与内涵，考查具有差异性和共识性的域外立法与司法判例将为我们拓展制度资源。

• 177 •

（一）美国董事合规义务：监督与守法的双向演进

董事合规义务在美国公司法“首都”特拉华州有其发达史，并在司法判例中有着良好的阐释，围绕公司不法行为的不同主导因素呈现出两条发展脉络：一是董事未主导参与公司不法行为，二是董事主导参与公司不法行为。^{〔20〕}前者在判例发展中由被动单一的监督义务，在与刑事合规融合后，逐渐成长为一项体系义务；后者则生成了守法义务，或者称为遵从义务（duty of obedience）。

一方面，以监督义务约束董事未主导参与的公司违规行为。作为会议机关的董事会在公司规模扩大和分工精细化的驱动下，愈发呈现消极状态，主要功能转变为对下属行为的监督与管控。特拉华州法院的几个标志性判例见证了监督义务内涵不断完善与发展的生长图景。

一则，美国董事监督义务的发展呈现由被动到主动、从单一行为的应对到持续的合规体系的建构之路。在“Graham v. Allis-Chalmers案”^{〔21〕}中，公司职员因与其他公司进行联合定价的围

〔19〕 参见陈永安、刘汉民等：《合规与公司绩效：促进还是抑制？——基于上市公司合规指数的计量和实证检验》，载《证券市场导报》2020年第10期。

〔20〕 参见邵庆平：《董事受托义务内涵与类型的再思考——从监督义务与守法义务的比较研究出发》，载《台北大学法学论丛》第66期（2008年）。

〔21〕 See Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Co., 188 A.2d 125 (Del. 1963).

标而涉嫌违反反托拉斯法被起诉,随后股东格拉汉姆要求董事对该公司不法行为所造成的公司损害承担赔偿责任。本案中没有任何证据证明董事主导、参与或知悉上述联合定价的不法行为。特拉华州最高法院在说明该公司经销据点和职工数量众多的基础上指出,若无任何使人起疑的事由,则董事没有义务建立并运作一个公司内部的信息报告与监控系统,来侦查本无理由相信存在的不法行为。换言之,董事的监督义务具有被动属性,董事无需主动去发现什么,除非下属行为主动呈现在面前。而在其后的“Caremark案”中,董事的监督义务被注入了更多主动性,该案的判决作为一种持久的公司治理原则和合规要求的动态驱动力,已经成为一种福音。^[22] 艾伦(Allen)法官从《联邦量刑指南》着手,指出董事监督义务应当包括“(1)尽力确保一个适当的公司内部资讯搜集与报告系统的存在(第一要件);(2)唯有在董事会持续性地或系统性地怠于监督,例如根本没有尝试确保一个合理的资讯收集与报告系统的存在,才会被认为缺乏善意,也才有责任成立的可能(第二要件)”^[23]。

二则,美国董事监督义务与善意(good faith)义务紧密相连,呈现出在董事义务体系定位中的徘徊不定。体系建构与持续监督二要件形塑了监督义务的体系性和主动性,并被法院作为董事注意义务的要求。然而,在“Guttman v. Jen-Hsun Huang案”中,法院似乎对监督义务系注意义务一环的见解有所改变:怠于监督而生的赔偿责任系建立在违反善意要求之上。^[24] 其后,在被视为终结董事义务二分与三分之争的“Stone v. Ritter案”中,特拉华州最高法院最终确认善意义务应落入忠实义务的框架之中。^[25]

三则,美国董事监督义务审查重心呈现从第二要件向第一要件的转变。^[26] 受经济危机影响,法院逐渐意识到“Caremark案”中的第二要件的局限性,即原告很难辩护和证明。因此,特拉华州最高法院转而审查第一要件,这促使对董事违反监督义务的追责进入了“新常态”。在“Marchand v. Barnhill案”中,法院支持了原告主张,这是因为被告作为食品公司的董事却从未收到或主动寻求任何有关食品安全问题的信息,这意味着其没有在公司内部构建一个有效的合规监督和报告制度,包括董事会没有负责监督食品安全的委员会,没有专门针对食品安全合规性的讨论流程,没有要求管理层提交食品安全合规报告。^[27] 在“Hughes v. Hu案”中,法院同样针对第一要件展开审查,该公司的审计委员会偶尔开会,工作时间不足,并由管理层自主审查关联交易、聘用和解雇公司审计师,这使得管理层积极逃避董事会层面的监督。据此法院认为,董事会未能建立起监控合理信息的合规制度。^[28]

四则,在美国董事监督义务审查中存在模糊的第三要件“红旗标准”(red flags)。如果董事

[22] See E. Norman Veasey & Randy J. Holland, *Caremark at the Quarter-Century Watershed: Modern-Day Compliance Realities Frame Corporate Directors' Duty of Good Faith Oversight, Providing New Dynamics for Respecting Chancellor Allen's 1996 Caremark Landmark*, 76 The Business Lawyer 1 (2021).

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

[24] See Guttman v. Jen-Hsun Huang, 823 A. 2d 492 (Del. Ch. 2003).

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

[26] 参见前引[9],梁爽文。

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

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

意识到了红旗信号（又译为危险信号），却无动于衷，那么其要为监管失误承担责任。^{〔29〕}这一标准被称为“红旗标准”。在“Clovis Oncology, Inc. Derivative Litigation 案”中，法院认为，在原告未足以说明被告董事彻底地未能关键的临床试验建立一个监督系统时，其必须很好地证明，董事们选择忽略不合规的危险信号。“红旗”只有在人们面前展示以便细心的观察者能看到时才是有用的。^{〔30〕}在“Lending Club Corp. Derivative Litigation 案”^{〔31〕}中，法院则基于董事对危险信号的充分记录、迅速和果断的回应，驳回了原告诉请。但“面对危险信号，法院小心翼翼地将未能履行对欺诈或犯罪行为的监督义务与监测企业的业务风险区分开来”^{〔32〕}。事实上，如何区分上述两者，什么构成危险信号，这些问题均存在相当大的不确定性，这通常会导致法院驳回股东对危险信号的指控。^{〔33〕}

另一方面，以守法义务约束董事主导参与的公司违规行为。美国有学者指出，守法义务，即迫使董事遵守法律规范，目的是提高公司在社会中的合规性，然而，这一项义务已经被大多数人遗忘。^{〔34〕}董事们并不仅仅因为法律的存在就有道德义务去遵守，在有利可图的情况下，董事们可以且应该违反法律。^{〔35〕}然而，这一以利益为导向的守法义务面临着法院裁判的挑战。在“Roth v. Robertson 案”中，董事为公司利益而同意支付恐吓者 800 万元，以避免恐吓者举报该公司在周日照常营业的违法行为，股东对此要求董事赔偿。法院认为，董事所涉行为系违法，从公共政策的考量看，若不严格要求董事对此负责，法院将会创造一个危险的先例。有鉴于事态的严重，虽然原告股东对被告的违法行为早已知悉，甚至不表示反对，但仍判决董事承担责任。^{〔36〕}上述认知试图在善意义务范围内，嵌入董事服从法律法规的义务，并允许司法审查，用社会利益约束董事行为的外部性，从而使公司合法化。^{〔37〕}

• 179 •

美国司法实践针对公司不合规行为以董事是否主导呈现监督与守法的双向演进之路。事实上，美国法也很少明确提及“合规义务”，但与“合规”相关的论述总是伴随着董事的监督义务：^{〔38〕}合规是一个监督系统，公司应采用该系统来阻止违法行为，并向外部机构保证他们正在采取措施来阻止违法行为。1977 年的《反海外腐败法》、1987 年的《联邦量刑指南》以及 2019 年《公司合规计划评价》均为董事建立有效的合规计划和合规系统提供了明确指引。与此同时，这种对公司法规遵从性的强调又要求董事承担守法义务，以使自身和全体职工“合规”行事。

（二）美国之外董事合规义务：渐进发展的多样态

英国合规体系的正式引入始于 2010 年通过的《反贿赂法》，其赋予商业组织通过制定预防贿

〔29〕 See *Horman v. Abney*, C. A. No. 12290 – VCS (Del. Ch. 2017).

〔30〕 See *In re Clovis Oncology, Inc. Derivative Litigation*, C. A. No. 2017 – 0222 (Del. 2019).

〔31〕 See *In re Lending Club Corp. Derivative Litigation*, Consolidated C. A. No. 12984 – VCM (Del. Ch. 2019).

〔32〕 *Reiter ex rel. Capital One Fin. Corp. v. Fairbank*, C. A. No. 11693 – CB (Del. Ch. 2016).

〔33〕 See Lisa M. Fairfax, *Managing Expectations: Does the Directors' Duty to Monitor Promise More than It Can Deliver?*, 10 University of St. Thomas Law Journal 416 (2012).

〔34〕 See Alan R. Palmiter, *Duty of Obedience: The Forgotten Duty*, 55 New York Law School Law Review 457 (2011).

〔35〕 See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Antitrust Suits by Targets of Tender Offers*, 80 Michigan Law Review 1155 (1982).

〔36〕 See *Roth v. Robertson*, 64 Misc. 343 (Sup. Ct. 1909).

〔37〕 See Elizabeth Pollman, *Corporate Oversight and Disobedience*, 72 Vanderbilt Law Review 2013 (2019).

〔38〕 See Paul E. McGreal, *Corporate Compliance Survey*, 73 The Business Lawyer 817 (2018).

略的“充分程序”来进行无罪抗辩的义务，其中董事要作出积极的反贿赂承诺，参与制定必要的反贿赂程序。^{〔39〕}事实上，公司法很早就有了董事合规义务的影子。根据《英国2006年公司法》的安排，董事忠实义务的六大类型之一且位居首位的即是“在授权范围内行事”，包括依据公司章程行事和只为被授权的目的行事，其中“宪章”的外延比章程广泛得多。^{〔40〕}《英国公司治理准则（2018）》则规定了董事的监督义务：“董事会应监督公司的风险管理和内部控制，至少每年对其效力进行审查，并在年度报告中报告审查情况。监督和审查应涵盖所有实质性控制，包括财务、业务和合规控制。”

在德国，“合规”经过十余年的发展已经成为良好公司治理不可或缺的组成部分，董事合规义务已经生成了较为稳定的结构。学术界通常将合规义务理解为，董事有义务遵守所有涉及企业的法律规范，在范围上，“该义务不仅要求董事遵守现有的法律规范，而且更要求其必须采取适当的措施以保障企业的行为合乎法律的要求，并且及时识别和防范经营过程中可能存在的（法律）风险”^{〔41〕}。简而言之，德国法中的合规义务包括守法义务、体系建构义务以及持续监督义务。在以董事合规义务为基点展开的“西门子诉纳伯格案”中，虽然法院对合规义务的法理定位采取了一种模糊的表述，但德国法学界的主流观点还是认为，合规义务的规范基础为《股份法》第91条第2款（董事会建立监督系统的义务）和第93条第1款（董事注意义务），进而将其解读为注意义务（或称“谨慎管理义务”）的具体化。^{〔42〕}

在日本，监督权限（《日本公司法》第362条）是董事会职权的重要一环，在认定董事是否违反监督义务时，法院主要考量董事是否充分地构筑了公司内部监督监视机制，是否使该机制有效地运作，其他董事是否能够认识到违法执行义务行为的存在等。^{〔43〕}随着大公司合规问题的出现，董事监督的对象逐渐从代表董事和执行董事扩展至包含公司职工在内的公司业务整体，以确保公司全员行为符合法律法规及章程规定。在司法实践中，日本法院同样认为，董事并非仅遵守法令即为已足，尚负有建立得以防范员工违法行为之法令遵循制度的义务，其内涵属于董事注意义务的一环。^{〔44〕}“如果内部控制制度不完善，那么即使董事主张自己不知道具体事实，应该也可以认定其违反监视义务（违反善管注意义务）的责任。”^{〔45〕}韩国虽然没有对董事的合规义务作出明确规定，但法院认可内部管理系统的建立属于董事义务的一种，在一定情形下，董事若建立内部管理系统，则可以视为已履行监视义务。^{〔46〕}与日本类似，这种合规内控体系的建构义务被划归至注意义务之下。^{〔47〕}除此之外，董事的守法义务往往作为忠实义务的修饰词，即董事须遵守

〔39〕 参见前引〔2〕，陈瑞华书，第317-321页。

〔40〕 参见〔英〕保罗·戴维斯等：《现代公司法原理》（第9版），罗培新等译，法律出版社2016年版，第510-511页。

〔41〕 张怀岭：《德国法董事合规义务的司法适用逻辑——基于对“西门子诉纳伯格案”的分析》，载王洪亮等主编：《中德私法研究》（13），北京大学出版社2016年版，第243页。

〔42〕 参见〔德〕托马斯·莱赛尔等：《德国资合公司法》（第6版），高旭军等译，上海人民出版社2019年版，第218页。

〔43〕 参见〔日〕近藤光男：《最新日本公司法》（第7版），梁爽译，法律出版社2016年版，第248页。

〔44〕 参见王志诚：《董事之监督义务——兆丰银行遭美国纽约州金融服务署裁罚1.8亿美元案之省思》，载《月旦法学杂志》第259期（2016年）。

〔45〕 〔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188页。

〔46〕 参见〔韩〕金建植等：《公司法判例研习——以韩国公司法为视角》，张珍宝等译，法律出版社2021年版，第154页。

〔47〕 参见〔韩〕崔竣：《韩国公司法》（上），王延川等译，中国政法大学出版社2020年版，第437页。

法令及章程以及股东大会的决议，忠实地履行其职务（《韩国商法》第382条、《日本公司法》第355条）。

尽管美国之外的其他国家的董事合规义务呈现出多种发展样态，但如果借用美国法中的监督与守法二分的合规义务模型来观测，我们还是可以发现，各个国家和地区在守法义务与监督义务的互动交织中，逐渐丰盈着董事合规义务体系。其中，守法义务更多归入了忠实义务框架，监督义务则表现出更频繁的勤勉义务特性。

四、董事合规义务的本土化制度建构

从比较视角观察，董事合规义务既是一个新鲜事物，又是一个从董事义务产生时起就应当富含其中的旧事物，呈现出旺盛的生命力。在公司治理语境，实现董事合规义务与既有董事义务体系的耦合，探明合规义务的内涵与审查标准，是推进回应型和主动性合规建设的基础与密钥。

（一）董事合规义务的混合性质

探查董事合规义务的内容是明确其性质的起点，无论是对我国规范文本的分析，还是观察我国司法续造的集体智慧，抑或是提炼域外合规的共性经验，董事合规义务形塑了以董事为中心的两项具体义务：一是董事主导公司不合规行为而催生的守法义务，二是董事不主导公司不合规行为而生成的监督义务。

董事合规义务的类型之一为守法义务。守法义务立足于董事自身的行为，要求董事不仅遵守公司内部规范设定的权力边界，还应当服从外部法律，避免发生越权行为。如果董事会的行为是根据股东会决议作出的，而股东会决议是非法的，那么，也不能免除董事的责任，仍应当视为对守法义务的违反。^{〔48〕}在普遍强调有效合规管理和体系建构义务的背景下，守法义务经常被忽视，但这却是对董事的最基本要求，促使其在底线要求上追求公司利益最大化。因此，《中华人民共和国公司法（修订草案三次审议稿）》（以下简称“三审稿”）第179条将董事守法义务从《公司法》第147条忠实和勤勉义务中独立出来，以凸显该义务的重要意义。与此同时，这也是我国与合规有关的部门规章、行业规定所普遍强调的合规原则，即在“培育全体工作人员合规意识”的基础上，凸显“高层管理人员应率先垂范”。^{〔49〕}

那么，董事守法义务的性质如何？《公司法》第147条将守法义务作为忠实和勤勉义务的共同限定，而《中华人民共和国公司法（修订草案）》（以下简称“一审稿”）第180条将其从勤勉义务中剥离，划入忠实义务范畴，《中华人民共和国公司法（修订草案二次审议稿）》和三审稿则将守法义务单设第179条，显示出立法者的纠结。事实上，守法义务应当被划归忠实义务之中，原因在于：其一，从行为的可责性上看，董事守法凝聚着公众对公司守法的期待，^{〔50〕}这一点与忠实义务试图避免恶意与谋私具有相似性，本质上均属底线性约束，不问董事主观过错的特点，将其与勤勉义务区分开来。其二，从行为的效果上看，董事违法的成本（包括法律处罚和

• 181 •

〔48〕 参见前引〔42〕，托马斯·莱赛尔等书，第227页。

〔49〕 参见《关于加强中资商业银行境外机构合规管理长效机制建设的指导意见》（银保监办发〔2019〕13号）第18条。

〔50〕 参见杨大可：《德国股份法规范中的董事守法义务》，载《法治社会》2022年第3期。

声誉损害)乘以被发现的可能性往往低于预期的违法利润,这是一种可以被预料到的损害,“其性质虽不是利益冲突,但也是直接损害公司利益,归入忠实义务更为合适”〔51〕。正如在前述“Guttman v. Jen-Hsun Huang 案”中,法院所言:“一个人不可能通过使公司违反它必须遵守的法律来忠实地作为公司董事。”其三,从比较共识看,守法义务的性质闪耀着治理共性的光辉。英国、日本、韩国等国家均将守法义务作为忠实义务的一环。虽然在美国,董事故意违法被视为善意义务的一项公认原则,但在“Stone v. Ritter 案”后善意义务也最终被作为忠实义务的子项。

董事合规义务的类型之二为监督义务。这里的监督义务仅仅指向合规监督,着眼于公司经理、职员等主体的违规行为,要求董事应建立有效运行的合规控制机制,防止并及时察觉不法行为的发生,并针对已知悉的正在进行的不法情事及时采取行动。我国虽然没有如日本和韩国一样的代表董事制度,但基于对公司利益的维护,董事监督的对象也应当涵盖其他董事。具体而言,董事监督义务可以类型化为三个子规则:

一是防范义务。董事要针对合规风险采取预防性措施,主要指向其应当根据公司的类型、行业、规模、组织结构、地理位置、潜在的客户和合作伙伴、慈善捐赠等影响合规风险的因素,设计一个良好的合规计划,包括具有清晰的导向、完备的组织以及高效的监督问责机制等,并表达公司对违规行为零容忍的态度。防范义务致力于解决董事会有无建立合规体系以及如何建立合规体系两个问题。对于第一个问题,专门的合规机构可能并不必要,但广义上的合规体系应当是每个公司所必需的。德国一般认为董事会是否必须在公司内部建立一个合规组织,完全取决于每家公司的风险状况,在那些小型公司中,根本没有必要设立自己的合规组织,只要采取个别措施以履行合规义务就足以。对于第二个问题,各国一般赋予董事较大的自由裁量权,并允许其受到商业判断规则的保护。

二是监控义务。这是将设计完备的合规体系从纸面走向实践的关键一步,董事应当确保该项计划的严格执行和有效落实。具体包括:董事应当定期评估合规体系的有效性,保证公司信息的通畅;审议批准公司合规报告,并针对合规报告中反映出的问题,提出解决方案;与合规负责人直接沟通等。

三是应对义务。虽然设计良好的合规体系有助于发现问题,但并不会消除这些问题,即便再完美的合规体系也不能阻止所有的违法行为。一方面,当公司出现不合规行为的危险信号或有明显的不法行为迹象时,董事应当及时调查,并根据调查结果采取一系列的惩罚和补救措施,如解聘负有主要责任的高级管理人员。举报电话、信件或公告、公众怀疑、消费者投诉、民事诉讼索赔以及合规计划发现的危险信号等都足以提醒董事公司内部可能存在问题。另一方面,合规体系绝非静止不变的既定文本,而是一个需要与时俱进和漏洞填补的动态系统。董事应当持续改进公司的合规计划,从已发生的不法行为中吸取教训,以防再次发生此类不法行为。

董事监督义务的性质如何?问题的答案应当是勤勉义务的一环。从监督义务的本质来看,

〔51〕 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》,载蒋锋、卢文道主编:《证券法苑》第25卷,法律出版社2018年版,第292页。

“防范—监控—应对”无一不是以程序为重要表征，期待董事投入足够的时间精力，尽可能充分地获取资讯，并且于决策时展现出相当的专业与判断力，以面对这些不确定的违规风险因素。因此，监督义务与勤勉义务具有价值理念上的一致性。有美国学者从法经济学视角，将注意义务建模为对道德风险的回应，试图提升对董事来说代价高昂且委托人不容易观察到的努力，而忠实义务则被建模为对逆向选择的反映，委托人寻求真实地披露董事所持有的私人信息。将这一模型运用到公司合规问题中可以发现，董事监督从根本上来讲是诱导努力，而不是承受披露，最佳的司法方法是把监督义务定义为注意义务的子集，而不是忠实义务的子集，但为违反注意义务所提供的通常的法律保护将不再被适用。^{〔52〕}从比较法视角观察，董事会承担的风险管理的组织义务以及持续监督的义务被德国、日本和韩国视为勤勉义务的一环。在美国，监督义务进入善意义务的责任体系具有鲜明的工具属性，旨在应对20世纪末、21世纪初安然、世通等公司治理的失败，扭转董事的懒散与冷漠，充分发挥监督功能。^{〔53〕}但这一结果导向的尝试并没有取得预想的效果，根据特拉华州法院目前对监督义务的评估，这方面的责任比注意义务将更加罕见。^{〔54〕}有学者形象地描述道：“善意和监督的结合是让双方都变得更糟的不幸婚姻之一。”^{〔55〕}因此，将监督义务划归至旨在强调努力等道德风险的勤勉义务之中最具解释力。

概而言之，董事合规义务应当是一个兼具勤勉义务和忠实义务双重属性的混合义务类型，其中的守法义务归属忠实义务，而监督义务属勤勉义务的一环，也即合规义务不是与勤勉和忠实义务并列的义务类型，而是被包含与包含关系。事实上，从“合规”与“忠实”“勤勉”的文义上理解也可以得出相同的结论，前者是一种更为具化的要求，而后两者更侧重道德层面，具有较高的抽象性。因此，合规并不具有与忠实和勤勉相并列的文字意涵。

（二）董事合规义务的入法路径

董事合规义务既然可以被既有的董事义务体系包含，是否意味着《公司法》无需单独强调，而留待司法实践解释与续造？或者保持既有的规范现状，在特殊行业以部门规章的形式继续探索？着眼当下和未来可以发现对董事合规义务在《公司法》中作特殊安排具有充分且正当的理由。

在当下，一方面，董事合规义务的特别安排是公司刑事合规有效落实的内生机制。以减免刑事责任为手段的激励企业自我预防犯罪的刑事合规已经先于公司治理层面的合规融入了司法裁判与治理实践，二者的不同步也使得公司治理合规无法有效反哺和落实刑事合规的成果。在“Caremark案”之前，美国已经开启了对董事监督义务的探索，这也为法官积极续造刑事合规与治理合规的融合提供了司法经验。而我国不仅于司法层面缺少对董事监督义务的司法续造，而且规范层面表现出多部门自说自话的局面。因此，在《公司法》层面有效落实合规要求，可以实现规范文本从杂乱到相对统一的秩序安定，合规企业从重点企业到全部公司的普及，更好地实现与

〔52〕 See William C. Bunting, *A Simple Model of Corporate Fiduciary Duties: With an Application to Corporate Compliance*, 17 *Review of Law & Economics* 583 (2021).

〔53〕 See E. Norman Veasey, *Policy and Legal Overview of Best Corporate Governance Principles*, 56 *SMU Law Review* 1066 (2003).

〔54〕 参见前引〔33〕，Lisa M. Fairfax文。

〔55〕 See Stephen M. Bainbridge, *The Convergence of Good Faith and Oversight*, 55 *UCLA Law Review* 559 (2008).

刑事合规的衔接和企业风险的防控。另一方面,董事合规义务的特别安排是优化公司治理与营商环境的实现机制。中概股的危机以及境外经营企业的受罚风险刺激着我国合规从政策层面走向法律层面,从域外合规走向国内合规,从外部合规走向公司内部自生合规,这是以制度型开放促进中国经济与世界经济深度接轨的必然趋向。

在未来,一方面,董事合规义务的特别安排是数据风险的防范机制。在数字经济时代,以公司为主要表现形式的数据公司在给我们提供更为便利服务的同时,也让我们见证了这些公司的贪婪面相:数据滥用、数据泄露以及数据垄断等数据统治行为愈演愈烈。从公司内部以董事合规义务的自生力量推动企业有效防范、识别和应对可能出现的算法违规风险,是对规范数据运用的公司自省机制。另一方面,董事合规义务的特别安排是人工智能介入公司治理的约束机制。随着数字技术的发展,人工智能参与公司决策和运营已经从设想走入了现实,从协助董事到充当董事顾问,再到替代董事,^[56]意味着法律需要为可能出现的问题留有空间。而以监督义务和守法义务为核心的合规义务的建立可以锁定智能顾问机器使用的风险,实现对人工智能的技术合规监督,妥当识别机器造成的错漏。

面对提升守法合规规定定位的强烈实践需求,董事合规义务应当如何融入《公司法》?一方面,在总则层面,《公司法》应当如三审稿第177条对国家出资企业的合规要求一样,在总则部分单设一条:“公司应当依法建立健全内部监督管理和风险控制制度,加强内部合规管理。董事会会对合规管理的有效性承担责任。”在分则部分,应当将三审稿第179条的守法义务再回归至一审稿第180条第1款之中,将守法义务与忠实义务同款规定,为法官提供明确的审查规则指引。至于监督义务,可以在三审稿180条第2款中,增加“董事应当建立健全内部监督制度,加强内部合规管理”,以保持现有的董事义务结构。需要说明的是,如果基于降低制度转换成本、维护法律制度的连续性和稳定性的考虑,可以不先在总则部分引入,只在分则部分列示。另一方面,合规体系的建立需要依照不同类型公司进行精准设置。这是因为合规体系的建立需要耗费巨大的成本,小型企业董事可以在保证企业信息有效传递的同时,精简设置合规体系。

(三) 董事合规义务的判断标准

董事合规义务的判断应当依其内容的性质差异而分别适用不同的标准,在回归忠实和勤勉义务审查路径的同时,也应当看到守法义务与传统忠实义务的内涵差异性、监督义务所具有的更多不作为属性有别于传统勤勉义务,使合规义务的判断标准具有一定的特殊性。

1. 守法义务的判断标准

第一,守法义务与忠实义务一样在赔偿责任方面并不以过错为成立要件。这是因为董事的不法行为是对已经公示的包含公共利益的法律秩序安定性的破坏,其本身就可以推定董事有过错。《中华人民共和国民法典》第929条第2款、《公司法》第149条、三审稿第187条之规定也从实证法角度验证了这一点。“如果董事违背公司章程的规定而行事……即便这种违法行为是为了公司利益,或者董事在主观上并没有意识到其行为违背了公司章程,也并不相干。”^[57]

[56] See Akshaya Kamalnath, *The Perennial Quest for Board Independence: Artificial Intelligence to the Rescue?*, 83 Albany Law Review 43 (2020).

[57] 前引[40],保罗·戴维斯等书,第516页。

第二，董事违反守法义务，赔偿范围如何界定？尤其是在董事违法执行业务给公司带来一定利益的情境中，应当如何界定损失？这一问题已经突破了传统忠实义务的赔偿原则，美国法上确立了“净损失”规则，即原则上，原告公司或股东必须证明被告董事的违法行为与公司或股东所受到的损失或者请求的其他赔偿之间具有因果关系以及损害赔偿的具体数额。但被诉董事可以主张若公司因该不法行为受有利益，在不违反公共利益的情形下，法院可以允许该收益与被告责任抵销。^{〔58〕}净损失规则在维护某一成文法的精神或者其他明确的公共政策的同时，避免公司和股东双重得利以及投机取巧，免让董事负担过于严苛的民事责任。同样，德国也强调董事的赔偿应当像公司根本没有进行那种违反义务的行为一样。这种估算差额、利益相抵原则可资我国镜鉴。

第三，法官在认定董事不法行为的损害范围时，应当将公司名誉损害划定其中。这是因为董事违反守法义务“更可能对公司之名誉造成重大损害，若不能将此一名誉损害之考量有效地纳入董事于行为决策的成本效益分析之中，将使董事错估公司不法行为所会对公司产生的不利影响，而无法有效抑制公司不法行为的产生”^{〔59〕}。在前述“Hughes v. Hu案”中，特拉华州衡平法院认为，虽然公司的净收益没有因董事失职而遭受损失，但公司为修正信息披露支出的费用、应对诉讼的费用，特别是公司遭受的严重名誉损失都是董事失职给公司带来的损害。

2. 监督义务的判断标准

特拉华州一系列的判例事实上传达出一套十分有益的审查董事违反监督义务的模式，即是否建立了一个合规体系，是否监督了已建立的合规体系以保证其有效运行，是否对危险信号作出了反应，对于我国同样可以从这三个方面逐一校验。

第一，对第一要件的审查可以分为两个步骤：一是是否建置合规体系的问题。在合规要求普遍化的背景下，该问题并不属于董事会商业判断的范畴。若董事未建置和运作相应的合规体系，则属怠于监督。正如在前述“Stone v. Ritter案”中法院所认为的，董事会有意识地决定合规计划的成本大于收益而不再实施合规计划的决定可能不再受商业判断规则的保护而导致赔偿责任的产生。二是如何建置合规系统的问题。合规计划的性质、范围和内容需要董事根据公司的实际情况进行专业判断和实质分析，因此，诸如公司合规负责人的选任与解聘、薪酬、评价机制，公司合规委员会的设置，公司合规管理时投入的人力资本的数量等事项，均是受商业判断规则保护而免受司法审查的，^{〔60〕}法院应当将董事之决策置于优位，而法院自我拘束介入。

第二，对于第二要件争议最大的问题是，既然监督义务为勤勉义务的一环，那么，其可否适用商业判断规则。一般而言，“商业判断”有两层含义：一是判断中应当体现董事的能力和和经验；二是这是一个决定，可以是做某事的最终决定，也可以是有意识地决定克制自己的行为。^{〔61〕}然而，在仅仅是疏忽监督的语境，董事们在应该做一些事情的时候，什么也没有做，其中既无涉能力，也无涉对外决定的表征，而且，法院也没有决策过程可以评估，因为董事根本没有决策。因此，商业判断规则原则上不适用于这一情形。此时，就要求法院介入审查董事的监督行为。特拉

〔58〕 参见〔美〕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805页。

〔59〕 前引〔20〕，邵庆平文，第29页。

〔60〕 See Stephen M. Bainbridge, *Caremark and Enterprise Risk Management*, 34 *Journal of Corporation Law* 967 (2009).

〔61〕 See Andrew Keay & Joan Loughrey, *The Concept of Business Judgment*, 39 *Legal Studies* 36 (2019).

华州法院对董事违反监督义务的判断是基于董事持续性或系统性地怠于监督,且原告必须证明被告董事明知或应当知道。这一标准事实上十分宽松,“这可能是公司法中原告希望赢得判决最为困难的理论”〔62〕。在我国市场声誉机制等外部约束机制不强的环境中,应当采取较为严格的审查标准。由于这种持续性的监督多为经营风险较少的规定动作,如董事不无故缺席董事会,与合规负责人直接沟通,督促解决合规管理中存在的问题,保障合规体系的有效运行,只需要董事按照法律要求逐一进行即可。因此,我国对第二要件的审查标准应当采一般过失标准。这也可以为董事履行监督义务提供具体指引,董事必须在董事会会议议程和会议记录中仔细地记录其积极参与监督的情况,以确保他们对公司业务的足够理解,尤其是关键业务,例如,在会议上提出试探性问题,并在适当情况下向管理层提出质疑。

第三,红旗信号可以为法院判断董事是否违反监督义务提供新的思路,特别是可以方便法院对第二要件的审查。如果相关事实显示出公司内部不合规的危险信号,或者董事会知悉不法情事正在进行,此时董事未能作出回应,则会违反监督义务。那么,法院应当如何判断红旗信号?对此,法院应当综合考量该不合规行为对公司潜在损害的大小、董事作出反应的时间、危险信号的来源、信号的发生频率以及信息的可用性等因素来判断董事在面对危险信号时是否有意识地忽视了其职责。〔63〕同时,还应当关注企业的关键使命,如食品公司对食品安全、药品公司对药品安全,此时,董事的监督责任应更为严格。

仅有董事违反合规监督义务,是否必然引发责任?答案显然是否定的,董事行为与损害结果之间还应当具有因果关系。但监督责任属于典型的不作为责任,在这类案件中,原告一般都很难证明因果关系,因为很难说董事如果尽到了监督义务,就一定可以阻止坏事的发生。在德国,如果公司已经能够补充证明在过失行为和损害之间有可能存在着因果关系,那么,董事的举证责任就不仅涉及狭义的过失,而且涉及具有客观性的违反义务的行为和因果关系。〔64〕美国法院虽然普遍认为原告应当证明因果关系,但在“Cede & Co. v. Technicolor 案”〔65〕中,特拉华州最高法院也确立了一种举证责任转换规则,即先由原告证明被告违反了注意义务,如果原告举证成功,则举证责任转给被告,由被告证明其行为作为一个整体来讲,对公司是公平的,从而免除了被告证明因果关系的任务。〔66〕为避免难以追究董事监督责任的情形发生,因果关系的举证责任倒置可以为我们提供参考思路。如果回到法官视角,则在认定因果关系时可以综合考虑损害是否具有可预见性(董事对于不法行为存在的可能性情形是否“已知、应知、可知”)、损害是否具有可回避性(董事是否能够回避、防止通常情况下的损害发生),以确立相当因果关系。〔67〕

〔62〕 Stone v. Ritter, 911 A. 2d 362 (Del. 2006).

〔63〕 See Anne Tucker Nees, *Who's the Boss? Unmasking Oversight Liability within the Corporate Power Puzzle*, 35 Delaware Journal of Corporate Law 199 (2010).

〔64〕 参见前引〔42〕,托马斯·莱赛尔等书,第227页。

〔65〕 See Cede & Co. v. Technicolor (Technicolor II), 634 A. 2d 345 (Del. 1993).

〔66〕 参见〔美〕里查德·D. 弗里尔:《美国公司法》(第7版),崔焕鹏等译,法律出版社2021年版,第143页。

〔67〕 参见前引〔9〕,梁爽文。

五、结 语

如今，公司合规已经成为一场不可逆转的公司治理革命。如果说刑事合规激励是公司合规的外部推手，那么，董事合规义务的塑造则是公司合规自生自省自律的力量，更具持续性和坚韧性。合规义务的重要意义绝非意味着其只有脱离既有的董事忠实和勤勉义务二分体系，另立门户，才能实现更自由的逻辑演绎，而只是说其具有被单独强调的现实意义和逻辑支撑。然而，合规风险仅是企业众多风险的典型而非全部，董事合规义务的建置也非公司合规治理的全部。如何与既有的公司监督力量协调？专业的合规官应该如何设置？不同风险指数的公司又该如何区别设置合规体系？诸如此类的问题都需要在公司治理合规语境不断思考与探索。当我们张开双臂拥抱合规时代时，“既有制度的约束条件不过是下一步的改革方向而已”〔68〕。

Abstract: Corporate compliance is a new corporate governance model, which is based on the shaping of directors' compliance obligations. On the normative level, although the explicit expression of directors' compliance obligation has not been put forward, the normative construction of directors' compliance responsibility has begun to be concrete, and it presents a governance dilemma with different contents, nowhere to be placed and no accountability. On the practical level, directors' compliance obligation has taken root in corporate governance practice, which is related to loyalty and diligence obligations, but more reflected in directors' own law-abiding obligations. The divergence of theoretical views, the ambiguity of legislative practice and the lack of judicial continuation have affected the transformation of compliance system from policy promotion to self-discipline construction. The solution of the problem should be based on the existing dichotomy system of directors' obligations. Compliance obligation consists of law-abiding obligation and supervision obligation. The former belongs to loyalty obligation and the latter belongs to diligence obligation, and different judicial review standards are applied respectively. Facing the strong practical need to improve the orientation of law-abiding and compliance, the compliance obligation of directors should be raised from the invisible expression of departmental rules to the explicit listing of the Company Law.

Key Words: corporate compliance, directors' obligations, supervision obligation, law-abiding obligation

(责任编辑：周 游 赵建蕊)

〔68〕 前引〔15〕，邓峰文，第45页。

董事 ESG 监督义务的法理逻辑与规范构造

彭雨晨*

内容提要：ESG 风险已经成为公众公司当前与未来面临的重大挑战。设置董事 ESG 监督义务不仅是应对 ESG 风险的重要制度安排，而且契合新时代公司目的的转向，有助于预防化解重大 ESG 风险，并能够弥补其他 ESG 促进机制的不足，因而具有充分正当性。尽管 ESG 属于新兴事物，但根据董事监督义务适用范围的双阶框架，设置董事 ESG 监督义务具有坚实法理基础。我国应在《公司法》等法律法规中明确设置董事 ESG 监督义务，并阐明其内涵。具体而言，董事负有 ESG 风险识别、建立和维护 ESG 风险信息和报告系统、事后调查处置 ESG 风险等义务。同时我国还应对董事 ESG 监督义务进行体系化构建，要求公众公司分别在董事会、经理层、部门、员工、利益相关者等维度构建落实董事 ESG 监督义务的组织体系。

关键词：环境社会公司治理（ESG） 监督义务 合规 董事 信义义务

一、问题的提出

随着环境、社会和公司治理（environmental, social and governance，以下简称 ESG）问题日益严峻，ESG 风险可能严重冲击公众公司正常经营和盈利能力，甚至极大损害公司声誉，使公司失去消费者、劳动者、投资者等群体的信任。同时，ESG 风险还可能对社会整体造成严重影响，不利于经济社会高质量发展。清华大学的研究显示，如果 21 世纪末全球升温 3.5 度，中国因气候变化遭受的累计损失将高达 189 万亿美元。^{〔1〕} 鉴于此，敦促公众公司改善 ESG 表现已成为社会共识。然而，面对已成为公司治理重要问题的 ESG 风险，^{〔2〕} 公司法的回应尚有较大缺憾。

* 彭雨晨，首都经济贸易大学法学院讲师。

本文为首都经济贸易大学新入职青年教师科研启动基金“新发展理念下 ESG 信息披露制度研究”（XRZ2023014）的阶段性研究成果。

〔1〕 参见滕飞、王天鹏、郭江汶：《碳中和目标与气候风险》，第 2 页，载 <http://www.3e.tsinghua.edu.cn/cn/article/130>，最后访问时间：2023 年 9 月 8 日。

〔2〕 参见郭雳、武鸿儒：《ESG 趋向下的公司治理现代化》，载《北京大学学报（哲学社会科学版）》2023 年第 4 期。

2018 年修订的《上市公司治理准则》第八章明确要求上市公司维护利益相关者利益、保护环境，并履行社会责任。2023 年 9 月全国人大公布的《中华人民共和国公司法（修订草案三次审议稿）》（以下简称《公司法三审稿》）第 20 条也要求“公司从事经营活动，应当在遵守法律法规规定的基础上，充分考虑公司职工、消费者等利益相关者的利益以及生态环境保护等社会公共利益，承担社会责任”。但相关条文属于倡导性规定，对公众公司具体行为的指引作用相当有限。如何进一步激励和约束公众公司及其董事积极应对 ESG 风险已成为公司法学界在新时代亟需思考的重大理论与实践问题。

明确设置公众公司董事 ESG 监督义务是构建激励约束机制的必要构件。所谓董事 ESG 监督义务，是指董事负有的通过识别 ESG 风险，建立、维护内部信息和报告系统等方式来督导公司应对 ESG 风险的义务。^{〔3〕} 设置董事 ESG 监督义务，能够切实预防化解重大 ESG 风险，推动实现公司与社会、股东与其他利益者的多赢目标，并有助于促进中国公司法和公司治理的全面现代化。目前学界对董事监督义务的研究方兴未艾，但鲜有深入探讨董事 ESG 监督义务的研究。因此，本研究具有较强理论和实践价值。在写作逻辑上，本文首先讨论设置董事 ESG 监督义务的正当性和解释路径，随后探讨董事 ESG 监督义务的司法适用和应然制度构造。

二、设置董事 ESG 监督义务的正当性理由

随着现代公司的规模扩大和分工细化，公众公司董事会已从传统战略管理者演变为监督者。^{〔4〕} 当前 ESG 风险日益显露、可持续发展的社会共识日益坚定，设置董事 ESG 监督义务，既契合新时代公司目的的转向，又有助于预防化解重大 ESG 风险，并能够弥补其他 ESG 促进机制的不足，因而具有充分的正当性。

（一）契合新时代公司目的的转向

从可持续发展维度看，股东利益与其他利益相关者利益、公司利益与社会利益高度一致。这一思潮也引导新时代公司目的从股东利益最大化转向兼顾股东利益与其他利益相关者利益。设置董事 ESG 监督义务则契合这一转型方向。

受股东至上理论影响，公司法学界过去的主流观点认为，公众公司存续的唯一目的是在合法范围内通过提高股票价格来增进股东利益。^{〔5〕} 那为何股东利益成为公司的唯一目的呢？公司契约理论给出的解释是：股东是公司财产的剩余索取权人，并承担公司的边际风险，董事只有为股东利益最大化目标工作，才能实现最优效率。^{〔6〕} 而到 20 世纪初，汉斯曼教授和克拉克曼教授甚至提出“公司法历史终结”的观点，因为其认为股东至上理论已然成为世界许多国家的共识，股东中心模式也成为世界公司法的发展潮流。^{〔7〕} 基于此，股东至上理论主张，董事不应考虑消

〔3〕 参见邓峰：《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》2006 年第 3 期。

〔4〕 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。

〔5〕 See Lynn M. LoPucki, *The End of Shareholder Wealth Maximization*, 56 UC Davis Law Review 2017, 2017 (2022–2023).

〔6〕 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》（中译本第 2 版），罗培新、张建伟译，北京大学出版社 2014 年版，第 67、91–93 页。

〔7〕 See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 Georgetown Law Journal 439 (2000–2001).

费者、劳动者等非股东群体利益,因为这不利于实现股东利益最大化。而针对公司行为的负外部性,则应通过契约、监管等外部方式处理。〔8〕

随着公众公司行为负外部性严重后果的凸显,股东至上理论受到学界强力批评。利益相关者理论认为董事应同时代表股东利益和其他利益相关者利益。〔9〕进步主义公司法学者认为,“公司的终极目的应当是为整个社会的利益服务”,公司有能力通过为股东、雇员和社区等创造财富来为社会公益作出贡献。〔10〕公司利益理论主张,股东利益和其他利益相关者利益共同构成公司利益,在整体主义观和长期利益观下两者能够实现协调统一。〔11〕可持续性营理论认为,公司虽以营利为其基础目的,但应受可持续性标准的限制,从而兼顾各方主体利益。股东至上理论的思想根源是将个人权利置于善之上的自由主义,〔12〕并且假定公众公司存在于不与社会发生交互的真空之中。但是现实并非如此,公众公司嵌入社会中,〔13〕并对社会影响巨大。追求股东利益最大化若走向极端,将与社会利益最大化相抵牾,这显然不利于社会长远发展。

综上,不同理论观点虽然存在差异,但都认识到公众公司兼具营利性和社会性的本质,〔14〕新时代的公司目的绝不能单一考虑股东利益最大化,而应兼顾股东利益和其他利益相关者利益。而这一崭新的公司目的也成为当前社会对公众公司的强烈期待。2021年《达沃斯宣言》即指出:“公司的目的是让所有利益相关者参与共享和持续的价值创造。在创造这种价值的过程中,公司不仅为股东服务,而且为所有利益相关者服务。”〔15〕

设置董事 ESG 监督义务,与新时代公司目的的转向相契合。第一,设置董事 ESG 义务,体现了对股东利益至上理论的适度软化,可以让公司更好扮演良善公民角色,从而平衡各方利益,减少负外部性,促进社会公益。第二,在股东至上理论的引导下,部分投资者极力追求短期利润,董事会也被迫秉持短期主义的经营原则,然而短期主义却导致诸多不利后果。〔16〕设置董事 ESG 监督义务则使董事脱离短期主义的“魔咒”,秉持长期主义开展经营,从而更有利于股东长期利益和员工、消费者等群体的利益。〔17〕总之,设置董事 ESG 监督义务,是新时代公司目的从理论倡导到实践落地的一条关键转化路径。

〔8〕 参见前引〔7〕, Henry Hansmann、Reinier Kraakman 文,第 449 页。

〔9〕 See E. Merrick Dodd, Jr., *For Whom Are Corporate Managers Trustees?*, 45 *Harvard Law Review* 1145 (1931-1932).

〔10〕 See Kent Greenfield, *The Failure of Corporate Law: Fundamental Flaws and Progressive Possibilities*, The University of Chicago Press, 2006, pp. 127-134.

〔11〕 参见华忆昕:《高质量发展中公司长期主义转型的法治保障研究——以董事义务为视角》,载《北京工业大学学报(社会科学版)》2022年第4期。

〔12〕 参见曹晟旻:《论优先性之争中权利与善的辩证统一——基于社群主义与自由主义的分析》,载《内蒙古社会科学》2023年第2期。

〔13〕 See Mark Granovetter, *Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness*, 91 *American Journal of Sociology* 481 (1985).

〔14〕 参见刘俊海:《论公司社会责任的制度创新》,载《比较法研究》2021年第4期。

〔15〕 Klaus Schwab, *Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution*, available at <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>, last visited on Sept. 8, 2023.

〔16〕 参见楼秋然:《股东至上主义批判:兼论控制权分享型公司法的构建》,社会科学文献出版社2020年版,前言,第2-3页。

〔17〕 See Leo E. Strine, Jr., *Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, 126 *The Yale Law Journal* 1870, 1871-1872 (2016-2017).

（二）预防化解重大 ESG 风险

目前气候变化、污染物排放、消费者与劳动者保护等 ESG 事务已成为公众公司的重要风险来源，同时也给社会造成巨大风险隐患。设置董事 ESG 监督义务是公众公司进行风险管理的有效手段，有助于预防化解重大 ESG 风险，并促进股东利益和社会利益实现。

一方面，忽视 ESG 事务将给公众公司经营带来一系列重大风险。如果说 ESG 过去主要是伦理层面的倡导，那么现在已然成为公众公司面临的现实经济威胁。第一，直接业务风险。例如，气候变化导致的物理风险、转型风险和诉讼风险将给各行业公司带来深远影响，其中石油、化工、运输、房地产、农业、金融等行业在气候变化问题上尤为脆弱。^{〔18〕} 公众公司将因为气候变化问题面临短期和长期经营风险。第二，融资成本增高风险。从直接融资角度看，随着 ESG 投资理念广泛传播，全球 ESG 资产规模在 2021 年已达到 35 万亿美元。^{〔19〕} 显然，高 ESG 评级的公众公司更易获得投资者青睐。从间接融资角度看，随着 2022 年《银行业保险业绿色金融指引》的出台，ESG 理念已融入贷款业务全流程，ESG 表现良好的公司有更多机会获得低成本贷款支持。因此，公司忽视 ESG 因素，无疑会增高融资成本。第三，声誉风险。公众公司忽视消费者利益、劳动者利益等不当行为，可能引发严重声誉风险，并面临社会舆论谴责、产品销售大减、融资能力减弱等严重后果。^{〔20〕} 由此可见，公众公司业务经营面临不同类型 ESG 风险的严重威胁。设置董事 ESG 监督义务，可以让董事更重视 ESG 风险，从而预防或减轻 ESG 风险对公司盈利表现的影响，进而实现股东利益最大化，因而践行 ESG 理念能够与股东利益协调统一。^{〔21〕}

另一方面，公众公司不当处理 ESG 事务，将给社会带来重大风险。在当前由公众公司主导的时代，很多公司规模庞大，富可敌国，甚至成为全球行业垄断者，对社会的负外部性日益凸显。例如，中国前 100 家上市公司 2021 年的碳排放量合计超过全国碳排放总量的 40%，^{〔22〕} 对落实碳达峰、碳中和战略影响巨大。再如，仅滴滴一家公司就曾过度收集 1.07 亿条乘客人脸识别信息，^{〔23〕} 严重侵害公众个人信息权益。又如，美联储报告指出，气候变化问题可能影响金融资产准确定价，使金融系统变得脆弱，从而将风险传导至金融领域。^{〔24〕} 金融风险则将直接影响社会稳定和公众财产安全。正如贝克所言，现代社会已经成为风险社会，而现代化风险则是工业化的一种大规模产品，而且系统地随着它的全球化而加剧。^{〔25〕} 可见，公众公司不当 ESG 行为对社会形

• 191 •

〔18〕 See Ellie Mulholland, Sarah Barker, Cynthia Williams & Robert G. Eccles, *Climate Change and Directors' Duties: Closing the Gap Between Legal Obligation and Enforcement Practice*, in Richard LeBlanc ed., *The Handbook of Board Governance*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, Forthcoming, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3401795>, last visited on Sept. 8, 2023.

〔19〕 参见楼秋然：《ESG 信息披露：法理反思与制度建构》，载《证券市场导报》2023 年第 3 期。

〔20〕 See Roy Shapira, *Mission Critical ESG and the Scope of Director Oversight Duties*, 2022 Columbia Business Law Review 732, 734–735 (2022).

〔21〕 See Stavros Gadinis & Amelia Miazad, *Corporate Law and Social Risk*, 73 Vanderbilt Law Review 1401, 1410 (2020).

〔22〕 参见《中国上市公司双碳领导力排行榜出炉》，载 http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202209/23/t20220923_38124232.shtml，最后访问时间：2023 年 9 月 8 日。

〔23〕 参见《国家互联网信息办公室有关负责人就滴滴全球股份有限公司依法作出网络安全审查相关行政处罚的决定答记者问》，载 http://www.cac.gov.cn/2022-07/21/c_1660021534364976.htm，最后访问时间：2023 年 9 月 8 日。

〔24〕 See Board of Governors of the Federal Reserve System, *Financial Stability Report* (2020), pp. 58–59, available at <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-20201109.pdf>, last visited on Sept. 8, 2023.

〔25〕 参见〔德〕乌里希·贝克：《风险社会》，何博闻译，译林出版社 2004 年版，第 18–19 页。

成重大威胁。

公司不当 ESG 行为带给社会的公共风险往往波及甚广，损失很难在事后完全弥补，因此，应对此类风险的最好方式是在公司内部采取事前预防措施。设置董事 ESG 监督义务，有助于实现公司自律，并通过公司治理方式提前预防、及时发现不当 ESG 行为，尽可能消弭风险或控制风险的影响程度。

（三）弥补其他 ESG 促进机制的不足

设置董事 ESG 监督义务并非推动公众公司改善 ESG 表现的唯一机制，但其有独特优势，能够弥补其他方式的不足，并在与其他机制共同作用下更好地提升公众公司的 ESG 表现。

第一，投资者和其他利益相关者可以借助相应渠道推动公司改善其 ESG 表现。特别是当实施强制性 ESG 信息披露制度后，^{〔26〕} 投资者和其他利益相关者均能充分获悉公司 ESG 信息。投资者通过与管理层私下沟通、股东提案、投票更换董事、威胁撤回投资等方式督促公司改善其 ESG 表现。其他利益相关者可以通过利益相关者参与机制与公司管理层沟通对话，或是给公司施加社会舆论压力。但上述方式只能产生间接作用。对投资者而言，股票价格未必能准确反映 ESG 风险、公司所有权结构可能限制投资者的投票影响力。^{〔27〕} 同时，公司董事也并不一定需要听从利益相关者的诉求。因此，投资者和其他利益相关者途径具有局限性。与之相比，设置董事 ESG 监督义务则能够发挥更为直接的作用。受法律责任驱使，董事将更积极地识别重大 ESG 风险，并督导公司采取措施进行应对。

第二，监管者可以通过制定环境保护、劳动者保护等领域的监管规则，直接规范公司 ESG 行为。基于市场失灵、外部性等原因，国家有权通过监管方式直接改变或间接影响公司行为。监管规则具有法律强制性，同时国家设有专门监管部门保障其实施，因而外部监管成效较佳。但外部监管方式的实施也存在限度：其一，监管规则一般只能设置底线要求，因而外部监管只能涉及有限的 ESG 事务；其二，公司法毕竟具有突出的私法属性，公司治理也主要应遵循私人秩序模式，监管过多介入公司治理，可能减损效率，也与“限制公权力”的法治理念不符。相反，设置董事 ESG 监督义务则维护了公司自治理念，同时董事不仅会要求公司遵守合规要求，还会督导公司积极应对尚未纳入合规要求的重大 ESG 风险。

综上所述，不同 ESG 促进机制都是改善公司 ESG 表现制度工具箱中不可或缺的一部分，而设置董事 ESG 监督义务则表现出独特价值，能够弥补其他不同方式的缺失。

三、设置董事 ESG 监督义务的解释路径

设置董事 ESG 监督义务虽有充分正当性，但能否将 ESG 风险妥善纳入董事监督范围，还需在董事监督义务适用范围的理论框架内加以考虑。结合相关法理的最新发展，董事监督义务适用范围已经从单纯合规风险扩大至关键商业风险。以此双阶理论框架作为判断基础，则董事应负

〔26〕 有关强制性 ESG 信息披露制度的内容可参见彭雨晨：《强制性 ESG 信息披露制度的法理证成和规则构造》，载《东方法学》2023 年第 4 期。

〔27〕 参见前引〔20〕，Roy Shapira 文，第 796—797 页。

ESG 监督义务。

（一）董事监督义务适用范围的双阶框架

《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）没有明确规定董事监督义务，学界虽然已有一批探讨董事监督义务的研究成果，但对适用范围的研究尚不深入。美国学者在该领域已经有数十年研究积累，其相关成果有助于深入认识董事监督义务的适用法理。结合美国相关经典判例和学界研究成果，本文认为董事监督义务应适用于两类风险：合规风险和关键商业风险。

1. 合规风险

学界和法院一致认为，董事监督义务的适用范围应包括公司合规风险。一起典型的董事监督义务案件往往涉及公司员工实施违法行为导致公司遭受处罚。而且截止到目前，获得特拉华州法院支持的董事监督义务案件都涉及合规风险。^{〔28〕}

合规风险成为董事监督义务的主要对象，有着重要理论原因。其一，公司的存在莫基于“公司应用合法手段从事合法业务”的重要承诺。^{〔29〕}该承诺的理论渊源可追溯至特许权理论和越权原则。早期公司都经由政府颁发特许令状而产生，因而公司权力只能限制在州法律的界限之内，如果公司行为超越特许令状的授权，其行为会被认为是越权行为而归于无效。^{〔30〕}当美国各州开始制定公司法时，要求公司合法经营的规则在公司法中得到保留，因此如果作为受托人的董事代表公司实施违法行为，则会被认为违反其信义义务。^{〔31〕}其二，董事监督合规风险符合股东道德追求。公司员工的行为和决定可能具有重大负外部性，严重损害社会利益。合规要求旨在促进社会福利，鉴于公共利益要远大于公司利益，作为社会公民的股东，自然也希望公司积极守法合规。^{〔32〕}因此，董事承担合规风险监督义务与股东道德追求相统一。其三，一旦公司违反合规要求的行为被发现，公司往往面临严重处罚，进而减少公司利润，损害股东经济利益。

2. 关键商业风险

除合规风险外，董事监督义务是否及于商业风险？过去司法实践对此存在争议，学界主流观点则长期支持将董事监督义务延伸适用于重大商业风险。结合美国最新判例和学者观点，本文认为董事监督义务应包括公司面临的关键（mission critical）商业风险。所谓关键商业风险是指（对公司成功经营）极其重要或必不可少的公司事务所面临的风险。^{〔33〕}下文将从两个层次对此展开论证。^{〔34〕}

一方面，虽然历史上法院对该问题态度摇摆，但是自 2019 年以来法院已明确支持董事监督

〔28〕 See *Firemen's Ret. Sys. of St. Louis v. Sorenson*, C. A. No. 2019-0965-LWW (Del. Ch. Oct. 5, 2021).

〔29〕 Leo E. Strine, Jr., Lawrence A. Hamermesh, R. Franklin Balotti & Jeffrey M. Gorris, *Loyalty's Core Demand: The Defining Role of Good Faith in Corporation Law*, 98 *The Georgetown Law Journal* 629, 651 (2009-2010).

〔30〕 参见施天涛：《公司法论》（第4版），法律出版社2018年版，第145页。

〔31〕 See Elizabeth Pollman, *Corporate Oversight and Disobedience*, 72 *Vanderbilt Law Review* 2013, 2019-2020 (2019).

〔32〕 See Claire A. Hill & Brett H. McDonnell, *Stone v. Ritter and the Expanding Duty of Loyalty*, 76 *Fordham Law Review* 1769, 1784-1785 (2007-2008).

〔33〕 See Cambridge Dictionary, mission-critical, available at <https://dictionary.cambridge.org/us/dictionary/english/mission-critical>, last visited on Sept. 8, 2023.

〔34〕 此处两层次论证逻辑是受部分文章启发形成。See Roy Shapira, *Mission Critical ESG and the Scope of Director Oversight Duties*, 2022 *Columbia Business Law Review* 732 (2022); Andrew W. Winden, *Caremark's Climate Failure*, 74 *Hastings Law Journal* 1167 (2022-2023).

义务应包括“略超合规要求的关键商业风险”。从历史维度看,法院在较早案例中已有意将商业风险纳入董事监督义务范围。例如,在1996年Caremark案中法院认为董事监督义务应包括“公司法律合规及其业务表现”^[35]。但在2009年Citigroup案中法院态度明确偏向消极。法院指出,“特拉华州法律规定的监督职责并非旨在让董事(即使是专家董事)因未能预测未来,以及正确评估商业风险而承担个人责任”,因为公司本就是通过承担商业风险换取回报,将商业风险纳入董事监督范围意味着法院需要在事后对公司经营决策进行判断,这与商业判断规则的精神相冲突。^[36]

不过,2019年后法院观点再次反转。在2019年Marchand案中,法院首次形成“关键商业风险”概念。案涉公司是一家只生产冰淇淋的百年企业,然而其冰淇淋产品却发生李斯特菌污染,三名顾客因而死亡。由于公司身处受高度监管的食品行业,并且公司业绩依赖单一产品,法院因此认为食品安全(对该公司成功经营)是“极其重要的和关键的”(essential and mission critical),与之相关的风险可被称为“关键商业风险”。同时,尽管被告声称公司行为符合各项监管规则的要求,但法院却认为公司表面合规并不意味着董事已经善尽监督义务,相反董事应当对食品安全这类至关重要的合规问题保持高度关注。^[37]在2021年波音案中法院采取了类似观点。波音公司推出的737 MAX型飞机于2018年10月和2019年3月连续发生空难事故,分别造成100多名乘客和机组成员身亡,波音公司的投资者也因此损失数十亿美元。法院指出,“如同Marchand案中的食品安全,飞机安全对波音公司的业务是‘极其重要的和关键的’”。尽管Boeing公司生产的飞机符合监管部门相关标准,但是法院再次申明,“公司产品表面上满足监管要求并不意味着董事会履行了防止公司创伤的监督义务”。^[38]

结合上述两起案件的判决可知,食品生产、飞机制造具有极强负外部性风险,因而监管部门对此类事务设置了精细繁复的合规要求,许多相关风险已被监管规则所规范。但更为重要的是,食品安全、飞机安全是关系特定公司能否成功经营的关键经营事务。对于此类事务,法院认为仅仅让公司满足合规要求,规避已纳入合规的风险,不意味着董事已经善尽监督义务。合规标准的制定具有滞后性,而此类事务对公司经营极其重要,因此,董事显然应当积极监督、及时处置那些尚未被监管部门发现并纳入合规要求的风险。综合前述分析可知,法院已明确将与合规风险相关的,但“略超合规要求的关键商业风险”纳入董事监督义务范围。

另一方面,董事监督义务还应包括“合规要求以外的关键商业风险”。目前法院并未明确将这一类型风险排除在董事监督义务之外。即使在前述Citigroup案中,法院也承认在某些情形下董事有可能承担监督商业风险失败的责任。而在2022年Bingle案中,法院再次表示董事监督义

[35] In re Caremark Int'l Inc. Derivative Litig., 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996). 为简化引注,后文与本案判决相关内容不再一一标注。

[36] In re Citigroup Inc. S' holder Derivative Litig., 964 A.2d 106 (Del. Ch. 2009). 该案基本案情是:花旗银行董事会被指未能适当监控花旗集团的业务风险,特别是在次级抵押贷款市场的敞口,以致花旗银行在金融危机中遭受巨额损失。为简化引注,后文与本案判决相关内容不再一一标注。

[37] See Marchand v. Barnhill, 212 A.3d 805 (Del. 2019). 为简化引注,后文与本案判决相关内容不再一一标注。

[38] See In re Boeing Co. Derivative Litig., C. A. No. 2019-0907-MTZ, 2021 WL 4059934 (Del. Ch. Sept. 7, 2021). 为简化引注,后文与本案判决相关内容不再一一标注。

务“是否应该适用于商业风险仍然是一个悬而未决的问题”〔39〕。

学界主流观点高度支持将董事监督义务延伸至“合规要求以外的关键商业风险”。例如，辛西娅·A. 威廉姆斯（Cynthia A. Williams）教授认为，Marchand 案很可能意味着董事监督义务的“范围扩展至公司经营的‘关键’方面”，而不再局限于合规风险。〔40〕从理论层面来看，其一，正如斯蒂芬·M. 班布里奇（Stephen M. Bainbridge）教授所言，没有理论原因表明合规风险与商业风险存在本质差异。〔41〕合规产生的本质原因是公司员工行为的严重负外部性，此类行为可能有益于公司，但却会损害社会利益。绝大多数此类行为已被监管部门所识别，并纳入合规体系中。但风险本质不会因为是否被纳入合规范围而存在区别。其二，风险的严重程度才是判断是否适用董事监督义务的决定性因素，董事监督义务的适用重点应是那些可能对股东和社会造成重大威胁的行为。〔42〕而前述案例表明关键商业风险正属于此类。其三，从董事监督义务的初衷而言，作为受托人的董事，应忠实、谨慎、善意地为公司长期利益提供服务。如果商业风险可能会给公司和股东造成巨大损害，董事应有义务防止这种损害的发生，因而董事也就负有对“合规要求以外的关键商业风险”的监督义务。最后，将纳入董事监督义务的商业风险限制在“关键”层面，也就排除了一般性商业风险，同时董事仍然可以援引商业判断规则作为恶意诉讼的抗辩，因此，法院不必担心扩张董事监督义务会导致过重责任加强董事避险心理等担忧。

综合前述两方面原因，董事承担监督“略超合规要求的关键商业风险”和“合规要求以外的关键商业风险”的职责均有坚实依据。因此，本文主张关键商业风险应属于董事监督义务适用范围。需说明的是，关键商业风险既存在于主营业务，也存在于其他事务。例如，在 2023 年 McDonald 案中，McDonald 公司被指存在纵容性骚扰和不当行为的企业文化。法院认为维护员工安全是公司的关键商业风险，因为员工影响公司价值，作为受托人的董事为了公司长期价值，有必要照顾公司员工。性骚扰行为危害工作场所安全，损害受影响员工利益和公司与其他员工关系。〔43〕因而，职场性骚扰事件属于董事监督范围。此外，对关键商业风险的认定可借助公司声誉这一中间变量加以判断。Marchand 案及后续案件都反映出董事对关键商业风险的监督失败会给公司声誉造成极大影响，一旦发生声誉风险，公司社会形象将遭受巨大贬损，消费者可能抵制产品、媒体可能持续批评公司行为、公司股价可能大跌，公司盈利能力也可能受到严重影响。〔44〕

（二）双阶框架下董事应负 ESG 监督义务

结合董事监督义务范围的理论框架来看，绝大多数 ESG 风险可被归类为合规风险或关键商

〔39〕 Constr. Indus. Laborers Pension Fund v. Bingle, C. A. 2021-0940-SG (Del. Ch. Sep. 6, 2022).

〔40〕 See Cynthia A. Williams, *Fiduciary Duties and Corporate Climate Responsibility*, 74 Vanderbilt Law Review 1875, 1907 (2021).

〔41〕 See Stephen M. Bainbridge, *Caremark and Enterprise Risk Management*, 34 The Journal of Corporation Law 967, 968 (2008-2009).

〔42〕 See Claire A. Hill & Brett H. McDonnell, *Reconsidering Board Oversight Duties after the Financial Crisis*, 2013 University of Illinois Law Review 859, 878 (2013).

〔43〕 See *In re McDonald's Corp. S'holder Derivative Litig.*, 291 A.3d 652 (Del. Ch., 2023). 为简化引注，后文与本案判决相关内容不再一一标注。

〔44〕 参见前引〔34〕，Roy Shapira 文，第 752-759 页。

业风险，因此董事应负有 ESG 监督义务。而且全球知名的公司内部控制标准“COSO 内部控制框架”已将 ESG 风险融入其公司风险管理框架。^{〔45〕}当前部分特拉华州前法官也主张董事应负有 ESG 监督义务。^{〔46〕}因此，当 ESG 风险已严重威胁公司利益和社会福祉时，将其纳入董事监督义务范围并无不妥。

1. 董事对已纳入合规要求的 ESG 事务负有监督义务

对于已经被纳入合规框架的 ESG 事务，董事应负有监督职责。这是董事监督义务的传统适用范围。如表 1 所示，ESG 是一系列环境、社会和公司治理事务的统称，其中污染物排放、劳动者职业安全、产品责任、商业贿赂、消费者信息保护等多数 ESG 事务已经有相关法律规定和监管规则，成为公司合规的重要内容。例如，就能源使用事务来看，我国已经设置强制性能耗限额标准和强制性能效标准，并适用于高耗能企业。因此，高耗能企业的董事负有对本公司能源使用情况的监督义务，以确保符合相关标准。

随着社会对环境保护、权利保护的共识日益增强，ESG 事务进入合规框架仍处于发展阶段。例如，过去网络安全并未被列为合规事项，但是随着近年来数字经济的高速发展，网络安全成为所有领域公司面临的重大问题，并被纳入合规范畴，甚至相关监管规则还在不断细化，因此，网络安全已经成为董事的重要监督对象。

表 1 ESG 具体事项表^{〔47〕}

环境事务	排放物	温室气体、废气、污染物等排放及废弃物产生情况
	资源使用	能源、水及其他资源使用情况
	环境及天然资源	环境及天然资源影响情况
	气候变化	公司识别和应对气候变化
社会事务	雇佣	有关平等机会、多元化、反歧视及雇员待遇等情况
	健康与安全	工作环境、避免职业危害等情况
	发展及培训	有关工作知识、技能的公司政策及培训情况
	劳工准则	有关防止童工或强制劳动的情况
	供应链管理	供应链环境及社会风险的管理情况
	产品责任	有关产品和服务的安全、消费者隐私等情况
	反贪污	有关防止贿赂、洗钱等情况
	社区投资	有关了解社区需要、考虑社区利益等情况

2. 董事对具有关键商业风险特征的 ESG 事务负有监督义务

某些 ESG 事务虽然未被纳入合规框架，但具有关键商业风险特征，因而董事对其也负有监

〔45〕 See COSO, WBCSD, *Enterprise Risk Management: Applying Enterprise Risk Management to Environmental, Social and Governance-related Risks*, available at https://docs.wbcsd.org/2018/10/COSO_WBCSD_ESGERM_Guidance.pdf, last visited on Sept. 8, 2023.

〔46〕 See Leo E. Strine, Jr., Kirby M. Smith & Reilly S. Steel, *Caremark and ESG, Perfect Together: A Practical Approach to Implementing an Integrated, Efficient, and Effective Caremark and EESG Strategy*, 106 Iowa Law Review 1885 (2020 – 2021).

〔47〕 该表根据中国香港地区港交所《环境、社会及管治报告指引》制作。

督义务。

第一，一些 ESG 事务属于“略超合规要求的关键商业风险”，公司已经满足基础合规要求，但该类 ESG 事务对公司经营至关重要，因而董事应对公司行为是否引发超过合规要求的重大风险负有监督义务。网络安全、工作安全、反对歧视等事务是各行业的公众公司都会面临的此类 ESG 事务，食品安全、污染物排放、职业危害等事务则属于特定行业公司面临的此类 ESG 事务。就用户隐私保护而言，随着数字经济规模日益增大，快递、游戏、电商等许多大型公众公司都有可能广泛收集用户隐私信息。目前我国已经出台诸多法律法规保护用户隐私信息，例如《中华人民共和国网络安全法》《中华人民共和国数据安全法》《中华人民共和国个人信息保护法》《网络安全审查办法》《数据出境安全评估办法》等。用户隐私虽然未必会对公众公司的主营业务产生直接影响，但会给公司带来显著声誉风险，进而严重影响公司业务经营和财务表现。因此，用户隐私保护属于各类公司均会面临的“略超合规要求的关键商业风险”。董事应对其负有监督义务。事实上，特拉华州法院在 Marriott 案中也明确将包括用户隐私信息的网络安全事务视为关键商业风险。^[48]

第二，一些 ESG 事务属于“合规要求以外的关键商业风险”，因其对公司成功经营和长期利益至关重要，忽视该类事务不仅将给公司造成重大损失，也将严重危害社会，因此，董事对该类 ESG 事务应负监督义务。气候变化是该类事务的典型代表。其一，如前所述，气候变化问题可能带来物理风险、转型风险、诉讼风险，煤炭、石油等行业公众公司的业务经营和盈利表现与气候变化问题密切相关。其二，虽然我国暂未制定应对气候变化，特别是减少碳排放的强制性规范，但目前我国已经形成碳达峰、碳中和“1+N”政策体系和具体实施方案。对相关行业公司而言，国家碳达峰、碳中和政策也将对公司短、中、长期的财务表现有着重大影响。忽视气候变化问题，可能引发投资者、消费者、社会大众对这些行业公司的厌恶，导致公司声誉严重受损。因此，气候变化问题显然是这类公司的关键商业风险，董事应当对此进行监督，^[49] 否则将有悖公司最大利益。

3. 董事对极少数 ESG 事务不负监督义务

ESG 事务范围广泛，极少数 ESG 事务既不属于合规范畴，也不具有关键商业风险特性，董事对此类 ESG 事务不负监督义务。劳动者发展及培训、供应链管理、社区投资等 ESG 事务均属此种类型。

本文之所以主张不将极少数 ESG 事务纳入董事监督义务范围，是因为公众公司规模庞大、管理事项千头万绪，董事客观上不可能对大小事务均实施监督，而只能对事关公司成功经营的重要事务实施监督。对于此类 ESG 事务，即使公司作出有违宗旨的行为，但该行为既不违法，对公司成功经营和声誉的影响也很有限，因此不必对董事课以监督义务。不过，如果未来社会对劳动者发展、供应链管理和社区投资等领域的关注大幅提升，监管部门甚至制定相应合规要求，则董事将负有监督此类 ESG 事务的义务。

四、董事 ESG 监督义务的司法适用

在证成董事应承担 ESG 监督义务后，还需进一步辨明董事 ESG 监督义务的司法适用问题，

[48] See *Firemen's Ret. Sys. of St. Louis v. Sorenson*, C. A. No. 2019-0965-LWW (Del. Ch. Oct. 5, 2021).

[49] 一些学者也支持将气候变化问题纳入董事监督义务范畴。参见前引 [40]，Cynthia A. Williams 文。

否则混乱的责任制度将影响董事监督 ESG 事务的实际成效。而由于 ESG 事务的特殊性,在司法适用方面,董事 ESG 监督义务与董事监督义务虽有共同点,但也存在不同之处。

(一) 董事 ESG 监督义务的判断标准

美国董事监督义务的经典判断标准经过 40 多年发展,最终在 Stone 案中正式成型。董事 ESG 监督义务的判断标准亦以此经典判断标准为基础演变形成。

董事监督义务的早期判断标准形成于 1963 年 Graham 案。案涉公司的部门经理与同行业公司合谋操纵价格,并进行虚假投标,从而违反反垄断法,法院认为公司董事有权依靠其下属的诚实和正直,直到发生了让他们怀疑有问题的事件。^[50] 此类事件被称为“红旗警报”(Red Flag)。^[51] 如果发生红旗警报,而董事因疏忽未加注意——例如忽视员工不法行为的明显迹象,则董事应承担监督失败责任。由此可知,法院以“性善论”作为判决逻辑起点,董事无需主动探查公司违法行为。因此,早期判断标准带有明显被动性和回应性。但随着时代发展,早期判断标准不再能适应公司内外部需求。其一,公司内部权力发生框架性变化,经营管理权力不再由董事会享有,而是交由经理层集中享有,因而董事较难发现经营中出现的红旗警报。^[52] 其二,法律规则明确激励董事开展主动监督。1982 年美国《反海外腐败法》第 78m(b)(2) 条要求公司“设计和维持一个内部会计控制系统”。1991 年美国《联邦量刑指南》第八章规定,如果公司实施“为防止和发现违法行为而有效的程序”,则可以适当降低罚金。有鉴于此,董事仅被动履行监督义务显然已不合时宜。

随后,法院重构一套由“善意”标准发展形成的现代判断标准。^[53] 在 1996 年 Caremark 案中,案涉公司向医生支付经济报酬,以鼓励医生向病人推荐其治疗方法,联邦政府以支付非法“回扣”为由对案涉公司发起刑事调查。最终案涉公司承认其实施通信欺诈犯罪,并支付巨额罚款。法院认为,被动监督已不能适应现代需求,董事应善意地建立一套至少在董事会看来是充分的公司信息和报告系统,从而在知情基础上判断公司风险。同时,“董事会只有在实施监督方面的持续或系统性失败——例如完全未能试图确保存在合理的信息和报告系统——才会确立缺乏善意”,董事也才能被追究责任。在 2006 年 Stone 案中,法院最终形成董事监督义务的经典判断标准。Stone 案涉及银行员工没有严格执行联邦法律要求的反洗钱申报要求,导致该银行为一起“庞氏”骗局事件提供存托服务,随后联邦检察署等机构令案涉银行承担巨额刑事罚款和民事罚款。^[54] 在该案中,法院对 Caremark 案中提出的“信息和报告系统”加以类型化。当出现以下两种情形时,董事存在“恶意”,并将被追究责任:第一,董事完全没有建立任何信息和报告系统;第二,董事虽然建立了信息和报告系统,但却有意识地未能监督其运营,从而无法了解需要注意的风险或问题。可见,现代判断标准具有积极性和预防性,契合时代发展需求,因而一直沿

[50] See *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 188 A. 2d 125 (Del. 1963). 为简化引注,后文与本案判决相关内容不再一一标注。

[51] 参见前引 [3], 邓峰文。

[52] See Melvin A. Eisenberg, *The Board of Directors and Internal Control*, 19 *Cardozo Law Review* 237, 237 (1997 - 1998); 梁爽:《美、日公司法上的董事合规、内控义务及其对我国的启示》,载《中外法学》2022 年第 2 期。

[53] 参见前引 [52], 梁爽文。

[54] See *Stone ex rel. AmSouth Bancorporation v. Ritter*, 911 A. 2d 362 (Del. 2006). 为简化引注,后文与本案判决相关内容不再一一标注。

用至今。

董事 ESG 监督义务是董事监督义务的特殊类型，因此前述两要件标准亦适用于董事 ESG 监督义务。但董事 ESG 监督义务应当增加一项 ESG 风险识别要件。原因在于，在董事监督义务的经典判断标准形成时期，董事监督义务的适用范围还仅限于合规风险。合规风险事项由法律或监管规则明确列举，无需董事会事先甄别。但董事 ESG 监督义务的适用范围已从与 ESG 相关的合规风险扩大至关键商业风险，而关键 ESG 商业风险并未被明确列出，尚需董事识别。因此，在建立 ESG 风险信息系统之前，董事还需先查明该公司面临哪些关键 ESG 商业风险，否则董事将难以对此类风险进行切实监督。

最后，董事 ESG 监督义务还应当增加事后调查处置要件。^[55] 该要件在前文 Graham 案中已经由法院所提出：如果董事发现红旗警报，即应加以注意，并采取相应措施，否则将有违其监督义务。美国《示范商业公司法》第 8.31 条也规定，董事对于需要特别关注的异常事实和情况应进行调查询问。因此，董事如果通过信息和报告系统了解到公司发生 ESG 异常事件，即应对此展开调查，并根据调查结果督导公司采取相应处置措施。

综上所述，董事 ESG 监督义务的判断标准应由四要件组成：其一，董事应识别本公司面临的特定 ESG 风险；其二，董事应针对 ESG 风险建立信息和报告系统；其三，董事应维持信息和报告系统的良好运行；其四，当发现红旗警报事件时，董事应督导公司积极调查处置。倘若无法满足上述要求，则董事并未尽到 ESG 监督义务。

（二）明确董事 ESG 监督义务的注意义务本质

在学理上，关于董事 ESG 监督义务的法律属性存在注意义务和忠实义务的争论。综合考虑制度原理和我国制度环境，我国应明确董事 ESG 监督义务的注意义务本质。

董事 ESG 监督义务的法律属性争议源于美国特拉华州特殊的法律环境。在 Stone 案之前的案件中，特拉华州法院基本都认为监督义务应置于注意义务体系下。但是特拉华州最高法院在 Stone 案中却主张，如果董事“有意识地无视自己的责任，他们就因为没有善意履行该信义义务而违反了忠实义务”。因此，自此案开始董事监督义务就被认为是忠实义务的一环。法院调整监督义务体系的可能原因有两点：一是因为这种情形下董事责任的证明标准从重大过失提高为故意，董事承担责任的风险因而降低；二是因为这种情形下董事不再能通过特拉华州《公司法》中的注意义务豁免规则逃避责任。^[56] 但是，法院观点也受到部分学者的批评。^[57] 同时，美国《示范商业公司法》第 8.30 条也认为监督义务属于注意义务。

在我国《公司法》语境下，董事 ESG 监督义务宜定性为注意义务。其一，我国《公司法》中没有豁免董事注意义务的相关规定，因而不必担心董事责任逃逸问题。其二，从本质上来说，董事 ESG 监督义务更接近注意义务。^[58] 因为董事 ESG 监督义务旨在让董事督导公司面临的 ESG 风险，这与董事对财务报告真实性的监督在性质上没有本质区别，而我国学者和法院一般认

[55] 参见王真真：《董事勤勉义务制度的利益衡量与内涵阐释》，载《财经法学》2022 年第 3 期。

[56] See Stephen M. Bainbridge, Star Lopez & Benjamin Oklan, *The Convergence of Good Faith and Oversight*, 55 UCLA Law Review 559, 597 (2007–2008).

[57] 参见前引 [56]，Stephen M. Bainbridge、Star Lopez、Benjamin Oklan 文。

[58] 参见徐深澄：《董事合规监督义务的构建——以内生性合规为视角展开》，载《商业经济与管理》2023 年第 5 期。

为后者属于注意义务范畴。其三,更为重要的是,基于我国现有制度,将董事 ESG 监督义务定性为注意义务,才能实现董事激励与责任的平衡,并激励董事积极履职监督 ESG 事务。

详言之,法律属性之争直接影响董事 ESG 监督义务的责任标准。其中最关键的问题是要使法律给董事施加的激励和责任实现平衡。追究董事责任的门槛越低,越能激励董事认真监督 ESG 风险,但是低门槛同时意味着高责任风险,这可能轻则限制董事合理的商业冒险,重则阻却有能者进入董事行业。^[59] 这一理论风险得到了实践支持。我国立法提高董事承担的证券信息虚假陈述责任的做法,曾引发了独立董事离职潮。^[60] 因此,结合本国制度环境,设置适度的责任风险才能产生“多赢”结果。

追根溯源,董事责任风险主要由诉讼发生概率和诉讼成功概率共同决定,前者是指股东提起派生诉讼的难易程度,后者是指证明董事责任的难易程度。“高发生概率,低成功概率”和“低发生概率,高成功概率”均能产生合理适度的责任风险,而“高发生概率,高成功概率”和“低发生概率,低成功概率”分别会导致董事责任风险过大和过低。以此理论框架观察我国,由于我国《公司法》为投资者提起诉讼设置较高持股比例要求,以及投资者之间存在集体行动困境等原因,我国公众公司投资者很少提起关于董事监督义务的民事诉讼。^[61] 为与诉讼“低发生概率”特征相匹配,我国应设置相对“高成功概率”的责任证明标准,从而更好激励董事加强 ESG 监督。因此,我国应将董事 ESG 监督义务定性为注意义务,适度提高董事责任风险,从而更好促进董事勤勉尽责。

五、我国董事 ESG 监督义务的规范构造

结合前文讨论可知,赋予董事 ESG 监督义务并追究其责任是维护股东利益、公司利益、乃至社会利益的重要手段。发挥董事 ESG 监督义务的作用需要构建恰当的制度规范,目前我国在该领域立法存在较大空白。因此,我国应在《公司法》等法律法规中首先明确董事负有 ESG 监督义务,并从内涵和组织两个层面构建董事 ESG 监督义务体系。

(一) 明确董事负有 ESG 监督义务

我国现有法律法规均未明确规定董事 ESG 监督义务。首先,我国现行《公司法》所预设的董事会定位是经营决策机关和执行机关,因而我国《公司法》第 46 条有关董事会职权的规定、第 147 条有关董事对公司负有注意义务的规定中都没有董事监督义务,更不用说董事 ESG 监督义务。其次,《公司法三审稿》第 180 条虽然明确规定了董事注意义务标准,要求董事“执行职务应当为公司的最大利益尽到管理者通常应有的合理注意”,但也未涉及董事 ESG 监督义务。最后,《上市公司治理准则》《上市公司章程指引》等规范性文件虽然对董事和董事会的相关职责作了更为详细的规定,但也未明确规定董事 ESG 监督义务。可见,董事 ESG 监督义务在我国立法中处于缺失状态。

[59] 参见黄辉:《独立董事的法律义务与责任追究:国际经验与中国方案》,载《中外法学》2023年第1期。

[60] 参见阎侠、李云琦:《康美案引发独董离职潮? 独董为何不独立懂事不积极》,载 <https://www.bjnews.com.cn/detail/163773081314897.html>, 最后访问时间:2023年9月8日。

[61] 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。

尽管结合商业逻辑和文义解释方法来看，董事职权天然蕴含着对公司行为的监督权，^{〔62〕}因为决策者对下属执行行为的监督是决策真正落地的必要保障。进而董事对属于合规风险和关键商业风险范畴的 ESG 事务也负有监督义务。但是，董事 ESG 监督义务内涵仍然缺少法律的体系化构建。ESG 事务是我国公众公司当前和未来一段时期亟须解决的核心问题，这要求《公司法》及相关规范进行针对性的制度回应。体系化阙如的董事 ESG 监督义务无助于实现这一目标，也不符合公司法现代化发展方向。因此，我国有必要对相关法律加以完善。

在立法技术上，董事 ESG 监督义务应采用“一般条款+具体条款”的方式予以法律化。具言之，第一，在《公司法》中规定董事 ESG 监督义务的一般条款。为突出应对 ESG 风险的重要性，我国应借此次《公司法》修法契机，在《公司法三审稿》第 180 条中新增一款：董事应当对公司合规风险、关键商业风险的处置情况进行监督。董事应当特别关注公司面临的 ESG 风险并监督其处置情况。第二，结合下文所述董事 ESG 监督义务的内涵，在《上市公司治理准则》《上市公司章程指引》等规范性文件中明确规定董事 ESG 监督义务的具体内容。

此外，监事会负有法定监督职责，其与董事 ESG 监督义务之间的关系有必要加以厘清。《公司法三审稿》明确允许公众公司不设监事会，在这种情形下董事 ESG 监督义务自然不会与监事会的监督权相冲突。如果公众公司同时设立董事会和监事会，则应明确董事负有 ESG 监督义务，监事会负有监督董事是否善尽 ESG 监督义务的职责。原因在于：第一，无论是将董事会定位为经营决策型抑或监督型，董事 ESG 监督义务均不可被豁免。作为经营决策型董事会，董事 ESG 监督义务其实本就融入经营决策过程中，是董事会保障公司执行其决策成效的必要途径。作为监督型董事会，董事负有 ESG 监督义务更是应有之义。如果僵硬地认为董事只负责执行，而监事会负责监督，那么只会推高公司治理成本。第二，我国《公司法》关于监事会的预设定位是针对董事、高级管理人员的监督机关，公司普通员工并非监事会的监督对象。换言之，监事会并不应取代董事 ESG 监督义务，而应监督董事行为，在发现董事未善尽 ESG 监督义务时，督促董事切实履行其 ESG 监督义务。在德国公司法中，董事会负有风险管理体系的构建义务，而监事会则对董事会是否恰当履行该义务进行监督。^{〔63〕} 尽管德国与我国公司治理结构的法律设计不尽相同，但这种权力配置亦可印证本文观点。

（二）董事 ESG 监督义务的体系化构造

结合前文董事 ESG 监督义务的判断标准，董事 ESG 监督义务的内涵应包括四项内容。同时，为保障董事切实履行其 ESG 监督义务，公众公司还需重构部分组织体系。

一方面，董事 ESG 监督义务的内涵包括四个方面。其一，ESG 风险识别义务。不同领域公司面临着不尽相同的 ESG 风险，因此，公司董事会至少应每年召开一次例行会议讨论识别公司面临的 ESG 合规风险和关键 ESG 商业风险。目前资本市场上已经出现一些咨询机构为公司提供 ESG 风险识别方面的建议，董事会可借助此类服务识别公司 ESG 风险。但因为外部咨询机构必定不如董事更了解公司实际情形，董事会并不能完全依赖此类服务，否则将有违 ESG 监督义务。

〔62〕 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。

〔63〕 参见杨大可：《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。

此外, ESG 风险识别结果应向投资者披露, 因此需纳入年度报告“管理层讨论与分析”或者专门的 ESG 报告中。其二, ESG 风险信息和报告系统的构建义务。董事应在公司内部建立 ESG 合规风险和关键 ESG 商业风险的信息搜集和报告系统, 这是董事 ESG 监督义务的当然组成部分。其三, ESG 风险信息和报告系统的维护义务。为持续监督公司应对 ESG 风险的行为, 董事应努力维护信息搜集和报告系统的正常运转。其四, ESG 风险调查处置义务。公众公司的董事并不负有对日常管理行为的监督义务, 但若出现与 ESG 风险有关的红旗警报, 董事就应仔细检视、密切关注, 督促公司经理改善相关行为。

另一方面, 董事践行 ESG 监督义务需要构建完善的组织体系。公众公司规模庞大, 董事在履行其监督职责时容易遇到信息不对称等问题,^[64] 故董事 ESG 监督义务必须依赖健全的公司内部组织体系方得以实现。董事 ESG 监督义务本就属于董事监督义务的一环, 因此, 可通过完善现有监管组织体系实现董事 ESG 监督义务。其一, 在董事会层面设立单独的合规与风险委员会, 由其专职负责合规事务和关键商业风险事务, ESG 合规风险和关键 ESG 商业风险亦包含在内。虽然《上市公司治理准则》已明确要求上市公司董事会必须设立审计委员会, 但审计委员会的职责主要是财务审计, 财务审计与 ESG 事务等并无过多共同性, 审计委员会的专业性可能使其难以兼顾防范化解 ESG 风险的责任。^[65] 因此有必要设立单独的委员会进行处理。其二, 设立首席 ESG 事务官。首席 ESG 事务官直接对董事会负责, 并领导公司 ESG 风险的预防处置事务。目前部分公众公司已经设立首席合规官, 也可进一步赋予其 ESG 风险应对职责。其三, 应调整现有法律合规部门的职能。《上市公司治理准则》第 94 条要求设立专职部门对重要运营行为、合规事项等进行检查和监督。可对该条进行修改, 赋予法律合规部门预防化解 ESG 风险的职能, 使其成为董事会信息和报告系统的必要一环以及公司 ESG 风险的直接处置者。其四, 在公司内部建立 ESG 风险吹哨人制度。可在《上市公司治理准则》第 85 条增设一款, 要求上市公司设立内部 ESG 吹哨人制度, 奖励并保护向董事会举报重要 ESG 风险的员工, 从而更好完善董事信息权, 辅助董事会预防化解公司面临的 ESG 风险。其五, 要求公众公司建立完善的利益相关者沟通机制。利益相关者掌握一些董事很难知晓的 ESG 信息,^[66] 加强董事与利益相关者的沟通可以扩大董事履行义务的信息渠道。《上市公司治理准则》第 83 条已经要求上市公司“与利益相关者进行有效的交流与合作”, 在此基础上可以更进一步要求建立利益相关者沟通机制, 特别是鼓励其及时向董事会通报 ESG 风险。

六、结 语

在我国《公司法》及配套制度即将迎来新一轮修订之际, 适时将董事 ESG 监督义务纳入其中具有重要意义。因为设置董事 ESG 监督义务契合新时代公司目的的转向, 能够预防化解

[64] See Veronica Root Martinez, *Complex Compliance Investigations*, 120 Columbia Law Review 249, 276 (2020).

[65] 参见莫志:《社会风险融入公司治理下的董事合规义务——困境、重释与平衡》, 载《海南大学学报(人文社会科学版)》, 转引自 <https://doi.org/10.15886/j.cnki.hnus.202302.0110>, 最后访问时间: 2023 年 9 月 8 日。

[66] See Stavros Gadinis & Amelia Miaiad, *Corporate Law and Social Risk*, 73 Vanderbilt Law Review 1401, 1411 (2020).

重大 ESG 风险，并弥补其他 ESG 促进机制的不足。通过将董事监督义务的适用范围合理扩大至关键商业风险，绝大多数 ESG 事务可以融洽地纳入董事监督义务。就其内涵而言，董事 ESG 监督义务要求董事积极识别 ESG 风险，建立、维护关于 ESG 风险的信息和报告系统，并在事后采取调查处置措施。同时公众公司还需建立一整套组织体系，作为董事履行 ESG 监督义务的信息渠道和执行工具，确保 ESG 监督义务能够真正落地。面向未来，董事 ESG 监督义务能够“为公司受托人提供激励，使他们采取积极的、预防性行动，以确保公司符合社会的基本期待”^{〔67〕}，这不仅将有助于推动我国《公司法》的现代化发展，同时也将助力经济社会高质量发展。

Abstract: ESG risks have become a major challenge for public companies at present and in the future. Assigning ESG oversight obligation to directors has full legitimacy, since it is an important institutional arrangement to deal with ESG risks, it conforms to the shift of corporate purpose in the new era, it helps prevent and defuse major ESG risks, and it can make up for the shortcomings of other ESG promotion mechanisms. According to the dual-stage framework of the directors' oversight obligation application, there is a solid legal basis for assigning the ESG oversight obligation to directors. China should clarify directors' ESG oversight obligation in the Company Law and other laws and regulations, and clarify its connotation. Specifically, directors have obligations such as identifying ESG risks, establishing and maintaining information and reporting system of ESG risks, and investigating and disposing of ESG risks after the event. At the same time, China should also require public companies to build an organizational system to implement directors' ESG oversight obligation.

Key Words: environmental social and governance (ESG), oversight obligation, compliance, directors, fiduciary duty

(责任编辑：李 敏 赵建蕊)

〔67〕 Chris Brummer & Leo E. Strine, Jr., *Duty and Diversity*, 75 Vanderbilt Law Review 1, 75 (2022).

商业判断规则在我国的适用研究

冯 琴*

内容提要：我国司法实践中已有不少适用商业判断规则的案例，由于立法缺失，存在适用案由不一、引入态度摇摆、适用路径差异大等问题。商业判断规则并非完全阻断法院审查，而是在某些情况下允许法院对董事决策进行审查。我国《公司法》修订之际，应当将商业判断规则明确引入立法，使之成为独立于司法谦抑性原则的一项制度。在具体审查步骤上，应将其限定在与董事义务或董事责任相关的纠纷中，先审查董事决策程序，程序违法时则可对决策内容进行形式审查，特殊情况下可进行实质审查。在与董事义务判断的衔接上，可以根据公司治理良好或欠佳的具体情况，在主观过错要件上采取或宽松或严苛的审查标准，使之在董事义务的判断上发挥相对客观、动态的弹性作用，为董事提供不同程度的免责。举证责任上，应采用举证责任倒置，由股东初步举证后，再由董事承担更高的举证责任。

关键词：商业判断 实质审查 董事义务 自治与干预 公司治理

《中华人民共和国公司法》（2018年修正）（以下简称《公司法》）第147条第1款规定了董事对公司的忠实义务与勤勉义务，第149条规定了董事违反义务的损害赔偿责任，^{〔1〕}但并未引入商业判断规则，2021年年底提请全国人大常委会审议的《中华人民共和国公司法（修订草案）》、2022年年底《中华人民共和国公司法（修订草案二次审议稿）》、2023年8月《中华人民共和国公司法（修订草案三次审议稿）》也未提及该规则。从我国司法实践来看，已有不少司法案例引入了商业判断规则，以对作出正常商业经营决策的董事提供保护，在一定程度上完善了董事责任体系。但由于我国立法的缺失，商业判断规则适用领域混乱，内涵理解不一，规则要素过于抽象，涉及商业判断规则的司法案例在适用路径上存在较大分歧，导致董事经营决策面临不同责任后果的困境。如何设置商业判断规则的具体内容及适用规则？商业判断规则如何与董事义

* 冯琴，中国劳动关系学院法学院讲师。

本文受中国劳动关系学院“中央高校基本业务费专项资金”（22ZYJS005）基金项目资助。

〔1〕 亦可包括监事、高级管理人员的义务与责任，下文同，不再赘述。

务的判断相衔接？域外法上，商业判断规则均有长期的司法实践和立法积累，为董事提供了一定程度的避风港或安全港。我国可以在司法裁判实践及域外法经验的基础上，构建一套符合我国公司治理国情的商业判断规则适用体系。

一、我国商业判断规则的司法实践检视

我国司法审判实践已存在大量直接参考商业判断规则的案例。以“商业判断规则”“经营判断规则”为关键词，在北大法宝、威科法律数据库案例库进行检索，自2007年起就有关于商业判断规则描述的相关案例，至2023年3月31日期间民事案由下案例共计42个。^{〔2〕}对此42个案例进行进一步筛选、分析，发现司法实践案例适用商业判断规则的案由不一，引入商业判断规则的态度总体积极，适用商业判断规则的路径存在较大差异。具体如下：

（一）法院适用商业判断规则的案由不一

对上述42个案例所属的案由进行分析，“损害公司利益责任纠纷”案由数量最多，“股权转让纠纷”案由数量次之，可见我国法院并不局限于将商业判断规则限定在董事责任纠纷的判定上。具体情形详见图1。

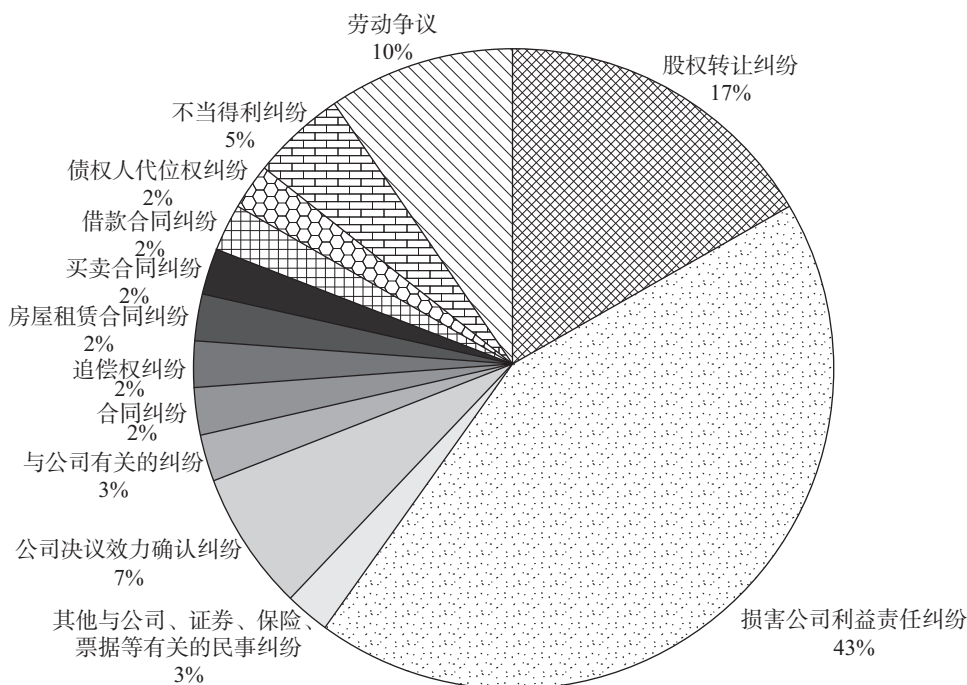


图1 涉及“商业判断规则”/“经营判断规则”案由分布

“损害公司利益责任纠纷”“不当得利纠纷”案由下，商业判断规则通常与董事、高级管理人员忠实、勤勉义务的判断相关联，用于免除董事、高级管理人员责任，与传统理论上对商业判断

〔2〕 未采取“商业判断”“经营判断”等为关键词的检索方式，因为此种检索方式下大量案例仅涉及法院对商业逻辑的考量，未涉及商业判断规则的具体内容，故而最终得到的有效案例样本量相对有限。

规则的界定较为一致。^{〔3〕}“股权转让纠纷”案由下,商业判断规则通常与当事人意思自治相关联,法院认为,商事主体各方可以基于商业交易的判断规则自主决定公司经营范围内的事项,对各方利益的衡量应置于当时的市场环境中,符合正常的逻辑和商业常识即可,而不能进行事后判断。^{〔4〕}但这些案例用于对股东股权转让协议的合法性、合理性的判断,与传统理论上对商业判断规则的界定略有差别。“公司决议效力确认纠纷”案由下,商业判断规则有部分与董事、高级管理人员忠实、勤勉义务的判断相关联,有部分用于判定股东决策是否构成权利滥用。“劳动争议”“追偿权纠纷”“房屋租赁合同纠纷”案由下,法院认为,公司内部财务管理规章制度属于商业判断规则,应由公司自由决定,法院不能干预。^{〔5〕}“买卖合同纠纷”“债权人代位权纠纷”“借款合同纠纷”案由下,法院将商业判断规则用于对当事人行为合理性、合法性的判断,^{〔6〕}且仅用于衡量公司对内责任。^{〔7〕}

从案例梳理来看,法院对商业判断规则的适用案由不一,多数法院将商业判断规则等同于商业常识或商业逻辑,呈现适用领域的混乱,反映出部分法院对商业判断规则的内涵理解存在偏差。但综合案例各案由占比来看,多数案例将商业判断规则限定在公司经营决策领域适用,与董事是否违反义务导致责任承担的判断相关联。其中,不乏部分案例对商业判断规则的内涵进行了较为准确的解释,例如“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纠纷案”中,法院认为:“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,而无须承担责任,这也即所谓的公司管理者的商业判断规则。”^{〔8〕}甚至有案例参照美国法学会(ALI)《公司治理原则:分析和建议》第4.01(d)规定,将商业判断规则的内涵进一步予以明确,认为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,就应当认定为忠实、勤勉地履行了义务。^{〔9〕}

总体来看,法院对商业判断规则适用领域及内涵的理解有一致之处,体现了我国商事审判的司法谦抑性。但从其适用来看,存在法院将商业判断规则等同于尊重意思自治及商业决策的倾向,实则是适用了商业判断规则的隐射内涵和基本理念。因此,我国仍需出台成文的立法规定,将商业判断规则从司法谦抑性的表达中抽离、提炼出来,固定为一项法律制度,以明确其内涵,统一其适用。

〔3〕“其他与公司、证券、保险、票据等有关的民事纠纷”“与公司有关的纠纷”案由下案例同此情况,但这两个案由下均仅检索到一例相关案例。

〔4〕参见最高人民法院(2017)最高法民申2454号民事裁定书;广东省深圳市罗湖区人民法院(2018)粤0303民初18674号民事判决书等。

〔5〕参见天津市第一中级人民法院(2022)津01民终1234号民事判决书;黑龙江省哈尔滨市中级人民法院(2020)黑01民终1668号民事判决书;河南省焦作市中级人民法院(2020)豫08民终2910号民事裁定书等。

〔6〕参见江苏省镇江经济开发区人民法院(2018)苏1191民初1435号民事判决书。

〔7〕参见上海市第二中级人民法院(2007)沪二中民四(商)终字第601号民事判决书。

〔8〕湖南省高级人民法院(2014)湘高法民二终字第73号民事判决书。

〔9〕参见安徽省合肥市中级人民法院(2017)皖01民终7360号民事判决书;安徽省合肥市中级人民法院(2017)皖01民终7901号民事判决书;广东省广州市中级人民法院(2021)粤01民终1056号民事判决书等。

（二）法院对引入商业判断规则的态度总体积极

在是否引入商业判断规则上，我国司法实践存在裁判态度的不同，归纳下来有三种做法：

第一种做法是明确拒绝商业判断规则的援引与适用。例如，“刘某等诉孙某损害公司利益纠纷案”中，二审法院认为商业判断规则仅为学理上的概念，不应当在裁判中予以适用。^{〔10〕}

第二种做法是虽未明确引入商业判断规则，但将商业判断作为对交易行为合理性、正当性的辅助判断，实则是对商业判断规则的迂回适用。例如，“江苏普源化工有限公司与贡新买卖合同纠纷案”中，法院认为“被告在应收账款明细分类账原件上书写这样的欠条，该行为……既违背理性的商业判断规则，也不符合日常生活经验法则”^{〔11〕}，实际上是将商业判断规则与日常生活经验法则共同作为对被告行为的判断规则。再如，“铜仁市川主科技助农有限公司、刘某龙等损害公司利益责任纠纷案”中，法院认为公司法定代表人的经营决策，系其根据公司实际情况进行商业判断后的履职行为，以此证明其行为并未违反法定义务。^{〔12〕}

第三种做法是明确引入商业判断规则，用于董事、监事、高级管理人员是否担责的判断。例如，“吕某辉、林某伟损害公司利益责任纠纷案”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，考量公司执行董事经营管理行为的合理性可以参照商业判断规则。^{〔13〕}再如，“范某、蒋某保损害公司利益责任纠纷案”中，法院直接参照商业判断规则对高级管理人员的基于合理经营判断造成的损害赔偿 responsibility 进行了减轻或免除。^{〔14〕}

在搜集的案例中，若单从数量来看，我国涉及商业判断规则的案例并不算多，法院多持保守与谨慎的态度。从涉及商业判断规则的司法裁判来看，第三种做法占据多数，整体上法院的态度偏向于引入商业判断规则。对此，有法院判决给出了比较详尽的说理理由，即“由于公司的高级管理人员在从事商业活动时常会面临极大商业风险，不能要求每一个决策活动均产生最佳效益，否则对实际经营管理者的要求将过于苛刻”^{〔15〕}，故法院不能以事后判断代替公司经营者的商业判断，否则将违反我国公司法中公司独立经营原则。^{〔16〕}

总体而言，我国法院虽对商业判断规则的态度有所摇摆，但在法律未有明文规定下，对引入商业判断规则的积极态度已有所展现，蕴含着对商业经营决策的尊重与谨慎干预。

（三）法院对商业判断规则的适用路径存在分歧

在如何适用商业判断规则上，司法案例的裁判路径也存在较大不同。第一种路径是推定董事、监事、高级管理人员作出经营决策是符合义务标准的，从而排除法院的司法审查，除非原告能够证明被告（董事、监事、高级管理人员）存在故意或重大过失行为。该种路径体现了司法对公司内部事项的尊重，进而将举证责任分配至原告，对原告的举证责任要求较高。例如，“李某奔与北京京

〔10〕 参见上海市第一中级人民法院（2011）沪一中民四（商）终字第270号民事判决书。虽然一审法院认为对公司自治权及董事经营判断的保护，应引入商业判断规则等予以规制，但二审法院推翻了一审法院的判决。由此也可见法院对于商业判断规则适用的犹豫态度。

〔11〕 江苏省镇江经济开发区人民法院（2018）苏1191民初1435号民事判决书。

〔12〕 参见贵州省高级人民法院（2020）黔民终456号民事判决书。

〔13〕 参见广东省广州市中级人民法院（2021）粤01民终1056号民事判决书。

〔14〕 参见安徽省合肥市中级人民法院（2017）皖01民终7901号民事判决书。

〔15〕 黑龙江省高级人民法院（2018）黑民申2845号民事判决书。

〔16〕 参见湖南省高级人民法院（2014）湘高法民二终字第73号民事判决书。

西文化旅游股份有限公司公司决议效力确认纠纷案”中，法院认为，董事会在其权限范围内，有权对公司对外投资进行考量及决策，如股东主张董事会各董事违反商业判断规则，违反对公司忠实义务，则须提供充分证据佐证。^{〔17〕}

第二种路径是进行程序审查，判断董事决策是否符合商业判断规则。例如，“四川省港航开发有限责任公司诉四川巴鼎能源开发有限公司等公司利益责任纠纷案”中，法院认为董事未经适当程序作出决策，构成义务的违反，不符合一般情理上的商业判断。^{〔18〕}

第三种路径是进行实质审查，判断董事决策是否符合商业判断规则。例如，“范某、蒋某保损害公司利益责任纠纷案”中，法院详细阐述商业判断规则的内涵与要件，并据此对董事决策进行实质审查。^{〔19〕}甚至有案例更进一步，即使程序审查有问题，但只要通过实质审查，亦可满足商业判断规则。例如，“郑某与上海华亭某公司损害公司利益责任纠纷案”中，法院认为，董事汪某尽管在公司营运的决策程序上存在不妥之处，但进行实质审查后，认为从决策结果看无法认定有损公司利益，其决策符合商业判断规则，从而免责。^{〔20〕}

从现有案例来看，我国法院对商业判断规则的具体适用规则并未形成统一的审判路径，这主要与我国立法缺失、对商业判断规则的功能与定位尚未形成共识有关。其中第一种路径直接排除了司法审查，只要董事行为符合正常经营标准，即可认定履行义务到位，审查标准最为宽松；第三种路径审查标准最为严苛，须董事实质性地完全尽到义务才可；第二种程序审查路径介于前二者之间，可以降低对董事行为的审查标准，同时可兼顾董事责任判断的公允性。总结而言，我国司法实践中商业判断规则的适用分歧主要在于：一是是否须经审查；二是经何种审查，程序审查抑或实体审查。这须得结合商业判断规则的制度定位、公司治理情况及自治与干预的限度而定。

二、商业判断规则适用的学理讨论

（一）应予引入：理论与实践的需求

从上述司法实践检视来看，纵然我国并未在立法上明确写入商业判断规则，但司法实践案例多有引入该规则。法院多隐含地借鉴商业判断规则的理念，近些年来也有明确援引该理论进行裁判的趋向，可见司法实践之需求。

从学理上看，我国多数学者支持商业判断规则的引入。支持引入的观点认为，商业判断规则限定董事责任范围，可以避免司法权过度干预，帮助董事免受过大的经营风险和责任风险，有利于提高公司经营效率。^{〔21〕}如果对董事施加过重责任，难免导致董事避免尝试高风险的决策。另

〔17〕 参见北京市第三中级人民法院（2017）京03民终7216号民事判决书。

〔18〕 参见四川省南部县人民法院（2015）南民初字第3723号民事判决书。

〔19〕 即“作出商业判断的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7901号民事判决书。

〔20〕 参见上海市第一中级人民法院（2011）沪一中民四（商）终字第174号民事判决书。

〔21〕 参见刘敬伟：《董事勤勉义务判断标准比较研究》，载《当代法学》2007年第5期；胡宜奎：《比较法视野下的经营判断规则——兼论我国董事义务的完善》，载《江淮论坛》2011年第2期。

外，商业交易风险性较强，商业判断较为复杂，法官通常不具备商事技能和商业判断能力，要求法官对商业决策进行审查，既勉为其难，又加重司法负担。^{〔22〕}反对观点则考虑到商业判断规则引入后可能带来的某些弊端。综合国内外研究来看，商业判断规则的弊端包括：一是其内涵难以确定，会导致司法适用困难；^{〔23〕}我国法官素质参差不齐，未必能成功运用该项技术性标准。^{〔24〕}二是弱化董事注意义务，会导致公司承担董事冒险带来的更大风险，^{〔25〕}还将会间接鼓励控股股东的利益攫取行为；^{〔26〕}不引入商业判断规则，能够增加董事责任风险，减少董事粗心大意行为，督促董事谨慎行事。^{〔27〕}

笔者认为，上述反对观点的第一点担忧本就是制度设计与优化可及的范畴，何况于我国已有司法案例尝试对商业判断规则的内涵进行解释，域外法上也有不少成熟的做法可供借鉴。第二点担忧虽确然，但与公司治理的现状有关，可以根据公司治理具体情况，利用商业判断规则对董事责任提供不同程度的避风港，以实现公司及股东利益的最大化。最为重要的是，商业判断规则通常与董事义务的判断联系在一起，而我国现行《公司法》对董事义务采取概括加列举式规制模式，过于原则，操纵性不强，^{〔28〕}学理上董事义务的判断标准经历了主观标准向客观标准、一般标准向专业标准转变的过程，但在具体审判实践中依旧存在较大不确定性。商业活动复杂多变，判断董事是否尽到信义义务，既需要严格审查，确保董事履职行为的正当性、合理性，也要赋予董事一定的经营决策自由裁量权，避免董事承担过重的决策风险。商业判断规则可以对董事义务的判断进行某种补足，并在董事决策自由与信义义务履行之间取得平衡。因此，无论是实践需求，还是理论需要，商业判断规则的引入都将具有较强的必要性和较大的意义。

• 209 •

（二）应予审查：商业变迁下自治与干预的平衡

商业判断规则自诞生到发展，随商业变迁呈现制度的调整与适应。早期，公司发展仰仗于董事履职，须赋予董事较大程度的自由空间，保护董事为公司利益的冒险决策行为。董事如果频频遭受诉讼，则会影响公司正常经营管理。商业判断规则正基于此，保护董事免受不合理的诉讼干扰，符合公司两权分离的普遍现状。美国法上 1829 年 *Percy v. Millaudon*、^{〔29〕} 1850 年 *Hodges v. New England Screw Co.* ^{〔30〕} 以及 1944 年 *Casey v. Woodruff* ^{〔31〕} 等案件，明确法院不得事后审查董事决策，董事可以用商业判断规则来抵抗责任承担，起到诉讼防御的作用，正是此时公司治

〔22〕 同上注。

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

〔24〕 参见容纓：《论美国公司法上的商业判断规则》，载《比较法研究》2008 年第 2 期。

〔25〕 See Wai Shun Wilson Leung, *The Inadequacy of Shareholder Primacy: A Proposed Corporate Regime that Recognizes Non-Shareholder Interests*, 30 *Columbia Journal of Law and Social Problems* 587 (1997).

〔26〕 See Ralph A. Peeples, *The Use and Misuse of the Business Judgment Rule in the Close Corporation*, 60 *Notre Dame Law Review* 456 (1985).

〔27〕 See Lisa M. Fairfax, *Spare the Rod, Spoil the Director? Revitalizing Directors' Fiduciary Duty through Legal Liability*, 42 *Houston Law Review* 393 (2005).

〔28〕 参见郑佳宁：《目标公司董事信义义务客观标准之构建》，载《东方法学》2017 年第 4 期。

〔29〕 See *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (N.S.) 68 (La. 1829).

〔30〕 See *Hodges v. New England Screw Co.*, 1 R. I. 312 (R. I. 1850).

〔31〕 See *Casey v. Woodruff*, 49 N. Y. S. 2d 625, 643 (Sup. Ct. 1944).

理背景下的产物。

但随着公司股权结构的分散化,董事与股东的利益并非在任何时候都能够完全保持一致,董事有可能借由其职权侵害股东乃至公司利益,董事滥用职权行为时有发生。董事应受到信义义务的更多约束和规制,商业判断规则对董事过度保护,不利于约束庸才,有损公司和股东利益。^[32]法院不得不对董事责任施以较为严苛的要求,商业判断规则则需要根据公司治理具体情况,作出更加灵活的设置。^[33]例如,美国法上1984年Aronson v. Lewis案,法院正式确定将商业判断规则作为一种假定,从而衍生出以“推定”为适用核心的实质审查标准,并内含举证责任分配的程序功能。^[34]

在公司控制权之争中,适用商业判断规则面临更为严格的审查。^[35]20世纪80年代后,美国掀起第四次并购潮,商业判断规则进一步发生变化。例如,Smith v. Van Gorkom案中,特拉华州法院在考察董事是否花费足够时间研究公司并购利弊、是否获得支撑并购价格的书面文件、是否审查与并购相关的任何文件等因素的基础上,认为董事会在该并购决策中没有充分考虑所有“合理可得的重要信息”,构成商业判断不当行为。^[36]该案件反映了法院对董事决策过程的看重,如果董事决策没有尽到谨慎注意义务,则无法受到商业判断规则的庇护。^[37]继而Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.案中,法院认为,在适用商业判断规则之前,应当对董事会决策予以司法审查,由董事会证明其决策的正当性及防御措施的合理性。^[38]该判例扩大了并购案件中司法干预的范围,强化了董事对公司收购的责任。^[39]在公司并购场景下,商业判断规则已从对董事行为的绝对保护转向对董事行为的严格要求。^[40]

从上述美国法上商业判断规则的演变来看,商业判断规则正是随着商业实践的变迁、公司治理情况的变化而调整,从排除实质审查到可以进行实质审查,从最初的防御性规则演变为攻击性规则。^[41]从理论上说,商业判断规则经常被置于“主权领域”(sphere sovereignty)理论^[42]分析框架下:如果公司放弃自治责任,作出对公司不利的决策,或者根本不作出决策,则丧失主

[32] 参见前引[27], Lisa M. Fairfax文。

[33] See Kenneth B. Davis Jr., *Once More, the Business Judgment Rule*, 2000 Wisconsin Law Review 573 (2000).

[34] See Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

[35] See E. Jones, *Directors' Duties: Negligence and the Business Judgment Rule*, 19 South African Mercantile Law Journal 326 (2007).

[36] See Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

[37] See Gary P. Kreider, *Corporate Takeovers and the Business Judgment Rule: An Update*, 11 Journal of Corporation Law 633 (1986).

[38] See Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

[39] See Sean J. Griffith, *Good Faith Business Judgment: A Theory of Rhetoric in Corporate Law Jurisprudence*, 55 Duke Law Journal 1 (2005-2006).

[40] 我国也有不少学者接受了此种观点。参见前引[28], 郑佳宁文; 史欣媛:《目标公司董事信义义务判定标准的路径建构——以美国 and 英国实践为视角》, 载《甘肃政法大学学报》2021年第4期等。

[41] 我国学者对此进行的总结, 可参见傅穹、陈洪磊:《商业判断规则司法实证观察》, 载《国家检察官学院学报》2021年第2期。

[42] “主权领域”是神学、哲学、政治学概念, 来源于荷兰19世纪中期, 后延伸到法学领域, 用于描述独立于教堂和国家的审判权。具体内涵为, 法院承认并尊重每个社会主体的自治权空间, 但商业实体的主权领域范围不能违反法律, 不能超出主权领域的合理范围。

权领域的自治；如果决策违法，则引发司法审查。^{〔43〕}结合商业实践及公司治理变迁来看，商业判断规则是董事自由裁量权的某种体现，法院对其是否应当审查，取决于公司自治与司法干预之间的平衡。在公司治理较好的情况下，可以赋予董事更大的裁量权，扩大商业判断规则的适用，为董事提供更多免责保护；在董事滥权行为较频繁、须对董事施加更多限制时，可以扩大司法审查范围，施加董事更重责任，督促董事尽责履职。

综上，商业判断规则并非僵化的规则，可以根据不同公司治理需求进行不同的制度设计，在自治与干预之间进行平衡和取舍。因此，宜将商业判断规则定位为原则上排除司法干预、例外可进行司法审查，以充分尊重公司决策的自治性，同时督促董事在正常商业风险下的合法履职行为。

（三）何种审查：程序审查之外应允许实质审查

适用商业判断规则，法院是否应当进行实质审查，否定意见认为，应当将商业判断规则作为对董事、高管决策信义义务的要求，即，只要董事尽到了必要的信义义务，就受到商业判断规则的保护。^{〔44〕}这是董事信义义务的具体要求和规定，也符合我国公司治理的现实情况。肯定观点则认为，如果将商业判断规则理解为“弃权规则”（abstention doctrine），即直接排除法院对董事决策的审查，则董事受到该规则保护，股东无法通过代表诉讼追责到损害公司利益的董事，代表诉讼制度将沦为一张空文，并将恶化董事逃脱责罚的情况。^{〔45〕}商业判断规则实则是将董事决策风险转移至股东，而非由董事自身承担，^{〔46〕}这不利于保护股东及公司利益。^{〔47〕}因此，商业判断规则并非意味着法院不进行实质审查，而是对董事责任认定采取了较高的审查标准，使得董事很难被苛责。^{〔48〕}

笔者认可肯定观点。商业判断规则的初衷可能是排除实质审查，但我国公司治理的现状不允许仅作简单推定。我国公司多由控制股东掌握控制权，即公司经营决策往往反映的是控制股东的意志，少数股东很难说得上话。^{〔49〕}股东会中心主义下，董事决策受制于控制股东，而控制股东的利益与公司利益并非完全一致，控制股东容易发生攫取公司利益的行为，却因股东有限责任制度而很难受到相应规制，商业判断规则据此很容易沦为董事及其背后控制股东的保护伞。从这个视角来看，商业判断规则为董事提供避风港，实际上是在对控制股东施加保护。因此，在我国目前公司治理水平仍有待提升的情况下，可将形式审查作为一般性、原则性做法，但必然不能完全

〔43〕 See Lael Daniel Weinberger, *The Business Judgment Rule and Sphere Sovereignty*, 27 Thomas M. Cooley Law Review 279 (2010).

〔44〕 参见胡玉婷：《商业判断规则在反收购领域的应用及启示》，载《华东经济管理》2008年第2期。

〔45〕 See Mark A. Underberg, *Business Judgment Rule in Derivative Suits Against Directors*, 65 Cornell Law Review 600 (1979-1980).

〔46〕 参见前引〔33〕，Kenneth B. Davis Jr. 文。

〔47〕 据此有学者认为，商业判断规则的制度目的并非保护董事，而是保护公司免受诉讼带来的声誉降低，进而保护公司利益。See D. A. Jeremy Telman, *The Business Judgment Rule, Disclosure, and Executive Compensation*, 81 Tulane Law Review 829 (2007).

〔48〕 See Paula J. Dalley, *The Business Judgment Rule: What You Thought You Knew*, 60 Consumer Finance Law Quarterly Report 24 (2006).

〔49〕 参见前引〔33〕，Kenneth B. Davis Jr. 文。

排除法院实质审查。

故此,商业判断规则的推定从严格意义上来说并非简单的推定,而是在某些情况下阻止法院滥用裁量权,允许对董事经营决策原则上进行形式审查,必要时可进行实质审查。形式审查抑或实质审查,并不必然意味着董事责任的承担,要视审查结果而定。

三、商业判断规则适用的制度设计

(一) 限定商业判断规则适用范围

我国引入商业判断规则后,可以首先将其限定在与董事义务及董事责任相关的判断上。从前述实践检视来看,我国司法案例对商业判断规则的适用可以划分为两类:一是参考商业判断规则的实质内涵,延伸为对商事活动的尊重;二是作为对董事是否违反义务导致责任承担的辅助判断及干预。前者实则是司法审查谦抑性原则的体现,后者才是商业判断规则的实质内容。因此,在涉及商业判断规则的案由中,“损害公司利益责任纠纷”“公司决议效力确认纠纷”“与公司有关的纠纷”等案由通常关涉董事是否尽到信义义务、是否应当承担损害赔偿責任,引入商业判断规则,可以匹配制度规则的本旨与目的。而其他案由下的纠纷,无关董事义务与责任的判断,可以将之纳入司法谦抑性范畴,未必非要冠以“商业判断规则”之名。

其次,我国《公司法》第147条规定下的董事忠实义务与勤勉义务,是否均可适用商业判断规则,我国多数司法案例并未进一步区分,例如,“李某奔与北京京西文化旅游股份有限公司公司决议效力确认纠纷案”、^[50]“范某、蒋某保损害公司利益责任纠纷案”^[51]等。也有少数案件进行了区分,例如“郑某与汪某、郑某某、上海某有限公司损害公司利益责任纠纷案”对忠实义务并未适用商业判断规则,而对勤勉义务适用了商业判断规则。^[52]学理上看,忠实义务意在规制董事的自利行为,勤勉义务则规制董事的懒惰行为,^[53]这决定了忠实义务对董事的要求要严格于勤勉义务,且董事违反忠实义务是出于利益驱动,市场惩罚机制很难发挥作用;同时交由法院审查,法院对董事是否违反忠实义务的审查具有审查能力和审查优势,也有审慎审查的必要,并不威胁董事自由裁量权。^[54]因此,董事违反忠实义务是更为严重的情形,不应当受到商业判断规则的保护。

而董事勤勉义务不涉及董事自身利益,由于法院商事专业性的欠缺,司法审查的适用就变得棘手,此时才有适用商业判断规则的空间。有进一步观点认为,还应当排除董事违反注意义务且具有重大过失的情形。^[55]从董事的行为标准与司法审查标准分离的视角来看,董事行为标准是

[50] 参见北京市第三中级人民法院(2017)京03民终7216号民事判决书。

[51] 参见安徽省合肥市中级人民法院(2017)皖01民终7901号民事判决书。

[52] 参见上海市闵行区人民法院(2010)闵民二(商)初字第476号民事判决书。

[53] 参见施天涛:《公司法论》(第4版),法律出版社2018年版,第426页。

[54] See Stephen M. Bainbridge, *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, 57 Vanderbilt Law Review 83 (2004); 前引[21], 胡宜奎文。

[55] 参见前引[39], See Sean J. Griffith 文。

“合理注意”，司法审查标准则是重大过失或一般过失，行为标准要高于司法审查标准。^{〔56〕}至于司法审查标准，美国法上 1971 年 *Sinclair Oil Corp. v. Levien* 案^{〔57〕}与 1984 年 *Aronson v. Lewis* 案^{〔58〕}中，法院对董事决策审查均采用重大过失标准，相较于一般过失，降低了董事注意义务的司法审查标准。1985 年 *Smith v. Van Gorkom* 案^{〔59〕}中，法院认为董事作出不知情判断，同样构成重大过失，这导致判断标准趋向于宽松。据此有人认为应当以一般过失为判断标准，提高董事免责的门槛，强化对董事义务的要求。^{〔60〕}这些变化与讨论反映了对董事义务的不同宽严标准。对此类争议，笔者认为，大可区分不同情形，运用商业判断规则进行调整与缓和，以限制对董事的不当保护。即：在重大过失情形下，对董事的追责理应成为必然，此时不宜通过商业判断规则对董事进行保护；而在一般过失情形下，董事履职行为可能受限于市场变化及商业决策固有风险，可以通过商业判断规则对此进行调整。

综上，应将狭义上的商业判断规则从司法审查谦抑性原则中抽离为独立的制度规则，限定商业判断规则的适用范围为与董事义务及董事责任相关的判断，用于对董事经营决策的审查与判断，并限于董事违反勤勉义务且具有一般过失的情形。

（二）衔接商业判断规则与董事义务的判断

商业判断规则与董事义务的判断规则密不可分，用于排除董事违反义务导致的责任承担。有人认为，商业判断规则从积极角度保障董事履职自由，董事勤勉义务从消极角度对董事履职行为进行规范，二者一体两面。^{〔61〕}有人认为，董事义务属于对董事的事前要求，商业判断规则则构成对董事是否担责的事后审查，二者共同构成董事责任体系。^{〔62〕}还有人认为，商业判断规则是对董事行为进行司法审查的前置性程序，以原告能够举证证明董事决策存在重大过失为前提。^{〔63〕}这些观点都从不同层面阐述了商业判断规则与董事义务的关联。商业判断规则用于对董事义务的辅助性评判，以帮助董事在正当、合理商业决策上免受法律追责，可以完善董事义务及责任体系。

问题的关键在于如何衔接商业判断规则与董事义务的判断，既要保证董事信义义务的标准并不因此降低，^{〔64〕}同时还要具有抑制与排除司法审查的作用。^{〔65〕}笔者认为可以从董事义务与责任承担的构成要件入手。对于董事违反义务导致的责任，司法实践中法院通常按照侵权法中侵权责任构成的一般理论进行判断，^{〔66〕}其中侵权行为、损害后果、因果关系较好判断，但主观过错

〔56〕 参见前引〔47〕，D. A. Jeremy Telman 文。

〔57〕 See *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A. 2d 717 (Del. 1971).

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

〔59〕 See *Smith v. Van Gorkom*, 488 A. 2d 858 (Del. 1985).

〔60〕 参见杨大可、林指：《商业判断规则在我国的引入：争议、实践与德国镜鉴》，载《河南财经政法大学学报》2022 年第 4 期。

〔61〕 参见陆华强：《商业判断的会计约束与法律约束——以上市公司股份回购为切入》，载《经贸法律评论》2021 年第 1 期。

〔62〕 参见郭司雨：《商业判断规则的成文法表述研究》，载《上海法学研究》2020 年第 7 卷。

〔63〕 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 220 页。

〔64〕 参见蔡元庆：《经营判断原则在日本的实践及对我国的启示》，载《现代法学》2006 年第 3 期。

〔65〕 参见〔日〕高桥均：《股东代表诉讼的理论与制度改进》，梁爽等译，法律出版社 2013 年版，第 138 页。

〔66〕 学界也持此种观点，认为董事违反义务导致的责任属于侵权责任在公司法领域的特殊运用。参见施天涛：《公司法论》（第 4 版），法律出版社 2018 年版，第 412 页。

较难认定,各国立法及实践经历了主观主义、客观主义、主客观相结合等阶段的发展,仍旧是司法实务中最容易发生争议的部分。主观标准抑或客观标准,实则都是以一般理性人的标准进行建构,即以通常水平的商人在通常情况下所应当具备的水平为一般标准,个案再进行适度调整。^{〔67〕}但这种判断标准,并不能完全体现董事决策相关规制的公允性,因为随着市场环境变化,当时看似合理的董事决策可能被证明是存在失误。如果严格遵循主观标准或客观标准,可能会使董事遭受过大的经营风险和责任风险,^{〔68〕}这会导致董事过于保守而不敢选择对公司长期发展最为有利的决策。而商业判断规则是一种相对客观、动态的标准,^{〔69〕}可以从商业发展现实需要出发,在主观过错的层面对董事义务的判断进行干预并切断,为董事特意开辟出一个在不同程度或范围上的责任减轻或免除空间(详见图2),这既是对董事决策的尊重和保护,也可以简化董事违反义务导致责任承担的判断。

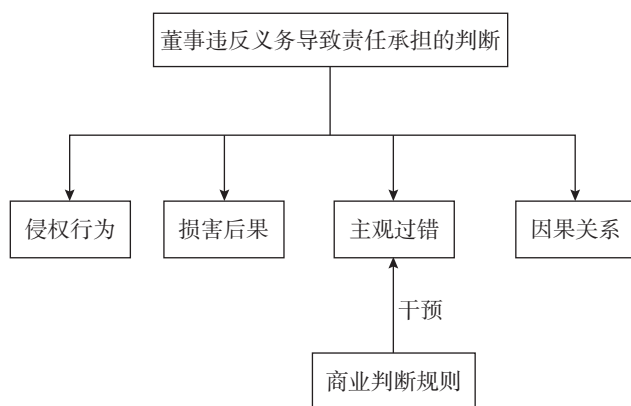


图2 商业判断规则在董事违反义务导致责任承担中的体系定位

具体而言,在大股东控制明显且有滥用控制权的情形,或者董事具有不尽信义义务可能的情形,以及其他必要情形下,可以对主观过错要件采用更为严格的标准,限缩商业判断规则的适用,以强化对董事责任的要求;而在其他无须苛责董事的情形下,可以对主观要件采取较为宽松的标准,扩大商业判断规则的适用,为董事决策提供保护,激励董事做出冒险但有利于公司发展的商业决策,以促进公司发展。^{〔70〕}据此,深入到公司内部治理结构,商业判断规则可以根据公司治理具体情况,在判断董事义务及界定董事责任上形成更加灵活、弹性的调整与适用机制。

(三) 细化司法审查步骤

在审查步骤上,有关商业判断规则应如何适用,有人认为我国应借鉴日本法模式,将商业判断规则作为司法介入的规则,法院原则上尊重董事在经营判断上的权限,在个案中对董事经营决

〔67〕 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。

〔68〕 See William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine 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 Northwestern University Law Review 449 (2002).

〔69〕 参见王真真:《董事勤勉义务制度的利益衡量与内涵阐释》,载《财经法学》2022年第3期。

〔70〕 承接上文分析,能够实现弹性适用目的的主观要件主要指的是董事具有一般过失的情形,但不限于此种情形,适用情形的范围可以根据公司治理的实际情况进行不同程度和范围的调整。

策的内容及程序进行司法审查，具体步骤为：先审查董事经营决策的“过程”，即审查董事是否尽到足够信息收集的义务，如有，则不进入内容审查；如无，则结合董事的主观心理及决策对公司经营的客观影响，对决策内容进行综合审查。^{〔71〕}日本法上实则认为，如决策过程合理，则推定董事无责，过程不合理，则董事也有可能担责。^{〔72〕}对此，有人认为日本对商业判断规则的程序加内容的双重审查要求，会侵蚀商业判断规则的制度价值，应当在程序满足要求时排除实质审查，例外进行实质审查时将内容不合理限定在一定程度范围内。^{〔73〕}还有人认为，对商业判断规则的适用，应先判断董事行为是否理性，是否属于正常的经营决策；再判断董事的决策行为是否符合程序完整、主观善意、不存在利益冲突的三大要件，如符合，则可以受到商业判断规则的保护。^{〔74〕}

从我国司法实践案例来看，尚未形成统一的审查步骤，但也不乏部分案例提供了较好的范例。例如，“郑某与上海华亭某公司损害公司利益责任纠纷上诉案”中，决策程序存在欠缺，但法院经过实质审查，认为其决策是依据商业判断规则在良成公司停止生产经营的状况下作出的，董事汪某并未违反勤勉义务。^{〔75〕}即，如不符合程序要求，则进入实质审查程序，但并不意味着董事必然承担责任。

综上，笔者认为，在进行商业判断适用时，应先审查董事决策程序。决策程序在一定程度上可以反映决策内容，法官审查决策过程，可以判断董事是否为获取决策所必要的信息而作出了充分的努力，以排查董事不负责任、轻率的决策。如程序有违法律、公司章程的规定，则必须对决策内容进行实质审查，综合考量董事是否有积极履行行为，以及主观上是否善意、合理相信其所为乃出于公司利益等因素；如程序符合法律、公司章程的规定，则可暂且推定董事尽到信义义务，但这种推定可被推翻，必要情况下可对决策内容进行形式审查，特殊情况还可进行实质审查。^{〔76〕}

（四）明确举证责任

在举证责任分配上，我国法院的做法也存在不一。多数法院将举证责任施加给原告，即遵循“谁主张，谁举证”的原则。例如，“上诉人南京润晖文化传媒有限公司与被上诉人谷某宁、范某飞损害公司利益责任纠纷案”中，法院认为上诉人润晖公司未提供证据证明谷某宁、范某飞在该业务往来中违反商业判断规则，故不支持其诉请。^{〔77〕}但也有法院将举证责任转移给董事承担。例如，“深圳市创造机电有限公司、刘某损害股东利益责任纠纷案”中，法院认为“实践中没有实际参与经营管理的股东对公司的控制能力及信息收取能力较弱”，因此将举证责任转移于董事承担，如董事能够证明自己的行为或决策已经满足商业判断规则的要求，则可免责，反之法院可

〔71〕 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。

〔72〕 有案例（日本精密股份有限公司案，埼玉地方法院判决）显示，董事决策内容合理，董事担责。转引自前引〔71〕，梁爽文。

〔73〕 参见前引〔62〕，郭司雨文。

〔74〕 参见周天舒：《论董事勤勉义务的判断标准——基于浙江省两个案例的考察》，载《法学杂志》2014年第10期。

〔75〕 参见上海市第一中级人民法院（2011）沪一中民四（商）终字第174号民事判决书。

〔76〕 根据公司治理情况及适用场景而定。例如，公司内部控制较为严重，或面临控制权争夺时，可以更倾向于进行实质审查。

〔77〕 参见江苏省南京市中级人民法院（2016）苏01民终3047号民事判决书。

认定其违反忠实和勤勉义务,并承担相应责任。〔78〕

我国多数学者认可借鉴德国立法例,采取举证责任倒置,明确由董事对其系争行为符合商业判断规则承担举证责任。〔79〕原因在于,中小股东与董事之间信息不对称问题突出,董事对其公司决策的事实和过程更为了解,在我国公司治理结构尚未完全建立、内部人控制现象严重的情况下,若加重原告的举证责任,引入商业判断规则并无意义。〔80〕当然也有少部分学者认为应将举证责任施加给原告,以免董事承担不必要的诉讼负担。〔81〕美国法上即采此种方式,例如美国法学会《公司治理原则:分析和建议》第4.01(d)条规定,如果股东诉称董事违反注意义务,原告股东须承担举证责任。〔82〕还有人认为应当将原被告的举证责任进行动态分配,先由股东围绕商业判断规则的要件进行举证,举证内容包括董事有不当行为、董事决策没有进行合理的信息收集工作、董事非善意,股东即完成举证,此时举证责任转移至董事,董事须从决策程序符合规定、决策所需信息充分、没有利益冲突等方面,证明其商业决策对公司是完全公平的。〔83〕

笔者认为,举证责任应当立足于我国公司治理环境,与严格的董事勤勉义务标准相配合,共同构成对董事权责的平衡。如果将举证责任置于原告一方,使得董事很容易受到商业判断规则保护,这在股东积极主义盛行、商业竞争更为激烈的市场环境下具有积极意义。如果将举证责任置于被告一方,实则对董事施加了更为严格的注意义务,这在股东占据弱势地位的情况下具有积极意义。就我国公司治理环境而言,相较于股东,董事占据优势地位,因此应将保护的天平倾向于股东一方,由股东初步举证后,即采用举证责任倒置,由董事承担更高的举证责任,以强化董事信义义务。

四、结论:商业判断规则在我国的适用

我国法院在对商业判断规则适用上呈现态度摇摆、案由多元、审查路径差异大的样态,但近年来有从隐含借鉴其理念到明确援引适用的趋向,并进行了从内涵解释到适用规则探索的大胆尝试,体现了商业判断规则在理论与实践上的强烈现实需求。我国应当综合考虑司法实践现状及学研究、域外立法例,为商业判断规则寻求妥当的制度安置。

关于是否应当允许法院审查,商业判断规则并非完全阻断法院审查,而是在某些情况下允许法院对董事决策进行审查。从域外法变迁来看,商业判断规则体现了公司自治与司法干预的平

〔78〕 参见广东省东莞市中级人民法院(2018)粤19民终8457号民事判决书。

〔79〕 参见唐林垚:《论美国敌意收购中商业判断规则适用之实践》,载《社会科学》2019年第8期等。

〔80〕 参见徐东:《公司治理的司法介入研究》,法律出版社2016年版,第151页。

〔81〕 参见前引〔44〕,胡玉婷文。

〔82〕 也有人认为,该规则是被简化的,须要求原告起诉时告知被告不受商业判断规则保护的原因,该规则规定了需要排除实质审查的证据数量,但所需证据可能会随着外部董事数量增加等因素而增加,而第4.01(c)限制了安全港规则的应用,第4.01(d)重新分配了原告的举证责任,但并未详细规定董事或原告双方举证的程度。See R. Franklin Balotti & James J. Hanks, Jr., *Rejudging the Business Judgment Rule*, 48 Business Lawyer (ABA) 1337 (1992-1993).

〔83〕 参见前引〔69〕,王真真文;张毅、楼笑含:《从ODN案看美国董事信义义务的新动向》,载《财经法学》2018年第1期。

衡，可以根据公司治理具体情况，在不同范围及程度上为董事提供责任除外空间，形成董事义务与责任的更加灵活、弹性的调整与适用机制。具体而言，在判断董事因违反义务导致责任的过程中，商业判断规则可以在主观过错要件上发挥相对客观、动态的作用，即：公司治理状态良好时，在主观过错要件层面采取较为宽松的审查标准，扩大商业判断规则的适用，为董事决策提供保护，激励董事做出冒险但有利于公司发展的商业决策；公司治理状态欠佳时，对主观过错要件层面采用较为严苛的审查标准，限缩商业判断规则的适用，以强化董事责任，督促董事尽责履职。

制度设计上，商业判断规则应当限定在与董事义务或董事责任相关的纠纷中，限于对董事违反勤勉义务且具有一般过失的判断上。具体适用步骤上，应先审查董事决策程序，如程序有违法律、公司章程的规定，则必须对决策内容进行实质审查；如程序符合法律、公司章程的规定，则可暂且推定董事尽到信义义务，但必要时可对决策内容进行形式审查，特殊情况还可进行实质审查。

商业判断规则尊重董事的正常经营决策，可以缓和对董事责任的过分苛责，弥补传统董事义务的不足。我国新一轮修订《公司法》之际，应当将商业判断规则明确引入立法，为司法裁判提供明确的指引，并通过司法解释等，逐渐形成并完善董事义务与董事责任的具体适用体系。

Abstract: In China's judicial practice, there have been many cases where business judgment rule is applied. Due to the lack of legislation, there are problems such as inconsistent cause of action, swinging introduction status, and large deviations in application paths. The business judgement rule does not completely block court review, but rather allows court review of directors' decisions under certain circumstances. The business judgment rule should be introduced as a legal system independent of the principle of judicial modesty during the amendment of the Company Law. In terms of specific review steps, it should be limited to the disputes related to the obligations or responsibilities of directors. The decision-making procedure of directors should be examined first, then the contents of decision-making can be formally examined when the procedure is illegal, and substantive review can be conducted in certain circumstances. In connection with the judgment of directors' obligations, loose or strict examination standards can be adopted on subjective fault elements according to the specific circumstances of good or poor corporate governance, so as to play a relatively objective and dynamic flexible role in the judgment of directors' obligations and provide directors with different degrees of exemption space. Lastly, the shareholders shall provide preliminary evidence, and then the burden of proof should be reversed to the directors.

Key Words: business judgment, substantive examination, directors' obligations, autonomy and intervention, corporate governance

我国营业信托中忠实义务的认定、 违反及归责路径研究

田桂瑶 杨 婷*

内容提要：忠实义务作为一项法定概括性义务，很难也不宜完全具体化。在营业信托纠纷案件中，法院判断受托人是否违反忠实义务，既要明确《信托法》第 25 条规定的任意法性质及其涵摄范围，亦要区分忠实义务与注意义务在受托人主观要件与行为要件等方面的不同。法院不应拘泥于传统的忠实义务类型化理念以及线性客观归责思维，宜在结合信托目的、最佳利益标准等综合因素的基础上，借助举证责任倒置规则、受益人提起第三人诉讼、对信托合同进行补充解释等方式，明确受托方责任。由于国内立法层面尚未引入信义义务，且司法实务对信义义务的制度需求并不迫切，故无必要在裁判文书中直接引入信义义务。

关键词：营业信托 忠实义务 类型化 最佳利益 信义义务

一、问题的提出

营业信托亦称商事信托或信托营业，本意是受托人以信托为业的信托，^{〔1〕}具体指委托人基于对受托人的信赖，由受托人为受益人利益管理信托财产。在营业信托法律关系中，忠实义务系受托人义务的一项重要内容。忠实义务的核心旨在规范利益冲突并禁止受托人从信托关系中获利。^{〔2〕}现阶段，《中华人民共和国信托法》（以下简称《信托法》）虽未针对忠实义务作出明确规定，但根据第 25 条至第 28 条的规定，能够总结出关于忠实义务的履行规则：首先，《信托法》

* 田桂瑶，北京航空航天大学法学院博士研究生；杨婷，最高人民法院民二庭二级高级法官助理，澳门大学法学院博士研究生。

本文为国家法官学院项目“营业信托中忠实义务研究”（FY2021014）的阶段性成果。

〔1〕 参见谢哲胜：《信托法》（2022 年增修 6 版），元照出版有限公司 2022 年版，第 19 页。

〔2〕 参见李宇：《商业信托法》，法律出版社 2021 年版，第 914 页。

第25条作为忠实义务的总体概括,重点强调受托人应遵守信托文件的规定为受益人最大利益行事,且需恪尽职守,诚实、信用、谨慎、有效地管理信托财产;其次,《信托法》第26条、第27条、第28条分别规定了禁止受托人谋取私利、禁止破坏信托财产独立性以及禁止利益冲突的内容。据此,我国《信托法》整体确立了忠实义务的抽象履行规则,原则性较强。

国内理论界针对受托人义务(或忠实义务)的讨论,主要聚焦于对信义义务的移植以及与诚信原则的规范配置方面,同时还提出借个案裁判类型化、〔3〕发挥诚信原则功能、〔4〕适用比例原则以及动态系统理论等解决纠纷的建议,〔5〕为司法实务如何把握忠实义务裁判标准提供新思路。然而,前述讨论亦存在一定不足:其一,在内容方面,偏重域外经验的介绍及引入,对国内本土制度需求及实证研究关注不够;其二,在因应对策方面,虽然重视忠实义务的类型化,但对实施类型化的可行性、可操作性探讨不足;其三,在结论方面,主要是基于国内信托制度之不足而提出立法完善建议,忽略了平衡规范法官自由裁量权与实现实质公平裁判的重要性。

在营业信托纠纷中,法院认定忠实义务通常遵循“有约定从约定,无约定从法定”的基本规则。然而,若该项义务既非《信托法》规定,亦非信托当事人意定,法院如何判断其是否属于忠实义务,忠实义务的认定尚无统一规则,法院需根据何种构成要件或采取何种方式,判断受托人有无违反忠实义务,经法院审理并判定受托人违反忠实义务,受托人的具体责任如何明确、受益人又应如何救济,这些均系实务未决之难题。本文拟采取法解释与实证研究方法,通过厘清立法应然规范与司法实然经验的偏差,进一步反思营业信托中适用忠实义务内容的司法制度需求;在总结归纳金融类案裁判精要的基础上,构建兼顾法律稳定性与法官自由裁量权限制的合理裁判逻辑,以此优化忠实义务的司法适用进路,营造良好的法治化营商环境。

• 219 •

二、实务样态:我国营业信托中适用忠实义务内容的裁判规则

以中国裁判文书网作为检索工具,在全文检索部分将“营业信托”与《信托法》第25条规定的“最大利益”作为关键词,共筛选出275份裁判文书,其中涵盖“忠实”及“最大利益”内容的有效案件样本共205份。〔6〕通过对其分析可进一步探索营业信托中忠实义务的司法适用基本样态。

(一)我国营业信托中适用忠实义务内容的审判概况

1.案由类型集中且法院审级下沉

样本案例显示,目前营业信托中适用忠实义务内容的案件,包括营业信托纠纷、信托纠纷、侵权纠纷、合同纠纷、财产损害赔偿纠纷等多项案由,其中以营业信托纠纷居多,基本为民事案由。就审理法院级别而言:基层法院和中级法院的受理案件数量较多,占比83.41%;最高法院、高级法院以及金融法院的受理数量相对较少,占比16.59%。国内虽设有上海、北京以及成渝金

〔3〕参见赵廉慧:《论信义义务的法律性质》,载《北大法律评论》2021年第1期。

〔4〕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。

〔5〕参见徐化耿:《信义义务的一般理论及其在中国法上的展开》,载《中外法学》2020年第6期。

〔6〕最后一次检索更新日期截至2023年1月31日。在这275份裁判文书中,存在管辖争议、执行实施、执行审查、民事信托、公益信托等与适用忠实义务内容无关的文书共计70份,这70份未纳入本文所分析的有效样本范畴,笔者予以剔除。

融法院，^{〔7〕}但鉴于金融法院具有专门的案件管辖类型，管辖范围以外的多数营业信托纠纷仍由地方基层法院和中级法院审理，故整体法院审级逐步下沉。

2. 争议要素多元且争议类型复杂

国内营业信托中适用忠实义务内容的案件，其争议焦点主要集中于受托人是否违反忠实义务的认定方面。根据不同争议要素可将争议焦点划分为信托合同问题、设立信托争议、受托人责任承担、因果关系论证及其他争议等方面；以实质审查和形式审查为界，可进一步将争议焦点划分为实体争议与程序争议。实体争议主要系针对忠实义务违反与否的审查，具体包括对受托人是否勤勉尽责、是否存在过错，因果关系是否成立等的认定；程序争议主要系针对诉讼程序性要件进行审查，具体包括对诉讼时效、诉讼中止、信托执行等的认定。部分有效样本兼含实体争议与程序争议，两种不同类型的争议相互交织、互相影响，这类案件争议要素多元且争议类型复杂。

3. 受理案件增多且地域分布集中

分析有效样本发展趋势可知，2001年至2018年间，国内营业信托纠纷案件持续增多，其中涉及适用忠实义务内容的案件共85件，2019年至2022年间，受理案件数量虽有所递增，但整体增长速度缓慢。^{〔8〕}从地域分布看，陕西省法院受理案件数量较多，其次为北京市、山西省和吉林省。近5年来，营业信托中适用忠实义务内容的受理案件，相对集中于资源导向型和经济发达地区。鉴于营业信托纠纷较为复杂，近53%的案件是在365天以上审结，审理期限较长。^{〔9〕}

总体上，我国营业信托中适用忠实义务内容的争议案件类型复杂多变，在司法资源有限的现实环境下，如何厘清法院适用忠实义务内容的审判难点，有待进一步解析。

（二）我国营业信托中适用忠实义务内容的审判难点剖析

1. 忠实义务的认定：涉及多项内容，范围界定未臻明确

（1）性质认定存在不同立场。司法实务中关于忠实义务法律性质的认定，分歧明显。其一，采取法定义务立场。信托当事人在信托合同中，一般会重复《信托法》关于受托人义务的规定，因此，法院通常认为，受托人违反忠实义务的行为，构成违反法定义务。^{〔10〕}其二，采取合同义务立场。虽然部分法院认为，忠实义务系法定义务，但受托人实际违反的是信托合同约定，故受托人应承担的是违约损害赔偿责任。^{〔11〕}其三，采取先合同义务立场。一般从受托人是否合理保障委托人的知情权方面出发加以判断。^{〔12〕}相关司法分歧请见表1。

〔7〕 2018年3月28日，中央全面深化改革委员会第一次会议审议通过《关于设立上海金融法院的方案》，同年8月20日，上海金融法院正式揭牌成立；2020年12月30日，中央全面深化改革委员会第十七次会议审议通过《关于设立北京金融法院的方案》，次年3月18日，北京金融法院正式成立；2022年2月28日第十三届全国人民代表大会常务委员第三十三次会议通过关于设立成渝金融法院的决定，同年9月28日成渝金融法院正式揭牌。

〔8〕 有效样本中，2019年、2020年、2021年、2022年关于营业信托中适用忠实义务内容的案件数量分别为54件、35件、21件及17件。最近五年共计186件相关案件，因疫情原因近三年的受理案件数量有所降低。

〔9〕 有效样本中，2~15日审结的案件占比10.53%，16~30日审结的案件占比5.26%，31~90日审结的案件占比15.79%，91~180日审结的案件占比10.53%，181~365日审结的案件占比5.26%，365日以上审结的案件占比52.63%。

〔10〕 参见上海金融法院（2021）沪74民终422号民事判决书；北京市东城区人民法院（2021）京0101民初23386号民事判决书。

〔11〕 参见北京市朝阳区人民法院（2019）京0105民初60082号民事判决书。

〔12〕 参见北京市高级人民法院（2019）京民终1600号民事判决书；北京市东城区人民法院（2020）京0101民初5569号民事判决书；北京市第二中级人民法院（2020）京02民终3041号民事判决书。

表 1 营业信托中认定忠实义务法律性质的司法分歧^{〔13〕}

义务性质	法定义务			合同义务	先合同义务
责任性质	侵权责任	连带责任	补充赔偿责任	违约责任	缔约过失责任
样本数量（205）及占比	（67） 32.68%	（44） 21.46%	1（0.49%）	（88） 42.93%	（5） 2.44%

（2）范围界定亟待明确指引。首先，从忠实义务的总体概括来看，《信托法》第 25 条规定涉及的“最大利益”“恪尽职守”“诚实、信用、谨慎、有效”等内容，均属于较为抽象的法律概念，其实质含义未臻明确；其次，从忠实义务的具体内容分析，《信托法》第 26 条至第 28 条虽然规定了禁止受托人谋取私利、禁止破坏信托财产独立性以及禁止利益冲突的内容，但对营业信托通道业务中的利益冲突行为如何界定^{〔14〕}未作明确规定；最后，就忠实义务的理解适用而言，“最大利益”是以“唯一利益”“信托目的利益”“经济利益”还是“最佳利益”解释，“诚实、信用、谨慎、有效”等法律概念有无确定的法律适用位阶或裁判标准等，理论实务莫衷一是。

2. 忠实义务的违反：构成要件不明，审判依据重合同轻信托

（1）以争议要素判断为主。司法实务中关于受托人是否违反忠实义务的认定，存在不同做法。其一，根据义务类型判断。主要以信托合同约定的内容审查受托人是否违反忠实义务。其中包括对受托人是否违反信息披露义务、是否勤勉尽责以及是否尽到风险提示与通知义务等的认定。^{〔15〕}其二，根据过错责任判断。主要以受托人对实际造成的信托财产损失是否存在过错来判断受托人责任。其三，根据因果关系判断。此做法旨在证明受托人违反忠实义务与信托财产损失是否存在因果关系，从而认定受托人应承担损害赔偿赔偿责任。^{〔16〕}总体而言，司法实务中关于受托人是否违反忠实义务尚未形成统一的裁判构成要件。

（2）出现忠实义务弱化情形。分析有效样本内容可知，法院判断受托人是否违反忠实义务所引实体法依据主要以《中华人民共和国合同法》第 8 条、第 44 条、第 125 条居多，直接引用《信托法》第 25 条规定的案件数量较少，审判依据重合同而轻信托。此外，营业信托实务中还出现忠实义务的弱化倾向，其突出表现为强调忠实义务的合同性以及任意性规则的特点，当事人可以自由修改甚至免除部分忠实义务。^{〔17〕}由此，忠实义务正面临着一种被降格为约定义务的法律风险。

〔13〕 在有效样本中，将营业信托中忠实义务视为一项法定义务的占比 54.63%，认定受托人违反合同义务的占比 42.93%，认定受托人涉及违反先合同义务的占比 2.44%。其中还有法院认为违反法定义务所承担的责任类型包括侵权责任、连带责任抑或补充赔偿责任。

〔14〕 “通道业务”并非严谨的法律概念，一般是对资产管理业务中对受托人不承担主动管理责任的工具性交易安排的统称，其在不同的资管产品中有不同的表现形式；“通道业务”最初于 2008 年以“银信合作”的形式出现，此后银证合作、银基合作等新类型的通道业务亦开始不断发展。

〔15〕 参见北京市高级人民法院（2019）京民申 5163 号民事裁定书；北京市西城区人民法院（2019）京 0102 民初 38183 号民事判决书。

〔16〕 在营业信托纠纷中，法院判断受托人是否违反忠实义务，主要是在基本事实部分对受托人有无过错以及受托人在尽职调查、信托财产处置等信托事务处理环节是否勤勉尽责进行审查，受托人过错以及信托事务处理行为与信托财产损失之间有无因果关系，关系着受托人所应承担的损害赔偿范围。

〔17〕 从信托法理以及我国的实际情况来看，《信托法》规定受托人义务可通过信托合同做出具体约定和细化，受托人法定义务的合同化，使得抽象的受托人义务具化为信托文件以及交易文件的执行，其中包括具体投资项目的选择和判断、尽职调查、投资决策和执行等事项。信托公司办理的信托业务主要根据信托合同设立，信托当事人甚至可以约定加重或减轻受托人的义务，此做法是否合理引起广泛争议。

3. 忠实义务的归责：责任性质固化，损害赔偿范围难以界定

(1) 受托人责任以侵权责任和违约责任为主。在司法实务中，违反忠实义务的法律性质属于侵权责任或违约责任两大范畴，法院判断信托受托人是否违反忠实义务，基本以过错责任为原则。典型案例如：在“彭某与中某信托公司营业信托纠纷案”中，二审法院认定受托人未履行信托合同约定的风险提示、通知以及信息披露义务存在过错，受托人应承担损害赔偿责任。^{〔18〕}诚然，信托合同约定属于判断受托人有无过错的重要因素，但违反忠实义务的行为包括但不限于违反信托合同明确约定的义务。《信托法》第 25 条规定的法定义务即使未约定于信托合同当中，信托受托人并不当然免责。在《信托法》规定不明、信托当事人约定不清的情况下，法院如何判断受托人是否违反忠实义务，其归责原则如何确立，困扰着司法实务。

(2) 损害赔偿以直接损失为准。承认忠实义务的存在，不论其为法定抑或意定，如有违反，致信托财产有所损害，须负损害赔偿责任。根据《信托法》第 26 条至第 28 条规定的内容，受托人依违反忠实义务的样态不同，所应承担的赔偿责任通常以信托财产实际损失为限，本质上属于一种填补性赔偿责任。该实际损失是否包含信托财产在正常情况下可获得的预期利益？受托人违反忠实义务行为时，应否承担相应的惩罚性赔偿责任？对此《信托法》未明确规定，司法实务难以有效界定损害赔偿范围。^{〔19〕}

4. 违反忠实义务的救济：撤销权、解任权、归入权的行权冲突

受托人违反忠实义务，委托人、受益人均有权行使相应救济权。首先，根据《信托法》第 22 条、第 23 条、第 49 条的规定，受托人违反信托目的处分信托财产或因违背管理职责、处理信托事务不当致使信托财产受到损失的，委托人、受益人有权撤销该处分行为；其次，受托人违反信托目的处分信托财产或管理运用信托财产有重大过失的，委托人、受益人有权按照信托文件约定或向人民法院申请要求解任受托人；最后，根据《信托法》第 26 条的规定，受托人利用信托财产谋取私利的，所得利益均归入信托财产。

在自益信托中，委托人与受益人为同一主体并无行权冲突，无需赘述。然而，在他益信托中，以上撤销权、解任权以及归入权的行使主体并不相同，委托人与受益人在行使救济权时并不具有同等法律地位，二者存在不具有共同利益的情形。此时，若是委托人、受益人关于受托人违反忠实义务或受托人应否被解任的判断不一致，法院对此行权冲突如何处理，《信托法》规定语焉不详。^{〔20〕}

〔18〕 参见北京市朝阳区人民法院（2016）京 0105 民初 11766 号民事判决书；北京市第三中级人民法院（2018）京 03 民终 13862 号民事判决书。

〔19〕 此外，理论实务对信托财产在尚未完成清算和分配的情况下，能否由委托人向受托人主张损害赔偿，分歧明显。主流裁判观点认为：在信托计划尚未终止，或者信托计划已经终止，但信托财产尚未清算与分配的情况下，委托人是否存在投资损失、投资损失的具体数额等都处于不确定状态，委托人不能要求受托人承担赔偿责任。参见最高人民法院（2020）最高法民申 4151 号民事裁定书。学理上提出《信托法》规定的损害赔偿并未以信托清算为条件，以“预期收益+投资金额+逾期利息-回收的信托财产”作为计算标准，即使信托财产尚未清算和分配，委托人仍有权主张损害赔偿。

〔20〕 《信托法》第 49 条第 1 款规定：“受益人可以行使本法第二十条至第二十三条规定的委托人享有的权利。受益人行使上述权利，与委托人意见不一致时，可以申请人民法院作出裁定。”《信托法》规定的是委托人与受益人可以诉诸法院解决纠纷，不涉及法院如何处理的问题。

三、路径优化：我国营业信托中适用忠实义务内容的进路分析

从词源方面分析，忠实（loyalty）一词，源自公元前14世纪古法语“loialte, leaute”，意为“忠诚、合法、诚实、质量好”，体现较强道德属性，当与“duty”结合时，有“应当作为之事”以及“道德上正确力量”的含义。^{〔21〕}在英美法上，忠实义务与注意义务共同构成信义义务的重要内容；在中国法上，除《中华人民共和国公司法》（2018年修正）第147条明确规定董事、监事、高级管理人员应对公司负有忠实义务以外，^{〔22〕}《信托法》第25条、《中华人民共和国证券法》（2019年修正）第10条、《中华人民共和国证券投资基金法》（2015年修正）第9条规定等，主要是借“恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉、守信、尽责”等概念表述^{〔23〕}抽象出忠实义务的基本要义。据此，《信托法》第25条规定的忠实义务抽象履行规则，如何有序适用于我国营业信托司法实务当中，可从如下方面讨论。

（一）明确我国营业信托中适用忠实义务内容的制度需求及解释路径

1. 我国营业信托中适用忠实义务旨在规范金融交易，推动信托回归本业

2020年中央财经委员会第七次会议提出，我国目前面临“双循环”的新发展格局，其核心要义为“以国内经济大循环为主，国内国际双循环相互促进”。^{〔24〕}在新发展格局下，金融作为经济竞争的重要因素，在不断实现创新的同时，亟须通过高效的规则治理，营造良好的金融司法环境。国内现代金融市场规模巨大，交易类型复杂，典型如营业信托中的通道业务、结构化信托、伞形信托等不仅内容混杂且形式多变。^{〔25〕}新类型的营业信托纠纷层出不穷，致使司法实务面临严峻挑战。对复杂的营业信托纠纷进行精准的法律解读，既是化解金融诉讼风险的必要途径，也是提升金融司法专业性的必然要求。

在金融领域，由点及面是金融活动的特征之一，个案风险处置不当极易引发系统性的金融风险。因此，为防范化解系统性金融风险，不论是金融司法还是金融监管，均需在参与金融市场的全周期治理过程中，着重强调信托公司不仅仅是一个融资通道，其本业应为主动管理型信托。在银信、信证、信保等通道业务中，不应免除信托公司的基本管理义务，以此实现信托业务的去通道化。在回归营业信托本源、聚焦信托主业的监管趋势下，我国营业信托中适用忠实义务内容，一方面旨在规范金融交易行为，激发金融市场活力，另一方面通过打破信托公司的通道业务桎梏，推动信托本业的回归。

〔21〕 See *Search Online Etymology Dictionary*, available at <https://www.etymonline.com/search?q=duty%20of%20loyalty>, last visited on Feb. 6, 2023.

〔22〕 《公司法》第147条与2022年《中华人民共和国公司法（修订草案二次审议稿）》第180条，均涉及关于董事、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的内容。

〔23〕 参见徐化耿：《信义义务研究》，清华大学出版社2021年版，第111-119页。

〔24〕 习近平总书记在2022年党的二十大报告中明确提出，要加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。这一重大战略部署，已被写入党的十九届五中全会决议。

〔25〕 通道业务最初以银信合作的形式出现，即是为了规避监管，商业银行通过银信合作，借助信托计划将资产从表内放到表外，从而规避银行监管指标的约束。后续发展壮大的银信理财合作业务、银证合作、银基合作等新型通道业务，同样带有规避监管进行套利的目的。

2. 我国营业信托中不宜简单引入信义义务解释忠实义务是否被违反

近年来，国内理论界就是否引入信义义务展开诸多讨论。有观点认为，在肯定信义义务对维护受益人利益具有重要影响的基础上，可考虑采用拓宽和变革现行合同法规则和理念的方法来实现对信义法规则和原理的包容；^{〔26〕}也有观点提出，可在我国传统信义义务逻辑结构基础上，对现代信义义务进行逻辑重构；^{〔27〕}还有观点谈到，中国作为传统的大陆法系国家并不具备英美法系的衡平法基础，贸然引入信义义务理论难免冲击现有民商事立法的基本法律逻辑和理论架构，可能引发更多问题。^{〔28〕}笔者认为，就司法实务层面而言，宜对信义义务的引入持谨慎态度。

首先，信义义务尚未被我国纳入信托立法。信托（trust）作为源自英国法的一种为他人利益管理财产的制度，其最初产生的重要原因是为规避当时严格限制土地转移的法律和沉重的封建赋税。^{〔29〕}直到衡平法中，为了使信托受益人的权利获得切实保护，信托受托人的法定义务（即信义义务）才得以确立。^{〔30〕}在英美法上，商业信托的不断发展，逐步形成了一种以信义义务为核心的信托传统。^{〔31〕}

虽有观点认为，缺乏衡平法土壤的信义义务仍可在大陆法体系下生存，^{〔32〕}但其是否有必要在我国审判实践中证成，宜具体问题具体分析。我国立法、司法制度与英美法系截然不同系不争事实。我国人民法院是依照法律规定对民事案件独立进行审判。^{〔33〕}国内《信托法》及相关信托规范性文件，虽然体现忠实义务的基本要义，但整体上并未将忠实义务纳入立法范畴。目前，忠实义务尚未被我国纳入信托立法，更遑论直接将信义义务引入司法裁判之中。信义义务背后所确立的裁判规则，并非仅是在不同法系背景下区别于诚信原则的特殊利益保护规则，更是在适用位阶居于传统规则之后，但在法律效果上强于传统规则的全新规则。引入信义义务不仅会对中国现行立法逻辑和理论框架造成冲击，更是对司法裁判方式的重大突破，并非仅是简单的法律概念引入。

其次，我国司法实务对信义义务的制度需求并不迫切。从立法目的来看，实现实质公平裁判是现代法律所追求的终极目标。处于追求实质公平的价值取向下，法院在裁判过程中可以超越实然的信托合同约定，按照应然的实质公平标准作出裁判。如果信托当事人对信托合同条款的理解产生争议，既可适用《信托法》规定亦能够根据《中华人民共和国民法典》（以下简称《民法典》）合同编的相关规定，得出合乎公平原则的结论。诚然，在特殊案件中，法院理解适用《信托法》第25条规定时，可能会因裁判标准不一或裁判方向不一致出现同案不同判决的情形，但这些问题可以通过公布指导性案例、司法解释、审判会议纪要，以及探索建立金融市场案例测试机制^{〔34〕}等方式加

〔26〕 参见朱圆：《论信义法的基本范畴及其在我国民法典中的引入》，载《环球法律评论》2016年第2期。

〔27〕 参见王莹莹：《信义义务的传统逻辑与现代建构》，载《法学论坛》2019年第6期。

〔28〕 参见任自力：《金融机构适当性义务的规范逻辑》，载《法律适用》2022年第2期。

〔29〕 参见高凌云：《被误读的信托——信托法原论》（第2版），复旦大学出版社2021年版，第13页。

〔30〕 参见许多奇：《论全周期视野下私募基金管理人的信义义务》，载《武汉大学学报（哲学社会科学版）》2022年第5期。

〔31〕 参见赵廉慧：《作为民法特别法的信托法》，载《环球法律评论》2021年第1期。

〔32〕 参见李颖芝：《衡平法外的受信义务——析董事于新〈公司法〉下之“忠实义务”》，载《北大法律评论》2008年第2期。

〔33〕 参见李世成：《论社会主义法律体系形成背景下的民事审判》，载《社会科学研究》2012年第5期。

〔34〕 探索建立金融市场案例测试机制，主要系通过对市场中前瞻性、重要性法律问题可能引发的纠纷进行案例测试，明确权利义务，为支持鼓励金融市场创新开放提供明确规则指引，上海金融法院已逐步落地实施该项机制。参见赵红主编：《金融审判前沿》（第3辑），法律出版社2022年版，第14页。

以解决。目前,国内司法实务并无必要引入信义义务,另设一条与传统规则完全不同的规制方法,否则不免叠屋架瓴,致使司法实务呈无所适从之状。

最后,引入信义义务与我国规范法官自由裁量权之间多有扞格。在英美法上,涉及信义义务内容之裁判与法官自由裁量权的行使密不可分。自由裁量不仅是英美法系背景下的法官造法,更是法官根据法律(包括司法解释),依据法庭查明事实,在个人意识支配下做出裁判的过程。^[35]在法律规定不明、当事人意思表示不清时,以信义义务规制的法律效果是建立在扩张或类推解释信托合同条款的基础之上。相较之下,我国法官在司法审判过程中并不承担造法职能,其裁判权的行使必须在法律规定的范围之内,并不满足信义义务对法官自由裁量权扩张的需求。如贸然在司法审判中直接适用信义义务,势必引起自由裁量权行使上的混乱,给司法权威和公信力带来损害。因此,法院在审判过程中,如果通过合理解释《信托法》第25条规定,并以诚信原则及公平原则做整体权衡,能够为倾斜性保护受益人利益开辟有效路径,便无必要在裁判文书中另行引入信义义务。

(二) 梳理我国营业信托中适用忠实义务内容的法律认定逻辑

在营业信托法律关系中,委托人需授权受托人处理信托事务。受托人在信托授权项下所享有的自由裁量权,天然地存在可能被滥用的风险。^[36]据此,如果仅从一般、抽象的角度论证我国营业信托中忠实义务的司法适用进路,难免凌空蹈虚,流于表面和粗疏,故宜在结合《信托法》具体规定的基础上,构建合理的司法审判逻辑。

1. 明确《信托法》第25条规定的任意法性质及其涵摄范围

通说认为,任意性规范赋予了当事人一定的意思自治,允许当事人在法律规定的范围内自由做出约定,当事人通过约定可以排除任意性规范。^[37]而强行性规范是指那些不可通过约定予以排除或变更的规范。这种规范是立法者给予私法自治设定的高压线,体现了私法自治中的国家强制。^[38]我国《信托法》为当事人提供各种定型化的契约条款以供参考,信托当事人通常将《信托法》第25条规定的基本内容,约定于信托合同条款当中。当信托条款标准化后,当事人无需就每一信托条款进行磋商。^[39]信托法就信托关系之特定内容等,在相关条文中明定可由信托行为另行约定,使信托法具备了相当程度的任意法规性。^[40]

从《信托法》第25条规定的基本内容来看,“为受益人最大利益处理信托事务”源自英美法系,本意为最大勤勉(utmost diligence)或者格外谨慎(exact diligence)。^[41]其他如“诚实、信用、谨慎、有效”等抽象法律概念,并无严格的法律适用位阶,更多是以一种灵活的裁判标准适用于营业信托纠纷案中。从我国营业信托司法实践出发,“诚实、信用”更多意在要求受托人

[35] 参见张军:《法官的自由裁量权与司法正义》,载《法律科学(西北政法学报)》2015年第4期。

[36] See Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2011, p. 69.

[37] 参见王利明:《合同法研究》(第3版第一卷),中国人民大学出版社2015年版,第627页。

[38] 参见苏永钦:《私法自治中的国家强制——从功能法的角度看民事规范的类型与立法释法方向》,载李富成主编:《北大法治之路论坛》,法律出版社2002年版,第587-632页。

[39] See Margaret M. Blair & Lynn A. Scott, *Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law*, 149 University of Pennsylvania Law Review 1735, 1745-1756 (2001).

[40] 参见王志诚:《信托之基本法理》,元照出版有限公司2005年版,第71页。

[41] 参见全国人大《信托法》起草工作组:《〈中华人民共和国信托法〉释义》,中国金融出版社2001年版,第84页。

应讲诚实、守信用，以善意的方式履行职责，不得违反法律和信托文件的规定。若信托当事人已就义务履行做出明确约定，而受托方却以履行合同未生效来抗辩，可能会被视为违反了诚实、信用的基本要求。^{〔42〕}而“谨慎”强调受托人管理信托财产、处理信托事务时，应达到比管理自己财产都要小心的高度注意水平。信托受托人作为专业机构，其理应对严重关系到委托人合法权益保障的事项，尽到基于专业身份应有的谨慎和注意，否则需对所造成的损失承担责任。^{〔43〕}此外，“有效”则指受托人管理信托财产要有成效，受托人应选择最快捷有效的途径或方式，为受益人最大利益服务。基于受益人视角考虑，若受托人依其专业判断做出不同于信托合同约定的更优获益选择，其既不宜被简单视为违反忠实义务，^{〔44〕}亦需避免造成“失信激励”的不良后果。

2. 妥善处理《信托法》与《民法典》的法律适用关系

对营业信托中忠实义务的法律适用如何选择，肯定观点认为，信托法是民法的特别法，其虽然挑战了传统民法的边界，但本质上是一个不折不扣的民法制度。^{〔45〕}商事法律在性质上属于民事特别法，在商事法律没有就相关问题作出特别规定时，所涉纠纷适用民事基本法的一般规则。^{〔46〕}否定观点认为，信托法作为典型的商事法律，如果对商法未作特别规定的情形不加区分地适用民法的一般规定，无疑抹杀了商法漏洞的特别法属性，导致特定事项缺失规范的目的性和正当性。^{〔47〕}

传统上，在处理民法与商法的适用关系时，依照特别法优先的法律适用原则，商法有特别规定的优先适用，商法未作特别规定的，适用民法的一般规定。然而，该种做法实际上忽略了商法未作特别规定的，尚应区分为“无需作出特别规定”和“应当作出特别规定而未作特别规定”的情形。^{〔48〕}在我国营业信托司法实务中，《信托法》与《民法典》的法律适用既要遵循基本的法律适用规则，亦需体现商事信托纠纷的特殊性。我国《信托法》虽未针对某项信托纠纷问题做出不同于《民法典》的特殊规定，但这并不意味着司法实践一旦涉及此类案件便一律按《民法典》规定处理。举例言之，根据《信托法》第25条规定，受托人履行忠实义务需以为受益人“最大利益”服务为宗旨，此规定系立法层面为保留司法裁判灵活性而有意保持的长久沉默，并非立法层面应当作出而未作出特别规定的情形。综上所述，处于一个既有的法律体系中，在民法规则处理某些纠纷可能导致不当的情况下，商事规则可否通过扩张解释、类推等方式取代民法规范，^{〔49〕}宜酌情而定。

3. 忠实义务不宜完全类型化且核心义务不可削减

首先，忠实义务不宜完全类型化。2000年4月召开的中国信托法草案国际研讨会中，与会立法专家已经认识到受托人义务的复杂多变，立法层面并不宜将受托人义务限定为一种完全定型化

〔42〕 参见北京市通州区人民法院（2019）京0112民初1454号民事判决书。

〔43〕 参见西安市中级人民法院（2019）陕01民终6845号民事判决书。

〔44〕 参见北京市高级人民法院（2019）京民申4130号民事判决书；北京市朝阳区人民法院（2019）京0105民初8767号民事判决书。

〔45〕 参见前引〔31〕，赵廉慧文。

〔46〕 参见王利明：《民商合一体例下我国民法典总则的制定》，载《法商研究》2015年第4期。

〔47〕 参见钱玉林：《商事漏洞的特别法属性及其填补规则》，载《中国社会科学》2018年第12期。

〔48〕 参见蒋大兴：《超越商事交易裁判中的“普通民法逻辑”》，载《国家检察官学院学报》2021年第2期。

〔49〕 参见张谷：《商法，这只寄居蟹——兼论商法的独立性及其特点》，载高鸿钧主编：《清华法治理论》第6辑，清华大学出版社2005年版，第11-24页。

的义务类型。^[50]理想的合同关系被认为能准确、详尽无遗地规定合同当事人权利义务,当事人只需严格按约行事即可。^[51]然而,无论信托立法主体还是信托当事人均为有限“理性人”,其无法预判或穷尽潜在的所有受托义务类型。受托人自接受信托伊始,享有的是概括的信托财产管理权,也应承担概括的信托财产管理义务。^[52]因此,立法者的主观有限理性以及忠实义务的客观不确定性,共同决定了忠实义务既难以也不宜完全具体化。忠实义务本身不具有确定性,其作为一种原则性的抽象义务,无法实现理论上期待的可行性与可操作性。^[53]

其次,忠实义务核心内容不可削减。“忠实”一词,本意为忠诚笃实的意思。忠实义务作为一项法定抽象义务,在《信托法》上主要表现为禁止性法律规范,其并不因借信托合同的形式表现出来而被视作一项约定义务。^[54]忠实义务之核心在于禁止利益冲突,立法层面无法提供绝对清晰的禁止行为清单,故给信托当事人保留了必要的约定空间。若受托人利用专业、经验或其他方面的优势地位,以信托合同条款免除其法定义务,该豁免条款并不当然有效。^[55]就受托人义务的底线而言,信托管理过程中的行为合法是最低限度的衡量标准,一旦出现合法性问题,无疑落入受托人主观故意或重大过失的窠臼,受托人不存在任何免责事由。总体而言,信托当事人在符合法律规定的前提下,可以通过协商约定向外转委托部分管理职责,但受托人至少需要保留剩余的、最低限度的信托财产管理义务,如亲自管理义务。^[56]法定的忠实义务履行可通过约定的方式加以调整,但不能排除,最低限度的忠实义务对受托人而言不可削减。

(三)厘清我国营业信托中判断忠实义务违反与否的构成要件

为厘清我国营业信托中忠实义务违反与否的构成要件,下文以“刘某、粤某信托公司营业信托纠纷案”为例展开分析。2015年4月24日刘某与粤某信托公司签订《认购风险申明书》,其中涉及多项信托投资风险。同日,双方签订案涉《信托合同》。2015年7月至2016年9月期间,《信托合同》涉及的目标投资公司出现暂停上市风险。而后,粤某信托公司于2017年8月发布公告,提前终止案涉信托计划并开始清算分配收益。本案中,双方当事人对信托损失是否因粤某信托公司未按合同约定履行义务存在争议。一审法院判定刘某与粤某信托公司对信托损失承担按份责任,二审改判粤某信托公司对信托损失承担全部责任。^[57]

1. 区分忠实义务与注意义务在审判过程中的不同考量因素

营业信托法律关系产生于委托人对受托人的信任,这一信任包含两层意思:第一层是对受托人诚信人格的信任所产生的忠实义务,第二层是对受托人具有管理信托财产能力的信任所产生的注意义务。据此,案涉法院判断受托人是否违反忠实义务,可从基本内容、受托人主观要件、行为要件等方面出发,先对受托人粤某信托公司违反的系忠实义务还是注意义务进行区分。

[50] 参见朱少平、葛毅:《中国信托法起草资料汇编》,中国检察出版社2002年版,第146-147页。

[51] 参见前引[3],赵廉慧文。

[52] 参见赵廉慧:《信托法解释论》,中国法制出版社2015年版,第339页。

[53] 参见清华大学法学院金融与法律研究中心:《中国信托业发展报告2022》,中国经济出版社2022年版,第217页。

[54] 参见陈雪萍、张建伟:《信托受托人享有诉权之正当性》,载《中南民族大学学报(人文社会科学版)》2019年第3期。

[55] 参见上海市第一中级人民法院(2017)沪01民终10069号民事判决书。

[56] 参见广州市中级人民法院(2019)粤01民终1224号民事判决书。

[57] 参见广州市中级人民法院(2021)粤01民终416号民事判决书。

其一，在基本内容方面，忠实义务指受托人应绝对忠实于受托目的与受益人利益。^{〔58〕} 忠实义务包括两项规则，即利益冲突规则与义务冲突规则，受托人违反上述规则所获个人利益均需归入信托财产。而注意义务则指受托人应对信托财产的管理和运用尽到善良管理人的职责，^{〔59〕} 其强调受托人为实现受托目的和提升受益人利益的能力与努力，应达到必要的勤勉、合理的注意、专业的技能以及过程的审慎的要求。^{〔60〕} 当受托人被要求为受益人利益尽心竭力时，忠实义务与注意义务产生某种程度的重合。

其二，在受托人主观过错方面，判断受托人对违反忠实义务有无过错，主要遵循受托人是否违反《信托法》的禁止性规定或信托合同约定，如受托人出现利益冲突交易等法定禁止性行为，必然存在明显过错。^{〔61〕} 相较而言，判断受托人对违反注意义务有无过错，一般根据受托人的不同类型加以区分：如果受托人系有偿服务的专业信托机构，受托人不仅应积极预见信托风险予以规范，并应在损失发生后，努力采取措施防止信托损失扩大，^{〔62〕} 否则认定受托人存在过错。

其三，在受托人客观行为方面，忠实义务强调的是受托人应当对信托事务尽心竭力，始终把受益人利益放在首位，不得与受益人利益相冲突。就注意义务而言，其强调的是受托人之努力行为与注意程度。注意义务要求受托人在处理信托事务时最大限度地施展个人所具有的才能，受托人应利用自身专业、知识、经验等积极主动地处理信托事务，防范信托风险。

最后，在因果关系论证方面，结合本案基本事实可得出，受托人粤某信托公司作为专业信托机构，其根据自身的专业知识、经验等，完全可以判断购买目标投资公司的股票风险极大且不具有合理性。粤某信托公司应当发现而未发现此投资风险，漠视目标投资公司暂停上市和强制退市的现实性与紧迫性，具有明显过错，严重违反受托人应有的谨慎及注意义务，导致本案信托财产损失的发生。因此，二审法院改判粤某信托公司对信托损失承担赔偿责任并无不当。

2. 宜将《信托法》第 25 条规定的“最大利益”解释为“最佳利益”

《信托法》第 25 条第 1 款规定：“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。”所谓最大利益，是指受托人尽心竭力地管理信托财产所能带来的收益。鉴于受托人的专业水平与职业素养参差不齐，故最大利益的履行标准亦有所不同。

结合“刘某、粤某信托公司营业信托纠纷”一案，首先，唯一利益指受托人排除一切具有利益冲突的交易行为后所获得的信托利益。^{〔63〕} 唯一利益只论利益冲突交易之有无，而不论利益冲突交易之是非。^{〔64〕} 该案若以“唯一利益”作解释，仅强调了粤某信托公司是为受益人利益行事。

〔58〕 参见姜雪莲：《信托受托人的忠实义务》，载《中外法学》2016 年第 1 期。

〔59〕 参见周林彬、方斯远：《忠实义务：趋同抑或路径依赖——一个比较法律经济学的视角》，载《中山大学学报（社会科学版）》2012 年第 4 期。

〔60〕 参见彭插三：《信托受托人法律地位比较研究——商业信托的发展及其在大陆法系的应用》，北京大学出版社 2008 年版，第 233—234 页。

〔61〕 参见湖南省高级人民法院（2020）湘民终 1852 号民事判决书。

〔62〕 参见四川省高级人民法院（2019）川民申 3847 号民事裁定书。

〔63〕 “唯一利益”规则被广泛视为信托法最根本的规则，这一规则发展并确定于 18 世纪以及 19 世纪早期的英国大法官法院，然而其能够盛行两个世纪的原因之一即在于该严格规则亦存在例外情形。在 20 世纪，法院以及立法机构通过创建越来越多的例外规则来排除“唯一利益”规则的适用，包括委托人授权、受益人同意以及法院的事前批准等内容。

〔64〕 See Restatement (Second) of Trusts § 170 cmt. B (1959); Uniform Trust Code § 802 cmt.

其绝对性的排除所有利益冲突行为,一定程度忽略了有益于受益人利益的情形。^[65]其次,“信托目的利益”指信托当事人设立信托时,在信托合同中约定所欲实现的信托利益,该种意思表示体现的是信托目的确定性。^[66]如果本案客观情形发生变化,“信托目的利益”亦会随之变化,无法准确代表“最大利益”。最后,“经济利益”主要指受托人在管理信托事务过程中,所能实现的具有最大经济效应的信托利益。^[67]如果仅从经济效益方面定义“最大”含义,容易导致粤某信托公司为获取高额经济效益进行高风险投资,产生失信激励。

因此,《信托法》第25条规定的“最大利益”宜被解释为“最佳利益”,具体即指受托人在具体情况下以符合法定、行业惯例或最佳方式的样态等,所能获得的信托利益。^[68]具言之,“最佳利益”是根据受托人所处的社会阶层和职业普遍应当达到的利益水平,客观认定受托人所应达到的义务履行基准,明确受益人在当时情况下所能获得的信托利益,有助于法院合理判断受托人有无违反忠实义务。

3. 宜采取综合性裁判标准而非线性客观归责思维

事实上,在厘清判断忠实义务违反与否的构成要素后,法院通常还会通过认定信托财产损失与受托人未履行忠实义务间的因果关系,进一步判定受托人应否承担损害赔偿责任。然而,法院判断前述因果关系是否成立,主要审查的是信托损失系营业信托本身存在的客观商业风险,还是受托人主观决策失误所致。如“刘某、粤某信托公司营业信托纠纷案”中的受托人,虽然能对整体信托投资走向进行预判,但再专业的受托人都无法做出绝对精准的理性决策。此时,如果是由委托人承担的商业风险则不得转嫁于受托人;反之,如果系受托人决策失误所致,则需追究受托人未尽心履职的责任。值得注意的是,法院若仅以最终发生的信托财产损失结果为依据,倒推得出受托人违反忠实义务的结论,其体现的是一种过于线性的客观归责思维。^[69]法官更应尊重商事信托主体的自主决策权利,在结合不同案件事实的基础上,细致考察受托人之决策行为在当时有无合理性。

美国普通信托法上的谨慎投资人规则,主要从信托财产的增值、信托目的、收益与成本平衡、投资多元化、投资组合等方面,综合考虑信托投资的安全性。^[70]在我国营业信托实务中,受托人义务被视为一种立足于灵活性之上的以追求受益人最大化利益为目的的积极约束。^[71]据此,法官可以通过结合信托目的、信托类型、受托人身份、专业经验、行业惯例等不同因素,在不违背当事人真实意思表示的基础上,具体审查受托人是否以合理的注意、专业的投资能力、正当的程序谨慎管理运用信托财产,并作出符合一般商业判断的商业决策。

• 229 •

[65] See Restatement (Second) of Trusts § 170 (1) (1959); Uniform Trust Code § 802 (a) (2000), 7CU. L. A. 229 (Supp. 2004).

[66] See Robert Cooter, Bradley J. Freedman, *An Economic Model of the Fiduciary's Duty of Loyalty*, 10 Tel Aviv University Studies in Law 297, 299-305 (1990).

[67] See Deborah A. DeMott, *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, 37 Duke Law Journal 879, 879-882 (1988).

[68] See John H. Langbein, *Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest?*, 114 The Yale Law Journal 929, 935 (2005).

[69] 参见广州市中级人民法院(2021)粤01民终416号民事判决书。

[70] 参见陈杰:《商业信托法律制度研究》,厦门大学出版社2016年版,第218页。

[71] 参见徐卫:《信托受益人利益保障机制研究》,上海交通大学出版社2011年版,第82-83页。

（四）完善我国营业信托中适用忠实义务内容的归责原则及救济途径

1. 灵活适用过错归责原则以及举证责任倒置规则

在民事责任举证环节，对受托人是否违反忠实义务的认定，一般遵循“谁主张、谁举证”的基本原则。然而，从实际履责内容来看，委托人自设立信托时已将信托财产委托给受托人，不再对信托财产享有实际控制权；受益人亦未直接参与信托财产管理，对受托人处理信托事务缺乏全面了解。^{〔72〕}在我国营业信托实务中，受托人是直接管理处分信托财产的主体。因此，如果委托人、受益人主张受托人违反忠实义务，其作为原告只需提出损害事实，并对损害事实存在与否予以证明。对于受托人是否存在过错、受托人是否合理履行法定义务等，受托人均应承担举证责任。^{〔73〕}受托人作为资质较高、财产管理经验较丰富的专业性机构，其在营业信托法律关系中较之委托人、受益人处于强势一方，应当承担证明自身不存在过错，或损害事实与信托行为没有因果关系的责任。

2. 宜从受益人系有独立请求权的第三人角度纾解救济权行使冲突

根据我国《信托法》第22条与第49条规定，委托人与受益人均有权行使撤销权等救济权利。有观点提出，信托成立后，受托人行为一般不会给委托人财产造成损害，且自益信托委托人也以受益人身份主张权利，因此受托人义务对应的是受益人的权利，应由受益人成为受托人违反信托义务的救济主体。^{〔74〕}日本、我国台湾地区以及韩国等均承认受益人享有撤销权，该救济权一般由受益人行使。^{〔75〕}

笔者以为，不论救济权行权主体系委托人或受益人，在进入民事诉讼程序后，救济权的行使均会化作一系列的具体诉讼请求。法院判定的损失赔偿、失信私利等，均会以信托收益的形式分配给受益人。因此，受益人作为信托财产的实际受益主体，其对信托财产享有独立的信托受益请求权。当委托人与受益人因行使救济权存在不同意见而诉诸法院时，应按民事诉讼程序的相关规定处理。根据《中华人民共和国民事诉讼法》（2021年修正）第59条的规定，第三人如果对当事人诉争的诉讼标的享有独立请求权，可以提起第三人诉讼。据此，在委托人撤销信托处分行为可能损害受益人实际利益的情况下，受益人有权根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》（2022年修正）第81条的规定，以独立第三人身份起诉，成为诉讼当事人。彼时，法院经审理若是认定委托人行使撤销权并未损害受益人利益，应驳回受益人第三人诉讼；反之，则应支持受益人诉请。

〔72〕 参见张淳：《试论受托人违反信托的赔偿责任——来自信托法适用角度的审视》，载《华东政法大学学报》2005年第5期。

〔73〕 《全国法院民商事审判工作会议纪要》第94条规定：“资产管理产品的委托人以受托人未履行勤勉尽责、公平对待客户等义务损害其合法权益为由，请求受托人承担损害赔偿责任的，应当由受托人举证证明其已经履行了义务。受托人不能举证证明，委托人请求其承担相应赔偿责任的，人民法院依法予以支持。”因此，营业信托纠纷可借鉴适用举证责任倒置规则，由受托人首先对其履行了法定义务、信托合同约定义务进行举证。

〔74〕 参见赵磊：《信托受托人的角色定位及其制度实现》，载《中国法学》2013年第4期。

〔75〕 《日本信托法》第31条规定：“受托者违反信托本旨处理信托财产时，受益人得以向对方或转得者宣布取消该项处理。”我国台湾地区“信托法”第18条规定：“受托人违反信托本旨处分信托财产时，受益人得声请法院撤销其处分。受益人有数人者，得由其中一人为之。”《韩国信托法》第75条规定：“受托人违反信托目的，从事与信托财产有关的法律行为的，受益人可以撤销该法律行为，但条件是对方或者后来的购买人在从事该法律行为时知道该受托人违反信托目的，或者因重大过失而不知道该违反行为。”

3. 救济权行权条件阙如时有必要引入惩罚性损害赔偿

从受托人违反忠实义务所承担的法律后果分析,具体责任形式包括恢复原状、赔偿损失,或归还本不属于受托人所应获得的利润,其体现出的是一种填补性损失赔偿责任。^{〔76〕}当救济权行权条件阙如时,如信托财产未产生损失,委托人或受益人将无法请求损害赔偿;如受托人利用授权之便谋取私利但尚未得利,委托人或受益人无法行使归入权。受托人违反忠实义务的成本较低,不具有较强威慑力。

为提高受托人违反忠实义务的成本,阻遏惩罚受托人不忠实的行为,具体可从如下方面展开:其一,如果受托人违反忠实义务的核心概念——为受益人最佳利益行事,应根据受托人的过错程度,削减受托人的信托报酬请求权。受托人赔偿损失、恢复原状,仅是对其违反忠实义务所造成的信托财产损失进行弥补,受托人违反忠实义务行为本身并未受到惩处。是故,在受托人未尽履职的情况下,至少不应仍享有足额的信托报酬请求权,否则容易导致信托当事人权利义务保护的失衡。其二,受托人违反忠实义务的损害赔偿范围包括直接损失与间接损失两方面。在信托财产损失赔偿的范围上,直接损失通常得到了各国信托法的一致承认,间接损失则往往仅在英美信托法上得到认可。^{〔77〕}直接损失在任一责任承担模式下均需赔偿。而间接损失则包括由于受托人违反忠实义务所取得的任何利润,以及如果无受托人违反忠实义务的行为,信托财产将要获得的预期利润。对于受托人故意违反忠实义务的行为,如果不存在受益人同意、受益人放弃请求权、受益人事后追认、受益人怠于提起诉讼等例外情形,法院宜根据受托人的过错程度,考虑由受托人对合理间接损失承担一定责任。

4. 可借补充性合同解释方法推定信托当事人的共同意思表示

如前所述,信托受托人一般根据信托合同约定履行忠实义务,然而信托当事人的有限理性使其无法穷尽所有的忠实义务类型。是故,信托当事人对受托人履行忠实义务存在歧义,一定程度可能体现为当事人对确立忠实义务的表意不清或表意欠缺。一般而言,某一合同中关于某事项应有约定而未约定的不圆满状态是为“合同漏洞”^{〔78〕}。依据一定规则,甄别、确定并填补合同漏洞,构成合同漏洞补充或合同漏洞填补。^{〔79〕}从明确法律依据的角度来看,合同漏洞填补是法官“假设当事人意思”以获得法律适用的小前提的过程。^{〔80〕}在法律规定未明确、当事人未约定或约定不明的情况下,法官可遵循一定的规范要素、目的要素以及习惯要素等,探寻双方当事人在通常交易上所合理意欲或接受的合同条款。^{〔81〕}

以补充性合同解释方法推定信托当事人的意思表示,实际是在《信托法》规定不明、信托当

〔76〕 参见李晓云:《已出让受益权的信托受益人还能否向信托公司索赔——兼论〈信托法〉第22条的信托财产损失赔偿请求权》,载《法律适用》2015年第12期。

〔77〕 比如美国的《统一信托法典》确认了以信托所受实际损害为依据来确定受托人的赔偿范围。该法第1002条(a)款规定:“违反信托的受托人对利益受影响的受益人所承担的责任为下列金额中的较大者:(1)恢复信托财产以及未发生违反信托的行为时受益人应得的分配收益;或者(2)受托人因违反信托所得的利润。”此外,美国《信托法重述》(第2版)第205条规定的损失赔偿范围涵盖直接损失和间接损失。

〔78〕 王泽鉴:《债法原理》,北京大学出版社2009年版,第170页。

〔79〕 参见崔建远:《论合同漏洞及其补充》,载《中外法学》2018年第6期。

〔80〕 参见〔美〕迈克尔·D.贝勒斯:《法律的原则》,张文显等译,中国大百科全书出版社1996年版,第20页。

〔81〕 参见〔美〕E·艾伦·范斯沃思:《美国合同法》,葛云松、丁春艳译,中国政法大学出版社2004年版,第427-515页。

事人意思表示空白或缺缺的情况下，以法官心目中的理性人处于此情景中应作何种意思表示来确定待补合同条款。法官对假设意思的查明有必要从当事人在合同中的评价出发并提出如下问题：信托当事人在知道受托人忠实义务未明确的情况下，会如何合理地进行约定。如果结合案件事实，法院能够相信，信托当事人对未明确约定的忠实义务具有共同预期，此时法官可考虑对该合理预期赋予法律效力；反之，若信托当事人的预期具有重大差异，或一方当事人并无任何预期，此时法官不宜简单对该预期赋予法律效力，而应采用客观判断法推定当事人的共同意思。在客观判断标准下，该补充性合同解释方法是以信托当事人在信托合同上所作的价值判断与利益衡量为出发点，依诚信原则、公平原则并斟酌交易惯例作出合理认定。

四、结 语

金融司法的定位随着社会发展而发生变化。就我国目前的信托立法以及营业信托实务现状而言，似无必要在现有规则之外创设一套在其发源国家都不具备完全可操作性的信义义务规制方法。如立法层面认为确有必要借鉴信义义务，则引入该义务时至少应建立在穷尽现有规制方法都不足以调整营业信托权利义务关系的前提之下。对受托人自由裁量权的规制以及对受益人利益的倾斜性保护，不仅需要依靠信托立法以及司法实务的共同协作，还需充分发挥金融监管的重要监督功能。因此，在金融司法与金融监管共同参与金融市场的全周期治理过程中，宜通过准确探究营业信托交易的真实目的及关系结构，提高法律逻辑解读金融逻辑的专业性，保障司法审判之公正与权威。

Abstract: The duty of fidelity, as a statutory general obligation, is difficult and inappropriate to be fully specified. In business trust dispute cases, when the court judge whether the trustee violated the duty of loyalty, not only need to clarify the arbitrary nature of the provisions of Article 25 of the Trust Law and its scope of coverage, but also need to distinguish between the duty of loyalty and the duty of care in the trustee subjective elements, behavioral elements and other aspects of the difference. The courts should not be bound by the traditional typology of the duty of fidelity and the linear and objective approach to liability, but should clarify the liability of the trustee by means of the rule of reversal of the burden of proof, third-party litigation by the beneficiary and supplementary interpretation of the trust contract, taking into account the purpose of the trust, the best interests standard and other comprehensive factors. The domestic legislation has not yet introduced the duty of fiduciary duty, and there is no urgent need for the system of fiduciary duty in judicial practice, so there is no need to introduce the duty of fiduciary duty directly in the adjudication documents.

Key Words: business trust, fiduciary duty, typology, best interests, fiduciary duty

(责任编辑：李 敏 赵建蕊)

利益平衡视角下的股东查阅权落实路径

林一英*

内容提要：股东查阅权源于股东财产权保护，以及股东与公司管理层的受托关系。查阅权有利于股东更好行使股东权利和监督公司经营管理。查阅权既有自益权属性，更有共益权属性。查阅权行使需要平衡股东知情权与公司经营权的关系。《公司法》强化股东权利保护，允许有限责任公司股东查阅会计凭证，并相应增加股份有限公司股东查阅会计账簿、会计凭证的规定。《公司法》增加股东查阅全资子公司相关材料的规定，增加股东查阅、复制相关材料应遵守相关法律的规定。为更好落实股东查阅权，同时平衡股东权利保护和公司利益保护的关系，应当根据查阅客体的敏感程度设置不同的举证责任和查阅方式。将正当目的作为平衡股东与公司利益的程序性限制，查阅的范围限于实现查阅目的的必要范围。将有限责任公司股东查阅权作为股东行使监督权尤其是制约控股股东滥用股东权利的重要手段。

关键词：查阅权 利益平衡 查阅客体 正当目的

• 233 •

一、股东查阅权的立法演进与司法争议

（一）立法演进——查阅权的不断扩张

1993年《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）对股东查阅权仅有第32条、第110条两条规定，查阅的客体较为有限，包括：有限责任公司股东有权查阅股东会会议记录和公司财务会计报告；股份有限公司股东有权查阅公司章程、股东大会会议记录和财务会计报告。2005年《中华人民共和国公司法（修订草案）》扩充股东查阅权客体：一是有限责任公司股东查阅客体扩大到公司章程、董事会会议决议和监事会会议决议等资料；二是规定股份有限公司应

* 林一英，全国人大常委会法工委经济法室副处长。
本文仅代表个人观点。

当置备有关资料,以便股东查阅;三是规定股份有限公司应当定期向股东披露董事、监事、高级管理人员从公司获得报酬的情况。^{〔1〕}该修订草案中没有查阅会计账簿的规定,全国人大法律委员会关于修订草案修改情况汇报中提出,有些有限责任公司的大股东利用其对公司的控制权,长期不向股东分配利润,也不允许中小股东查阅公司财务状况,权益受到损害的中小股东又无法像股份有限公司股东那样可以通过转让股份退出公司,致使中小股东的利益受到严重损害。2005年《中华人民共和国公司法(修订草案二次审议稿)》增加规定:有限责任公司的股东可以要求查阅公司会计账簿;公司有合理根据认为股东查阅会计账簿有不正当目的,可能损害公司利益的,可以拒绝提供查阅;公司拒绝提供查阅的,股东可以请求人民法院要求公司提供查阅。^{〔2〕}

2005年修改后的《公司法》拓宽了股东查阅客体范围,包括:除股东会会议记录和财务会计报告外,有限责任公司股东有权查阅、复制公司章程、董事会会议决议、监事会会议决议,股东可以在向公司提出书面请求、说明目的后要求查阅公司会计账簿;除公司章程、股东大会会议记录和财务会计报告,股份有限公司股东有权查阅股东名册、公司债券存根、董事会会议决议、监事会会议决议。

(二) 司法实践中的争议——是否允许查阅会计凭证

对于能否查阅会计凭证,尤其是原始会计凭证,司法实践中一直存在较大争议,各地法院判决结果颇不一致,其中东部地区法院支持查阅会计凭证的多,西部支持的少。支持查阅会计凭证的判决理由主要是从立法目的角度解释,认为股东仅查阅会计账簿难以真正了解公司实际经营情况和公司董事是否存在违法行为,原始凭证才是最直接、充分地反映公司真实经营管理情况的信息资料,不允许股东查阅会计凭证,股东知情权实质上得不到保护。不支持查阅的理由,主要是从文义角度解释出发,根据《中华人民共和国会计法》(2017年修正)规定,会计账簿包括总账、明细账、日记账和其他辅助账簿。而会计凭证(包括销售、采购合同和库存单)不在会计账簿的范围,法律没有赋予股东查阅会计凭证的权利。^{〔3〕}不仅地方法院对这一问题判决不一致,最高人民法院的案例也存在不一致的情况。2011年,最高人民法院在“李某君等与江苏佳德置业发展有限公司股东知情权纠纷案”中支持了股东查阅会计凭证。2020年3月,最高人民法院在“富巴投资有限公司与海融博信国际融资租赁有限公司股东知情权纠纷案”中,又判决股东不能查阅会计凭证。

尽管立法层面对是否允许查阅会计凭证没有明确规定,但部分地区出台了地方性意见对此问题进行了探索,如北京市高级人民法院发布的《关于审理公司纠纷案件若干问题的指导意见》(2008年)第19条规定:有限责任公司股东有权查阅的公司会计账簿包括记账凭证和原始凭证。2016年4月12日公布的《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16条将原始凭证和记账凭证与会计账簿并列规定为股东可请求查阅的范围,但正式发布的规定删去了可以查阅会计凭证的规定,原因是争议太大,留待司法实践继续探索。^{〔4〕}

〔1〕 参见《关于〈中华人民共和国公司法(修订草案)〉的说明》,载安建主编:《中华人民共和国公司法释义》,法律出版社2005年版,第354页。

〔2〕 参见《全国人大法律委员会关于〈中华人民共和国公司法(修订草案)〉修改情况的汇报》,载安建主编:《中华人民共和国公司法释义》,法律出版社2005年版,第417页。

〔3〕 参见李建伟:《股东知情权诉讼研究》,载《中国法学》2013年第2期。

〔4〕 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189页。

（三）公司法修订草案的回应与完善

2021年12月公布的《中华人民共和国公司法（修订草案）》〔以下简称《草案（一审稿）》〕增加股东符合正当目的要求下可以查阅会计凭证的规定，解决了司法实践长久以来是否允许股东查阅会计凭证的争议；扩大股份有限公司股东查阅权的规定，明确连续180日以上单独或者合计持有公司1%以上股份的股东，有理由怀疑公司业务执行违反法律、行政法规或者公司章程的，可以委托中介机构在必要范围内查阅公司的会计账簿、会计凭证；增加股东及其委托的中介机构查阅、复制有关材料，应当遵守有关保护国家秘密、商业秘密、个人隐私、个人信息等法律、行政法规的规定。

《中华人民共和国公司法（修订草案二次审议稿）》将股份有限公司可以查阅会计账簿和会计凭证股东的持股比例由1%提高到3%，并规定公司章程可以对持股比例作出低于3%的规定；《中华人民共和国公司法（修订草案三次审议稿）》〔以下简称《草案（三审稿）》〕删去了股份有限公司股东查阅会计账簿和会计凭证“有理由怀疑公司业务执行违反法律、行政法规或者公司章程的”“在必要范围内查阅”的限制性要求，规定了与有限责任公司股东查阅会计账簿和会计凭证相同的程序。对于有限责任公司和股份有限公司查阅权进行差异化规定是否合理，允许查阅会计凭证后，如何在强化股东知情权和降低对公司经营的干扰之间实现平衡，有限责任公司股东查阅权的客体是否有必要进一步扩大而促使中小股东更好制约控股股东滥用权利，这些问题都需要进一步研究。

（四）《公司法》（2023年修订）的主要内容

《公司法》（2023年修订）在股东查阅权方面作了如下修改：第57条在查阅会计账簿基础上，增加有限责任公司股东书面说明目的后可以要求查阅会计凭证的规定，同时增加股东可以委托中介机构查阅相关材料的规定，增加股东可以要求查阅、复制公司全资子公司相关材料的规定。同时对查阅、复制后应当遵守保护国家秘密、商业秘密、个人隐私、个人信息等要求作了规定。在第110条对股份有限公司查阅会计账簿、会计凭证除采用少数股东权（连续180日以上单独或者合计持有公司3%以上股份的股东）以外，与有限责任公司股东查阅适用相同的程序，同样增加股份有限公司股东查阅、复制全资子公司相关材料的规定。此外，还规定上市公司股东查阅、复制相关材料应当遵守《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）等法律、行政法规的规定。

• 235 •

二、查阅权的功能、属性与利益平衡

（一）查阅权功能——股东权行使与监督

股东知情权作为一项工具性权利，是股东行使其他权利的基础。有的学者认为，股东知情权包括查阅权、质询权、检查人选任请求权和信息接收权。^{〔5〕}在知情权中，信息接收权作为一种被动权利，主要由公司将相关文件披露或者提供给股东，质询权则是股东就公司执行事务相关事项向董事、监事等提出质疑和询问。在知情权中，查阅权（检查人选任请求权和查阅权两者有补

〔5〕 参见李建伟：《股东查阅权行使机制的司法政策选择》，载《法律科学（西北政法大學學報）》2009年第3期。

充和替代的作用，后续论述）可以说是最重要的一项权利。

查阅权根源于股东财产权保护，以及股东与公司管理层的受托关系。^{〔6〕}一方面，公司与股东虽然属于不同主体，但是股东历来被认为是公司资产的受益所有人（beneficiary owner），因此股东当然享有查阅权，股东查阅公司财产状况就如同其可以了解自身财产状况一样。另一方面，公司管理层作为受托人经营公司，为了确保管理层能够勤勉尽责履行其受托义务，股东应当拥有查阅权。^{〔7〕}基于股东与公司之间的关系，查阅权成为股东的一项固有权利，大多数国家的公司法或者司法实践都认为公司章程不能对查阅权作出限制，剥夺股东的知情权。例如美国《示范公司法》第 16.02 条（d）规定，本条所规定的股东查阅权，不得以公司章程或者细则取消或者限制。

查阅权有两项功能：一是确保股东更好行使股东权利。公司法赋予股东对一些重大事项进行决议的权利。股东必须在知悉公司经营情况尤其是财务状况的前提下，才能作出有利于自身利益的决议。如股东可以查阅获取其他股东的信息，与其他股东沟通，进而才能在其行使表决权、提案权时，在信息比较充分的情况下作最佳判断，间接促进公司治理的完善。上市公司股东可以通过查阅股东名册行使征集投票权。股东要转让股份或者上市公司股东面对公开市场的收购要约时，了解公司的财务状况有助于其正确评估股价。二是查阅权可以增强股东监督公司的能力，降低代理成本。对于有限责任公司，股东行使查阅权可以降低控股股东与中小股东之间的代理成本，实现对控股股东滥用权利的制约。在所有权与经营权分离的公开公司中，查阅权行使可以强化股东对经营管理层的监督，降低管理层与股东之间的代理成本。股东固然可以通过公司提供的财务报告了解公司财务信息，但仅仅从公司提供的财务信息难以发现控股股东滥用权利和管理层违法问题，尤其是在财务信息造假的情况下。赋予股东查阅会计账簿和会计凭证的权利，通过将原始信息与衍生信息进行对照检查，股东能掌握真实财务状况，避免被管理层欺骗。查阅权作为代表诉讼的信息收集工具（information-gathering tool），^{〔8〕}可以克服代表诉讼举证难问题。实证数据研究表明，股东通过行使查阅权获取信息后，不论是后续直接提起诉讼，还是与公司股东或者管理层协商，都实现了对享有公司控制权或者管理权的人的制衡，这对于改善公司治理具有重要意义。在股权较为集中的公司，股东通过行使查阅权，依靠控制管理者治理模式，例如选任和罢免董事、与其他小股东联合对抗大股东等策略，实现公司治理目标。^{〔9〕}

（二）查阅权属性——共益权大于自益权

就股东权行使的目的看，股东权有共益权与自益权的区分。从查阅权的功能看，股东通过行使查阅权获取信息，不仅对于个体股东行使股东权利有利，更重要的是，其可以用于股东监督公司经营状况，改善公司治理。因此，查阅权的行使对于股东个体和公司整体利益都有益。股东行使查阅权，首先是维护自身利益的需要。从 2005 年我国《公司法》增加股东查阅会计凭证规定

〔6〕 See Randall S. Thomas, *Improving Shareholder Monitoring of Corporate Management by Expanding Statutory Access to Information*, 38 Arizona Law Review 331, 335-336 (1996).

〔7〕 See Browning Jeffries, *Shareholder Access to Corporate Books and Records: The Abrogation Debate*, 59 Drake Law Review 1087, 1099-1100 (2011).

〔8〕 See *Rales v. Blasband*, 634 A. 2d 927, 934 n. 10 (Del. 1993).

〔9〕 See Robin Hui Huang & Randall S. Thomas, *The Law and Practice of Shareholder Inspection Rights: A Comparative Analysis of China and the United States*, 53 Vanderbilt Journal of Transnational Law 907, 945 (2020).

的理由看，法律委员会认为，查阅会计账簿主要是给予长期不分红的有限责任公司股东查阅信息、评估其股权价值，进而退出公司的权利。此种理由自然主要体现了查阅权的自益权属性，但是股东通过查阅信息评估其股权价值，自然会利用查阅的信息与公司董事会或者公司控股股东就公司治理事项进行协商，如要求公司分红或者改变经营策略等，基于自益权目的行权间接实现改善公司治理的共益权目标。此外，从公司治理角度来看，查阅权是公司行使监督权最重要的基础。股东要行使监督公司经营状况的共益权，必然需要搜集公司财务状况信息，才能有的放矢、有效行使监督权，作为对公司内部监督机制的补充或者延伸。

基于查阅权行使的目的与功能看，其具有自益权和共益权的双重属性，且更具有共益权属性。日本和我国台湾地区学理上也将查阅权作为一种共益权。^{〔10〕}《草案（一审稿）》对于股份有限公司股东查阅权行使的条件作了限定，即股东“有理由怀疑公司业务执行违反法律、行政法规或者公司章程”，该规定似乎将股东查阅权限定为监督公司经营而行使，而即便在公众公司，股东也有为了维护自身利益行使查阅权的情形，《公司法》（2023年修订）删去上述目的限制的规定，赋予股份有限公司股东基于自益权和共益权目的查阅相关材料的权利。

（三）查阅权的利益平衡——股东权利与公司经营权

1. 查阅权与经营权

查阅权对实现股东权利和公司监督十分必要和重要，但是行使该权利可能会影响公司内部管理机制，对公司经营造成破坏，或者给公司带来较高的成本。对查阅权限制较少的立法更倾向于保护股东的经济利益和对管理人员问责。对查阅权设置较多门槛的立法，更侧重于允许公司在没有司法或者股东干预的情况下自我管理。因此，查阅权的利益平衡实质是在经营者权限（managerial authority）与经营者责任（managerial accountability）两者间的平衡。^{〔11〕}

股东查阅权行使的目的之一是维护自身权益，此时股东的权利和公司的经营管理权尤其是董事的商业判断会有冲突。如查阅目的是基于公司利润分配的请求，是否分配利润是公司董事基于公司利益最大化合理作出的决策，那么此时股东基于不分配利润的理由请求查阅会计资料就可能干扰公司的经营决策。

此外，股东查阅权是股东进行代表诉讼的重要工具，股东行使查阅权进而对董事提起代表诉讼或者通过协商策略，能够对董事违法损害公司利益的行为构成威慑。反过来看，股东通过行使查阅权后提起诉讼，可能导致董事在经营决策时更倾向于为避免被股东提起诉讼追责而不愿意承担经营的风险。公司可能会因过于保守的策略错失商业机会，此时就涉及管理权和追责之间的平衡问题。

股东行使查阅权后对董事具体经营行为提出质疑，主要是从维护股东自身利益出发，因为股东对公司没有受信义务，不必站在公司整体利益角度来行使监督权。而此时，股东可能并不是经营管理行为的最佳决策者。特别是当股东个人利益远远小于公司整体利益，尤其是持股比例很低的小股东，其个人利益与公司整体利益相比更小。极端的情况，如果股东在公司中仅拥有少量权

〔10〕 参见李建伟：《“实质性剥夺”股东知情权的公司意思效力研究——〈公司法解释四〉第9条的法教义学分析及展开》，载《中外法学》2018年第5期。

〔11〕 See Browning Jeffries, *Shareholder access to corporate books and records: The abrogation debate*, 59 Drake Law Review 1087, 1094 (2011).

益，但在竞争对手公司中拥有大量权益，该股东将通过向竞争对手传递公司信息而单独受益，而整个公司和其他股东显然会受到损害。

2. 查阅权与信息保护

一方面，查阅权行使必然会涉及公司经营信息，很多情况下，公司账簿中包含着不少的商业秘密，如果股东滥用其查阅权，其结果极有可能造成公司及其他全体股东不可估量的损害。^{〔12〕}此外，电子信息的增加提高了查阅权的风险，随着算法处理能力的增强，股东查阅相关信息后，可能会推断出很多超越查阅权客体范围的信息，此类信息虽然不是查阅权的直接客体，但是公开后可能会影响公司的利益。尤其是查阅上市公司的信息，很可能构成内幕信息或者重大信息，此时还涉及信息披露平等问题。公司管理层基于勤勉义务，有权决定是否将可能涉及商业秘密的信息供股东查阅。

另一方面，股东查阅股东名册、董事会记录、董事通信等内容可能涉及当事人个人信息和隐私保护问题。公司向股东提供股东名册是否侵害股东隐私，是否符合《中华人民共和国个人信息保护法》（以下简称《个人信息保护法》）规定的原则和规则，需要结合个人信息保护的权益基础和《个人信息保护法》的合法性基础进行分析。股东名册记载的信息有自然人股东的姓名和住址信息，股东名册上的信息构成《个人信息保护法》规定的个人信息。隐私权保护的基础以当事人是否具有合理隐私期待为基本判断要件，也就是该信息为私密或者具有合理隐私期待的信息。股东在成立公司的时候就已经将股东姓名和住址提供给公司，且《公司法》规定股东名册是查阅权的客体，有限责任公司股东的姓名是法定登记和公示事项。此时股东对其姓名、住址以及出资额等事项自然在其授权使用的范围内没有隐私期待，公司提供股东名册自然不构成对股东隐私权的侵害。

公司向股东提供股东名册查阅是《公司法》的明确规定，作为非国家机关根据有关法律规定处理个人信息具有《个人信息保护法》第13条第1款规定的履行法定义务所必需这一合法性处理基础。公司自然可以将股东名册提供给股东，而无需经过股东同意。股东作为查阅权行使的主体，其在查阅后，很可能构成个人信息处理者。《个人信息保护法》第5条规定，处理个人信息应当遵循合法、正当、必要和诚信原则，不得通过误导、欺诈、胁迫等方式处理个人信息。第6条规定，处理个人信息应当具有明确、合理的目的，并应当与处理目的直接相关，采取对个人权益影响最小的方式。股东获取股东名册上的个人信息虽然没有侵害其他股东个人信息受保护的权益，但是也应当遵守诚信原则，并且不能超越查阅目的使用。如果股东行使查阅权的目的是为确保或行使股东权利或者对公司业务进行监督等，股东获得股东名册应当在查阅权的范围内使用，不能超越目的使用，如提供给第三人谋利等。

三、查阅权的落实路径

（一）查阅强度之差异——基于公司类型的二分法

有限责任公司具有封闭性，股东难以通过市场价格机制发现股权价值，股权转让难度大，股

〔12〕 参见〔日〕近藤光男：《最新日本公司法》（第7版），梁爽译，法律出版社2016年版，第336页。

东行使查阅权了解公司经营情况、评估其价值就非常必要。有限责任公司股东人数少、人合性强，所有权和经营权合一，股东和管理层关系非常紧密，股东查阅权行使比较灵活，公司也能够根据股东请求提供有用信息，对公司经营造成的干扰较小。有限责任公司中，对于不参与经营的股东，由于有限责任公司除了提供财务报表外，无需披露更多信息，股东主动行使查阅权是其主要的获取信息渠道，可进而发现并监督控股股东滥用权利损害中小股东利益的情况。此时，无论是从发挥查阅权的自益权功能还是共益权功能出发，都应为股东设置较为宽松的查阅条件和较为宽泛的查阅客体。例如我国台湾地区“公司法”第48条、第109条、第115条规定，有限责任公司不执行业务股东可以行使监察权及监督权，可以随时查阅财产文件、账簿及表册，股东查阅的条件宽松，查阅范围广泛。《公司法》（2023年修订）规定，规模较小的有限责任公司经全体股东一致同意可以不设监事。规模较小的公司不设监事后，需要解决此种情形下由谁来履行监督职责的问题。规模较小的公司，公司治理相对简单，设置股东监督的义务，可以起到公司治理的制衡作用。此时，负有监督职责的股东的监督权应当等同于设监事会或者监事的公司中监事会或者监事的职权。股东通过行使查阅权能够获取的信息就应当和监事能获取到的公司财务会计信息相同。

按照《公司法》（2023年修订）的规定，股份有限公司可以分为股权转让受限的和不受限的公司，也就是公开公司和封闭公司。对于股权转让受限的股份有限公司而言，由于股东转让股份的权利受到限制，其通过行使查阅权评估自身股价信息或者在受到控股股东欺压的情况下行使异议股东回购请求权对其退出公司尤为重要。该类公司的查阅权应当和有限责任公司股东查阅权一样，不应采用少数股东权而应采用单独股东权。^[13] 对于股权转让不受限的股份有限公司而言，股东可以自由退出公司，存在可以公开或者在一定场所交易的市场。而且此类公司所有权、经营权可能是分离的，确保董事经营权就会成为限制查阅权的一个考虑因素。查阅权本质上应定位为单独股东权，《特拉华州普通公司法》和美国《示范公司法》对于行使查阅权的股东资格没有限制。但是，考虑到公开公司股东众多，小股东在公司利益较小，小股东可能会提出或者被唆使提出频繁细碎干扰公司经营的查阅权，此时基于股东利益和公司整体利益的考虑，对其持股期限和资格作出限制也符合利益平衡原理。例如我国台湾地区“公司法”第210条第1项、第2项规定，股份有限公司的股东需要出具利害关系证明文件，在指定范围内随时请求查阅或抄录章程、历届股东会议事录、财务报表、股东名簿及公司债存根簿等簿册文件，行使要件较为严格，查阅范围较窄，不包括会计账簿和会计凭证。日本、韩国对股份有限公司股东查阅权的主体限定为持股3%以上的股东。

对于股份有限公司中的上市公司，按照《证券法》（2019年修订）的规定要披露重大信息，这些信息也是股东知情权的重要途径。是否因为上市公司存在公开信息披露制度就限制上市公司股东查阅权？公众公司的信息披露制度在历史上和现实中主要是作为监管手段来看待和运用的。^[14] 公众公司履行信息披露义务，不仅是面向股东，还面向广大潜在投资者。上市公司公开信息是监管视角下对一般投资者普遍保护的要求，股东既可以通过公司公开信息判断自己股票价

[13] 参见吴高臣：《股东查阅权研究》，载《当代法学》2007年第1期。

[14] 参见蓝寿荣：《上市公司股东知情权研究》，中国检察出版社2006年版，第4-6页。

值,也可以从中发现违法行为。但是股东要提起代表诉讼,监督违法行为,需要通过行使查阅权获得更多财务信息后才能够能够在诉讼时提供证据。因此,不宜再限制上市公司股东查阅权。但是,因为上市公司信息披露有公平性的要求,如果股东查阅的信息可能构成重大信息,查阅应当有所限制。从比较法来看,绝大多数国家和地区的公司法没有专门针对上市公司股东查阅权作出限制性规定。仅美国个别州对这一问题作了限制,如《北卡罗来纳州公司法》规定,当信息公开会对公司业务开展产生不利影响,或者可能构成重大非公开信息时,上市公司的股东无权检查或复制公司的账簿记录,也无权查阅、复制公司善意作出行为的相关信息。^[15] 股东行使查阅权可能会涉及对公司重大未披露信息的查阅,《证券法》第 83 条规定,信息披露义务人披露的信息应当同时向所有投资者披露,不得提前向任何单位和个人泄露。但是,法律、行政法规另有规定的除外。任何单位和个人不得非法要求信息披露义务人提供依法需要披露但尚未披露的信息。任何单位和个人提前获知的前述信息,在依法披露前应当保密。信息披露义务人应当同时向所有投资者披露应当披露的信息,确保投资者公平获取信息,但是如果股东因为行使查阅权可能获取相关应披露而未披露的信息,应当负有保密义务,不得披露。如果股东查阅的信息构成内幕信息,则股东必需遵守《证券法》第 53 条的规定,证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人,在内幕信息公开前,不得买卖该公司的证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖该证券。因此,《公司法》(2023 年修订)增加规定,上市公司股东查阅、复制相关材料的,应当遵守《证券法》等法律、行政法规的规定。

(二) 查阅客体二分法——一般信息与敏感信息

1. 查阅客体敏感性与举证责任

从查阅客体来看,获取不同的信息对公司、股东利益的影响也是不同的。如股东名册记载的事项一般包括股东姓名、住址、持股数量及取得日期,没有与公司直接相关的信息。即便是竞争对手股东获取股东名册对公司的影响也并不大。但是,会计凭证可能包含收据、合同等文件,不但范围广泛,且包含对公司非常重要的财务信息。查阅会计凭证后泄露或者将其用于竞争业务,很可能对公司利益造成重大影响。因此,一些国家和地区的公司法根据信息对公司经营情况影响和信息泄露后的影响不同,将查阅客体分为一般信息和敏感信息,设置不同的查阅条件要求。《特拉华州普通公司法》以二分法区分股东名册、股份交易明细与其他记录而采取差异化规范。《示范公司法》赋予股东查阅公司基本一般信息时绝对的权利,就敏感信息的查阅,要求股东尽到一定的举证责任。如《示范公司法》第 16.01 条(e)规定,公司的基本信息包括公司章程,办事细则,董事会决议发行且流通在外的一种或多种类股份的相对权利、特别待遇及限制,过去三年股东会会议记录以及股东非以会议方式所采取的所有行动记录,过去三年所有股东间的书面沟通记录,包括财务报表、记载现任董事与高管姓名和营业所在地的名册、公司最近的年报。第 16.02 条(b)将敏感信息分成三种:董事会及董事会下设委员会会议记录的摘录、不在第 16.02 条(a)查阅范围内的股东会会议记录以及股东非以会议方式所采取的所有行动记录;公司会计记录;股东记录,包括记载股东持股数量或价值的股东名册。

[15] See N. C. Gen. Stat. Ann. § 55-16-02.

两类信息区别最大的意义就是对股东查阅目的的举证责任不同。举证责任分配差异主要原因是股东名册的查阅、复制对公司或者其他股东的负面影响低，而账簿与其他记录较为敏感，查阅则存在潜在风险。^[16] 查阅股东名册不会对公司经营造成破坏，或者导致泄露公司商业秘密，因此，应赋予股东较绝对的查阅权而要求公司举证证明股东权利行使的不正当。根据《示范公司法》和《特拉华州普通公司法》的规定，对于一般信息，只要该股东按照法律所要求的形式或者方式提出请求，则公司应证明该股东行使查阅权有不正当目的，否则应当直接提供股东查阅；股东查阅敏感信息的，负有证明其查阅具有正当目的的责任。《示范公司法》第 16.02 条（c）要求查阅敏感信息必须符合以下条件：股东的请求善意且有正当目的，股东必须以合理的特殊性（reasonable particularity）描述其目的以及其拟查阅的记录，以及该记录与股东查阅目的具备直接关联性（directly connection）。

2. 查阅客体的范围

就查阅的敏感信息来看，虽然《示范公司法》和《特拉华州普通公司法》都使用了“book and record”，法院认为，根据《示范公司法》起草者的意图，账簿和记录，不限于其字面的含义，而应被理解为包括普通法下股东享有查阅权的所有记录、合同、文件和通信。^[17] 公司的账簿和记录至少包括：公司会计记录；所有股东、董事会会议、董事会委员会记录，经股东或者董事会书面同意采取的行动记录；库存清单；股票转让记录，与证券监督管理机构的沟通和备案信息，公司注册证书；公司章程；税务信息，公司与股东的书面通信；创建一种或者多种股票类别的决议副本，也可能包括与指控的不正当交易有关的文件。^[18] 只要是为了实现查阅目的所必需，都属于可以查阅的范围。^[19] 英国、我国香港地区、日本及德国还具体列举了股东可以查阅的特定合同，如公司收购股份合同、公司合并和分立合同等。^[20]

在查阅客体中，股东能否对其子公司文件进行查阅是比较有争议的问题。目前从成文法来看，只有少数成文法对母公司股东查阅子公司文件作了明确规定，如美国特拉华州、俄克拉何马州、加利福尼亚州公司法和日本公司法。传统公司法理论之所以不承认股东的知情权穿越，最重要的一点就是知情权穿越突破了公司的人格独立，使一家公司的股东将其知情权扩张至另外一家公司。^[21] 但是，当母子股东关系紧密，尤其是当公司是子公司的唯一股东时，母公司控股股东利用子公司从事损害公司利益的行为就能因为母公司股东不能主张查阅权而难以发现。在美国成文公司法规定股东知情权穿越制度之前，“同一主体”（alter ego）理论强调，若控制公司和从属公司之间除法律人格上的不同外，在人员、财产等方面几乎完全一致，则在特定情形下有必要将

[16] See Abbe M. Stensland, *Protecting the Keys to the Magic Kingdom: Shareholders' Rights of Inspection and Disclosure in Light of Disney*, 30 Journal of Corporation Law 875, 881-882 (2005).

[17] See *Meyer v. Food Indus., Inc.*, 538 P.2d 353, 356 (Or. 1975); *Bank of Heflin v. Miles*, 318 So.2d 697, 701 (Ala. 1975).

[18] See *Everett v. Hollywood Park, Inc.*, No. 14556, 1996 Del. Ch. LEXIS 2, 19-20; *Holdgreiwe v. Nostalgia Network, Inc.*, No. 12914, 1993 Del. Ch. LEXIS 71, 20-21 (Del. Ch. Apr. 29, 1993).

[19] See *Espinoza v. Hewlett-Packard Co.*, 32 A.3d 365, 372 (Del. 2011).

[20] 参见《英国 2006 年公司法》第 702 条，香港地区《公司条例》第 245 条，《日本公司法》第 775 条，《德国股份法》第 179a 条。

[21] 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（西北政法大学学报）》2019 年第 4 期，第 144 页。

控制公司和从属公司视为同一主体，控制公司股东可以向从属公司行使知情权。“支配控制”理论以实际控制作为股东对从属公司行使知情权穿越的前提，即如果一家公司控制另外一家公司达到能够忽视该公司独立地位的程度，就可以实施股东的知情权穿越。从《特拉华州普通公司法》的规定来看，股东知情权穿越制度的建构采纳了支配控制理论。^{〔22〕}《特拉华州普通公司法》第 220 条（b）规定，公司股东可以基于正当目的就从属公司实际控制和占有或者可能经由控制力而取得的账簿记录进行查阅，但应符合以下条件：股东请求查阅从属公司的账簿记录不会造成控制公司或者从属公司与任何和控制公司不具有关系企业关系的人两者间的违约行为，从属公司依据其所适用的法律无权拒绝控制公司股东请求查阅其账簿记录。

在企业集团中，控制公司或者控制公司内部人可能利用控股的下属公司从事关联交易或者掏空从属公司，如果控股公司股东不能查阅从属公司的信息，此时该种违法行为就借由多层次法律主体规避股东查阅权的行使，致使少数股东权利保护立法目的落空。从属公司的运营对于控制公司有重大影响时，控制公司股东可通过查阅从属公司的会计账簿及资料，监督其经营状况，间接维护控制公司及其股东的权益。修订草案增加了股东双重代表诉讼，允许股东为全资子公司利益提起代表诉讼。而查阅权对于双重代表诉讼中的举证至关重要，为确保双重代表诉讼实施的效果，应当允许股东对全资子公司信息行使查阅权。因此，《公司法》（2023 年修订）增加了股东可以要求查询、复制全资子公司相关材料的规定。

3. 直接查阅和间接查阅

股东除了可以直接查阅有关信息外，一些国家和地区的公司法还规定，股东在特定情形下可以申请法院选任检查人查阅一些更为敏感的信息。股东的检查人选任请求权是否属于知情权的范畴是个有争议的话题，从检查人将检查的报告提交申请股东来看，检查权似乎是对知情权的补充。因此，有的学者建议我国应当引入检查人制度，进一步强化股东的知情权。^{〔23〕}从立法规定来看，检查人制度并非仅对公司财务状况进行检查，根据德国公司法、日本公司法、我国台湾地区“公司法”的规定，检查人制度不仅包括对财务会计、账簿等的检查，还包括对公司设立程序、股东会召集程序、公司重整、公司清算程序、业务执行等情况的检查。股东请求法院选任检查人的情形，一般是公司存在不当行为或者有充足事由怀疑有违反法律或者公司章程的重大事实时。^{〔24〕}公司应当支付检查人报酬。申请人存在故意或重大过失的错误陈述，促使法院选派检查人的，申请人应承担查阅费用。^{〔25〕}检查报告应当向法院提交，法院认为必要时可以命令董事召开股东会，并将检查结果通知股东；检查人在向法院提交报告时，应向股东提交副本。^{〔26〕}因此，从上述规定可以看出，检查人制度本质还是借由股东通过法院间接行使查阅权进而实现对公司经营行为的监督，检查人本质是公司监督机构的补充。

查阅权与检查人制度的差别在于，股东向公司请求查阅被拒绝后才向法院提起查阅权诉

〔22〕 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（西北政法大學學報）》2019 年第 4 期，第 145 頁。

〔23〕 参见彭真明、方妙：《股东知情权的限制与保障——以股东查阅权为例》，载《法商研究》2010 年第 3 期；李建伟、茅院生：《制度建构：两大法系公司检查人选任制度及其借鉴》，载《法商研究》2009 年第 4 期。

〔24〕 参见《德国股份法》第 142 条第 2 款。

〔25〕 参见《德国股份法》第 146 条。

〔26〕 参见《日本公司法》第 358 条、第 359 条。

讼，而检查人制度中股东可以越过公司直接向法院提起，法院在审理过程中，还要根据股东请求查阅的范围、目的以及公司是否允许查阅的抗辩，决定检查人检查的范围，其和查阅权制度在查阅公司相关信息方面没有本质差异，最大差异是法院可以基于检查人的检查结果判断是否需要继续检查以及要求董事采取何种措施。在检查人制度中，法院要根据检查人的检查报告判断公司经营是否存在问题，进而要求董事召开股东会通报股东相关信息，而通报相关信息是否符合公司的利益，这涉及董事的商业判断，司法不宜过多干预。因此，如果法律赋予股东直接查阅的客体范围比较宽，就没有必要再引入检查人制度作为查阅权的补充，无需再采用检查人制度来间接实现查阅权。当然，直接查阅和间接查阅对于公司经营的干扰程度是有差异的。对于查阅会计账簿、会计凭证等较为专业的信息，股东如欠缺专业知识将会影响查阅权的行使效果和效率，对公司经营造成干扰。如果允许股东委托专业机构进行间接查阅，一方面可以提高查阅的效果和效率，另一方面，专业机构因其保密义务也会降低对公司商业秘密的侵害。

我国《公司法》对于股东可以查阅的信息也采用了二分法。对于基本信息允许股东可以直接查阅，对于会计账簿则规定了较为严格的查阅限制和要求。但是基本信息中的董事会决议和监事会决议，可能会涉及公司经营事项，其是否应当作为一般信息允许股东无条件查阅需要研究。此外，在敏感信息中，虽然修订草案在两类公司中都增加了会计凭证，拓宽了可以查阅的范围，但是其查阅客体还是封闭的类型列举，总体来看，查阅范围还是较为有限。如修订草案没有规定股东可以查阅董事会会议记录、监事会会议记录等信息，也没有规定股东是否可以查阅有关银行流水。而这些信息对于股东行使监督权非常必要，原则上，只要股东符合查阅的法律形式要件要求，都应当允许查阅。例如，如果股东是为了调查董事关联交易损害公司利益，股东就需要了解关联交易的条件和公司决定程序是由股东会还是董事会决议，需要进一步查阅该交易的相关合同、文件以及决议记录等。

（三）查阅程序的限制——正当目的

1. 正当目的与举证

正当目的是股东查阅权行使程序中平衡股东与公司利益的最重要的程序性手段。正当目的作为平衡各方利益的一个程序性设置，其不仅是股东在行使查阅权时需要明确提出且作必要证明的要件，也是公司主张股东不能行使查阅权的一个抗辩理由。根据《特拉华州普通公司法》第 220 条规定，主张查阅权的股东应当提出经宣誓的书面请求，该书面请求应当载明查阅目的。第 220 条对正当目的的定义是“其目的必须与该股东的利益有合理关联”，该规定相当原则，是否具备正当目的应当结合个案判断。根据美国判例法的总结，正当目的有三项：与其他股东就公司治理相关事务进行沟通，如股东提案权或者征集投票权；调查公司治理不善问题；为了评估股票的预期价值而评估公司经营业绩。^{〔27〕}

对于股东名册以外的其他资料，股东需要就目的及所查阅、复制的范围的必要性进行举

〔27〕 See George S. Geis, *Information Litigation in Corporate Law*, 71 Alabama Law Review 407, 423 (2019).

证。^[28] 股东不能仅表明其打算与其他股东沟通，他们应当提供更详细的原因，如想向其他股东发出购买其股票的要约或者争取其他股东支持其提案，也即查阅目的必须具有特定性。在 *Northwest Industries v. B. F. Goodrich Co.* 一案中，法院认为股东“与其他股东就股东会议相关事项进行沟通”的目的，这样的陈述不足以让公司判断股东的沟通与目的之间有合理的关联性。^[29] 基于调查公司经营不善目的的查阅中，对正当目的的陈述必须是基于现在的需求，如仅陈述其目的为调查公司可能的管理不当或者错误行为，在欠缺更明确证据的前提下，股东将无法行使其查阅权。股东必须以优势证据证明对于其发现公司可能的错误行为存在一个可信赖的基础 (credible basis)。当然，股东并非必须以优势证据证明公司确实从事错误行为，但必须证明并非仅仅是股东对有关经营事项的意见与董事会不一致。^[30] 在有些案例中，原告提出反驳，股东查阅权是一种工具性权利，如果股东知道违法行为显然可以直接提起代表诉讼，法院这样的要求将查阅权架空。原告的主张也并非没有道理，法院主要担心股东基于满足好奇心或者干扰公司而提起查阅权请求，在此问题上，法院基于正当目的证明平衡了股东知情权和公司经营权之间的关系。如果股东不能提供足够证据来证明其目的正当，法院可能驳回查阅。例如，以调查董事浪费和管理不善为目的，但是没有可信的证明使法院据此推断发生了浪费或管理不善，且未能证明查阅不会对公司的利益产生不利影响；以获得可能向其出售股票的股东姓名与其他股东进行沟通为目的，但未显示出沟通的预期。^[31] 如果股东行使查阅权获得信息的目的仅在对公司提起干扰或无理的诉讼，则常会被法院拒绝其行使查阅权。^[32]

特拉华州法院认为，股东行使查阅权可能会有多个目的，股东具有一个不正当的次要目的并不足以否定其查阅权，只要股东的主要目的是正当的，其次要目的是否具备正当性对于查阅权行使没有影响。但是如果公司可以证明股东具备一个不正当的次要目的，为了保护公司的合法权益，法院可以限制股东可查阅的标的范围。^[33]

《日本公司法》对查阅股东名册和账簿以及相关文件，不得行使查阅权的不正当目的作了明确列举：非基于确保其权利或者调查目的；以妨碍公司业务进行、损害股东共同利益为目的；经营或者从事的事业与该公司的业务具有实质上的竞争关系；将所查阅或者誊抄的会计账簿或者其他资料通报第三人，并以此获利；过去 2 年内，有将所查阅或者誊写的会计账簿或者其他资料通报第三人，并以此获利的行为。^[34] 对于是否允许具有同业竞争关系的股东查阅相关材料，《特拉华州普通公司法》不同于《日本公司法》，其第 220 条 (b) 仅要求行使查阅权的股东在其请求查

[28] See *Thomas & Betts Corp. v. Leviton Mfg. Co.*, 681 A.2d 1026, 1035 (Del. 1996).

[29] See *Northwest Industries v. B. F. Goodrich Co.* 260 A.2d 428, 428 (Del. 1969).

[30] See *Haywood v. AmBase Corp.*, C. A. No. 342, slip op. 12 (Del. Ch. Aug. 22, 2005); *Seinfeld v. Verizon Commc'ns, Inc.*, 909 A.2d 117, 123 (Del. 2007).

[31] See Allen Sparkman, *Information Rights—A Survey*, 2 *The Business, Entrepreneurship & Tax Law Review* 41, 115–116 (2018).

[32] See Edward P. Welch & Andrew J. Turezyn, *Folk on the Delaware General Corporation Law*, Aspen Publishers, 2004, p. 557.

[33] See *BBC Acquisition v. Durr-Fillauer Medical*, 623 A.2d 85, 88 (Del. Ch. 1992); *Safecard Servs., Inc. v. Credit Card Serv. Corp.*, 1984 WL 8265 (Del. Ch. 1984).

[34] 参见《日本公司法》第 125 条第 3 项，第 433 条第 2 项。

阅与提起诉讼时具备公司登记的股东身份，股东是公司的竞争者，或者该股东对公司正在提起诉讼或者代表诉讼，并不会因此而使该股东丧失查阅权。^{〔35〕}

从我国《公司法》规定看，查阅会计账簿仅要求股东提出书面请求，并说明目的，也没有要求对目的进行合理说明或者证明。于是，司法实践中，股东查阅权能否行使主要取决于公司能否证明请求查阅股东的主观状态不正当，但是对于主观状态的举证非常困难，被告公司很难胜诉。原告股东通常以了解公司经营情况这一不具体的理由或者目的来主张查阅权，这就增加了股东滥用查阅权干扰公司正常经营的风险。^{〔36〕}

2. 正当目的与查阅范围

正当目的还是法院在审查时决定查阅范围的一个重要考虑。以公司账簿等信息为例，如股东以评估股票价格为目的行使查阅权，查阅市场一般规则可以确定股价所需要的财务信息即可。在上市公司，公开的信息已经能够充分反应股价的时候，除非股东证明上市公司披露的信息还不足以判断股价才需要查阅相关账簿。对以共益权为目的行使查阅权，股东认为公司财务报告信息不实需要查阅，则股东至少要指出财务报告的不实之处，并在财务报告不实的范围内就相关账簿或者会计凭证进行查阅，而不能无限制地查阅所有账簿和凭证。

总之，要求股东书面提供查阅目的以及理由，不仅有助于判断公司是否有义务提供，也比较容易确定公司提供账簿和凭证等资料的范围。股东查阅账簿和会计凭证的范围，应当根据股东请求的目的作出不同的认定。查阅目的是与其他股东联系或者评估自身股票价值，查阅权的行使门槛较低，但是为了股东代表诉讼监督管理层，其行使门槛较高，不能仅仅是无中生有的怀疑，必须是提供基本信息能够让法官初步判断公司董事是否存在违法的可能。例如股东如果仅以行使股东权利为由，要求调查公司会计是否违法，则可能就会构成查阅理由不足，目的不够明确特定。当然也不可能要求股东提供确凿的证据证明董事等存在违法行为。如果严格要求提供董事违法行为的举证，则查阅权会被这一要求架空。对于查阅范围而言，是否要求股东也有举证责任则比较复杂的问题。由于公司的会计账簿、会计凭证等信息比较复杂，如果严格要求股东举证其查阅的范围，对于股东可能非常困难。但是如果不要股东对查阅范围进行举证，则公司可能选择性提供查阅的资料，也会影响股东查阅权的效果。而对于查阅权目的是与其他股东沟通和监督董事会，则查阅权的范围都是基于公司过去经营管理中产生的信息，而非将来的预测信息，^{〔37〕}因而显然也不能包括董事会对于未来规划或者战略的讨论。而查阅权行使的目的是评估自身的股票价格，可能仅有过去的信息恐怕难以准确判断股价信息，而此时是否允许查阅公司未来的战略和潜在的交易将是争议点。

3. 正当目的与诉讼费用分配

正当目的对于合理分配诉讼费用也有重要意义。股东查阅会计凭证等资料，可能需要委托专业机构进行，此时还涉及查阅费用的分担问题。如果股东提起查阅权的目的是对管理层的违法行

〔35〕 See Edward P. Welch & Andrew J. Turezyn, *Folk on the Delaware General Corporation Law*, Aspen Publishers, 2004, pp. 556 - 557.

〔36〕 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。

〔37〕 See *In re B & F Towing & Salvage Co.*, 551 A.2d 45, 51 (Del. 1988); *Helmsman Mgmt. Servs., Inc., v. A & S Consultants, Inc.*, 525 A.2d 160, 161 - 63 (Del. Ch. 1987).

为进行调查或者提起代表诉讼,此时股东行使查阅权是为了公司与全体股东的利益,查阅费用由公司支付比较妥当。如果股东行使查阅权仅仅是为了满足个人利益,则应当由股东自行承担。股东查阅有多重目的时,应根据主要目的的性质判断是由公司还是股东承担费用。如《示范公司法》第 16.04 条(c)规定,法院命令公司允许股东行使查阅权时,法院应当同时判令公司支付股东因取得法院命令而产生的费用,除非公司可以证明其拒绝股东行使查阅权是善意的,其就股东查阅公司记录的要求有合理的怀疑基础。

(四) 查阅权后端——公司拒绝查阅的责任与查阅权行使的限制

1. 公司拒绝股东行使查阅权

对于公司拒绝股东行使查阅权的,多数国家都规定了股东可以请求法院命令公司提供。^[38]基于信息对公司的影响不同,一些国家规定了不同的程序。例如《示范公司法》和《特拉华州普通公司法》规定股东查阅或者复制基本资料被拒绝时,或者对股东查阅的请求在五个营业日内未做任何回复时,法院可以根据请求权人的申请,以简易程序命令(summary order)公司提供股东所要求查阅或者复制的记录。对于此类查阅权,股东享有绝对权利,法院一般只审查请求权人是否为股东。^[39]股东查阅公司敏感资料被拒绝时,如果股东遵守了说明目的且其目的与股东权利合理相关,公司未在合理期间内允许股东查阅或者复制资料,法院可以根据股东的申请,命令公司提供股东所要求查阅或者复制的记录。《示范公司法》第 16.04 条(b)特别要求法院必须以加速的程序处理。

此外,一些国家和地区公司法还对拒绝股东行使查阅权的公司负责人规定了多种形式的法律责任。英国、我国香港地区及新加坡对拒绝提供股东信息的公司负责人,处以刑罚;英国公司法及新加坡公司法还对持续不提供的公司负责人,处以按日连续罚款或者逾期未遵守义务的罚款(default penalty)。阿拉斯加州公司法规定,拒绝善意查阅股东或者其代理人查阅会计账簿和记录以及其他会议记录的,公司高级管理人员应当向股东支付其股权价值 10% 或者 5000 美元中的较高者,此外股东还可以要求其他损害赔偿。^[40]内华达州则规定,拒绝查阅的高级管理人员需要向州政府按每天 100 美元支付罚款,并对股东的损失承担连带责任。^[41]

2. 对股东查阅信息的使用限制

为平衡股东权利与公司利益,避免股东滥用其查阅的信息损害公司利益,《示范公司法》赋予法院裁量权,第 16.04 条(d)规定,法院命令股东行使查阅权的同时,可以就请求股东所查阅的资料,附加使用与披露的合理限制。马萨诸塞州规定,公司可以对股东查阅获得的记录的使用和披露作出合理限制。^[42]特拉华州法院认为,公司在收到股东请求后,应判断股东请求提供信息的目的是否适当,作出是否提供信息的决定。即使股东请求目的适当,董事仍可以基于公司内部经营管理情况的考虑,就股东对于公司信息的查阅、复制附加条件与限制。董事作出的限制

[38] 参见美国《示范公司法》第 16.04 条,《特拉华州普通公司法》第 220(c)条,《日本公司法》第 125 条、第 394 条、第 434 条及第 443 条,我国香港地区《公司条例》第 219 条、第 654 条、第 657 条。

[39] 参见美国《示范公司法》第 16.04 条(a),《特拉华州普通公司法》第 220 条(c)、第 16.04 条(b)。

[40] See Alaska Stat. § 10.06.430(c) (1989).

[41] See Nev. Rev. Stat. § 78.257(4).

[42] See Mass. Gen. Laws ch. 156D, § 16.03(e) (2004).

作为商业判断，除非董事有诈欺、利益冲突或其他不当行为等情形，法院将尊重董事的决定，原则上不会对董事作出的限制进行司法审查。^{〔43〕}但是，董事的限制不得妨碍股东查阅目的的实现，如果股东查阅的目的是了解所持股份价值，则不得在未与股东达成限制协议的情况下，将禁止股东处分其股份作为查阅、复制的条件。^{〔44〕}在股东查阅股东名册不损害公司竞争力的情况下，查阅、复制的股东可以将股东名册信息与他人共享。^{〔45〕}许多法院支持私下协商的保密协议或者对披露敏感信息施加司法保密条件。^{〔46〕}法院可能要求股东与公司签署保密协议，同意不披露从对竞争对手的检查中获得的某些信息。^{〔47〕}另一个常见的限制是法院限制查阅文件的方式，例如要求现场查阅，以防止信息传播。^{〔48〕}明尼苏达州还规定了保护令：法院可以根据公司的申请发布保护令，允许公司在一段合理的时间内不提供部分董事会会议记录，以防止过早披露可能导致对公司的竞争损害，但该期间不得超过 12 个月，保护令可以申请延期，但总计不得超过 36 个月。如果法院未根据公司要求发布保护令，公司应向股东支付合理的费用，包括律师费。^{〔49〕}此外，还有的公司法对滥用查阅信息的股东规定了处罚责任，如美国佛罗里达州对出售或者散布其查阅获得的信息的股东处以 5000 美元的民事罚款。^{〔50〕}《公司法》（2023 年修订）第 57 条第 4 款规定：“股东及其委托的会计师事务所、律师事务所等中介机构查阅、复制有关材料，应当遵守有关保护国家秘密、商业秘密、个人隐私、个人信息等法律、行政法规的规定。”因此，如果股东及其委托的中介机构查询、复制的内容涉及国家秘密、商业秘密等信息，公司可以要求股东及中介机构签订相关协议，对查询、复制后的约束措施作出约定，并明确违反协议后的责任。法院在作出股东查阅、复制相关材料的判决后，也可以要求股东签订相关协议，并对特定相关材料采取现场查阅的方式进行查阅。

• 247 •

四、结 论

1. 查阅权与公司类型关系的优化。《公司法》（2023 年修订）基于有限责任公司与股份有限公司二分法，赋予股东差异化的查阅权。有限责任公司股东查阅权行使更加灵活、便利，适应其所有者和管理者高度重合的需要；股份有限公司股东对于会计账簿等的查阅定位为少数股东权。

2. 将正当目的作为股东查阅范围的程序性限制。为平衡公司权益的保护，避免正当目的主观化可能产生的查阅权滥用，正当目的不能仅仅作为股东的一个说明义务，而应当要求股东证明

〔43〕 See *Mercantile Trading Co. v. Rosenbaum Grain Corp.*, 154 A. 457, 461 (Del. Ch. 1931).

〔44〕 See *The Ravenswood Investment Company, L. P. v. Winmill & Co. Incorporated*, 2014 WL 2445776, 4 (Del. Ch. May 30, 2014).

〔45〕 See *Thorpe v. Cerbco, Inc.*, 1993 WL 443406, 8 (Del. Ch. 1993).

〔46〕 See *Abrogated by Tiger v. Boast Apparel, Inc.*, No. 23 2019, 2019 WL 3683525 (Del. Aug. 7, 2019); *Pershing Square, L. P. v. Ceridian Corp.*, 923 A. 2d 810, 820 - 24 (Del. Ch. 2007).

〔47〕 See Johnathan D. Horton & Essay, *Oklahoma Shareholder and Director Inspection Rights: Useful Discovery Tools?*, 56 *Oklahoma Law Review* 105, 118 (2003).

〔48〕 See *Schwartzman v. Schwartzman Packing Co.*, 659 P. 2d 888, 890 (N. M. 1983).

〔49〕 See Minn. Stat. § 302A.461, subd. 4a.

〔50〕 See Fla. Stat. § 607.1602 (7) (1997).

查阅目的正当性以及查阅标的与查阅目的间的合理关联性。

3. 公司拒绝查阅的责任和对股东查阅信息的限制使用。实践中我国部分有限责任公司不按照规定设置会计账簿, 股东要求查阅时, 公司无法提供, 即便是股东胜诉, 也很难查阅到有用的信息。此时, 需要强化董监高在公司治理中的作用, 对于不设置账簿和不提供查阅的董监高设置行政处罚责任, 有利于督促其落实股东查阅权。此外, 为保护公司信息不被股东滥用, 可以增加规定, 公司在提供信息的同时可以要求查阅股东对其查阅的信息进行保密, 或者限制其在不违反查阅目的的情形下使用。

Abstract: The shareholder's right to access is rooted in the protection of shareholder property rights and the fiduciary relationship between shareholders and the company's management. The right to access can make shareholders better exercise their rights, supervise the company's management. The right to access is not only self-beneficial but also co-beneficial right. The right to access needs to balance the relationship between shareholders' right to know and the company's management rights. The draft amendments to the company law further strengthens the protection of shareholders' rights, allowing shareholders of limited liability companies to inspect accounting documents, and adding provisions on the right of shareholders of limited liability companies to access to accounting documents. The revised draft shall, on the basis of balancing the relationship of interests, set different burdens of proof and methods of inspection according to the sensitivity of the object of inspection. Legitimate purpose is used as a procedural restriction to balance the interests of shareholders and the company, and the scope of access is clearly limited to the scope necessary to achieve the purpose of access. The revised draft shall further expand the scope of access objects for shareholders of limited liability companies, and take the right to access as an important means for shareholders to exercise their supervisory rights.

Key Words: right of access, balance of interests, access to the subject matter, legitimate purpose

(责任编辑: 王湘淳)

论公司决议程序瑕疵轻微的认定

吴维锭*

内容提要：裁量驳回规则的引入意味着轻微的程序瑕疵不会导致决议被撤销，但对于程序瑕疵轻微的认定，争议较大，存在相关性说、潜在影响说和表决权比例说等观点。问题的回答应当回归公司决议程序的历史缘起、理论基础和功能。公司决议程序缘起于政治民主领域，是对政治决议程序的迁移和模仿。政治决议程序以商谈和对话为核心，旨在构建理性商谈环境。理性商谈环境本质上则意味着观点和理由具有在参会成员间自由形成和自由交换的可能性。所以，公司决议程序瑕疵轻微的判断应以瑕疵是否实质影响公司决议程序意欲构造的理性商谈环境为标准，即是否破坏观点和理由在参会成员间自由形成和自由交换的可能性。程序瑕疵可通过公司自动补正和成员认可而被治愈。公司决议程序瑕疵轻微的举证责任应当倒置。应当统一解释“轻微瑕疵”和“对决议未产生实质影响”。应当将程序瑕疵的范围从“召集程序”和“表决方式”类推解释至“议事程序”。

关键词：公司决议 程序瑕疵 组织学习 商谈 裁量驳回

• 249 •

一、问题的提出

公司决议程序的作用是产生公司决议或公司意思。依据《中华人民共和国公司法》（2023年修订）（以下简称《公司法》）第26条第1款，存在程序瑕疵的公司决议在法律上属于可撤销决议。《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4条但书引入裁量驳回规则，将“会议召集程序或者表决方式仅有轻微瑕疵，且对决议未产生实质影响的”公司决议排除出可撤销决议范畴。《公司法》第26条第1款更

* 吴维锭，中国人民大学法学院博士研究生。

本文为中国人民大学2021年度拔尖创新人才培养资助计划成果。

是将裁量驳回规则正式引入我国公司法。然而,对于如何理解裁量驳回规则的适用条件——瑕疵轻微,^{〔1〕}学术界和实务界分歧较大。

有学者认为当程序瑕疵不会对决议结果产生影响时,程序瑕疵系属轻微。^{〔2〕}本文将此立场概括为“潜在影响说”。其他学者则认为,应当重视决议程序本身的独立价值,不能完全以对决议结果的影响定义程序瑕疵的性质,即便不影响决议结果,程序瑕疵也可能并不轻微。^{〔3〕}更有学者将决议程序的独立价值推至极点,认为裁量驳回规则没有存在价值,所有程序瑕疵都不轻微。^{〔4〕}也有学者从知情权瑕疵角度提出,如果依据程序规定的目的和意义,程序瑕疵对相关主体的参与权和成员权构成侵犯,则该程序瑕疵难谓轻微。^{〔5〕}本文将这种观点概括为“相关性说”。近期,另有学者提出“要件二分说”,分别从股东个体和公司整体两个角度运用利益衡量方法解构裁量驳回规则。^{〔6〕}此说本质上是对“潜在影响说”和“相关性说”的综合。学术界的讨论基本投射到了司法实务界,潜在影响说和相关性说各有裁判市场。也有裁判基于潜在影响说提出了“表决权比例说”,认为潜在影响的关键在于受影响的表决权总体是否能改变决议结果。^{〔7〕}

程序瑕疵轻微的判断,需要从公司决议程序的历史缘起、理论背景和功能入手。为此,本文正文分为三部分:首先结合国内裁判,对程序瑕疵轻微的认定现状进行梳理并作学术检讨;其次,对公司决议程序进行历史溯源,探究其理论基础和功能;最后,从认定标准、场景化适用、举证责任和解释论等角度提出本文有关程序瑕疵轻微认定的见解。

• 250 •

二、公司决议程序瑕疵轻微的认定现状与检讨

在中国裁判文书网上以“民事案件”为“案件类型”,以“与公司有关的纠纷”为“案由”,在“理由”部分包含“轻微瑕疵”字眼,并剔除“基层法院”审理的案件,共搜集到裁判文书208篇。筛选除去其中相关性弱和参考借鉴意义小的裁判文书,最终得到本文的分析样本库,共计175篇。其中董事会决议相关案例13件,股东会决议相关案例162件。^{〔8〕}结合这175篇裁判文书,我国司法实践关于裁量驳回规则适用条件的观点可以归纳为相关性说、潜在影响说和表决权比例说,也有裁判综合采纳几项学说。

〔1〕 此处及全文的“瑕疵轻微”或“轻微瑕疵”等类似用语整体指代裁量驳回规则的构成要件,不同于法条“会议召集程序或者表决方式仅有轻微瑕疵,且对决议未产生实质影响的”中的“轻微瑕疵”。

〔2〕 参见蔡立东、杨宗仁:《论股东会决议撤销权的主体及其行使》,载《当代法学》2008年第5期;丁绍宽:《股东会瑕疵决议的效力研究》,载《法学》2009年第6期。

〔3〕 参见钱玉林:《论可撤销的股东大会决议》,载《法学》2006年第11期;南玉梅:《公司瑕疵决议诉讼中裁量驳回规则的建构与适用——兼评法释〔2017〕16号第4条》,载《法学评论》2018年第6期。

〔4〕 参见华忆昕:《论程序瑕疵股东会决议效力裁判中的裁量驳回制度》,载《东北大学学报(社会科学版)》2016年第3期。

〔5〕 参见丁勇:《公司决议瑕疵诉讼中的股东知情权瑕疵研究》,载《东方法学》2014年第3期。

〔6〕 参见李建伟:《论公司决议轻微程序瑕疵的司法认定》,载《政治与法律》2023年第1期。

〔7〕 参见河南省高级人民法院(2021)豫民终1186号民事判决书;广西壮族自治区高级人民法院(2018)桂民申2399号民事裁定书;浙江省高级人民法院(2019)浙民再50号民事裁定书;北京市高级人民法院(2019)京民申1402号民事裁定书。

〔8〕 检索截止日期为2022年7月18日。此外,我国现行《公司法》将股东会和股东大会统合为股东会,本文遵从此做法。

（一）相关性说及其检讨

相关性说认为如果程序瑕疵未导致相关成员无法参会并行使表决权，则程序瑕疵轻微；否则，瑕疵不轻微。司法实践中，有法院基于“最终参加了股东会会议并充分表达了意见、行使了表决权”^{〔9〕}“并未实质性的剥夺上诉人邓某木、高某久、何某友在公司治理中的参与表决权”^{〔10〕}等理由认定程序瑕疵轻微，或基于“妨碍了刘某年作为天鑫公司的股东公平地参与多数意思的形成”^{〔11〕}认定程序瑕疵不轻微。

相关性说的合理性值得反思。首先，相关性说不符合决议程序的功能设定。相关性说默认公司决议程序的功能是保护成员的参会表决权，但本质上，公司决议程序的功能在于产出公司决议或形成公司意思，意在保护公司。相关性说重个体而轻公司的导向有违背表决权等权利的共益权属性之嫌。虽然成员表决权之行使与公司意思形成存在千丝万缕的关系，但对二者之表里关系亦不可不察。其次，如果个体程序权利之保护是适用裁量驳回规则的主要考量，则并不必以公司决议之撤销为救济途径。损害赔偿不仅可以救济个体程序权利，而且维持了决议的稳定性并节省了决议成本，因而是更优救济渠道。针对程序利益受损的股东的损害赔偿在我国《公司法》上亦有其规范基础。^{〔12〕}换言之，相关性说下，一切程序瑕疵皆应当被认定为轻微瑕疵，决议撤销制度或被搁浅。此外，《公司法司法解释四》第4条将裁量驳回规则的构成要件区分为“仅有轻微瑕疵”和“对决议未产生实质影响”两个独立部分，^{〔13〕}但相关性说裁判仅以成员参会表决权之损害为构成要件，缺乏解释论的回应。

（二）潜在影响说及其检讨

潜在影响说认为程序瑕疵性质认定之关键在于程序瑕疵是否会作用于参会成员的表决意向，进而影响公司决议的结果。我国司法实践采此说的判例较少。^{〔14〕}潜在影响说以对决议结果的影响为认定程序瑕疵性质的核心，但不同于表决权比例说，潜在影响说将程序瑕疵与决议结果之间的因果关系从静态而形式化的表决权比例转换为了动态而实质化的互动过程，因而更具说服力。

潜在影响说的问题是，首先，所谓的“潜在影响”只是一种观念上的想象，无法通过自然实验重演程序无瑕疵场景下的决议结果。有法院即提出“在会议当时四名董事如果能够与未与会的三名董事充分交流，四名与会董事的态度是否会发生变化已经成为不可被证实也不可被证否的问题”^{〔15〕}。其次，解释论上，潜在影响说还须处理“仅有轻微瑕疵”和“对决议未产生实质影响”二要素间的关系。

（三）表决权比例说及其检讨

表决权比例说认为如果剔除受影响成员之表决权，公司决议依然得以通过，则可认为程序瑕

• 251 •

〔9〕 北京市高级人民法院（2021）京民申5520号民事裁定书。

〔10〕 贵州省高级人民法院（2017）黔民终510号民事判决书。

〔11〕 贵州省高级人民法院（2018）黔民终811号民事判决书。

〔12〕 参见《公司法》第190条。

〔13〕 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117页。

〔14〕 参见山东省日照市中级人民法院（2019）鲁11民终1945号民事判决书。

〔15〕 山东省日照市中级人民法院（2019）鲁11民终1945号民事判决书。

疵系属轻微；^{〔16〕}反之，若受影响成员之表决权占比较大，导致公司决议通过所需之多数决无法实现，则程序瑕疵非属轻微。^{〔17〕}

表决权比例说的问题首先在于忽视了决议程序本身的独立价值。决议程序本身有着丰富的价值内涵，包括促进信息交流以保护股东知情权^{〔18〕}和确保公司意思的独立性，^{〔19〕}而绝非仅有作出决议这一功能。其次，即便认可决议程序相对于决议结果的附属性，也不能忽视决议程序对决议结果的影响。决议质量取决于决议过程，基于观点和理由充分交流基础上的决议将是更优决议。而观点和理由之占有与成员表决权份额无必然关联。表决权占比低的成员也有可能通过所持观点和理由说服其他参会成员，进而影响公司决议结果。再次，表决权比例说会恶化中小股东处境。有法院指出“如果仅仅以股权比重作为衡量股东会决议是否有效的标准，则小股东将无法参与公司决策、管理、分享利润，甚至不能自由转让股权和退出公司，公司小股东的利益将无法得到保障”^{〔20〕}。中小股东处境恶化会增加公司的融资成本，甚至影响整体经济发展。最后，表决权比例说也须在解释论层面回应“仅有轻微瑕疵”与“对决议未产生实质影响”二者之间的关系。

（四）小结：现有学说的理论基础反思

学说差异反映的是对公司本质和公司意思形成机理等基础理论问题认知的差异。首先，公司本质问题认知差异。相关性说认为公司决议程序的作用在于保护成员权利，这是集合理论的体现。潜在影响说和表决权比例说以形成公司意思为公司决议程序的作用，是真实实体理论的表现。其次，公司意思形成机理认知差异。对于公司决议程序如何形成公司意思，潜在影响说和表决权比例说都倾向于认为“表决行为”形成“公司意思”。

事实上，公司决议程序旨在产生公司意思，而公司意思是真实实体理论下的构建，因此对公司决议程序瑕疵的审视必须以真实实体理论为基础。此为相关性说之弊。另一方面，公司意思之形成并非成员意思的简单叠加，而是意思互动后的化合物。^{〔21〕}单独的表决行为无法形成公司意思，甚至可以认为，在公司意思形成过程中，表决行为相对次要，是互动或商谈的必然结果。此为潜在影响说与表决权比例说之弊。

三、公司决议程序的历史溯源与理论锚定

历史来看，公司决议程序缘起于政治民主领域，是对政治决议程序的迁移。政治决议程序的核心在于商谈，认为基于理性商谈环境的决议程序产出的集体决议具备正当性。演化自政治决议程序的公司决议程序也应当以商谈理论为其制度基石。

〔16〕 参见浙江省高级人民法院（2019）浙民再50号民事裁定书；北京市高级人民法院（2019）京民申1402号民事裁定书。

〔17〕 参见四川省雅安市中级人民法院（2018）川18民终779号民事判决书。

〔18〕 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。

〔19〕 参见王湘淳：《论公司意思独立的程序之维》，载《中外法学》2021年第4期。

〔20〕 山东省济南市中级人民法院（2021）鲁01民终5699号民事判决书。

〔21〕 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。

（一）公司决议程序的政治民主缘起

公司决议程序起源于政治民主领域在学术界已是共识。有学者认为早期公司的董事会结构及其运作程序缘起于西欧中世纪的政治思想和实践，这些政治思想和实践体现于中世纪欧洲王国的议会、城镇委员会、行会治理委员会以及教会的运作过程中。^{〔22〕}有学者更是将公司股东会议及其程序规则追溯至公元前5世纪的雅典公民集会，认为2500年后这种集体决议程序规则几乎不曾变化。^{〔23〕}另有学者指出，公司会议与教堂的祭衣室会议（vestry meetings）和政治团体会议等具有同源性。^{〔24〕}

公司决议程序学习政治决议程序的原因在于“面对陌生领域人们总是用传统中的固有观念去填充未知领域”^{〔25〕}。在人类认知中，公司决议程序和政治决议程序都具备同样的功能，即产生集体决议。如此，将熟识的有关政治决议程序的经验迁移到公司决议程序中来，自然成为认知距离最短、成本最低和最符合认知融贯要求的选择。早期公司实践中浓厚的政治干预色彩也是引致政治决议程序向公司决议程序迁移的重要原因。西方早期的公司都由国王或者政府特许设立，其治理亦带有高度的政治色彩，往往被作为政治机构进行管理，包括决议程序在内的政治经验自然被运用于早期的公司运作。伦敦公司（London Company）即为适例。^{〔26〕}公司决议程序和政治决议程序具有内在一致性的另一个证据是，公司决议程序的经验也会对政治决议程序进行反向迁移和输出。美国早期的政府结构及其运作程序直接来源于北美殖民地特许公司的治理实践，而非英国政府的经验。第一部成文记载美国政府结构及运作过程的宪法文件——弗吉尼亚1621年宪法，是伦敦公司及其原型东印度公司（East India Company）的公司章程的翻版。^{〔27〕}马萨诸塞州的宪法则直接来源于另一英国贸易公司马萨诸塞海湾公司（Massachusetts Bay Company）的公司章程。^{〔28〕}

（二）政治决议程序的核心：商谈而非表决

政治决议程序所要解决的问题是“如何将异质的个体意思‘正当地’汇集成单一的集体意思”或“为集体决议提供正当性基础”。表决民主观下，政治决议程序的核心是“表决”，多数决是集体决议的正当性基础。但是基于多数决的集体决议只具有最弱意义上的正当性，因为多数决正当性的本质是票数而非论点和理由。^{〔29〕}表决民主观也可能导致“多数人暴政”。^{〔30〕}20世纪末

〔22〕 See Franklin A. Gevurtz, *The Historical and Political Origins of the Corporate Board of Directors*, 33 Hofstra Law Review 89, 129 (2004).

〔23〕 See Andreas Cahn & David C. Donald, *Comparative Company Law: Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*, Cambridge University Press, 2018, p. 680.

〔24〕 See Leslie Kosmin & Catherine Roberts, *Company Meetings and Resolutions: Law, Practice and Procedure*, Oxford University Press, 2020, p. V.

〔25〕 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，第172页。

〔26〕 See John P. Davis, *Corporations: A Study of the Origin and Development of Great Business Combinations and of Their Relation to the Authority of the State*, G. P. Putnam's Sons, 1905, pp. 158-159.

〔27〕 See William C. Morey, *The Genesis of a Written Constitution*, 1 Annals of the American Academy of Political and Social Science 529, 542-544 (1891).

〔28〕 See William C. Morey, *The Genesis of a Written Constitution*, 1 Annals of the American Academy of Political and Social Science 529, 550 (1891).

〔29〕 参见〔加〕威尔·金里卡：《当代政治哲学》（下册），刘莘译，上海三联书店2004年版，第522-524页。

〔30〕 参见李瑞昌：《商谈民主：哈贝马斯与吉登斯的分歧》，载《浙江学刊》2005年第2期。

期,政治理论界开始集中研究商谈在政治决议程序中的核心地位,政治民主理论开启了从表决到商谈的回归。^[31]

商谈民主观下,政治决议程序的核心是“商谈”,理性的商谈过程是集体决议的正当性来源。商谈民主理论的典型代表哈贝马斯认为,民主的核心在于为参与者构造一个理性的商谈环境(Sprechsituation),以便相关主体能在免除压制和不平等的情况下,以一种真诚和包容的商谈态度,仅仅基于最好的理由和信息,就某一有效性主张展开充分论辩。^[32]理性商谈环境能为集体决议提供更强的正当性基础。首先,理性商谈环境能提升公共决策的正确性,因为“它们在理想的情况下确保所有有关的问题、主题和贡献都被提出来,并根据尽可能好的信息和理由在商谈和谈判中进行处理”^[33]。其次,理性商谈环境为少数群体提供了发声和表达观点的机会,少数群体可以通过影响公共舆论获得公正对待,防止多数决暴政。^[34]最后,理性商谈环境能够整合公共团体。一方面,商谈民主为公民提供了表达观点、意见和理由的机会,即便观点未被接纳,他们也获得了尊重和尊严。^[35]另一方面,通过商谈,公民得以了解异议立场,这有助于他们完善个体理性,走出狭隘的个人认知。商谈民主理论下,表决仅是一种“共识”确认行为,并不能为集体决议提供正当性来源。

(三) 公司决议程序的核心功能:构建理性商谈环境

公司决议程序以政治决议程序为基础模型,政治民主理论的上述转变也被公司决议程序规则体系所吸收和借鉴。公司决议程序的核心是为会议参与者构建一个理性商谈环境。理想的公司决议程序应当尽量消除公司会议中存在的压制现象,确保与会者能够基于观点和理由展开平等论辩,任何观点皆可被任何人质疑,任何观点皆可被任何人提出。理性商谈环境使得公司决议具备高强度的正当性,其逻辑在于:通过扩大公司决议的观点和理由基础提高了公司决议的质量;通过提供表达机会,使参会成员获得了尊重感和参与感,实现了公司内部的沟通 and 理解,防止了多数决的负面效应,并最终整合了公司团体。

现实中,公司决议程序的设置即是对理性商谈环境的模拟。公司决议程序规则主要包括召集规则、提案规则、主持规则、出席规则、议事规则和表决规则等。其中,召集规则要求为参会者提供足够的信息收集、观点形成和理由形成时间;提案规则为参会者通过提案提出和质疑任何观点提供了机会;主持规则对主持人资格的强调,是因为主持人的个人能力和威信能维持会议整体上的理性商谈环境;^[36]出席规则对出席人数和代理的要求,是为了保证观点和理由的充分性和多样性;议事规则的设置要求搁置在持股数额和职位等方面的差异,赋予参会者平等的发言权和论辩权,使他们能够质疑任何立场,也能够提出任何立场,并且可以仅仅基于观点和理由争取其

[31] See John S. Dryzek, *Deliberative Democracy and Beyond: Liberals, Critics, Contestations*, Oxford University Press, 2000, p. V.

[32] 参见〔德〕哈贝马斯:《在事实与规范之间:关于法律和民主法治的商谈理论》,童世骏译,生活·读书·新知三联书店2011年版,第280页。

[33] 〔德〕哈贝马斯:《在事实与规范之间:关于法律和民主法治的商谈理论》,童世骏译,生活·读书·新知三联书店2011年版,第208页。

[34] 参见〔加〕威尔·金里卡:《当代政治哲学》(下册),刘莘译,上海三联书店2004年版,第524-527页。

[35] 参见陈瑞华:《程序正义的理论基础——评马修的“尊严价值理论”》,载《中国法学》2000年第3期。

[36] 参见李建伟:《论公司决议轻微程序瑕疵的司法认定》,载《政治与法律》2023年第1期。

他主体的认同；表决是对理性商谈后的共识进行确认的行为，表决规则则设定了公司决议的产出标准。多数决而非一致决的表决标准是对理性商谈环境无法全面实现的妥协，但是多数决结果相比少数观点更可能捕捉到卢梭所言的“普遍意志”，^{〔37〕}因而可以作为共识的拟制。但对于公司重要事项的决议，共识拟制的门槛应当相应抬高到绝对多数决。

在公司历史发展的早期，公司决议程序的理性商谈功能就得到了重视。以英国 16 世纪末期的贸易公司（trading companies）麦兹皇家公司（Mines Royal Company）为例，其章程对公司集会（assemblies）的发言权规则进行了详细设置，规定每一位参与集会的成员的发言权都应当被尊重，与其他人的发言权具有同等效力和有效性。^{〔38〕}17 世纪末期，英国股份公司（joint-stock companies）对于公司会议定足数的强制要求已是普遍实践。^{〔39〕}17 世纪的英国东印度公司为了维持公司决议的理性商谈环境，甚至规定不出席会议和违背议事规则的会议成员将会受到惩罚。^{〔40〕}

国内外学术界也逐渐意识到，公司决议程序的核心是构建理性商谈环境而非表决。有学者认为，公司决议程序实质上就是一套用以帮助被合理召集的参会人员有序讨论特定议题的会议程序。^{〔41〕}另有学者提出，公司决议程序的功能在于促进参会人员间的实时信息交流和意见评论，并为经讨论后的议题提供表决平台。^{〔42〕}公司宪治论者波特姆利（Bottomley）更是提出“商谈性决策”（deliberative decision-making）概念，认为公司集体决议（无论是在董事会还是在股东会上），应基于公开和真诚的程序。公开和真诚意味着，公司集体决议应是调查过程的结果，并考虑了所有相关论点。在计票和通过决议之前，股东会和董事会的决议应采用讨论、协商和说服的方法。^{〔43〕}国内也有学者认为公司决议程序的作用在于信息的沟通和交流，而不是表决。公司股东会和董事会的重点不在决议本身而在交流、讨论甚至是辩论。股东会和董事会应当成为一种沟通场所而非表决的机制。^{〔44〕}

• 255 •

四、公司决议程序瑕疵轻微认定新论：理性商谈环境说及其体系化

（一）实体判断标准及细化

公司决议程序应当符合理性商谈环境要求。即便公司决议程序存在瑕疵，只要不影响理性商谈环境之构建，则相应的瑕疵属于“轻微瑕疵”。理性商谈环境包括“观点和理由之形成”以及

〔37〕 参见〔法〕让-雅克·卢梭：《社会契约论》，崇明译，浙江大学出版社 2018 年版，第 199 - 200 页。

〔38〕 See Cecil T. Carr, ed., *Select Charters of Trading Companies A. D. 1530 - 1707*, Bernard Quaritch, 1913, pp. 14 - 15.

〔39〕 See William Robert Scott, *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720* (Volume 1), Cambridge University Press, 1912, pp. 339 - 340.

〔40〕 See W. S. Holdsworth, *A History of English Law* (Volume 8), Little, Brown & Co., 1926, p. 194.

〔41〕 See Leslie Kosmin & Catherine Roberts, *Company Meetings and Resolutions: Law, Practice and Procedure*, Oxford University Press, 2020, p. 3.

〔42〕 See Andreas Cahn & David C. Donald, *Comparative Company Law: Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*, Cambridge University Press, 2018, p. 680.

〔43〕 See Stephen Bottomley, *The Constitutional Corporation: Rethinking Corporate Governance*, Taylor & Francis Group, 2007, pp. 112 - 113.

〔44〕 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。

“观点和理由之交流”两个面向，后者可以进一步分为“观点和理由之输出”及“观点和理由之输入”。因此，瑕疵轻微意味着瑕疵未影响“观点和理由之形成”以及“观点和理由之交流”。理性商谈环境标准的细化请见表 1。

表 1 理性商谈环境标准的细化			
	一级细化	二级细化	具体判断标准
理性商谈环境	未影响“观点和理由之形成”	准备时间充足	“一般理性人”需要的消化会议通知信息的时间、搜集相关信息的时间、消化搜集来信息的时间、酝酿观点和理由的时间等之和
		信息提供充足	“一般理性人”认为相关信息与有关待审议事项之“观点和理由之形成”有必要关联
	未影响“观点和理由之交流”	成员得以参会	与议题相关的、新的观点及理由都被相互呈现
		会上交流充分	

1. 未影响“观点和理由之形成”

程序瑕疵对“观点和理由之形成”之影响分为“准备时间不足”和“信息提供不足”两种类型。一方面，观点和理由之形成须依次经过会议通知信息的消化、相关信息的搜集、搜集来信息的消化、观点和理由的酝酿等步骤，这些步骤都需要一定时间。司法实践中出现的通知时间瑕疵即与此密切相关。公司和法院应当基于一般理性人的标准确定合理的准备时间。^{〔45〕} 另一方面，为帮助参会成员理解议题，有针对性地和有效地搜集信息、构造观点和理由，会议通知提供的有关审议事项的信息必须充分。实践中经常出现的审议事项信息遗漏、不精准以及会议资料缺失等程序瑕疵即与此相关。至于议题相关信息充足与否的判断，同样应当从一般理性人的视角展开。倘若一般理性人认为相关信息与待审议事项之“观点和理由之形成”有必要关联，则相关信息是不可缺少的。影响“观点和理由之形成”的程序瑕疵主要发生于召集程序阶段。

2. 未影响“观点和理由之交流”

“观点和理由之交流”要求会议成员能将会前“形成之观点和理由”在会议上向其他成员展示或输出，并接收或输入其他成员于会前“形成之观点和理由”，然后基于所有被呈现的观点和理由对系争审议事项进行表决。实践中，程序瑕疵对“观点和理由之交流”的影响表现在“会议成员无法参会”和“会上交流不充分”两方面。一方面，会议成员无法参会直接剥夺了“观点和理由之交流”的可能性，导致无法参会之成员和其他成员无法相互输出和输入观点和理由。此类瑕疵属于不轻微范畴，并主要发生在召集程序中，例如未通知瑕疵。另一方面，即便会议成员参会，也存在会上交流不充分的可能，例如未论辩即表决和部分成员未发言等。“会上交流不充分”的判准是“还有与议题相关的、新的观点或理由未被呈现”。此类程序瑕疵主要发生在议事程序。

（二）场景化适用

公司决议程序大体分为召集、议事、表决和计票等程序。以下结合案例样本库，运用“理性商谈环境说”对公司决议程序中的程序瑕疵问题进行全景式分析。^{〔46〕} 相关内容请参考表 2。

〔45〕 一般理性人标准是一个事实问题可以通过举证认定，具体运用参见本章第二节部分。
〔46〕 分析主要集中于股东会，但对董事会亦可参考适用。

表 2 理性商谈环境说的场景化适用

瑕疵类型			性质	判断依据	
召集程序瑕疵	召集前置程序瑕疵		具体判断	是否影响“观点和理由之形成”	
	召集人瑕疵	无召集资格	非轻微	影响“观点和理由之形成”及“观点和理由之交流”	
		越位召集	轻微	不影响“观点和理由之形成”及“观点和理由之交流”	
	通知时间瑕疵		具体判断	是否影响“观点和理由之形成”“观点和理由之交流”	
	通知内容瑕疵	审议事项瑕疵	审议事项遗漏	一般非轻微，特殊情况下轻微	是否“影响观点和理由之形成”
			审议事项表述不精准	具体判断	
			会议资料缺乏	具体判断	
		会议时间瑕疵		具体判断	是否“影响观点和理由之交流”
		会议地点瑕疵		具体判断	
	通知方式瑕疵		参考通知时间瑕疵或未通知瑕疵		
未通知瑕疵		非轻微	影响“观点和理由之形成”及“观点和理由之交流”		
议事程序瑕疵	主持人瑕疵	无主持资格	非轻微	影响“观点和理由之形成”及“观点和理由之交流”	
		越位主持	轻微	不影响“观点和理由之形成”及“观点和理由之交流”	
	论辩瑕疵	未论辩即表决	非轻微	影响“观点和理由之交流”	
		无关人发言	轻微	不影响“观点和理由之交流”	
		部分成员未发言	具体判断	是否影响“观点和理由之交流”	
	会议记录瑕疵		轻微	不影响“观点和理由之形成”及“观点和理由之交流”	
	会议地点瑕疵		具体判断	是否影响“观点和理由之交流”	
表决程序瑕疵	表决形式瑕疵		轻微	不影响“观点和理由之形成”及“观点和理由之交流”	
	非当场表决瑕疵				
	未表决瑕疵				
计票程序瑕疵	部分无效表决被计入				
	有效表决被错误分类				
	表决权权重计算错误				

1. 召集程序的瑕疵

(1) 召集前置程序瑕疵

召集公司会议之前需要履行法定或章定程序，例如召集决议（如就特定事项召开股东会前应先经董事会决议）和咨询特定主体意见（如股东会召开前须听取工会意见、董事会召开前须先咨询副董事长的意见和建议）等。理性商谈环境说下，召集前置程序瑕疵可能从“观点和理由之形成”的“信息提供不足”方面影响“理性商谈环境”，从而构成非轻微瑕疵。例如，在决定召集股东会的董事会决议中，董事会会就股东会待议事项进行讨论，并形成董事会层面的意见。这些

董事会意见通过召集材料或者股东会发言报告等形式提供给股东会,是股东形成观点和理由的重要参考来源。倘若能证明,从一般理性人来看,缺失的董事会意见与待审议事项之“观点和理由之形成”无必要关联,则程序瑕疵轻微;否则瑕疵非轻微。有法院即指出,“若因未按照公司章程规定经过董事会的商议与表决程序,确实影响股东会决议的科学性或者导致股东无法正常行使股东权的,权利受到侵害的股东可以请求法院判定股东会决议的效力或依法行使撤销权”^[47]。类似地,咨询特定主体意见程序瑕疵的性质判断也要从参会主体形成观点和理由的角度进行分析。在“杨某堂案”^[48]和“福斯派公司案”^[49]中,如果能分别证明,一般理性人认为,缺失的公司工会意见和副董事长意见和建议与参会成员之“观点和理由之形成”有必要关联,则忽视前述前置程序之瑕疵非属轻微。

(2) 召集人瑕疵

《公司法》规定了公司会议的召集人资格和先后次序。^[50]从理性商谈环境说来看,无召集资格人召集非为轻微瑕疵,而越位召集仅为轻微瑕疵。召集行为涉及通知时间、通知内容和通知方式等事项的处理和决定,这些并非简单的机械性行为。适格的召集人是召集过程中的理性商谈环境的整体保障,须具备相应的能力、信息和激励。董事会或执行董事、监事会或监事依凭其内部机关的地位享有召集能力和召集信息,也存在信义义务和违信责任的激励;代表十分之一以上表决权的股东往往享有控制公司地位,故亦具备召集能力和召集信息,较大的经济利益比重是其积极构建理性商谈环境的激励。相反,其他主体,例如持股份额较小的股东既缺乏召集能力和召集信息,也缺乏相应的经济激励,由其召开会议,很有可能导致各类程序瑕疵。不能以个案中召集程序无瑕疵而正当化无召集资格人召集会议的程序瑕疵,一则无瑕疵可能只是因为瑕疵尚未被发现、被识别并进入诉讼程序,二则此次无瑕疵不代表下次、另案无瑕疵。若无资格召集人召集会议成风,则程序瑕疵的数量和案件将呈现上升趋势,影响公司运营并增加诉累。另一方面,有资格的召集人违反召集次序并不会影响理性商谈环境之建构,相应的程序瑕疵属于轻微瑕疵。

(3) 通知时间瑕疵

《公司法》规定了召集股东会和董事会的通知时间,部分法定、^[51]部分允许公司章程变动。^[52]通知时间瑕疵指实际通知时间短于法定或章定通知时间导致的程序瑕疵。理性商谈环境说下,通知时间瑕疵可能从“观点和理由之形成”(准备时间不足)或“观点和理由之交流”(成员无法参会)两方面影响理性商谈环境之构建,从而构成非轻微瑕疵。首先,信息的搜集和消化、观点的提出和论证都需要耗费时间,时间长短取决于具体议题、具体成员等因素。议题越重要、越复杂,成员资源越有限,则耗时越长。提前通知时间不足可能影响“观点和理由之形成”,导致相关成员无法在后续会议上获得论辩优势、影响其他成员表决、提高决议质量。合理的提前通知时间应当参考一般理性人标准。其次,如果通知时间过短导致相关成员无法参会,则这部分

[47] 安徽省安庆市中级人民法院(2019)皖08民终271号民事判决书。

[48] 参见新疆维吾尔自治区克拉玛依市中级人民法院(2021)新02民终632号民事判决书。

[49] 参见江苏省扬州市中级人民法院(2016)苏10民初133号民事判决书。

[50] 参见我国《公司法》第61条、第63条、第72条、第114条、第123条第2款。

[51] 参见我国《公司法》第115条第1款、第123条第1款。

[52] 参见我国《公司法》第64条第1款、第123条第3款。

成员与其他成员无法相互“交流观点和理由”。未参会成员原本可能通过在会议上与其他成员“交流观点和理由”改变其他成员的态度和表决意向，或者被其他成员改变态度和表决意向。

（4）通知内容瑕疵

公司会议通知内容应当包括会议时间、会议地点和审议事项。^{〔53〕}可能存在的程序瑕疵样态包括遗漏、错误和不完整等。

① 审议事项瑕疵

其一，审议事项遗漏。实践中经常出现审议事项被会议通知遗漏而后在会议上被付诸表决的瑕疵。内容遗漏对理性商谈环境的影响表现在“观点和理由之形成”方面，倘若不提前知会审议事项，参会主体就缺乏足够的时间收集信息、消化信息、形成观点和论证观点，其形成的观点和理由之质量将降低，进而影响后续论辩和最终的决议质量，因此程序瑕疵不轻微。有法院即指出“未列明必然导致股东对会议的具体讨论事项未能获得清晰的了解，也不利于股东作出表决策”^{〔54〕}。另一方面，依据“理性商谈环境说”，在特殊情况下，即便公司会议就会议通知未列明内容进行了决议亦属于轻微瑕疵。这些特殊情形主要是指未列明事项与已列明事项之间具有高度相似的观点结构和理由结构，无须额外收集信息、消化信息、形成观点和论证观点。有法院即基于未通知审议事项系已通知审议事项的“当然的后续事项”认定审议事项遗漏的程序瑕疵属轻微范畴。^{〔55〕}

其二，审议事项表述不精准。会议通知应当从一般理性人的视角陈述审议事项，不可过度概括和抽象，否则会影响参会人员有针对性地“形成观点和理由”，从而影响会议商谈的质量和决议质量。实践中，有公司会议通知仅交代会议内容为“汇报青州项目经营情况以及研讨公司清盘事宜”，但实际召开的股东会审议议案包括关于更换执行董事（法定代表人）的决议、关于库存商铺处置的决议、关于公司剩余资金分配的决议和关于公司分红的决议四项内容。法院认为会议通知的内容能够涵盖实际的四项决议。^{〔56〕}这显然缺乏说服力。从一般理性人的视角来看，“项目经营情况和公司清盘事宜”涉及面过宽，并不仅仅关涉系争四项具体审议事项，不利于股东于会前搜集信息以形成观点和理由，因此，相应的程序瑕疵应被认定为非轻微。

其三，会议资料缺乏。会议资料对理性商谈环境的影响也体现在“观点和理由之形成”方面。如若能依据一般理性人标准证明缺失的会议资料对相关议题之“观点和理由之形成”无必要关联，则程序瑕疵轻微。如在“中静公司案”中，被注明的附件——银监局《通知》——并未附着在提前送达的会议材料中，而是在会议现场传阅后收回。法院认为此种程序瑕疵轻微，因为附件主要用于说明董事会为什么要审议本议案而非本次审议需要通过的议案内容，其欠缺“并未影响会议参与人获知对其作出意思表示所需的必要信息”^{〔57〕}。换言之，法院认为，《通知》与系争议案之“观点和理由之形成”无必要关联，因此程序瑕疵轻微。

〔53〕 参见我国《公司法》第115条第1款。

〔54〕 广东省东莞市中级人民法院（2018）粤19民终10393号民事判决书。

〔55〕 参见广东省深圳市中级人民法院（2021）粤03民终19516号民事判决书。

〔56〕 参见山东省潍坊市中级人民法院（2020）鲁07民终2468号民事判决书。

〔57〕 安徽省合肥市中级人民法院（2018）皖01民终7203号民事判决书。

有裁判采取相关性说。例如,有公司会议通知列明将就“公司经营方针”和“公司2019年度的财务预算”两大事项进行表决,但在会议通知上并未附上二材料。法院以原告股东已投反对票、行使了表决权为由,认为程序瑕疵轻微。^[58]这个结论值得商榷。公司经营方针和财务预算的阅读和消化需要时间,并且可能涉及进一步的信息搜集,而观点和理由之酝酿更非片刻之功。仅仅在会议当场发布二者会影响参会主体形成观点和理由,进而影响商谈质量和决议质量。

② 会议时间瑕疵和会议地点瑕疵

会议时间瑕疵和会议地点瑕疵包括缺失、错误和不完整三类。会议时间和会议地点的精准无误是保证相关主体参与公司会议的关键。如若会议时间和会议地点的瑕疵导致相关主体无法参会,从“观点和理由之交流”方面影响理性商谈环境的构建,则相应的程序瑕疵不轻微。此结论多为司法实践采纳。^[59]

此外,审议事项、会议时间和会议地点之外的其他通知内容瑕疵,如若不会从“观点和理由之形成”和“观点和理由之交流”两方面影响理性商谈环境的建构,则应被视为轻微瑕疵。例如“肖某桃案”中,董事会会议通知错述了召集人暨主持人的公司职务,法院即认为该等程序瑕疵轻微。^[60]

(5) 通知方式瑕疵

会议通知方式多种多样,包括书面邮寄、电子邮件、微信通讯、电话、报刊公告和网站公告等。通知方式的瑕疵主要指会议通知未依照公司章程或者个别约定的方式发送给参会人员而引致的程序瑕疵。通知方式的瑕疵将会导致参会主体无法按时乃至无法收到会议通知内容,其瑕疵性质的判断可以分别参考通知时间瑕疵和未通知瑕疵的相关内容。须特别说明的是,如果未按照章定或约定的通知方式发送会议通知,则公司负有证明相关参会人员按期收到了会议通知的举证责任;依章或依约发送会议通知所导致的程序瑕疵非轻微的举证责任则在相关参会人员一方。“赖某案”中,公司未以章程确定的方式发送会议通知也未能证明相关股东确实收悉相关通知,因此法院认定该会议通知未送达,通知方式瑕疵非属轻微。^[61]“徐某锋案”中,会议通知以非正式的微信通讯方式发送,但公司证明相关股东确实已经按期收悉会议通知,因此法院认定该通知方式瑕疵轻微。^[62]

(6) 未通知瑕疵

从理性商谈环境的角度来看,公司会议未通知部分成员的程序瑕疵非属轻微:未通知瑕疵导致未获通知的成员无法“形成观点和理由”;未获通知的成员和其他成员相互之间的“观点和理由之交流”过程受到影响。即便未获通知成员最终出席会议并行使表决权,也不代表程序瑕疵轻微。未获通知成员通过其他渠道获知会议通知的时间可能较晚,而且其未必能获取完整的会议通知内容特别是附件资料。这些都可能影响未获通知成员搜集信息、消化信息、形成观点和论证观

[58] 参见湖北省荆州市中级人民法院(2020)鄂10民终149号民事判决书。

[59] 参见北京市第三中级人民法院(2019)京03民终697号民事判决书;上海市第二中级人民法院(2021)沪02民终9437号民事判决书。

[60] 参见湖南省长沙市中级人民法院(2021)湘01民终4717号民事判决书。

[61] 参见新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市中级人民法院(2019)新01民终1398号民事判决书。

[62] 参见浙江省金华市中级人民法院(2019)浙07民终6496号民事判决书。

点之过程，即影响“观点和理由之形成”。

2. 议事程序的瑕疵

(1) 主持人瑕疵

《公司法》规定了公司会议的主持人资格和先后次序。^{〔63〕}主持质量与主持人身份息息相关，无资格主持人的主持效果难以达标。主持行为具有裁量性，并非简单机械行为。主持人须安排每项议题的讨论时间和讨论方式，分配发言机会；在必要时还需对相关议题进行澄清或者解释，提供必要的公司信息。从理性商谈环境角度来看，前者涉及“观点和理由之交流”，后者关涉“观点和理由之形成”。主持人裁量性权力之行使，需要主持人保持中立性和公正性，并对公司议题和公司信息有深度了解和掌控能力。有法院即指出“股东大会主持人有主持会议、负责确认出席股东、维护会议秩序等权力，对决议的作出具有直接或间接的影响力，主持人不适格可能会影响决议的公正性”^{〔64〕}。主持权力的妥善行使需要主持人具备相应的能力、激励和信息，也即“资格”，法律规定的主持人资格即遵此逻辑。总之，无资格人主持公司会议之程序瑕疵非属轻微；而越位主持不影响理性商谈环境，因此属于轻微瑕疵。

(2) 论辩瑕疵

论辩瑕疵发生于议题论辩或讨论过程中，包括未论辩即表决、无关人发言和部分成员未发言等形态。理性商谈环境说下，论辩程序是构建理性商谈环境的核心所在，因为这是相互呈现和交流观点及理由的主要环节。在论辩环节，就特定议题，每位会议成员将依次正面表达观点和理由，也会对相反观点进行驳斥并陈述理由，同时还会回应他人驳斥以捍卫自己的观点。论辩应当进行多轮，以防观点或理由被遗漏，但因为时间限制，论辩不可能是无限次的。论辩环节的终点应当是没有“与议题相关的”“新的”观点或理由再被呈现。因此，从理性商谈环境说来看，论辩瑕疵性质的判断关键在于瑕疵是否阻碍了“与议题相关的”“新的”观点或理由的相互呈现。

依理性商谈环境说：未论辩即表决之程序瑕疵非轻微，因为未论辩意味着阻碍了与议题相关的、新的观点或理由被呈现；无关人发言未阻碍与议题相关的、新的观点或理由被呈现，因此程序瑕疵轻微；部分成员未发言之程序瑕疵性质之判断则不能一概而论，关键在于其是否原本能提出与议题相关的、新的观点或理由。倘若部分成员未发言的原因是其观点和理由已经被其他成员表达，则未发言程序瑕疵显属轻微。

(3) 会议记录瑕疵和会议地点瑕疵

公司会议须制作会议记录并由参会人员签字。^{〔65〕}会议记录瑕疵包括未制备会议记录、会议记录存在错误和会议记录不完整等。会议记录的功能是记录和作为证据使用，不影响“观点和理由之形成”及“观点和理由之交流”，因此从理性商谈环境的角度来说，会议记录瑕疵本身属于轻微瑕疵。当然，如果会议记录瑕疵导致无法证明会议其他程序环节无瑕疵，则可能因为其他环节的程序瑕疵不轻微，而导致决议被撤销。

会议地点的选取应当符合章程约定、惯例，便宜成员参会。如果会议地点的选取导致成员难

〔63〕 参见我国《公司法》第61条、第63条、第72条、第103条第1款、第114条、第123条第2款。

〔64〕 广东省佛山市中级人民法院（2021）粤06民终11539号民事判决书。

〔65〕 参见我国《公司法》第64条第2款、第73条第4款、第119条、第124条第3款。

以参会,无法在会议上输出自己的观点和理由并接收其他成员的观点和理由,将从阻碍“观点和理由之交流”的角度损害理性商谈环境,因此构成非轻微瑕疵。“三惠公司案”中,公司的住所地和生产经营地以及原告股东的经常居住地均在福建省泉州市,而且以往的公司会议多在公司会议室召开,但系争会议选于广东省肇庆市召开。法院认为该会议地点“属于不适当的开会地点,客观上亦可能造成陈某华、陈某琳较难出席”,因此非为轻微瑕疵。^[66]

3. 表决程序的瑕疵

(1) 表决形式瑕疵

表决形式即成员表示表决意向的形式,包括举手表决、口头表决和书面表决。实践中,当事人会因为会议采取举手表决^[67]或口头表决^[68]而非章程约定的书面表决请求法院认定程序瑕疵非轻微。表决形式仅涉及表决意向的表达,不会影响“观点和理由之形成”以及“观点和理由之交流”,因此,表决形式未采取章定形式的程序瑕疵属于轻微瑕疵。

(2) 非当场表决瑕疵

一般而言,表决在会议讨论结束后当场进行,实践中会出现非当场表决的程序瑕疵。在“东升公司案”中,由于股东存在冲突矛盾、部分股东离场,当场表决难以进行。会后,公司采取了非当场的书面表决。^[69]从理性商谈环境说来看,是否当场表决并不影响“观点和理由之形成”以及“观点和理由之交流”,因此此种瑕疵本身属于轻微瑕疵。重要的是未能当场表决的原因和前况。以“东升公司案”为例,依据法院查明的事实,会议上成员根本未就待审议事项进行讨论,依据理性商谈环境说,此种程序瑕疵非属轻微。相反,如果会议上各方已充分呈现自己的观点和理由,则即便因为意见不合或其他原因而未能当场表决,亦属轻微瑕疵。

(3) 未表决瑕疵

实践中存在部分成员未行使表决权的情形。例如在“金旻公司案”中,部分股东请求推迟对系争决议事项进行表决且得到了其他股东同意,但后来未被给予表决机会。二审法院基于相关性说认为该等程序瑕疵非轻微。^[70]依据理性商谈环境说,是否表决本身不会影响“观点和理由之形成”以及“观点和理由之交流”。重要的是未表决的原因和前况,即会议上股东们的“观点和理由之交流”是否充分,是否所有的相关观点和理由都被相互呈现。如果答案为是,则程序瑕疵轻微;否则不轻微。如若程序瑕疵轻微,余下的问题是未表决股东所代表的表决权比例是否会影

响决议通过:如影响,则依据《公司法司法解释四》第5条,认定决议不成立;否则,决议成立且有效(如无其他瑕疵)。

4. 计票程序的瑕疵

计票瑕疵主要指计票错误瑕疵,即错误统计了表决结果,具体分为三类情形:部分无效表决被计入最终表决结果,例如无股东资格人在股东会上的表决或者无代理权人代理其他成员的

[66] 参见福建省泉州市中级人民法院(2019)闽05民终4248号民事判决书。

[67] 参见湖南省长沙市中级人民法院(2022)湘01民终3265号民事判决书。

[68] 参见江苏省连云港市中级人民法院(2020)苏07民终753号民事判决书。

[69] 参见湖南省长沙市中级人民法院(2022)湘01民终1651号民事判决书;湖南省长沙市中级人民法院(2022)湘01民终1650号民事判决书。

[70] 参见广东省广州市中级人民法院(2019)粤01民终2805号民事判决书。

表决被计入有效表决；有效表决被错误分类，例如反对票被计为弃权票、支持甲候选人被计为支持乙候选人；代表的表决权权重计算错误，例如参会股东的持股比例已经发生变化但未反映到表决结果之中。从理性商谈环境角度来看，计票错误不影响“观点和理由之形成”及“观点和理由之交流”，因此属于轻微瑕疵。待错误更正后，依据决议通过标准，决定决议的法律效力即可。

（三）理性商谈环境说与程序瑕疵的治愈

决议程序瑕疵能否被治愈以及如何被治愈？理性商谈环境说下，决议程序瑕疵能通过某种修复理性商谈环境的行为而被治愈。

首先，公司的自动补正行为。补正行为包括“小补”和“大补”两种类型，前者如会议通知的地点不明确，公司另行通知明确；^{〔71〕}后者指重新召开议题类似的公司会议。^{〔72〕}

其次，成员的认可行为。需注意认可行为识别、认可对象和认可主体等事项。其一，认可行为为识别。认可行为的形式多种多样，包括明确认可和默示认可。前者如签署无异议书，^{〔73〕}后者如全程参与会议并表决。^{〔74〕}“通达公司案”中，股东会会议通知时间存在瑕疵，相关股东虽然按时到达会场，但是并未参会也未表决，这实际上是不认可程序瑕疵的表现，但法院认为到会却未参会和行使表决权是“权利处分”行为，因此程序瑕疵被治愈。^{〔75〕}其二，认可对象。对此，理性商谈环境说和相关性说存在实质差异。相关性说下，认可行为本质上是相关成员对自我权利和利益的处分，但理性商谈环境说下，认可行为意味着成员认为瑕疵未影响“观点和理由之形成”及“观点和理由之交流”。其三，认可主体。相关性说下，只要直接受影响成员认可，程序瑕疵即可被治愈，因为认可意味着直接受影响成员对自我权利和利益的处分。理性商谈环境说则认为，程序瑕疵的治愈须取得所有成员的认可。例如公司未通知或未能按期通知部分成员导致准备时间不足，虽然该部分成员按期参会表决且未提任何异议，也不能阻止其他会议成员以该通知时间瑕疵影响了“观点和理由之形成”进而影响后续讨论和决议质量为由提起决议撤销之诉。再如，会议过程中，部分成员未发言以呈现自己的“观点和理由”，即便该部分成员未提异议，其他成员如若能证明该部分成员存在与议题相关的、新的观点和理由未被展示，则可以此为由申请认定程序瑕疵不轻微。我国《公司法司法解释四》第2条关于公司决议撤销诉讼原告资格之规定即印证了理性商谈环境说的结论。当然，在证据法层面，直接受影响成员认可程序瑕疵往往具有举证功能，被告公司可以此为程序瑕疵轻微的证明。而其他成员推翻此瑕疵轻微结论的举证难度不小，这可能是实践中其他成员提诉少见的原因。

（四）举证责任配置

举证责任的分配应当倒置。原告只需首先从表面上初步证明公司决议程序客观上存在瑕疵而无须证明瑕疵的性质，这可以通过证明实际程序与法定或章定要求不同实现；然后由被告负担程

〔71〕 参见江苏省无锡市中级人民法院（2019）苏02民终2843号民事判决书。

〔72〕 参见广东省高级人民法院（2018）粤民申4885号民事裁定书；广东省深圳市中级人民法院（2017）粤03民终7276号民事判决书；贵州省铜仁市（地区）中级人民法院（2020）黔06民终290号民事判决书。

〔73〕 参见李建伟：《论公司决议轻微程序瑕疵的司法认定》，载《政治与法律》2023年第1期。

〔74〕 参见李建伟：《公司法学》（第四版），中国人民大学出版社2018年版，第312-313页。

〔75〕 参见湖南省常德市中级人民法院（2020）湘07民终2301号民事判决书。

序瑕疵未减损理性商谈环境的证明义务。在非直接受影响成员提诉之情形下,被告公司可通过直接受影响成员认可的事实完成举证义务。当然,原告亦可进行反证。

举证责任倒置的理由首先在于,从体系解释来看,以“但书”形式存在的裁量驳回规则构成《公司法》第26条第1款之程序瑕疵型决议撤销规则的“例外”,后者才是“原则”。原则是默认缺省情形,无须负担第一证明义务,推翻原则的例外则需特别举证。其次,举证责任倒置也符合原被告的相对举证能力格局。作为被告的公司具有信息、资源优势,而原告往往是中小股东,故被告举证能力往往强于原告。此外,倒置举证责任也有利于事前激励公司尊重公司决议程序,减少程序瑕疵的发生。

(五) 构成要件的解释论作业

1. “轻微瑕疵”和“对决议未产生实质影响”的统一解释

我国裁量驳回规则构成要件应当统一解释为“轻微瑕疵”,“对决议未产生实质影响”是对“轻微瑕疵”的进一步限制和同义反复解释,而非独立要件要素。换言之,轻微瑕疵即意味着瑕疵对决议未产生实质影响。这里的“决议”不是指“决议结果”而是指“决议过程”。然后借助理性商谈环境说,从“观点和理由之形成”以及“观点和理由之交流”两个角度分析程序瑕疵是否轻微。

区分二要素的逻辑前提是将“对决议未产生实质影响”中的“决议”限缩为“决议结果”,为保护公司章程和参会者固有权,因此必须单独解释“轻微瑕疵”并以参会者权利减损程度作为衡量标准。^[76]但没有资料显示,“对决议未产生实质影响”中的“决议”必须限缩为“决议结果”。这种限缩解释在法解释学上属于法律续造,需要承担高强度的论证义务。另一方面,立法者不在原始文本中写明“决议结果”而仅以“决议”落笔的事实反而证明了不应当以“决议结果”限缩理解“决议”。被实质影响的对象不一定是“决议结果”,也可能是“决议过程”。

《公司法司法解释四》第4条但书以“且”字将二要素并列也是导致要素二分论的原因,^[77]但构成要件之分解与语言表达之间无必然的一一对应关系。^[78]况且,我国《公司法》将裁量驳回条款中的“且”字去除,这更是证明了应当统一解释构成要件。考虑到《公司法》的位阶高于《公司法司法解释四》,后者与前者冲突时理应以前者为准。

2. 将“召集程序”和“表决方式”类推解释至“议事程序”

理性商谈环境主要涉及议事程序,但是《公司法》第26条第1款和《公司法司法解释四》第4条均只论及召集程序瑕疵和表决方式瑕疵,议事程序瑕疵并不在内。在解释论上,应当将程序瑕疵从“召集程序”和“表决方式”类推至“议事程序”。类推解释的基础在于“由于在对法律评价有决定性意义的方面,两类事实构成彼此相似,因此应被相同评价”^[79]。《公司法》第26条第1款和《公司法司法解释四》第4条的规范目的在于保护公司决议程序的完整性,在这一点

[76] 参见李建伟:《论公司决议轻微程序瑕疵的司法认定》,载《政治与法律》2023年第1期。

[77] 该条相关内容为“会议召集程序或者表决方式仅有轻微瑕疵,且对决议未产生实质影响的”。

[78] 构成要件之分解和解释应当服从规范目的。参见〔德〕伯恩·魏德士:《法理学》,丁晓春、吴越译,法律出版社2013年版,第309-310页。

[79] 〔德〕卡尔·拉伦茨:《法学方法论》(第6版),黄家镇译,商务印书馆2020年版,第479页。

上，议事程序与召集程序和表决方式具有同等重要性，应当被相同评价。可资对照的例子是决议不成立。决议不成立的事由也是公司决议存在程序瑕疵。^{〔80〕}《中华人民共和国民法典》（以下简称《民法典》）第134条第2款的决议不成立事由规定只列举了“议事方式”和“表决程序”而遗漏了“召集程序”，但这并不意味着召集程序上的严重瑕疵不会导致公司决议不成立，《公司法司法解释四》第5条即将“公司未召开会议”这一召集程序瑕疵囊括进公司决议不成立事由中。

（六）“决议程序瑕疵不轻微”的体系检视

应当注意“决议程序瑕疵不轻微”“裁量驳回规则的适用条件”“决议撤销的法律后果”等概念之间的区别。首先，“决议程序瑕疵不轻微”与“裁量驳回规则的适用条件”并非等价关系。即便依照理性商谈环境说最终认定决议程序瑕疵不轻微也并不意味着裁量驳回规则不能适用。^{〔81〕}比较法上，程序瑕疵性质之外的其他原因也可能导致撤销公司决议的申请被法院裁量驳回，比如基于信赖利益。^{〔82〕}笔者认为我国裁量驳回规则之适用应当在程序瑕疵性质分析之外，引入信赖利益的考虑，赋予被告信赖利益抗辩权以维持存在非轻微程序瑕疵之公司决议之效力。其次，依据我国《民法典》第85条、《公司法》第28条第2款和《公司法司法解释四》第6条，善意相对人与公司根据被撤销之决议而形成的民事法律关系不受影响。所以，即便决议程序瑕疵的性质和信赖利益抗辩都未能触发裁量驳回规则的适用，也可以借用决议撤销的溯及力规则保护基于善意的外部民事法律关系。

五、结 论

• 265 •

裁量驳回规则的引入意味着轻微的程序瑕疵不会导致决议被撤销。对于程序瑕疵轻微的认定，学术界和司法实践提出了相关性说、潜在影响说和表决权比例说等多种学说，但都存在可检讨之处。应从公司决议程序的历史演变和理论基底出发解决问题。公司决议程序起源于政治民主领域，以政治决议程序为基本模板。政治决议程序的核心在于为公民提供理性商谈的环境，使得观点和理由得以在相关主体间自由形成和自由流动。基于理性商谈环境的政治决议程序产出的集体决议具备高强度的正当性。

公司决议程序的功能亦是为会议参与者构建理性商谈环境，决议程序瑕疵轻微意味着程序瑕疵并未影响理性商谈环境之构建，判断标准可细分为两个方面：未影响“观点和理由之形成”和未影响“观点和理由之交流”。程序瑕疵可被治愈，途径包括公司自动补正和成员认可。举证责任应当倒置，原告只需首先从表面上初步证明公司决议程序客观上存在瑕疵而无须证明瑕疵的性质，然后由被告负担程序瑕疵未减损理性商谈环境的证明义务。“轻微瑕疵”和“对决议未产生实质影响”应当通过理性商谈环境说进行统一解释。应当将程序瑕疵的范围从“召集程序”和

〔80〕 程序瑕疵可能导致决议不成立，也可能导致决议可撤销。区别在于，决议不成立中的程序瑕疵更为严重。

〔81〕 参见南玉梅：《公司瑕疵决议诉讼中裁量驳回规则的建构与适用——兼评法释〔2017〕16号第4条》，载《法学评论》2018年第6期。

〔82〕 参见王延川、刘卫锋编译：《最新韩国公司法及施行令》，法律出版社2014年版，第75页；〔韩〕金建植等：《公司法判例研习：以韩国公司法为视角》，张珍宝等译，法律出版社2021年版，第86-87页。

“表决方式”类推解释至“议事程序”。在立法论层面，建议我国公司法裁量驳回规则相关条文设计如下：“但是，股东会、董事会会议的召集程序、议事程序或表决方式仅有轻微瑕疵，即对决议过程未产生实质影响的除外”，并从理性商谈环境说角度进行具体解释。

Abstract: The introduction of discretionary rejection rule means that resolutions with minor procedural defects would not be voidable. But the identification of minor procedural defects is controversial, and there are opinions including relevance theory, potential influence theory, voting proportion theory and so on. The right answer should be premised upon the historical origin, theoretical foundation and function of the procedure of company resolutions. The company resolution procedure originates from political democracy and is modeled on the political resolution procedure. The political resolution procedure is predicated on deliberation and dialogue and aims at constructing rational deliberation environment. Rational deliberation environment means the possibility that opinions and reasons can be formed and flow freely among qualified meeting members. Therefore, the identification of minor procedural defects should be based on the impact on the rational deliberation environment offered by resolution procedures. In other words, whether the possibility of free formation and communication of opinions and reasons among eligible meeting members has been destroyed. Procedural defects could be restored by the corporate rectification and members' consent. The proving liability should be reversed. The minor defect is synonymous with no substantial impact on resolutions. The scope of procedural defects should be broadened by analogy from the convocation procedure and voting method to deliberation procedure.

Key Words: company resolution, procedural defects, organizational learning, deliberation, discretionary rejection

(责任编辑：王湘淳)

公司法的“公”与“私” ——大型平台公司组织规范中的公共性考量

李 欢*

内容提要：主流的公司契约理论将公司视为纯粹的私人事项，并在规则层面强调公司法的示范性和非强制性，但大型平台公司的出现使得这一理论面临挑战。基于广泛的覆盖范围、庞大的用户数量以及“市场—组织”的双重属性，大型平台公司获得了超越传统公司的影响力和市场地位，部分头部平台公司甚至成为具有公共性的基础设施。大型平台公司的属性变化带来了组织规则的调整，各国纷纷通过立法来强化外部介入，以防范可能的经营风险。在大型平台公司公共性不断彰显的背景下，公司组织规则的强制性开始得到彰显，公司法并非仅仅是帮助企业管理其内部事务的示范法，其亦应成为实现公共政策的有力工具。随着数字时代公司经营模式的变化，在公司法规则中加入公共性考量已经成为公司法发展中需要关注的新变化。

关键词：大型平台公司 公共性 外部干预 公司法修订

在主流的公司契约理论看来，公司本质是一组私人契约。^{〔1〕}一般来说，公司的经营属于商业自治的范畴，公司法应当尊重公司的私人属性和自治权利，尽量减少国家管制和干预。但随着全球范围平台革命的推进，大型平台公司的兴起却使得此类公司的公共性不断强化，与传统理论所假设的私人模型产生了偏差。一方面，平台模式下的公司不仅是市场的参与者，更是市场的培育者和创造者，兼具组织与市场的双重属性。在工业时代的经济中，以物易物和交换活动的场所是市场，但在新兴的信息经济中，这些活动的源头是平台，平台不仅是一个商业组织，也是市场本身。^{〔2〕}另一方面，随着行业的融合和市场扩张，以谷歌、腾讯、阿里巴巴等为代表的大型平台公司开始形成。

* 李欢，华东政法大学传播学院讲师。

本文为江苏省社科基金“数智化时代深度伪造技术对网络公众情绪的诱导与防范研究”（22XWD001）的阶段性成果。

〔1〕 See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 Columbia Law Review 1416, 1425 (1989).

〔2〕 参见〔美〕亚历克斯·莫塞德、尼古拉斯 L. 约翰逊：《平台垄断：主导 21 世纪经济的力量》，杨菲译，机械工业出版社 2018 年版，第 63 页。

它们在核心业务之外不断拓展,逐步发展成为涵盖多种业务的生态系统(ecosystem),并在数字市场扮演着“看门人”的角色。公司规模扩大带来的不仅是覆盖人口和影响力的增加,也改变了原有的权力格局,特别是一些大型平台公司所创造的网络空间正日益成为一个准公共性的场所,平台公司的经营开始与社会公众密切相关。

长期以来,契约理论对公司模型的假设迎合了公司自治的发展趋势,将公司从强制性规范的枷锁中解放了出来,堪称英美公司法学金科玉律。^{〔3〕}但从现实来看,大型平台公司的新变化却是客观存在的,而世界范围内针对大型平台公司的规则改革(如要求设立合规官、增加特殊的风险管理义务等)也越来越渗透出强制性干预的色彩。这使我们不得不去思考:大型平台公司是否已经同契约理论假设的模型那样产生了新的变化,在理论层面过度强调私人自治又是否忽视了大型平台公司经营的负外部性,今天的公司法组织规则需要如何作出针对性调整。

一、契约理论项下公司的私人属性

公司契约理论渊源于科斯(Coase)交易成本理论中的公司模型。科斯教授注意到,企业内部要素配置并不是按照传统经济学所假设的价格机制运行的,如果一个工人从部门Y流向部门X,他这样做并不是因为相对价格的变化,而是因为他被命令这样做。^{〔4〕}在此基础上他进一步提出,企业的显著特征是作为价格机制的替代物,企业之所以诞生便是因为市场机制的运行是有交易成本的,而通过建立一个组织,并允许某个权威(一个“企业家”)来支配资源,就能节约某些市场运行成本。^{〔5〕}这一假设将企业描述为一个市场之外的、以团体方式生产的组织,并且该团体具有一定的收益和成本。在《企业的性质》一文发表数十年之后,美国学者伊斯特布鲁克(Easterbrook)和费希尔(Fischel)在其基本模型的基础上进一步提出了公司契约理论。他们认为,公司是企业的子集,公司的唯一独特之处便在于他是一个筹资工具,公司的主要特征在于股东投入资本并享有公司剩余财产请求权,而无需参与企业经营活动。在公司中,公司各方参与人的地位通常取决于契约和相应的契约法,而不是公司法或公司作为一个实体的法律地位,公司应当被视为一个契约网(nexus of contracts)或一组明示和默示契约的集合体(a set of implicit and explicit contracts)。^{〔6〕}

与一般的“要约—承诺”达成的合同不同,公司上的契约是一个非常广泛的概念,只要是当事人基于意思自治达成的安排就可归入这一范畴,并不限于双方的利益交换行为,几乎等同于协作。^{〔7〕}公司是一组契约的集合体,这其中既有在谈判桌上达成的明示协议,也有一些固定的格式条款。还有一些则是隐性的契约,他们并非法律意义上的合同安排,而是人们有理由相信当事人会在类似的情况下订立那样的合同。^{〔8〕}契约关系是公司的本质,这不仅包括公司与雇员也包

〔3〕 参见〔美〕弗兰克·H. 伊斯特布鲁克等:《公司法的逻辑》,黄辉编译,法律出版社2016年版,第14页。

〔4〕 See Ronald Harry Coase, *The Nature of the Firm*, 4 *Economica* 386, 387-388 (1937).

〔5〕 See Ronald Harry Coase, *The Nature of the Firm*, 4 *Economica* 386, 393 (1937).

〔6〕 See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 *Columbia Law Review* 1416, 1425 (1989).

〔7〕 参见黄辉:《对公司法合同进路的反思》,载《法学》2017年第4期。

〔8〕 See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 *Columbia Law Review* 1416, 1426-1427 (1989).

括公司与供应商、客户、债权人等。^{〔9〕}按照契约理论的假设，公司并非是一个真正的实体，公司中各项制度的设定主要是为降低交易成本出现的，这是市场机制的结果。例如，有限责任仅仅是一个投资的属性而不是公司的特征，这只是一个向公司提供资本的人所承担的风险以其投资额为限。而法律人格和永久存续也仅仅意味着公司在被解散之前一直存在，并且拥有一个用于交易和诉讼的名称。公司人格是为方便使用的，而不是现实的存在。^{〔10〕}以“自由契约”为出发点，契约理论揭示了“公司为什么存在，如何存在”的命题。公司不是上帝或者政府的恩赐，而是公司所有人与他人合意的产物，这很大程度颠覆了原有的公司法人理论。在法人理论学说看来，公司完全是法律的产物，相应的公司的设立和运行均需要依照法律的规定进行，而公司的特征如有限责任、法律人格等也是法律所赋予的。^{〔11〕}而契约理论则将公司拉回了私人属性和强调自治的理论基点，正如学者所言：“公司契约理论为公司法研究重新注入了生机与活力，并显示出了顽强的生命力。”^{〔12〕}

以私人属性为延伸，契约理论也重新界定了公司法的存在意义。既然公司是一种以私人契约形式存在的企业，那公司法存在价值是什么？如果市场机制下的私人的谈判可以完成整个公司的组织运作，即便取消公司法在理论上也是可行的，但显然世界范围的公司法却是普遍存在的。契约理论的解释是：公司法是一套现成的法律条款，这种类似示范文本的规则节省了合同各方进行谈判磋商的交易成本。公司法所确立的规则，如投票权规则、法定人数规则等，几乎是每个人都愿意采用的，而公司法通过免费提供这些规则，使得公司组织者可以更关注各自公司的特定问题，这是一种更为经济的做法。此外，公司法以及司法者所实施的信义义务也可以填补私人契约的空白和不足，公司法补充了但并未取代私人之间的谈判。^{〔13〕}如果合同各方通常能够创设出理想的争端解决方案，且这种方案优于在有限信息的约束下运用一般规则的专业人士所设计的方案，则最好将法院的命令视为背景因素，而不是争端解决的关键场所，法院的命令最终让位于私人秩序。^{〔14〕}

相比在英美公司法学界的深入人心，契约理论在我国发展的时间还较为有限，理论界也大多将公司视为一种具有法人资格的企业组织形式。^{〔15〕}公司是法律上的人，是依照公司法设立的、以营利为目的的社团法人。^{〔16〕}但值得注意的是，虽然对公司的本质认识存在差异，公司法领域强调私法自治却是学界的共识。公司法向来都是列为民商法的范围，划入私法范畴的，^{〔17〕}商主体对自身的事项有着自我管理权利，其在管理上是自治的。^{〔18〕}不仅如此，公司契约理论由于

• 269 •

〔9〕 See Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics* 305, 312 (1976).

〔10〕 See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 *Columbia Law Review* 1416, 1426 (1989).

〔11〕 参见施天涛：《公司法论》（第3版），法律出版社2014年版，第15页。

〔12〕 参见罗培新：《公司法的法律经济学进路：正当性及其限度》，载《法学研究》2013年第6期。

〔13〕 参见〔美〕弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔：《公司法的经济结构》，罗培新、张建伟译，北京大学出版社2014年版，第34页。

〔14〕 参见〔美〕罗伯塔·罗曼诺编著：《公司法基础》（第2版），罗培新译，北京大学出版社2013年版，第11页。

〔15〕 参见朱锦清：《公司法》（修订本），清华大学出版社2017年版，第2页。

〔16〕 参见顾功耘主编：《商法教程》，中国政法大学出版社2005年版，第56页。

〔17〕 参见谢怀栻：《外国民商法精要》（第3版），法律出版社2014年版，第48页。

〔18〕 参见陈醇：《商法原理重述》，法律出版社2010年版，第291页。

为减少国家管制、尊重公司自治提供了强有力的理论武器,近年来也已经成为我国公司法改革的主导理论。^{〔19〕}因此,从理论上来看,不管是中国公司法还是英美公司法都在强调公司的私人属性和自治逻辑,要求公司法规范尽量减少强制性干预。

二、大型平台公司的公共化趋势

从历史上来看,作为组织体的“公司”代表的是一种私人秩序。在中世纪的封建制度下,与宗教领域相对应的世俗领域逐渐变成了所谓的私人领域,其标志是一切活动都被纳入家庭场所当中,以家庭模式来塑造所有人类关系,最终发展出中世界城市特有的行会、工友会以及最早的商业公司。而公司(companies)这个词最早的意思就是“同吃一块面包”的人们。^{〔20〕}契约理论与这一历史传统是一脉相承的,将公司本质视为一组私人契约或契约网,从理论层面将公司法纳入了私法自治的基本逻辑,公司的组织运行不再是法人拟制学说假设下的公权授予,从而成为完全的私人事项。这不仅有利于将公司从强制性规范中解放出来,而且其所倡导的自由主义精神也有利于公司充分发挥其自主性,从而促进经济的蓬勃发展。不过,伴随平台公司的异军突起,大型平台公司却显示出了公共化的特点,与契约理论假设模型的差异也日益凸显。

(一) 平台空间的公共化

从组织法的角度来看,平台公司是一个体现私人属性的法律主体。但作为一种新型的公司,平台公司利用网络技术创造虚拟的空间(市场)来促成信息、商品等交互并获得利润,这与过去从事工业生产和服务的公司并不相同。特别对于一些大型平台公司,其覆盖用户动辄数亿,它们创造的平台空间具有了“公共性”特征。平台通过将包括卖方、买方以及其他参与者在内的所有人连接在一起,制造一个虚拟的市场,并依靠个人、机构、资源在市场中的互动来创造价值。为了实现这一目标,平台必须保持开放以吸引足够的用户和参与者。其覆盖范围和对社会大众日常生活的渗透程度都是过去的公司所不具备的。在现实中,如果有公司建造了大楼并开展业务,没有人会怀疑这栋建筑的私人属性,但平台公司创造的网络空间,却呈现出了公开性、社会性、公共性的公共场所特征。^{〔21〕}

桑斯坦(Sunstein)注意到,网络时代来临后,网络空间成为比街道、公园等更重要的表达活动竞技场,更多想法的交换和公共意识的塑造发生在大众传播和电子媒介上。在一个自由的社会里,人们有权接近、使用这样一个众人汇集的空间。^{〔22〕}尽管平台是作为私人的平台公司所创造的,但当其被制造出来之后,就成为一个具有公开性的虚拟空间,在这一空间内各式信息汇聚、交流,并借助信息的交互实现购物、分享、服务等平台功能。英国学者卡罗来纳(Carolina)已经关注到了这一问题,她认为社交平台公司在公共空间和私人空间之外创造了一个公司、公民

〔19〕 参见冯果:《整体主义视角下公司法的理念调适与体系重塑》,载《中国法学》2021年第2期。

〔20〕 参见〔美〕汉娜·阿伦特:《人的境况》,王寅丽译,上海人民出版社2017年版,第21-22页。

〔21〕 参见朱健辰、金俭:《注意义务视角下网络空间的法律规制》,载《学习与实践》2020年第9期。

〔22〕 参见〔美〕凯斯·桑斯坦:《网络共和国:网络社会中的民主问题》,黄维明译,上海人民出版社2003年版,第18-19页。

共有的空间 (corpo-civic space)，而对这一混合空间的治理需要确保平台公司的行为符合道德规范。为防止社交平台公司和其他网络平台公司损害其他方参与者利益，需要平台公司在作出有关客户的决策时保持透明和清晰。^{〔23〕}

显然，今天的平台公司并非纯粹的私人企业，它们兼具市场和组织的双重属性。一方面，平台是一个参与市场竞争的商业组织，是一个市场主体，其以自己名义从事交易并独立承担责任。在其活动过程中，产品和服务的供给等均是在市场机制的引导下完成的，几乎都是分散决策、市场调节的产物。另一方面，与其他市场主体不同，平台也扮演了市场本身的角色。其通过提供一个信息交互的空间来获得利润，甚至在一定程度上成为具有准公共产品属性的新型经济社会基础设施。^{〔24〕}正如美国联邦贸易委员会现任主席评价亚马逊时强调的那样，如果不查看企业的结构及其在市场中扮演的结构性角色，就无法完全理解公司的权力和该权力的潜在反竞争性质。其创始人在创立这家公司时，目标不是单纯建立一个在线零售商，而是建立一个对商业至关重要的“公用事业” (utility)。^{〔25〕}

（二）平台影响的公共化

网络技术的应用大幅度提升了平台公司的业务范围，而今天的大型平台公司很多时候已经获得了比肩民族国家的影响力。数亿人活跃在由平台开创的“数字王国”中，并按照平台制定的规则活动，除了没有传统意义上的“领土”之外，这些大型互联网平台公司的能量甚至超过了一般的实体国家。以著名的社交平台公司 Facebook 为例，早在 2011 年，Facebook 就拥有 7 亿用户，单纯按照人口数量来算，它已经是一个仅次于中国和印度的世界第三大“国家”。也正是基于该公司所拥有的强大影响力，美国学者在研究中将其与国家比较，并称之为“脸书斯坦” (Facebookistan)，^{〔26〕}而我国腾讯公司旗下的微信全球每月活跃用户也已经达到 12.6 亿，仅次于 Meta 的综合性通信产品。^{〔27〕}

平台公司能量的增长，首先带来的是风险的公共化，原有的个别风险很容易成为全社会需要面对的公共风险。2020 年年初，新浪微博曝出了数据泄露的丑闻，约有 5 亿新浪微博用户数据被放置暗网交易，工信部也迅速对新浪微博相关负责人进行了问询约谈，要求新浪微博尽快完善隐私政策，加强用户信息分类分级保护，强化企业内部数据安全。管理。^{〔28〕}这并不是第一次发生大规模数据泄露事件，2023 年 2 月，来自国内淘宝、京东等购物网站的 45 亿条快递数据也被泄漏至外网，泄露的信息包括真实姓名、电话与住址等，数据高达 435GB。^{〔29〕}2018 年 Facebook 同

〔23〕 See Carolina Are, *A Corpo-Civic Space: A Notion to Address Social Media's Corporate/Civic Hybridity*, 25 First Monday 1, 1 (2020).

〔24〕 参见《互联网平台治理研究报告 (2019)》，载 http://m.caict.ac.cn/yjcg/201903/t20190301_195339.html，最后访问时间：2023 年 2 月 27 日。

〔25〕 See Lina M. Khan, *Amazon's Antitrust Paradox*, 126 Yale Law Journal 710, 717 (2017).

〔26〕 See Anupam Chander, *Facebookistan*, 90 North Carolina Law Review 1807, 1817-1818 (2012).

〔27〕 参见《微信 (WeChat) 2022 统计数据资料》，载 <https://www.imbee.io/resource/wechat-statistics-2022-tc>，最后访问时间：2023 年 2 月 27 日。

〔28〕 参见《被曝泄露用户数据 新浪微博被工信部约谈》，载 <http://news.eastday.com/eastday/13news/auto/news/china/20200324/u7ai9176047.html>，最后访问时间：2023 年 2 月 27 日。

〔29〕 参见《疑似 45 亿条个人信息泄露，电商物流行业数据安全警铃再响》，载 https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_22089167，最后访问时间：2023 年 2 月 27 日。

样发生了令人震惊的数据泄露问题,约有5000万用户的数据被第三方不当获取。^[30]伴随着平台公司覆盖范围和用户规模的增长,原本纯粹的私人活动开始诱发公共性的风险,这是传统中小公司所不具备的。

其次,平台公司数据驱动的经营模式还可能造成全社会范围内的行为规训与伦理危机。网飞公司(Netflix)曾推出过一部影响巨大的纪录片《监视资本主义:智能陷阱》。监控资本主义描述的是一个数据驱动的过程,在这一过程中出售的商品是个人数据,而数据的获取和产生依赖于互联网的大规模监控。平台通常在没有征得用户同意的情况下,通过技术单方面渗透人们的生活。正如学者评价的那样:“毫无疑问,监视资本主义是一种驱动平台走向帝国的哲学,它不仅使消费者上瘾,亦带有预测能力。”^[31]在这种模式下,平台公司与用户之间事实上形成了一种不平等规训关系,借助数据挖掘平台公司不断影响和干预用户的行为模式,所谓平等自由的个体在平台的操控下被打磨成了现实中的驯顺模样。^[32]通过对用户行为的干预,平台公司获得了巨大的商业利益。但其风险也是显而易见的,个体的自由意志正在被膨胀的商业权力所侵蚀。正如德国哲学家韩炳哲所警示的那样,今天,我们正努力向数字化精神政治时代前行,精神政治正从被动监控向主动操控大步迈进。现在,就连自由意志本身也被操控了。^[33]

(三) 平台权力的公共化

除了影响的公共化外,平台公司也很大程度改变了当下的社会权力结构,原本作为私主体的公司开始获得了优于其他主体的优势地位,并且成为用户与政府之间的特殊权力中心,其结果是不均衡地赋予私营的平台公司更多的公共权力。^[34]在平台交易模式中,大型平台公司不再是一个纯粹的市场沟通者,而是成为一个市场的控制者,获得了一种单向的控制力。相比客户(或其他参与者),平台是具有特权的一方,其影响力越大,其他参与者的权利越受到限制。以电商平台亚马逊为例,许多中小型企业发现如果他们不使用该平台,将无法找到可行的替代方案接触线上消费者群体,一项调查显示约37%的卖家(约850000个卖家)将亚马逊作为唯一的收入来源。^[35]而腾讯、阿里、字节跳动等平台对竞争对手的链接封锁以及在本集团内部进行的数据共享,也直接影响到了市场竞争秩序以及市场准入门槛。为此,我国工信部还曾专门召开屏蔽网址链接问题的行政指导会,要求阿里巴巴、腾讯、字节跳动等平台在期限内解除平台间的屏蔽措施,否则将会对其进行处罚。^[36]

[30] See Mike Isaac & Sheera Frenkel, *Facebook Security Breach Exposes Accounts of 50 Million Users*, available at <https://www.nytimes.com/2018/09/28/technology/facebook-hack-data-breach.html>, last visited on Feb. 27, 2023.

[31] See Kirstie Ball, *Review of Zuboff's The Age of Surveillance Capitalism*, 17 *Surveillance & Society* 252, 253-254 (2019).

[32] 参见汪志刚:《论民事规训关系——基于福柯权力理论的一种阐释》,载《法学研究》2019年第4期。

[33] 参见〔德〕韩炳哲:《精神政治学》,关玉红译,中信出版社2019年版,第16页。

[34] 参见崔保国、刘金河:《论网络空间中的平台治理》,载《全球传媒学刊》2020年第1期。

[35] See Subcommittee on Antitrust, Commercial and Administrative Law, *Investigation of Competition in the Digital Markets*, available at https://judiciary.house.gov/uploadedfiles/competition_in_digital_markets.pdf?utm_campaign=4493-519, last visited on Feb. 27, 2023.

[36] 参见《限期解除屏蔽网址链接!工信部召开行政指导会,阿里、腾讯等企业参会》,载 <https://m.21jingji.com/article/20210911/herald/b269ce2ecca9eb2ace240aac04d564b3.html>?skinTheme=0,最后访问时间:2023年2月27日。

不仅如此，在大型平台公司获得优势地位之后，其对有害内容或者商品的管理权限也成为一种准公共的权力。德国 2017 年推出《网络执行法》时，反对者就认为该法案会导致“私人执法”的出现，平台毕竟不是法院或其他合法的执法机构，其对用户内容的删除也没有明确的补救或者上诉机制。该法律将私人公司转变为了具有公共权力的审查员。^{〔37〕}平台中的管理规则往往是由平台制定并执行的，这本来是一种私人属性的空间管理权限。但在大型平台公司中，由于用户众多，这种治理权限就会走向公共化，甚至与公共言论、公共自由等联系在一起，而不再是纯粹的商业自治范畴。

三、可能的调整：大型平台公司组织规范理念的更新

在契约自由基础上，公司契约理论主张私法自治和公司私人属性。^{〔38〕}但在大型平台公司中，这一理论所强调的规范理念与公司实际状况之间的矛盾却日益突出。大型平台公司比起传统公司拥有更强公共性，这不仅体现在其覆盖人口众多、对整个外部市场运行和社会公共环境具有举足轻重的影响力，也体现在其既是“组织”又是“市场”的双重属性。作为以促进外部信息连接为基本经营模式的公司，大型平台公司是以公共化为常态的，动辄数千万的覆盖人口使得平台公司的一举一动都与社会大众相关，这种变化也正是当下的公司法所需要回应的。

从历史演变来看，公法和私法的划分来源于罗马法上对法（*ius*）和法律（*lex*）的区分，前者主要是一种依赖于世代相传的习惯来维持的家庭秩序，后者则主要是城邦颁布的法律。在罗马人的观念中，法代表的是一种自然形成的法，而法律则是人制定的法。后来随着城邦权力日益扩张，法和法律的界限也逐渐模糊，但社会结构和法律二元划分的观念在罗马人心中根深蒂固，最终演化结果就是罗马古典法学后期法学家乌尔比安正式提出了公法与私法的划分。公法是有关国家稳定的法，私法是涉及个人利益的法，公法散见于宗教事务、宗教机构和国家管理机构之中，私法则分为自然法、万民法和市民法。^{〔39〕}近代资产阶级革命以后，伴随着反对封建、追求自由的革命浪潮，“私法自治”的理念深入人心。理论界普遍认为，商法与民法同为私法的两大支柱，均以私法自治为原则，强调商主体的自治和自我管理，而公司法作为商法的特别法亦应遵循这一理念。契约理论与公私法划分的理论殊途同归，同样强调公司的私人 and 自治属性。公司法所发挥的功能主要是填补实际公司契约中的漏洞，它仅在出现第三方效应或后续条款的情况下才发挥作用，没有理由把公司法看作是施加强制性条款的法律规则。^{〔40〕}如果缔约各方能够无成本地谈判，各方就会达成协议，如果国家提供了次优条款或者它们根本不适合这种情况，缔约方可以自由修改

• 273 •

〔37〕 See Heidi Tworek & Paddy Leerssen, *An Analysis of Germany's NetzDG Law*, 15 Institute for Information Law 1, 3 (2019).

〔38〕 参见黄辉：《对公司法合同进路的反思》，载《法学》2017 年第 4 期。

〔39〕 参见李中原：《欧陆民法传统的历史解读：以罗马法与自然法的演进为主线》，法律出版社 2009 年版，第 12 - 13 页。

〔40〕 参见〔美〕弗兰克·伊斯特布克鲁克、丹尼尔·费希尔：《公司法的经济结构》，罗培新、张建伟译，北京大学出版社 2014 年版，第 15 页。

这些默认规则。〔41〕

不过，将公司视为一组明示或者默示契约网却也掩盖了公司本身的法律人格和利益追求，这也使得契约理论很难解释当下公司发展中出现的一些问题。比如随着公司规模扩张，大型公司拥有了巨大的能量和影响力，公司的经营事实上很难被视为纯粹的私人事项。股东利益最大化的导向也使得公司财务造假、不当竞争、环境污染、侵犯消费者利益等行为屡屡发生。〔42〕特别面对今天这些公共性不断增强的大型平台公司，如果继续强调自治和股东利益最大化的治理目标，毫无疑问将会引发平台公司权利义务的失衡以及其他利益相关者的利益受损。学术界也已经关注到了其过度强调私人属性和股东利益最大化目标所产生的弊端，并针对公司的本质提出了一些修正和改良的学说，如公司社区理论、公司宪治理论以及团体生产理论等。波特姆利（Bottomley）就认为契约理论的分析框架纯粹是私人导向的，这使得立法者、司法者被迫承担起对为什么公司需要外部监管、为什么不能让市场自由运行的解释责任。而社会大众也用怀疑的眼光来评价侵入公司法的一些公法理念，如自然正义、程序正义、机会均等等。格林菲尔德（Greenfield）则表示：“将公司视为纯粹的私人事项显然是一种夸大，公司是一个为集体利益服务的工具，如果一个公司造成的社会伤害大于其带来的利益，任何国家都不会允许公司形成。”〔43〕

事实上，公司法从来都不是纯粹的自治法。公司法调整的法律关系多为平等主体之间（股东与公司、股东之间、股东与高管等）的关系，其大致属于私法的范畴；但现代公司法也包含很多强制性规定，内容往往涉及公司、股东、高级管理人员等的权利能力和行为能力划定，带有国家意志对公司生活的干预，渗透着浓郁的公法因素。〔44〕特别是在上市公司中，公司法的强制性最高，这是因为在公开市场高频率交易的上市公司相比股东较少、个别交易的有限责任公司可能引发更大的风险。也正是基于此，格林菲尔德在《公司法的失败》一书中提出了“作为公法的公司法”这一命题。他认为，公司法被视为“私法”，它狭隘地关注管理层与股东之间“合同”中包含的权利和责任。这种公司法的私法观阻止了学生、学者和政策制定者将公司视为适当地受政府控制和监管的主体，这也使人们不太可能看到公司法变化可能产生的潜在积极影响。〔45〕因此，政府对公司的监管是必要的，即使股东利益最大化是公司的最终目标，政府也通常需要通过干预来修复市场缺陷，而作为“公法”的公司法也需要解决外部性、集体行动、信息不对称、“公地悲剧”和自然垄断等问题。〔46〕

诚如他所言，公司规范还存在另一个层面，这个维度既不是横向的股东之间的利益平衡，也

〔41〕 参见〔美〕安东尼·佩奇：《公司法失败了吗——应对改革提议》，载 <https://www.civillaw.com.cn/bo/t/?id=36753>，最后访问时间：2023 年 2 月 27 日。

〔42〕 参见〔澳〕斯蒂芬·波特姆利：《公司宪治论：重新审视公司治理》，李建伟译，法律出版社 2019 年版，第 38 - 42 页。

〔43〕 Kent Greenfield, *New Principles for Corporate Law*, 1 *Hastings Business Law Journal* 87, 90 (2005).

〔44〕 参见刘俊海：《现代公司法》（第 3 版），法律出版社 2015 年版，第 3 - 4 页。

〔45〕 See Kent Greenfield, *The Failure of Corporate Law: Fundamental Flaws and Progressive Possibilities*, University of Chicago Press, 2006, p. 29.

〔46〕 See Kent Greenfield, *The Failure of Corporate Law: Fundamental Flaws and Progressive Possibilities*, University of Chicago Press, 2006, pp. 37 - 38.

不是纵向的支配股东和管理者之间的代理关系，它是支配公司的，需要确保公司在社会中是合法的。政府有权要求企业以这种方式构造其治理机构以实施某些公共政策。^{〔47〕} 公司是一个在社会中存在的组织体，个体的存在在某种程度上是受到法律规范的，公司的存在同样不完全是股东的私事，公司治理中重要的一部分内容就是如何规范地组织一个社会化生存的商业实体，并使之符合社会利益。在这一过程中，公司法所要提供的恰恰就是外部介入的具体边界和规则。不过，实践中的公司法并没有发挥应有的治理功能，进步主义者一直专注于宪法和其他的公法领域，而公司法一直秉持着新古典主义和传统经济学的理论基础。这使得当下的公司法无法成为一个充分利用的公众政策工具。公司法应当成为监管公司的更广泛任务的一部分，它能够比其他形式的监管更有效地实现某些公共政策目标。^{〔48〕}

四、规则的扩展：大型平台公司组织规范重塑的具体内容

在公司发展的早期，由于其范围和影响相对有限，公司的存在主要是私人的事情。但今天的大型平台公司不仅拥有强大的经济实力，也会对个人生活产生重大影响。当下的公司法并非仅仅是帮助企业管理其内部事务的工具，还可以成为公共政策的有力工具，这种潜在的功能值得探索。^{〔49〕} 近年来，欧盟、美国等关于平台公司的最新立法在公司组织结构以及业务规范方面均不同程度体现出了公共干预的色彩，这种变化也为我们当下思考公司法上的公私关系并进一步推进公司法改革提供了新的视野。

（一）公司组织中的公共干预强化

福山（Fukuyama）注意到，在一个 50 到 100 人的群体当中，有关谁诚实可靠或者好吃懒做的信息可以通过非正式闲聊的方式传播，群体内的监督是由群体自身完成的，而不必由专门的人来负责。但随着群体规模的扩大，监督和规范工作会变得非常昂贵，需要某些群体专门从事监督工作。^{〔50〕} 对于公司这样一种社会组织而言同样如此，在公司内部，随着股东人数的增加和公司规模的扩大，公司股东之间不再是现实中有着密切社会关系的同盟，股权的分散化也使得公司加入了管理层等利益主体，这些都使得原有的熟人治理失效。为了促使公司的良性运转，此时就需要在公司设置专门的监督机关。在公司外部，当公司的经营范围和影响力较小时，组织体之间的交往以及组织体个人之间的交往秩序基本是由他们自己决定的，更多的是一种自发的秩序。但当公司的影响力不断扩张时，这种自发的监督秩序就会失效，此时则需要政府、司法机构等介入到新秩序的建构中来，这是一种自上而下的危机应对方式。

在过去的规则设置中，内部监督主要是借助监事会、外部董事等对公司中的各个主体进行

〔47〕 See Mark J. Roe, *The Institutions of Corporate governance*, available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=612362, last visited on Feb. 27, 2023.

〔48〕 See Kent Greenfield, *Reclaiming Corporate Law in a New Gilded Age*, 2 *Harvard Law & Policy Review* 1, 2 (2008).

〔49〕 See Kent Greenfield, *The Failure of Corporate Law: Fundamental Flaws and Progressive Possibilities*, University of Chicago Press, 2006, p. 153.

〔50〕 参见〔美〕弗朗西斯·福山：《大分裂：人类本性与社会秩序的重建》，刘榜离等译，中国社会科学出版社 2002 年版，第 271—272 页。

监督，而外部的监督主要是通过审计机构以及行政机关等实现的。比如《中华人民共和国公司法》（2023年修订，以下简称《公司法》）第208条就明确提出：公司应当在每一会计年度终了时编制财务会计报告，并依法经会计师事务所审计。但随着平台经济的深化，为了解决平台经营“黑箱化”的问题，新型外部主体介入也出现在了立法层面。2021年出台的《中华人民共和国个人信息保护法》第58条规定，提供基础性互联网平台服务、用户数量巨大、业务类型复杂的个人信息处理者，应当成立主要由外部成员组成的独立机构，对个人信息处理活动进行监督。此后，腾讯公司率先响应，宣布将成立“个人信息保护外部监督委员会”（以下简称“委员会”），并公开招募委员会成员。该委员会工作内容主要包括独立评议腾讯公司及各产品隐私保护相关工作、提出指导和修改意见等。^[51]

在域外同样如此，欧盟的《数字服务法》也针对平台公司的组织结构做出了调整。一方面，《数字服务法》引入新的监督机构，他们被称为“数字服务协调员”（digital services coordinator）。数字服务协调员有权接受中介服务商就其遵守法案而做出的承诺，有权下令停止侵权行为，酌情实施与侵权相称的必要补救措施等。另一方面，《数字服务法》第41条要求公司在治理中建立“合规官”（compliance officers）制度，大型平台公司或大型在线搜索引擎服务提供商需要选任一个或多个具有专业资质、知识、经验和能力的合规官，对平台遵守法案的情况进行监督。不仅如此，法案还要求公司监管机构监督大型平台公司作出的治理安排，以确保合规功能的独立性，防止利益冲突。^[52]

显然，平台经济发展过程中产生的问题已经成为各个国家发展中面临的新问题，传统理论强调单一的私人的治理路径并不符合平台公司的现实，而强化外部干预则成为新的发展趋势。暂且不论这种思路是否应该推广至所有类型的公司，至少在大型平台公司中，应当推崇一种内部自治与外部介入相协调的治理模式。

（二）董事信义义务的扩张

随着大型平台公司在世界范围内的扩展，与之相对应的用户信息保护、数据泄露等问题也层出不穷。考虑到平台公司与用户之间的地位悬殊，理论界提出应当借助信义义务的制度路径，对大型平台公司课以特殊的注意、忠诚义务来强化对平台公司的监管，对董事“信息信义义务”的探索也成为传统信义义务新的发展方向。2014年4月，美国学者巴尔金（Balkin）在其博客发表了一篇题为《数字时代的信息受托人》的博文，该文章提出了这样的疑问：在医疗、法律等特殊行业中，法律往往会设置特殊的注意、保密义务，对于当代的一些网络平台公司而言，是否也应该像对待这些特殊行业一样对待。在此基础上，他进一步提出，如果这些网络服务提供商是信息受托人，那么即使没有明确的合同承诺，他们也有义务不使用用户的个人信息来损害用户的

[51] 参见《腾讯宣布将成立“个人信息保护外部监督委员会”》，载 <https://finance.sina.com.cn/tech/2021-10-15/doc-iktzscy9907321.shtml>，最后访问时间：2023年2月27日。

[52] See Regulation (EU) 2022/2065 of the European Parliament and of the Council of 19 October 2022 on a Single Market For Digital Services and amending Directive 2000/31/EC (Digital Services Act) (Text with EEA relevance), available at <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32022R2065&qid=1666857835014>, last visited on Feb. 27, 2023.

利益。^[53] 此后，巴尔金在 2015 年系统阐述了信息信义义务理论。他认为，信息时代的人类自由需要对新形式的社会和经济权力进行监管，许多收集、分析、使用、销售和分发个人信息的在线服务提供商和云公司应该被视为其客户和最终用户的信息受托人。基于这些公司所拥有的特殊权力以及他们与用户之间的关系，信息受托人应当承担特殊的义务，以不损害用户利益的方式收集、分析、使用、出售经营中获得的用户信息。^[54]

从内容来看，所谓信息信义义务本质上就是针对网络平台公司所设置的一种特殊的信义义务，是对传统董事信义义务的扩张和发展。鉴于平台公司与其用户之间的不平等地位，该义务要求公司管理层在经营过程中，作为用户的信息受托人履行相应的忠实和注意义务，从而避免公司因为过度追求股东利益而损害用户的利益。这一义务的提出是以当下用户和平台间在信息交互中极不对称的地位为现实条件的，希望借助“信义义务”这一由来已久的法律制度，实现平台公司与用户利益的平衡。对于大型平台公司的管理层而言，信息信义义务要求他们将保障平台内的公平环境和相关者信息权益作为其义务的重点内容。比如，在决策中应该在程序和功能设置上提供更多元的选择，允许用户选择非按照喜好推送的模式；在用户协议和退出规则上，减少不必要的障碍；不得利用信息壁垒和技术优势收集用户信息。当然，也有学者对该主张持反对意见，认为对股东的信义义务与对用户的信义义务之间存在矛盾，当两种义务发生冲突时，很难有效协调。^[55]

尽管有关信息信义义务的争议目前仍未消弭，但从平台公司特别是大型平台公司监管的现状来看，这种探索是值得肯定的。互联网时代的来临使得平台公司正在由一个单纯的信息中介平台转换为用户获得信息的直接来源。并且借助大数据、人工智能等技术的支撑，平台对信息单方面的掌控和呈现都达到了前所未有的强度。而由此引发的用户权利保障、市场竞争秩序等都成为平台经济中突出的问题。公司并非是在仅仅包括股东的“真空”环境存在的，特别是在当下大型平台公司可能造成的信息风险已经不能忽视的情况下，信息信义义务的引入不失为新的制约措施，这与此次公司法的修订所渗透的目标也是一致的。公司在经营过程中需要充分考虑公司职工、消费者等相关者的利益，承担社会责任。^[56] 从这一角度来看，信息信义义务的引入无疑提供了更多的规范路径选择和司法裁判的衡量空间，值得进一步探索。

（三）集团公司的业务分离规则

在针对银行体系的监管中，美国早期曾形成了一个著名的分业规则，即银行业与一般商业分离原则。其核心内容是将银行控股公司（bank holding company, BHC）的业务活动限制在有关银行管理以及与银行密切相关的范围内，通过区分银行业务与一般商业活动，将银行公司与一般

[53] See Jack M. Balkin, *Information Fiduciaries in the Digital Age*, available at <https://balkin.blogspot.com/2014/03/information-fiduciaries-in-digital-age.html>, last visited on Feb. 27, 2023.

[54] See Jack M. Balkin, *Information Fiduciaries and the First Amendment*, 49 UC Davis Law Review 1183, 1186–1187 (2016).

[55] See Lina M. Khan & David E. Pozen, *A Skeptical View of Information Fiduciaries*, 133 Harvard Law Review 497, 508–509 (2019).

[56] 《公司法》第 20 条明确规定：“公司从事经营活动，应当充分考虑公司职工、消费者等利益相关者的利益以及生态环境保护等社会公共利益，承担社会责任。国家鼓励公司参与社会公益活动，公布社会责任报告。”

公司区别开来。之所以法律限制银行业参与一般商业活动，是因为银行可能通过不公平的信贷限制和其他反竞争的方法来影响其他公司的决策，不仅会损害个别商业公司的利益，也会对整个经济秩序造成冲击。与银行控股公司一样，今天大型平台公司在经济中扮演着越来越类似的基础作用，平台公司正在成为一个互联网经济的基础设施，这种集中控制水平会产生类似于银行业集中的危险。^{〔57〕} 亚马逊利用平台优势打压并收购 Quidsi 就是一个代表。亚马逊在 2009 年表示有兴趣收购 Quidsi，但后者的创始人拒绝了亚马逊的提议。在拒绝亚马逊的提议后不久，亚马逊将自家平台上的尿布和其他婴儿产品的价格下调了 30%。Quidsi 的高管们发现，亚马逊的定价机器人正在追踪自家网站的产品价格，并通过降低亚马逊上相关产品的价格展开竞争。这种低于成本的定价严重侵蚀了 Quidsi 的业绩增长，而投资者也开始减少对其投资。最终，Quidsi 的创始人出于对亚马逊的恐惧开始就出售该业务与之进行谈判。^{〔58〕}

正是基于大型平台公司市场地位的转变，在 2021 年推出的一揽子立法中，美国众议员贾亚帕尔（Jayapal）等提出了《终止平台垄断法案》（The Ending Platform Monopolies Act），其核心内容就是禁止具备主导地位的在线平台拥有或控制其他在线平台，并与其他业务产生非法的利益冲突。另一部《平台竞争与机会法》则直接禁止大型平台公司开展旨在削减竞争威胁以及强化自身市场控制力的收购行为，并明确了非法收购的情形和例外。^{〔59〕} 这意味着，这些基础性平台公司将无法随意在市场上并购那些存在竞争关系以及利益冲突的公司。与之类似，我国市场监管部门也开始注意到了平台公司的大规模收购行为，市场监管总局还曾在 2021 年依法禁止腾讯收购斗鱼。理由就是此次经营者集中将强化腾讯在中国境内游戏直播市场和网络游戏运营服务市场的支配地位，具有排除、限制竞争效果。^{〔60〕} 不过，从 2023 年《公司法》修订的结果来看，公司合并规则的改革主要集中在母子公司以及小规模合并的决议程序调整上。对于特定业务公司合并的问题，尚未作出特殊考量。但从实质意义上的组织法来看，考虑到公司的发展和存续目标，公司法规则同样需要关注竞争秩序对于公司经营决策的影响，探索特定的业务分离规则也是有必要的。

五、结 语

身处于一个虚拟空间不断扩展的时代，每天花费大量时间在互联网平台上购物、交友、获得信息与服务已经是现代人生活的常态。借助平台公司所创造的空间，各种要素得以突破空间与时间的限制，在更广阔的范围内流动和配置，并促进了世界范围内经济的新一轮发展。但随着网络

〔57〕 See Lina M. Khan, *Amazon's Antitrust Paradox*, 126 Yale Law Journal 710, 795 (2017).

〔58〕 See Brand Stone, *The Secrets of Bezos: How Amazon Became the Everything Store*, Bloomberg, available at <http://www.bloomberg.com/news/articles/2013-10-10/jeff-bezos-and-the-age-of-amazon-excerpt-from-the-everything-store-by-brad-stone>, last visited on Feb. 27, 2023.

〔59〕 See Ted Johnson & Jill Goldsmith, *House Judiciary Committee Advances Antitrust Bill that May Lead to Breakup of Big Tech*, WGAW Praises Vote, available at <https://deadline.com/2021/06/antitrust-tech-house-judiciary-google-facebook-amazon-apple-1234780024/>, last visited on Feb. 27, 2023.

〔60〕 参见《市场监管总局关于禁止虎牙公司与斗鱼国际控股有限公司合并案反垄断审查决定的公告》，载 http://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/ftjz/202107/t20210708_332421.html，最后访问时间：2023 年 2 月 27 日。

生态的固化，各种超大型平台公司走向了一种寡头式的格局，甚至获得了一部分公共管理权限。这种现象的出现是传统公司法理论所未能洞察到的，公司法领域占据主导地位的“契约论”强调私法自治的理念已经出现了同平台公司特别是大型平台公司不相适应的部分。鉴于其不断强化的公共性，公司法需要重新思考契约理论框架下的公私关系，如何在规则层面纳入公共政策的考量，进而实现公共利益目标可能是未来公司法改革需要予以关注的问题。

Abstract: The emergence of large platform companies has challenged mainstream corporate contract theory, which treats companies as purely private matters and emphasizes the non-compulsory nature of corporate law at the rule level. Based on their wide coverage, large number of users and dual attributes of “market-organization”, large platform companies have gained great influence and dominant position, and some of the top platform companies have even become public infrastructure. The change of large platform companies has brought about the adjustment of organizational rules, and countries have adopted legislation to strengthen external intervention to prevent possible business risks. Corporate law is not only a soft law to help companies manage their internal affairs, but also a powerful tool to achieve public policy. In the context of the increasing publicization of large platform companies, the compulsory nature of their organizational rules has become a conceptual change that needs attention in the revision of corporate law.

Key Words: large platform companies, publicness, external intervention, company law revision

• 279 •

(责任编辑：周 游)

公司法上的受信义务：评新《公司法》的相应修改

施天涛*

内容提要：新《公司法》关于受信义务的规定体现了创新精神：一是突出了关联交易、公司机会和竞业限制的重要性，完善了程序规则，重组了公司管理者的禁止性行为；对注意义务的界定突破了该条无法进入司法裁判的困境；将公司控股股东、实际控制人纳入了受信义务体系，并将股东代表诉讼扩大至公司全资子公司。二是增加了董事、高管对第三人的赔偿责任。三是增加了董事责任保险。但新《公司法》依然与现实需求存在差距：一是关联交易的规定依然缺乏实质公平的裁判标准；公司机会缺乏界定，将导致司法审判困难；竞业限制不能适应现代企业；管理报酬未被纳入忠实义务，司法审判无据可循。二是注意义务规定不周延，未能对管理者的经营义务与监管义务区别对待。三是审计委员会取代监事机构的情形，股东代表诉讼之先诉请求不明确。新《公司法》关于受信义务的上述修改和问题有必要进行系统性分析与评估，从中也能间接省察今后的完善方向。

关键词：受信义务 忠实义务 注意义务 控股股东与实际控制人 派生诉讼

一、序言：残缺而混乱的受信义务制度

受信义务（fiduciary duties）^{〔1〕} 是公司法上的核心制度，其重要性不亚于人体之心脏。如果公司法不能妥善构造和安置这一制度，公司法的生命力将受到极大威胁。这里的逻辑很简单：公

* 施天涛，清华大学法学院教授。

〔1〕 关于 fiduciary duties 这一术语在中文文献中主要有“诚信义务”“信义义务”和“受信义务”三种表述。作者一直偏爱“受信义务”这一表达方式。这是因为受信义务是英美普通法系发展起来的适用于财富管理的制度，它比较能够表达这种义务所指向的“受人之托、忠人之事”之内涵。诚信义务原本是一种道德义务，后上升为法律义务，主要适用于合同的履行，再后发展成为民法的基本原则，乃至被称为民法的“帝王规则”。无论从法律渊源和规则适用来看，均与受信义务之管理他人财产没有直接关系。信义义务这一表述同样也没有精确表达出基于“信任”而“管理他人财产”的委托关系这一内涵，不仅读起来拗口，而且充满江湖气息。所谓“名不正则意不顺”，我们有必要为之选择一个符合其真实特性的表达方式。

司法将公司交由特定人管控,则必然应该将他们置于一定的义务和责任约束之下,受信义务就是为这些公司管理者〔2〕设置的义务和责任,如果公司法缺失这种制度设置,或者这种制度安排不恰当、不完善,公司管理者则可能像脱了缰绳的野马一样,逃逸出法律的管控,肆意侵害公司和股东利益。我国公司治理的实际情况就是如此,这与公司法关于受信义务规定的残缺与混乱密切相关。

《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)〔3〕修订之前,旧《公司法》第147条要求公司董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务,就是关于公司管理者受信义务规定的集中体现。但是,旧《公司法》关于公司管理者受信义务的规定非常粗糙,并且具有很大的随意性。这主要体现在如下三个方面:

一是对受信义务的规定偏重于忠实义务,〔4〕而对注意义务〔5〕仅仅是点到为止,旧《公司法》没有关于勤勉义务的任何具体规定。何为勤勉义务?勤勉义务的内容和标准是什么?如何才能满足勤勉义务的要求?法律保持了长久的沉默。〔6〕旧《公司法》对管理者的勤勉义务要求仅仅停留在“宣言”上,口惠而实不至,没有任何司法执行力。这种情况导致的后果是,公司管理者没有任何经营管理上的压力和责任心,一方面他们掌控着他人的巨额财产并享有巨大的权力,另一方面他们又可以漫不经心,无需为自己的过失或者失职行为负责。公司法上的权利义务设置严重失衡,公司和股东的利益裸露在高度风险之下,公司法未能提供应有的法律庇护。

二是关于忠实义务的规定逻辑不清,体系混乱。首先,旧《公司法》第148条规定了违反忠实义务的八种情形。忠实义务主要针对的是利益冲突问题。正因为公司管理者是公司业务经营和事务管理的实际掌控者,他们与公司发生利益冲突不可避免,所以忠实义务的重心就是要规范和解决这些管理者的利益冲突问题。旧《公司法》虽然规定了几种利益冲突形式,但却重点不突出。正确的逻辑应该是将关联交易或者自我交易这种最为基本的利益冲突交易置于首要地位,然后才是对其他特殊的利益冲突交易,如管理报酬、公司机会、同业竞争,予以规制,顺后则是对直接侵害公司利益的职务或个人侵权行为的规制。其次,公司法对忠实义务规定的体系是混乱的。譬如,旧《公司法》将对关联交易的规制置于总则第21条,导致其与第148条第(四)项的自我交易相互关系紊乱,同时可能被误解为应适用不同的法律规则。又如,旧《公司法》第148条没有将管理报酬纳入利益冲突交易规制之中,仅在第116条规定了管理报酬的披露义务。如果公司管理者任性地从公司攫取了过高的报酬以至于侵害了公司利益,则没有处罚他们的责任依据。

三是关于受信义务的规定缺乏有效的司法裁判标准。关于勤勉义务的规定自不必多说,即便是关于忠实义务的规定也仅限于公司治理的内部程式要求,并无司法上可执行的裁判标准。这必

〔2〕为表达方便,下文一般将公司董事、监事、高管简称为“管理者”,具体情形则直接指称。

〔3〕2023年12月29日第十四届全国人大常委会颁布了新修订的《中华人民共和国公司法》,并将于2024年7月1日实施,本文简称为“新《公司法》”,现行《公司法》简称为“旧《公司法》”。

〔4〕参见施天涛、杜晶:《我国公司法上关联交易的皈依及其法律规制——一个利益冲突交易法则的中国版本》,载《中国法学》2006年第6期;施天涛:《公司法应该如何规训关联交易?》,载《法律适用》2021年第4期。

〔5〕我国《公司法》将注意义务表述为勤勉义务。由于“勤勉义务”已成为我国公司法上的既定表述,本文同时交替使用这两个术语。

〔6〕我国《公司法》自2005年规定勤勉义务以来,历经数次修改,一直没有任何具体内容填充。

然导致我国法院在处理有关公司管理者侵害公司利益纠纷时缺乏必要的裁判依据。这说明，旧《公司法》基本上还是一部管理法，尚未升级为裁判法。一部不能进入裁判程序的《公司法》，公司参与者的权益不能获得最后的司法救济，对公司管理者设置的义务不能得到有效执行，何为公司法？谈何公司法？〔7〕

令人欣慰的是，2023年新修订的《公司法》对受信义务给予了特别的关注和重视，受信义务的内容获得了较大程度地充实和调整，受信义务有了初步的司法执行标准。

传统公司法上的受信义务包括注意义务（duties of care）和忠实义务（duties of loyalty），即所谓的“二分法”。受信义务的二分法是一种最基本的分类，实际情况要复杂得多。譬如，理论界与司法界曾经讨论的“善意”（good faith）究竟是一种独立的义务，还是受信义务的加强，就是一个非常有争议的问题。〔8〕又如，就受信义务的主体而言，现代法律早已突破了公司董、监、高等公司管理者的范畴，受信义务扩大适用于公司股东（主要是控股股东）和实际控制人。再如，就受信义务的履行对象而言，因缘于公司社会责任运动的兴起与发展，公司管理者还需对利益相关者承担义务和责任。〔9〕

我国旧《公司法》一开始就以专章规定了“公司董事、监事、高级管理人员的资格和义务”。然而，该章规定徒具形式，几乎从来没有发挥过其应有功效。最基本的问题是《公司法》未能提供可供司法执行的立法模板。好在这一现象终于获得了立法者的重视，新《公司法》充实了一些内容，使得受信义务多少获得了一定的司法执行力。新《公司法》关于受信义务规定的进步是明显的。但客观地说，新《公司法》同样未能达到人们的期待。下文将围绕《公司法》的修订予以简单评论。

二、关于遵守法律、行政法规和公司章程

新《公司法》第179条规定了董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程。

首先，就公司管理者遵守法律而言，它包含了二层含义：从正面意义上讲，公司管理者首要的义务就是遵守现行法律，在既有的法律框架内履行经营管理职责。公司法历来坚守了这一无比正确的政治立场，无需多言。

守法还有它的第二层含义，即不得故意致使公司违反法律。在企业经营管理过程中，企业家为了减省成本，往往选择故意致使公司违反法律。譬如，如果企业生产经营活动没有按照法律要求达到环境保护、排污与废水处理标准，则需要大量投入、革新技术、改造产品、提升质量。反之，如果企业放任不管，虽然它可能受到主管部门罚款等措施的处置，但其支出成本可能远远小于更换机器设备、改良工厂环境、提升产品质量的成本。如此，企业很可能选择“效率违法”。〔10〕

〔7〕 好在最高人民法院自2006年以来相继颁发了五部关于适用《中华人民共和国公司法》的解释，为司法实践提供了审判依据，缓解了这一问题，也积累了经验。这些规定大多被新《公司法》吸收。另外，最高人民法院公布的涉及公司法的指导案例也为《公司法》的修改提供了经验和借鉴。

〔8〕 参见施天涛：《善意义务是否需要作为受信义务的第三位构成？》，载《中国应用法学》2023年第1期。

〔9〕 参见施天涛：《〈公司法〉第5条的理想与现实：公司社会责任的实施？》，载《清华法学》2019年第5期。

〔10〕 参见施天涛：《〈公司法〉第5条的理想与现实：公司社会责任的实施？》，载《清华法学》2019年第5期。

其次,就管理者遵守行政法规而言,除同样可能出现上述“效率违法”外,还应关注如下情形:一般而言,行政法规指的是国务院颁发的行政法规,但也应注意到国务院授权特定部门制定的规则,如国家市场监管总局与证监会经授权制定和发布的规则,应与国务院颁行的行政法规具有同等法律效力。此外,公司管理者在其经营管理活动中,还须遵守相应主管机关发布的指导或者指引意见。这些指导或者指引规则虽然够不上对法律行为的效力产生影响,但从公司合规经营管理和尊重市场规则而言,却是公司必须遵守的要求。

最后,就管理者遵守公司章程而言,公司章程的制定及其内容必须符合法律、行政法规,甚至包括相关指导或者指引等监管规则。公司章程是确定公司内部相关当事人(如股东、董事、监事、高管)的权利义务的规范性文件,同时也是公司治理的“宪章性”规则。

无论是遵守法律、行政法规或者公司章程,均涉及管理者的“善意”问题。譬如,前述所谓“效率违法”、不遵守监管指导或者指引规则、违反公司章程等情形,均属于不能满足善意的要求。善意要求恰恰又是受信义务的最高核心价值观,它决定着公司治理的最高目标期待和受信义务的最佳履行效果。

如此说来,问题则非常有趣了。按照法律的效力层级,对法律行为产生效力影响的仅止于行政法规。然而,善意又是受信义务的固有内容。法律行为不符合善意要求或者不满足善意义务,法律行为的效力自然会受到影响。由此可见,受信义务之善意要求吸收了低层级的规章制度,而这些低层级的制度规定因善意义务增强了其效力强度。另一个角度看,受信义务是公司治理的重要手段,它与市场监管、企业自治高度吻合并发生了兼容。

另外,需要说明的是,守法义务,包括遵守法律、行政法规、公司章程,以及本文所说之低层级监管规则,本就在受信义务统辖之内,尤其是善意概念的固有内容。《公司法》将其单列条文规定,仅是一个立法技术安排,而非脱离于受信义务之外的问题。

• 283 •

三、关于公司管理者的忠实义务

公司管理者对公司负有忠实义务,违反忠实义务的情形包括直接侵害公司利益和间接侵害公司利益两大类型。前者主要体现为公司管理者的职务或个人侵权行为,后者主要体现为利益冲突交易。受信义务之忠实义务的重心是对利益冲突交易的规范,当然也不会放过那些侵害公司利益的直接行为。

新《公司法》将旧《公司法》第147条第一款后半句“对公司负有忠实义务和勤勉义务”移出另立第180条。该条将忠实义务区分为“避免自身利益与公司利益冲突”和“不得利用职权牟取不正当利益”两种基本形态,并在随后的条文中针对忠实义务之各种具体形态进行了规定。

(一) 直接侵权行为

新《公司法》第181条规定禁止董事、监事、高管从事的六类行为。该条规定出自旧《公司法》第148条,但以下内容值得注意:该条规定基本限定于职务或个人行为,与新《公司法》第180条关于忠实义务的规定相呼应。同时,将旧《公司法》第147条之“收受贿赂或者其他非法收入”“侵占公司财产”分别纳入新《公司法》第181条之(一)(三)。相应地,删除了旧《公

司法》之（三）。该项删除后并未另行处理。旧《公司法》第16条、新《公司法》第15条等对担保已有规定，不必再行重复规定。至于借贷，一则专业借贷属于金融机构特权，民间借贷自有民间借贷法管制，在此既有框架外，公司借贷仅需按照正常的公司治理规则与权力分配进行即可，无须另行特别规定。

本条删除的内容还有旧《公司法》第181条之（四）（五）。基于被删除之（四）（五）包含的三种情形的特殊性，另立条文予以单独规制。这一调整更加科学，也突出了关联交易、商业机会和竞业限制的重要性。

（二）关联交易

关联交易是最基本的利益冲突交易形式，也是公司实践中普遍存在的现象，因此，关联交易问题历来为公司法重点关注事项。^{〔11〕}

新《公司法》第182条将旧《公司法》第148条之（四）之自我交易移除另立，提高了其地位，并充实了内容。该条规定亮点很鲜明。譬如，它规定并界定了间接关联关系、关联人员以及关联交易的报告和批准要求。但本条依然存在着缺漏。我国公司法向来仅重视程序规定，忽视实质上的要求。对于关联交易程序上的规定固然解决了获取实质公平难度较高和具有不确定性的问题，但终究无法彻底替代实质公平。也就是说，形式公平有着其自身固有的缺陷，无论是董事会还是股东会都存在着关联人的影响，这种影响将导致关联交易无法获得真正的公平，最终还得依靠司法评估和裁决。

我国公司法关于关联交易最大的问题是肢解了关联交易的统一性和协调性。关于关联交易的规定散布在《公司法》总则和分则各处。如关联交易在总则中就有二处规定：一是旧《公司法》第16条第2、3款关于公司为公司股东或者实际控制人提供担保的规定；二是旧《公司法》第21条关于公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高管不得利用其关联关系损害公司利益的规定。新《公司法》第15条、第22条完全继受了上述规定。此外，旧《公司法》第124条对上市公司关联交易的表决规定，新《公司法》第139条除增加了个人关联人和向股东会书面报告外，基本继受了该规定。上述列举在于说明，旧《公司法》关于关联交易的规定被人为地分割了。难道仅仅因为这些被分割内容的重要性？本来此次《公司法》修改是一个很好的机会将其整合在新《公司法》第182条之内，但遗憾的是，修法者放弃了这一大好机会。一个条文所规定的事项，无论多么重要，只要它不具备普适性，不能成为法律总则条文。然而，这却是我国公司法的惯常做法，这说明我国公司法在立法技术上依然很幼稚、很单纯、很直接。然而，重要性的标准又是什么？没有进入总则的规定就不重要了吗？

（三）公司机会

利益冲突交易不仅限于关联交易或者自我交易，还表现为其他特殊情形，如侵占公司的商业机会。公司机会属于公司所有的权益，公司管理者，尤其是公司董事、高管，不得私自攫取和利用。公司董事、高管身处商业前线，最有机会获取商业机会。譬如，当某一商人找到公司董事或高管表示愿意与公司合作一个项目，该董事或高管发现该项目有利可图，即以自己的名义为自己

〔11〕 关于关联交易或自我交易的称谓，二者之间并无实质区别，只不过自我交易是早期利益冲突交易的传统表述，主要针对的是发生在董、监、高及其亲属之间的相互交易，关联交易更加倾向于指称企业之间的相互交易。但二者均不相互排斥。有鉴于此，基于我国《公司法》已经形成的习惯，将此种关系统一称为关联关系或者关联交易，也许更容易被接受。

与对方签订了合作协议。这种情形就属于侵占了公司的商业机会。

新《公司法》第183条同样将旧《公司法》第148条之（五）之公司机会移除另立提高了地位，并充实了内容。新《公司法》规定了两种允许董、监、高利用公司机会的例外情形，确实是一大进步。但该规定尚不够完整。重要的一点就是没有对公司机会做出界定。^{〔12〕} 对公司机会的界定是决定两件事情的前提：一是如果不属于公司机会，公司管理者自然可以自己利用，无须履行报告与同意程序；二是即使属于公司机会，也有可能存在例外情形允许公司管理者利用，如新《公司法》所规定。因此，公司机会的界定是立法者不可偷懒的事情，因为这是个前提，缺乏这个前提，其他规定将无本可依，无源可循，实际上也就没有意义。将这样的事情交由法官来决定，是在为难法官，多少也有些不负责任。

（四）同业竞争

同业竞争在公司法历史上曾经予以禁止，但后来的商业实践表明禁止是不可行的。于是法律转变态度，现在的做法是，或者由法律直接限制，或者由公司自己决定。前者称之为竞业限制，即是否允许公司董、监、高自营或者为他人经营与其任职公司同类的业务，须经过法律允许的程序。后者称之为竞业自由，即法律并不直接加以干预，而是放权给公司自己决定。

新《公司法》第184条将旧《公司法》第148条之（五）之同业竞争移除另立提高了地位，并充实了内容。我国《公司法》采取的是竞业限制的态度。

关于同业竞争，现代公司法的基本取向是承认它的合法性。的确，现实商业生活中，董、监、高兼职现象十分普遍，如果禁止则几乎是不可能的事情。如果限制，也只能从程序上加以要求。然而，程序上的限制也有一个合理性优化的问题。表面看起来，对于同业竞争，法律并未禁止，只是要求从事竞业竞争的董、监、高须向董事会或者股东会履行报告义务，并按照公司章程的规定经董事会或者股东会批准。然而，这一程序要求是有成本的，而且与现代公司法的精神不相符合。如果法律的态度是不禁止，也就不应从法律上加以程序限制，除非公司自己禁止或限制。也就是说，公司法本身不必对同业竞争加以禁止或者限制，但允许公司章程禁止或者限制，即公司可以根据自身情况决定是否有必要禁止或者限制。^{〔13〕} 这样既符合现实经济情况，又节省了法律实施成本。法律不必包揽包办、自寻烦恼。既然新《公司法》将其独立成条，就不应该是简单地条文变化，更应该体现出现代法律对同业竞争更为开放的态度，而不是进一步强化旧观念的束缚。当今商业社会，兼职或者兼业现象已成常态，禁止固然早已抛弃，限制也非上策，由公司自己决定方为明智。

（五）管理报酬

现代法律将管理报酬纳入利益冲突体系予以规制，强调管理报酬的公开性、公平性与适度性。这是一个较为宽松的标准，因为管理报酬，尤其是高管报酬，并不存在统一标准，企业不同，产品不同，市场不同，管理者的素质和能力也存在很大不同，管理报酬差异自然很大。法律的标准只是考量管理者获得的报酬是否太过高额并与管理者的贡献极不相称以至于构成公司资产

〔12〕 参见美国法学会《公司治理准则》第5.05条以及一些代表性判例，如 *Lagarde v. Anniston Lime & Stone Inc.*, 126, 28So. 199 (1900), *Guth v. Loft Inc.*, 5A2d. 503 (el1939), *Durfee v. Durfee & Canning Inc.*, 80N. E. 2d. 522, 529 (Mass. 1948) 等。

〔13〕 美国法学会《公司治理准则》采取了这种做法，同时参见 *Klinicki v. Lungren*, 659 P. 2d. 906 (Or. 1985)。

的侵害。为了较好地处理这一问题，现代法律往往规定，由公司董事会设立并由一定比例的独立董事构成的薪酬委员会向董事会提出方案。这在一定程度缓解了管理报酬的任意性。

遗憾的是，新《公司法》对管理报酬依然维持了旧《公司法》的现状而没有意识到其所存在的利益冲突需由法律加以规范。尽管我国新《公司法》规定，高管的薪酬由董事会决定，董事的薪酬由股东会决定，表面上看，无论是高管还是董事均不存在自定报酬的情形。然而，这只是个表象。真实情况是，在公司实践中股东兼任董事、高管的情形非常普遍。即使不存在兼任情形，公司董事、高管对董事会和股东会的影响也不可低估，其中的利益冲突不可避免，因为董事、高管本身就有着强烈的“自利自肥”（self-enrichment）倾向。这种情形无论在公众公司还是在私人公司，都普遍存在。因此，管理报酬及其相应的利益冲突应当受到公司法的重视。在公司法层面，旧《公司法》第116条仅要求“公司应当定期向股东披露董事、监事、高级管理人员从公司获得报酬的情况”，新《公司法》第129条从之。披露固然重要，但如果缺乏司法审查，高薪低能，贡献不抵所得，实际上构成对公司资产的“劫掠”和“浪费”（looting and waste）。^[14]

（六）关联交易、公司机会、同业竞争之批准程序

此为新《公司法》第185条新增条文。此条规定同样的问题是：法律性质相同类型的事项被人为地分割了。

（七）归入权

新《公司法》第186条为旧《公司法》第148条第2款，现独立成条，适用范围因条文的调整而同时适用于“收受贿赂”和“侵占公司财产”等违反忠实义务情形。

• 286 •

四、关于公司管理者的注意义务

公司管理者在履行其职责的过程中，必须以其最大的努力为公司创造利润，使股东获得收益回报。其中，当然包含了不得使公司财产发生不正当的减损和流失。因此，公司管理者在履行其职责时应当以其应有的勤勉、谨慎、知识、技能和经验为公司提供服务，否则，即应对公司承担相应的违信责任。这就是所谓的公司管理者的注意义务。^[15] 此种注意义务区分为管理者的经营义务和监控义务。

[14] See *Rogers v. Hill*, 289, U. S. 582, 53 S. Ct. 731 (1933); *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 906 A.2d 27, 63 (Del. 2006).

[15] 受信之注意义务一直以来都没有得到应有的重视，“往好处说，注意义务没有得到充分实施；往坏处说，注意义务根本就没有实施过” [Kenneth E. Scott, *Corporation Law and the American Law Institute Corporate Governance Project*, 35 *Stanford Law Review* 927, 937 (1983)], “传统的注意义务已不复存在，甚至根本就不是一种受信义务” [Joseph W. Bishop Jr., *Sitting Ducks and Decoy Duck: New Trends in the Indemnification of Corporate Directors and Officers*, 77 *Yale Law Journal* 1078, 1099-1100 (1968)]。这的确在某种程度上反映了注意义务经历的尴尬地位。注意义务再次恢复活力并在受信义务之下发挥作用，是1985年特拉华最高法院在 *Smith v. Van Gorkom* 一案的裁判中发现 TransUnion 董事会违反了注意义务 [See *Smith v. Van Gorkom*, 488A.2d 858, 873, 875, 893 (Del. 1985)], 受信之注意义务“重新开始了它的生命” [Stephen J. Lubben & Alana J. Darnell, *Delaware's Duty of Care*, 31 *Delaware Journal of Corporate Law* 589, 590 (2006)]。公司法上的受信义务离不开注意义务，注意义务是保护受益人利益不可或缺的规则。有鉴于此，“公司法必须告诉管理者这是法律的要求，他们必须履行这样的义务”。Julian Velasco, *A Defense of the Corporate Law Duty of Care*, 40 *Journal of Corporate Law Studies* 647, 703 (2015)。

所谓经营义务,是指公司管理者在为公司进行商业活动时,其所做出的商业决策应当是合理的,至少是以他的认知和能力相信其所作所为是为了公司的最佳利益。譬如,公司董事在做出某项商业决策时,由于其疏忽大意、漫不经心导致投资失败并造成公司损失,他就需要对该种损失承担损害赔偿责任。根据商业判断规则,^[16]参与决策的公司管理者需满足如下要求:

首先,公司管理者,主要是董事,须与该项商业决策不存在利害关系。也就是说,决策者必须保持自身清白。如果存在利害关系并参与了该项商业决策,则构成利益冲突交易,该项决议将转而受到关联交易法则的审查,并以此决定该项交易是否达到法律要求的公平标准进而满足交易的公平性。如果商业决策者与所决议之交易或者事项不存在关联关系,则可转入商业决策的下一步审查。

其次,也是最为重要的一点,法律要求管理者在做出商业决策时,须了解其决策内容,并认为该种决策具有适当性。试想,当一个公司董事在对公司某项商业决策事项进行表决时,如果他根本就不了解董事会议讨论事项的内容,他将如何评估该项决议事宜,又将如何决定他是赞成还是反对。只有该董事了解了议题内容,并以其自己的理性判断认为他的决定是适当的,该董事的行为才能满足商业判断义务的要求。当然,董事也不是万能的,尤其是那些不参与公司具体经营业务的董事,他们缺乏相应的商业实践经验,也缺乏足够的时间,于此情形,法律应当允许他们依赖他人的帮助。也就是说,他们可以寻求其他专家,包括财务会计、经营管理以及法务、税务等方面的专家,提供咨询意见。但是,仍然需要注意的是:尽管外行董事可以寻求他人帮助并可以依赖他人意见,但该董事仍然必须对专家咨询意见、报告做出独立判断。也就是说,他仍需要判断该意见或报告的合理性。

• 287 •

最后,公司管理者作为商业决策者,他必须相信他的行为是为了公司的最佳利益。因为管理者是为公司服务的,他们服务的目标就是为了公司的最佳利益。

“知情并适当”(be informed and proper)要求相对来说客观一些,或者说,这是注意义务主观要求的客观化转换,并使得该种义务具有了较大程度的司法执行性。因此,这一要求是商业判断义务的核心。在司法实践中,这一要求成为追究公司管理者违反商业判断之注意义务的重要途径。^[17]然而,经营判断与商业决策,尤其是投资决策,难度很大,很难准确预测和掌握,加之市场变化等不可控因素,不能要求管理者的决策一定都是正确的,更不能简单地以事后结果追溯管理者的决策责任。公司管理者的商业决策只要遵守了商业判断规则的基本要求(即程式规则),即可认为其履行了商业决策义务。相对来说,要求管理者在做出商业决策时须忠诚于公司的最佳利益则属于实质性要求,且具有较强的主观性。因而,对其行为是否满足了公司最佳利益的期待,不必过于苛求。

监控义务^[18]是指公司管理者负有监督或者监控公司合法合规运行的管理职责,包括对其同

[16] “商业判断规则”(business judgement rule, BJR)起源于170年前,是美国公司纠纷司法实践发展起来的判例规则。参见美国法学会《公司治理准则》第4.01条;Percy v. Millaudon, 8 Mart. (N.S) 68 (La. 1829)。

[17] See Smith v. Van Gorkom, 488A.2d 858, 873, 875, 893 (Del. 1985)。

[18] 监控义务(duty of oversight)又称为监督义务(duty of monitor),二者可以交替使用。特拉华判例法经常采用“监控义务”(oversight duty),如Stone v. Ritter案界定了“董事监控”责任的必要条件。See Stone v. Ritter, 911 A.2d at 370 (Del. 2006)。“监控义务是指防止侵害公司的义务,如果董事会对侵害公司的行为漠不关心或者不采取行动,即违反了该项义务。”William T. Allen, Reinier Kraakman & Guhan Subramanian, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, Aspen Publishers, 2009, pp. 261-262。

僚或者下属的管控与监督。如果说公司管理者商业判断是一种经营决策的话，监控义务针对的则是公司管理者的事务管理。监控义务主要指董事积极监督公司高管、雇员和公司事务的义务，积极采取措施防止他们侵害公司的行为或者其他不当行为。如果他们面对侵害公司的不当行为漠不关心或者不采取行动，即违反了该种义务并须承担相应的责任。这一义务包含了两个方面的内容：董事必须采取措施发现可能发生的侵害行为；针对该种侵害行为，董事必须采取措施予以应对。“这是公司管理者监控义务的应有之义。”〔19〕

公司的运作需要具体的人负责管理。因此，公司管理者负有管理公司事务和人事的职责，也就理所当然。也就是说，对于其同僚或者下属的某种或某些违法违规行，他本应当以适当的注意进行监督或监控，但他却疏忽大意或者不作为，放任其发生，导致公司遭受损失，他即需要对公司承担损害赔偿责任。与经营决策不同，监督义务的履行是可控的，只要管理者恪尽职守，积极地履行其职责，该种义务的满足并不存在不可克服的困难。〔20〕

当今公司实践表明，董事的监控地位越来越突出。的确，董事具有经营和管理双重职责。〔21〕董事的基本职责已经由负责公司的日常经营活动逐渐转移到对公司的监督管理。取而代之，董事将经营公司企业的事情委托给公司高级管理人员，因此，他们的基本职责就是监控这些负责公司具体经营管理的人员以确保他们的经营行为符合公司的最佳利益。〔22〕

当公司高管及其他管理人员从事过于冒险或欺诈性交易时，董事没能履行适当的监控义务，积极监督公司事务，尤其是没有适当地监督公司的财务会计事项，董事监控责任就由此产生。〔23〕如果董事更有力地履行其监督职责，而不是在“控制室里睡大觉”〔24〕，公司渎职行为及其所导致的损害则可以大大减少或降低。〔25〕有鉴于此，加强董事的监督作用对确保更好的公司治理，防止公司不当行为至关重要。〔26〕当然，没有人期望强化董事监控地位会彻底根除公司不

〔19〕 Eric J. Pan, *A Board's Duty to Monitor*, 54 New York Law School Law Review 717, 720 (2009).

〔20〕 当公司高管及其雇员涉嫌错误行为导致侵害公司利益，且该错误行为可归咎于董事失于监督，董事即违反了他的监控义务。换句话说，如果在特定情形可以证明，董事应该采取行动并可防止公司损害发生，但却没有采取行动，董事监控责任就产生了。See *In re Caremark Int'l, Inc. Derivative Litig.*, 698 A. 2d 959, 967 (Del. Ch. 1996); *Stone v. Ritter*, 911 A. 2d at 370 (Del. 2006).

〔21〕 See Kelli A. Alces, *Beyond the Board of Directors*, 46 Wake Forest Law Review 783, 790-805 (2011).

〔22〕 基于判例的商业判断规则（BJR）有两个不同价值观：即权力和责任（authority and accountability），并在它们之间进行调和，既保持董事会决策自由又使董事会对其决策承担责任。尽管现代公众公司所有权与控制权的分离不可避免地凸显了责任的重要性，但责任单独不能对公司法给予充分规范解释，完整的理解必须结合其权力价值，即建立一套公司治理规则和标准，促使公司采取有效决策制度和程序。BJR 是一种“弃权原则”（a doctrine of abstention），即除非满足严格的审查前提条件，否则法院不会主动审查董事会的决策。See Stephen M. Bainbridge, *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, 57 Vanderbilt Law Review 83, 84-85 (2004).

〔23〕 See Lisa M. Fairfax, *Managing Expectations: Does the Directors' Duty to Monitor Promise More than It Can Deliver?*, 10 University of St. Thomas Law Journal 416, 417 (2012).

〔24〕 *Francis v. United Jersey Bank*, 432 A. 2d 814 (N.J. 1981).

〔25〕 See Lisa M. Fairfax, *Managing Expectations: Does the Directors' Duty to Monitor Promise More than It Can Deliver?*, 10 University of St. Thomas Law Journal 416, 418 (2012).

〔26〕 许多学者建议如欲防止过度风险，一个重要的方式就是强化董事会的监控功能。See e.g. Richard A. Posner, *A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 And The Descent Into Depression*, Harvard University Press, 2009, pp. 106-115; Lucien A. Bebchuk & Holger Spamann, *Regulating Bankers' Pay*, 98 The Georgetown Law Review 247, 247 (2009). 董事会的风险监控功能已经占据了“舞台中央”（center stage）。See Martin Lipton et al., *Risk Management and the Board of Directors*, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (Dec. 17, 2009); Robert T. Miller, *The Boards Duty to Monitor Risk after Citigroup*, 12 University of Pennsylvania Journal of Business Law 1153, 1153-1168 (2010).

当行为。^{〔27〕}然而,人们越来越期待强化董事监控地位和责任以确保董事更多地关注其监控责任,这样他们才会更多地了解公司发生了什么,更好地准备应对所发生的事情,更好地防止不当行为,更好地提升公司治理水平。^{〔28〕}

我国新《公司法》第180条第2款规定了董事、监事、高管的勤勉义务,并将其界定为“执行职务应当为公司的最大利益尽到管理者通常应有的合理注意”。这是一个巨大的进步。暂且不论这一定义的合理性与周延性如何,该界定本身就是一个突破,有了这个突破,今后的完善就是顺理成章的事情。

如上所述,公司管理者的注意义务远比新《公司法》的界定复杂,内容更加丰富。目前的规定尽管提供了初步的指引,但依然不足以应付现实商业实践的真实需求。

首先,新《公司法》继续沿用了旧《公司法》一直采用的“勤勉义务”这一术语。虽然这一概念指出了注意义务最为核心的内涵,然而,这一说法远未反映出注意义务所应有的内涵和外延。譬如,管理者应有的谨慎、经验、技能以及与其所任职企业的经营管理相适应的相关知识等,均在注意义务范畴之内,勤勉义务不能覆盖。

其次,注意义务不仅针对管理者的积极作为,还包涵对其消极不作为的否定。譬如,一名董事需要积极参与公司董事会会议,对公司的经营决策明确态度,做出同意、反对和弃权的表示。如果某一董事长期不参加董事会,他的行为就不能满足注意义务的要求。如果因为他不参加会议而导致其他董事有机会胡作非为,损害了公司利益,他将因为没有及时劝阻、反对该种行为而承担违反注意义务的责任。^{〔29〕}

公司管理者的注意义务还包括以其应有的注意关注公司的经营管理事务,保证公司在合法、合规的制度范围内运行。有鉴于此,公司管理者应当建立起完善的公司治理规则,如公司章程和细则、各种管理制度、合规制度等,并监督这些制度规则的有效执行。

再次,监控义务与经营决策义务的法律归责不同。就监控义务而言,法律的要求要高一些;但对公司的经营决策,法律的要求则要低一些。这种区分是有意义的,因为就经营决策而言,其难度要大大高于一般性事务管理。公司的董事、高管须对日常频繁发生的商业活动做出应对和决定,如果法律对他们的要求太高,无疑对他们是一种苛责,超出了他们的能力和负担,将会阻吓他们担任这样的职务。如果法律设置了与一般性事务管理相同的义务和责任机制,实际上也将出现“鞭打快牛”的效应。有人对董事的监控能力表示怀疑,认为监控义务实际上不能实际发挥作用:“有效地监控日益复杂的大型公司的经营事务超出了董事的知识、能力和经验,尤其是对于大型公司的外部董事而言,更是如此。”^{〔30〕}实际上这种担心是不必要的,恰恰相反,一般性事务管理在董事的管理能力范围和程度之内,他们只需要谨慎尽心即可满足其注意义务要求。暂且不

• 289 •

〔27〕 See Stephen M. Bainbridge, *Caremark and Enterprise Risk Management*, 34 *Journal of Corporate Law Studies* 967, 970, 972 (2009).

〔28〕 See Lisa M. Fairfax, *Managing Expectations: Does the Directors' Duty to Monitor Promise More than It Can Deliver?*, 10 *University of St. Thomas Law Journal* 416, 418 (2012).

〔29〕 See *Francis v. United Jersey Bank*, 432 A.2d 814 (N.J. 1981).

〔30〕 Lisa M. Fairfax, *Managing Expectations: Does the Directors' Duty to Monitor Promise More than It Can Deliver?*, 10 *University of St. Thomas Law Journal* 416, 418 (2012).

说董事自身是否实际具备这样的能力，问题是董事作为公司的管理者，他应该具备什么样的能力。何况，他可以依赖于专家就相关问题寻求帮助。这就有必要将董事的监控义务提升到善意的高度。董事职务不是摆设，也不是荣誉，而是要积极介入公司的经营管理，“这正好为监控义务的介入提供了契机”^{〔31〕}，并在公司法司法实践中得到了体现。^{〔32〕}有鉴于此，公司董事、高管的经营决策标准，实有必要借鉴美国“商业判断规则”（BJR），将之与一般性事务管理之监控义务区别对待，即对一般性事务管理之监控义务科以较高标准，即一般过失标准，对经营决策之注意义务略为降低其责任标准，原则上相当于重大过失标准，并将责任重点落在董事、高管对其决策事项的“知情了解”基点上。

因此，对于董事、高管的经营决策责任的追究，法律设置的标准就应低一些并予以区分规定，同时设置责任豁免机制，并允许公司为他们购买责任保险。当然，故意和非法行为不在豁免和保险之内。^{〔33〕}我国新《公司法》允许公司为其董事投保责任保险，但尚未授权公司章程设置免责条款。

最后，新《公司法》要求管理者执行职务应当为公司的最佳利益。这一要求本无问题，公司管理者的经营管理行为自然应当以公司的最佳利益为终极目标。然而，问题是这一要求具有很强的主观性，司法如何判断，法律应当提供最基本的标准。也就是说，行为人主张其行为已经满足了“公司的最大利益”而主张免责，其依据是什么？如何才能取信于法官？因此，当事人在提出这一主张时，并不是简单地将问题甩给法官。董事、高管如何证明？该种证明须达到何种程度才能满足注意义务的要求？对此，依然要区别对待处理。如前所述，对于一般性事务的监控而言，其管理事务的复杂性并未超出管理者的认知和应对能力，因此，管理者的注意义务就要高一些，法律术语可采用“合理地相信”（reasonably believe）其行为是为了公司的最佳利益。对于经营决策而言，其商业判断更为复杂一些，商业风险在很多情形下具有不可控性，因而董事、高管的注意义务则须略为降低一些，法律术语可表述为“理性地认为”（rationally believe）其行为是为了公司最佳利益。“理性地认为”相当于重大过失归责方法。“合理地相信”虽然字面意思相当于一般过失之追责方法，但由于该要求提供了可依赖的程序路径，实质上略低于普通过失。

〔31〕 Claire A. Hill & Brett H. McDonnell, *Reconsidering Board Oversight Duties After the Financial Crisis*, 3, 2013 University of Illinois Law Review 859, 879 (2013).

〔32〕 See *In re Caremark Int'l, Inc. Derivative Litig.*, 698A.2d 959, 967 (Del. Ch. 1996); *Stone v. Ritter*, 911 A.2d at 370 (Del. 2006).

〔33〕 在 *Smith v. Van Gorkom* 案之后，特拉华立法机关迅速通过了特拉华《普通公司法》第 102 (b) (7) 条。该法受到了企业界的欢迎，但也引起了学界的质疑。譬如，一位学者就认为“立法机关是在削弱公司法，取悦有权势的董事”“特拉华注意义务已经死亡了”。Steven A. Ramirez, *The Special Interest Race to CEO Primacy and the End of Corporate Governance Law*, 32 Delaware Journal of Corporate Law 345, 359 (2007). 另一位则持相似观点，认为特拉华的做法“无异于摘除了注意义务的‘心脏’”。Marc I. Steinberg, *Commentary, The Evisceration of the Duty of Care*, 42 Southwestern Law Journal 919, 920 (1988). 也许这些看法过于悲观了。客观地评价，注意义务依然具有生命力。正如一位学者评价：“特拉华公司法虽然不能通过金钱赔偿而在司法上强制执行，对公司治理的贡献却丝毫没有减弱，较之于 *Van Gorkom* 之前，公司董事再不能那样粗心大意了。也许最有意义的是，特拉华法院允许对基于纯粹的注意义务主张给予非金钱救济，即使是要求金钱赔偿，也没有针对公司高管的特别保护措施。”Christopher A. Yeager, *At Least Somewhat Exaggerated: How Reports of the Death of Delaware's Duty of Care Don't Tell the Whole Story*, 103 The Georgetown Law Journal 1387, 1407 (2015).

五、关于受信义务的责任及其执行机制

（一）公司管理者的赔偿责任

新《公司法》第188条规定，董事、监事、高管执行职务违反法律、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。也就是说，公司管理者的职务行为应受到其受信义务的拘束，如若违反，则应对公司承担失信责任，固属理所当然。承担失信责任的前提是管理者违反了受信义务，如前所述，此不赘言。

（二）股东代表诉讼

新《公司法》第189条规定了违反受信义务的代表诉讼。股东代表诉讼，或称为派生诉讼，是法律针对公司自己诉讼不能所提供的替代诉讼机制。关于这一诉讼机制，我国旧《公司法》早已有了明确规定。但值得注意的是，该条新增第4款规定了股东代表诉讼可以延伸至公司全资子公司。这是一个创新。

新《公司法》将“监事”纳入了受信义务和失信责任主体范围。虽然监事违反受信义务侵害公司利益的情形要远远小于董事、高管，但其毕竟属于公司负责人，如果监事执行职务违反法律、行政法规或者公司章程的规定，给公司造成损失，当然应当承担赔偿责任。监事违法、违规、违章的行为可以分为两种情形：一是监事自己行为直接侵害了公司利益，如违反新《公司法》第181条的规定。这种情形的监事责任容易落实。二是怠于履行监督义务和职责，纵容公司高管不法行为，侵占公司财产，损害公司利益。法理上讲，监事自然有负其受信义务，从而需要承担失信责任。然而，这一责任在公司实践中却难以实施。如果监事不能承担这样的责任，监事的受信义务就是一句空话。没有追责机制的监事制度确实也就是个“花瓶”摆设而已。

不过，本条规定奇怪的是，既然新《公司法》已经倡导了“单一制”，即董事会委员会替代监事会或者监事，大概率大多数公司，尤其是股份公司或者上市公司，就没有监事会或监事了，由公司审计委员会替代“行使本法规定的监事会的职权”。问题是，在监事会或监事机构缺失的情况下，派生诉讼如何发动？难道意味着可以直接向董事会或董事行使先诉权？如果是这样，先诉权的行使就可能出现两种情形：一是在有监事会或监事的情形下，由监事会或监事行使，在监事会或监事不能的情形下，再由董事会或董事行使；二是在没有监事会或监事的情形下，直接由董事会或董事行使。即使如此，新《公司法》却没有明确规定，董事会或董事缺乏行使先诉权的直接法律依据。

另一种方案是，在没有监事会或监事的情形下，有没有可能由董事会专业委员会代替行使？新《公司法》仅规定了“审计委员会”这一“法定”形式的专业委员会。尽管新《公司法》赋予了审计委员会“行使本法规定的监事会的职权”，但这一赋权仅应限缩解释其职权行使的范围为公司内部事务，不宜扩张为外部诉讼权，因为审计委员会是董事会的下属非独立机构，没有监事会或监事那样的“独立性”，且其本身也不能与董事会或董事具有同等法律地位。即便董事会设置专门的诉讼委员会，但也就是为公司是否提起诉讼向董事会提出建议而已，其本身并无权代表公司直接提起诉讼。一言以蔽之，专业委员会是公司内设机构，没有代表公司的权力。

（三）股东直接诉讼

新《公司法》第190条针对的是公司管理者对公司股东的直接侵权行为，本来直接适用民事诉讼法即可，何以在此重复规定？也许这主要是考虑到董事、高管的身份、职责和地位。董事、高管是公司的管理者，他们的行为具有双重性质：一是完全个人的行为；二是公司的行为。如果董事、高管的行为完全是个人行为，侵害了公司股东的利益，当然完全落入侵权法并追究其个人侵权责任。然而，公司董事、高管的侵权责任还可能是另一种情形，即“职务行为”的表象。尽管本条并未像新《公司法》第191条那样明确要求是“执行职务”，但事实上，该种侵权行为则可能是董事、高管以公司名义或者利用其职务身份造成的。譬如，公司在特定股东身份的董事、高管的控制和操纵下，对某一股东或者少数股东实施欺压性行为，如直接剥夺或限制其知情权、参会权、表决权，或者对其实施不公平分配等。这些行为在形式上披着公司行为的“外衣”，而实质上则是董事、高管基于其个人利益或者立场对其他股东实施的欺压、排挤或报复。很显然，他们受到“仇恨、欲望、嫉妒、复仇……羞耻或者荣誉”（hatred, lust, envy, revenge, shame or pride）的驱使基于自己的私心或私欲侵害其股东的合法利益。^{〔34〕}董事、高管的第一种侵权行为完全属于一般侵权法的管制范围，第二种侵权行为则需要同时满足一般侵权行为和公司法的规定。

本条并没有将“监事”列入其中，难道监事就不会发生侵权行为，或者监事侵权责任可以豁免？当然监事也可能发生侵权行为，但主要体现为其个人侵权行为，至于其是否会像董事、高管那样发生身份性侵权行为，问题有点复杂。监事的监督行为主要体现为内部监督，极少会发生直接侵害股东利益的情形。但是，当董事、高管滥用权力侵害公司利益，监事可以逃脱责任追究吗？请注意，这里是说监事是否需要承担监督不力的责任，而非指监事自身参与不法侵害行为。监事自身参与的个人不法侵害行为，无论公司法是否有特别规定，适用一般性侵权行为法即可。监事没有履行监督职责或者监督不力，放任董事、高管的不法行为，当然应当承担未尽职责的责任，即失信责任。

（四）董事、高管对第三人的责任

新《公司法》第191条规定了董事、高管对第三人的责任。本条规定意义重大，是新《公司法》的重大突破。也就是说，即便是职务行为，董事、高管也可能承担外部赔偿责任，但公司管理者对第三人的责任只涉及董事、高管，不涉及监事。既然监事无须对股东承担责任，那么外部第三人也不能基于监事的监督工作不力而提起诉讼。这是公司法律表明的态度。但是否真的就无须承担第三人责任，法理解释与法律适用均有讨论余地。

公司法历来的教义都是公司是独立的法人，以自己的名义对外发生交易并以自己的名义享受权利和承担义务及责任。董事、高管是公司的管理者，在某种意义上，他们仅是公司的“打工者”，领受（或者不领受）薪酬。他们的义务和责任限于他们对公司提供的服务而对他们的“主人”（公司或全体股东）承担受信义务和责任。然而，公司法的这一经典教义正在发生变化。

如果公司董事、高管滥用自己手中权力导致公司违反了对第三人的义务、侵害了第三人权

〔34〕 See Melvin A. Eisenberg, *The Duty of Good Faith in Corporate Law*, 31 Delaware Journal of Corporate Law 11, 59 (2006).

利,那么他们就负有不可推卸的责任。譬如,他们为了谋取公司的超额利益,在商业决策时故意违反法律,或者为了减少公司损失故意违反合同或者不履行合同,致使公司对外发生损害赔偿

责任。

但是,公司毕竟是独立的法人,这一责任的扩大应有限度,即新《公司法》将其限定为“故意或者重大过失”。譬如,公司的控股股东同时兼任董事、高管,基于常理,他们在主导公司商业决策时极有可能优先考虑自己的利益,甚至有意识地利用公司的法人地位和有限责任实施损害债权人的利益,如果他们确实实施了这样的行为给他人造成损失,他们则应承担赔偿责任。同时,这一责任的主观要件不仅仅指向行为人的故意,如果其有重大过失,同样须承担赔偿责任。譬如,董事、高管在经营管理过程中实质性地忽略自己的职责(substantially disregard of responsibilities)。^[35]

这里主要针对的是管理者的监控义务。在现代公司治理结构中,董事会的职能逐渐转换为对公司的管理监督。管理者的监管职责具体可体现为:公司董事、高管首先应当负责建立监控机制和系统,譬如,公司治理规则及公司合规制度。其次,公司董事、高管须充分利用这样的监控机制和系统实施和执行这些治理规则和合规制度。最后,公司管理者须对公司经营、财务等事项保持高度关注,对其他董事、高管及其下属人员履行监管职责。^[36]当然,重大过失同样也存在于经营决策中,如因重大过失签订的合同,做出的投资、担保以及其他重大交易等。

(五) 控股股东、实际控制人

现代公司法将公司控股股东以及实际控制人也纳入受信义务法律规制中。这是因为,公司控股股东或者实际控制人既可能直接插手公司的经营管理,也可能利用其地位与公司发生交易。因而,如果控制股东和实际控制人参与董事会决策或者幕后操纵了公司的决策行为,亦须对公司承担受信义务。^[37]

新《公司法》第180条第3款规定,公司的控股股东、实际控制人不担任公司董事但实际执行公司事务的,须与公司的董、监、高一样对公司承担“忠实和勤勉义务”。原则上,公司股东并不直接参与公司的经营管理,他们对公司的经营管理只能通过股东会议间接参与,因而,他们不在受信义务管制范围之内。但公司的控股股东往往兼任公司的董事甚至高管,于此情形,法律则将其作为公司管理者对待,与董事、高管一样对公司承担受信义务。即使公司控股股东或实际控制人名义上不担任公司董事、高管,实际控制人在名义上甚至不是公司的股东,但实际上却保持着对公司的管控,即“实际执行公司事务”。于此情形,法律同样将其作为公司的管理者对待,与董事、高管一样对公司承担受信义务。控股股东、实际控制人这样的在事实上处于

[35] See Melvin A. Eisenberg, *The Duty of Good Faith in Corporate Law*, 31 Delaware Journal of Corporate Law 11, 62-74 (2006).

[36] See Adina Ponta, *Good Faith in Corporate Law: An Independent Fiduciary Law or an Element of the Duty Loyalty*, 6 Juridical Tribune 117, 132 (2016).

[37] 如特拉华衡平法院解释控制股东注意义务时说道:“控制股东,即通过股份所有权获取权力,通过参与公司行动行使权力,须承担与公司董事相同注意义务和忠实义务。”Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., Civ. A. No. 8358, 1991 WL 111134, at *19 (Del. Ch. June 24, 1991). 类似观点可参见 Victor Brudney, *Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations*, 71 California Law Review 1072 (1983)。

公司董事地位并在幕后影响、支配或操纵公司董事会决策的人又被称为“影子董事”（shadow directors）。〔38〕

新《公司法》第192条规定，公司的控股股东、实际控制人指示董事、高管从事损害公司或者股东利益的行为的，与该董事、高管承担连带责任。在现实经济生活中，像控股股东、实际控制人这样的“影子董事”普遍存在，某种意义上，也是一种无法回避的经济现实。毕竟，他们是企业存在和发展的主要力量。但同样也不可因此而忽略其对企业的负面影响，当他们的行为背离了受信义务的要求时，即通常表现为“指示董事、高级管理人员从事损害公司或者股东利益的行为”，他们也就需要与董事、高管一样对公司承担违约责任。这里，法律术语表述为“指示”，表明了立法者“疑罪从重”的态度。根据这一表述，控制股东、实际控制人实际做出了“指示”，无论其是否具有不正当动机和目的，只要该种行为导致了损害公司或者股东利益，它就应该与公司董事、高管共同承担连带责任。当然，实际上公司或者股东利益的损害必然因为其滥用、操纵等不正当行为所造成。这实际上是一种推定过错，需要控股股东和实际控制人自证清白。

需要指出的是，公司控股股东、实际控制人的这种义务和责任不具有一般普适性，不能仅仅因为某一股东是控股股东，或者某人是实际控制人，就在任何时候承担受信义务和责任。只有他们实际实施了某种滥用权力、操控行为时才对该行为后果承担责任。〔39〕控股股东、实际控制人则仅须对其实际参与的决策或行为负责，不像董事那样承担一般性义务和责任，除了控制股东兼任董事、高管外，他们均不参加董事会议。〔40〕

（六）董事责任保险

新《公司法》第193条规定，公司可以在董事任职期间为董事因执行公司职务承担的赔偿责任投保责任保险，并在投保或者续保后，向股东会报告。值得注意的是，通常所谓的“D&O”保险，包括董事、高管，但我国新《公司法》仅明确承认公司可以为董事承担的赔偿责任投保责任保险，而没有高管责任保险。当然，这也没有什么问题。即使新《公司法》规定了公司可以为董事提供责任保险，公司也可以不为董事提供责任保险。同样，即便新《公司法》没有规定为高管提供责任保险，公司自己也可以通过公司章程规定为高管提供责任保险。但法律应该设定一个底线，诸如“极端自私的行为、粗心或者故意行为、非法或者犯罪行为等”显然应该排除。〔41〕当然，这一点也有弥补的方法，即保险公司在开展这样的业务时，保险合同条款可以将其列入除外条款。

〔38〕 参见《英国公司法》（1985年）第741条。

〔39〕 “另一方面，多数股东如果没有实施这样的行为，一般而言，他则无须承担这样的责任。” *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 at 480 (Del. 1993).

〔40〕 一种观点进而认为，控制股东对公司承担受信之注意义务仅在极端少数情形下适用，如在所谓的“劫掠案件”（looting cases），控制股东将其控制股份出售给“劫掠者”。然而，在一般情形下，与公司董事不同，控制股东对公司有投资，他本来就有极强动机为其公司利益解决决策事项并做出符合他自己利益的决定，法律也就没有必要为其设定义务要求他本来就会去做的事情。See Jens Dammann, *The Controlling Shareholders General Duty of Care: A Dogma that Should Be Abandoned*, 2015 University of Illinois Law Review 479, 481-483 (2015).

〔41〕 See Model Business Corporation Act § 8.57.

六、余论：关于董、监、高列席股东会议并接受质询

新《公司法》第 187 条第 1 款规定董、监、高应股东会要求列席会议并接受股东质询，是法律保障股东知情权的落实措施。虽然具有实际意义，但似乎更应在股东知情权内容中规定为宜。旧《公司法》第 150 条第 2 款关于董事、高管配合监事会或监事行使监督职权的要求在有关监事会或监事制度中已有体现，新《公司法》已经删去，无须在此重复规定。

Abstract: The new Corporation Law embodies the spirit of innovation on fiduciary duties. Firstly, it highlights the importance of related-party transactions, corporate opportunities, and non-compete restrictions, refining procedural rules and restructuring the prohibitive behaviors of corporate management. It breaks through the dilemma of the inability to enter judicial judgment on the duties of care. It incorporates controlling shareholders and ultimate controllers into the fiduciary duty system and extends shareholder derivative actions to wholly-owned subsidiaries of the corporation. Secondly, it increases the liability of directors and executives towards third parties. Thirdly, it introduces directors' liability insurance. However, there still exists a gap between the new Corporation Law and practical needs. Firstly, the provisions on related-party transactions still lack substantive and fair judicial standards; the definition of corporate opportunities is lacking, leading to judicial difficulties; non-compete restrictions cannot adapt to modern enterprises; management compensation is not included in fiduciary duties, rendering judicial judgment unsupported. Secondly, the provisions on duties of care are not comprehensive enough, failing to distinguish between duties of business decision and duties of oversight. Thirdly, in cases where audit committees replace supervisory boards or supervisors, the pre-suit requests in shareholder derivative actions are not clear. Systematical analysis and evaluation are needed for the aforementioned modifications and issues regarding fiduciary duties in the new Corporation Law, indirectly indicating future directions for improvement.

Key Words: fiduciary duties, duties of loyalty, duties of care, controlling shareholders and actual controllers, derivative litigation

• 295 •

(责任编辑：周 游)

公司法上信义义务的体系构成 ——兼评新《公司法》相关规定

赵 磊*

内容提要：信义义务起源于信托法上的受托人义务，在普通法系衡平法传统影响下，其在英美等国的适用早就超越了信托法范畴，成为公司法领域通用的原则。无论是从“委托—代理”视角，还是信托关系视角来看，公司法制度引入信义义务理论都有必要。董、监、高之所以对公司负有信义义务，是因为他们在公司担任特定职务，与公司存在特定的法律关系，“公司利益至上”是其信义义务的内核。新《公司法》构建了较为完整的信义义务规则体系。在控股股东与实际控制人实际履行董、监、高职能的情况下，他们的行为后果对于公司利益的影响与董、监、高并无差异，理应对公司负信义义务；同时完善信义义务的例外和救济条款，增加了对全资子公司的“双重股东代表诉讼”制度。

关键词：新公司法 信义义务 忠实义务 勤勉义务

2023年12月29日，第十四届全国人大常委会第七次会议通过新修订的《中华人民共和国公司法》（以下简称“新《公司法》”）。本次修法的亮点之一是在完善董、监、高忠实义务与勤勉义务具体内容的基础上，规定了虽不担任公司董事的控股股东、实际控制人但实际执行公司事务的，也应当负有与董、监、高相同的忠实义务与勤勉义务。从法理上说，忠实义务与勤勉义务属于信义义务的范畴，董、监、高作为公司与股东的受托人，对公司负有信义义务，已经成为学界共识，《中华人民共和国公司法》（2018年修正）（以下简称现行《公司法》）对此也有明确规定（第147条第1款）。至于控股股东与实际控制人，一方面，让其承担信义义务在立法例上无迹可寻，在法理上亦无确凿的、令人信服的理论支撑；另一方面，实践中他们利用自己在公司中的支配力或影响力，侵害公司、中小股东合法权益的做法非常普遍。^{〔1〕}新《公司法》对此予以积极回

* 赵磊，中国社会科学院法学研究所研究员、中国社会科学院大学法学院教授。

〔1〕 参见赵旭东：《公司治理中的控股股东及其法律规制》，载《法学研究》2020年第4期。

应,殊值肯定。但是,控股股东对公司负有信义义务有无法理依据?〔2〕在新《公司法》的制度框架下是否有其逻辑自洽的体系?新《公司法》正式施行后,实务层面如何认定控股股东与实际控制人违反了忠实义务与勤勉义务?对于董、监、高以及控股股东、实际控制人违反信义义务的行为如何救济呢?

一、公司法上信义义务的法理基础

信义义务起源于信托法上的受托人义务,在普通法系衡平法传统影响下,其在英美等国的适用早就超越了信托法范畴,成为商事领域通用的原则。从法理上说,义务与权利构成民事法律关系的内容。虽然信义义务是普通法上的概念,但是当我们说某个主体负有信义义务,一定是其与其他主体之间存在特定的信义法律关系。一般而言,信义法律关系有以下四方面特征:其一,受托人通常提供的是需要专业知识的服务;其二,为了有效履行职责,受托人必须被授予权力或财产;其三,这种授权行为对委托人带来的风险是受托人可能滥用受托权力而损害委托人的利益;其四,由于委托人在信义关系中欠缺自我保护能力,抑或市场机制不能对委托人提供足够充分的保护,受托人建立其可信度的成本可能高于他们从信托关系中所获得的收益。〔3〕具体到公司法相关制度而言,在特定主体与公司存在某种信义法律关系的情况下,对其课以信义义务是理所当然的。

(一)“委托—代理”视角下引入信义义务的必要性

“委托—代理”理论是制度经济学契约理论的核心内容。从这个角度来看,普通股东或者作为拟制组织存在的公司,与对公司负有管理职责的董、监、高之间,存在着信息不对称。董、监、高为信息优势方(知情者),被视为“代理人”,股东或者公司为信息劣势方(不知情者),被视为“委托人”。双方形成“委托—代理关系”,信息优势方(知情者)的私人信息(行动或知识)影响信息劣势方(不知情者)的利益。〔4〕当委托人与代理人的利益相互冲突且信息不对称时,代理人的“道德风险”随之而生,即从自身利益最大化出发利用信息优势损害委托人的利益。〔5〕

具体到公司治理来说,运用“委托—代理”理论可以发现董、监、高履职中的道德风险问题。但是,如何解决这一问题并将其对公司及其相关主体的损害降到最低,经济学给出的答案是构建合理激励机制以确保代理人为委托人的利益尽其所能:(1)在一定的激励下,代理人能出于团结的考虑而将委托人的目标作为自己的目标;(2)委托人在对代理人行动了如指掌的前提下,可以用直接监管和强制命令的办法来控制代理人;(3)代理人出于其自身利益的考虑而追求委托人利益,而能遵守一般规则。〔6〕上述三点激励方案是不切实际的理想化措施,第一种措施对代

• 297 •

〔2〕虽然控股股东与实际控制人在内涵与外延上以及在公司治理体系中有所差异,但新《公司法》第180条第3款将二者统一规定,适用相同的判断标准。本文为了论述方便,仅以控股股东为研究对象。

〔3〕See Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2011, p. 6.

〔4〕参见张维迎:《博弈论与信息经济学》,上海人民出版社2004年版,第238-239页。

〔5〕参见刘有贵、蒋年云:《委托代理理论述评》,载《学术界》2006年第1期。

〔6〕参见〔德〕柯武刚、史漫飞:《制度经济学:社会秩序与公共政策》,韩朝华译,商务印书馆2000年版,第79页。

理人提出了过高的道德要求；第二种措施难以实现，代理人的行为通常具备一定的专业性，对于公司来说，董、监、高负责公司日常管理，股东不可能无时无刻地掌握其动向，抽象意义上的公司更无可能；第三种措施更无实际作用，代理人之所以会产生道德风险，大多是因为其将利益衡量的天平倾向了自己而非委托人。

现代经济学往往以“理性人”的立场，从“成本—收益”的角度提供问题解决方案。这相当于在真空中搭建实验模型，往往陷入理想化、空洞化的误区。正如塔玛·弗兰科（Tamar Frankel）所言，代理人（受托人）无法抵挡诱惑，损害或者欺骗他人而获取不法利益的根本原因在于人性的弱点。^{〔7〕} 只有通过将约束代理人行为的措施上升到法律层面，赋予权利的同时，课以相应义务，并辅之以强制性的法律责任制度，才能起到对代理人的威慑作用。

（二）信义义务的扩张

无论是普通法系国家，还是大陆法系国家，均无成文法明确规定董、监、高与公司之间是信义法律关系。对于普通法系国家来说，虽然它们的成文法并无关于信义义务的强制性规定，但是无论是理论界还是实务界均认为，董事对公司负有忠实义务与注意义务等信义义务是没有任何争议的常识性问题。法官们根据衡平法原理在具体案件的处理过程中，运用自由裁量权，将受托人的某些行为认定为非法，并课以法律责任，从而将信义义务由信托领域推广至整个商事领域。^{〔8〕}

对于大陆法系国家而言，由于缺乏信托法文化传统，各国的公司法均未明确规定董事负有信义义务。大陆法系国家的法律体系以成文法为基本特征，并无具有悠久历史传统的衡平法体系，法官在司法裁判中的自由裁量权的范围较小，通常不能在法律明确规定的情况下，直接认定某些主体因违反信托义务而承担相应法律责任。在公司法领域，大陆法系一直深受英美公司法的影响，两大法系的公司制度趋向融合、一体化。^{〔9〕} 信义义务理论对于大陆法系国家公司法的影响，体现为通过成文法的方式列举董、监、高的忠实义务与注意义务。这两类义务的内涵和实际范围与普通法系的信义义务大致是类似的。^{〔10〕} 换句话说，虽然大陆法系国家在公司法中并未明确规定信义义务，但是通过对董、监、高课以忠实义务和注意义务的方式，在实质上承认了信义义务。

（三）信托关系视角下公司法上的信义义务

信义义务理论的基础是信托法，从信托关系的视角来看，信义义务主体为受托人。作为信托制度起源的英美，受托人其信托法的核心内容。全世界最早一部与信托相关的成文法，就是1893年英国颁布的《受托人法》（Trustee Act），该法案以受托人中心进行信托制度设计。其中，受托人的义务是主要内容。从根本上来说，信托概念以及识别某个人作为受托人的基础在于，受托人对受益人负有不可削减的核心义务，该义务可由受益人针对受托人执行。所有受托人的基本义务是为了受益人的权益而诚实善意地履行信托义务。^{〔11〕}

〔7〕 See Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2011, p. 101.

〔8〕 参见徐化耿：《信义义务的一般理论及其在中国法上的展开》，载《中外法学》2020年第6期。

〔9〕 See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 *The Georgetown Journal* 439, 439-441 (2001).

〔10〕 参见〔美〕伯纳德·S·布莱克：《外部董事的核心信义义务》，载〔美〕弗兰克·H·伊斯特布鲁克等：《公司法的逻辑》，黄辉编译，法律出版社2016年版，第347页。

〔11〕 参见〔英〕格雷厄姆·弗戈：《衡平法与信托法的原理》，葛伟军、李攀、方懿译，法律出版社2018年版，第525页。

从性质方面看,受托人义务为法定义务,而非约定义务。与权利义务对等的相对法律关系不同,在信托关系中,委托人设定信托后即退出信托,受托人为了受益人的利益管理和处分信托财产,其义务内容恒定,信托文件对此不能减免。受益人并非信托合同的当事人,其“特权”地位来源于信托这种特殊的制度安排。^{〔12〕}这一法理体现在公司法上,受托人的义务无需公司与董、监、高在其聘用合同中约定,各方主体依据《公司法》的规定行事即可。现行《公司法》第147条明确规定了董、监、高的忠实义务与勤勉义务,新《公司法》第180条进一步细化了该规定,并增加控股股东与实际控制人为特定情况下的义务主体。

从范围方面看,受托人的义务包括忠诚义务(the duty of loyalty)与注意义务(the duty of care)。受托人管理信托事务时,受益人、委托人无法全面、随时掌握其动向,在受托人掌握信息优势和地位优势的情况下,如果不对其课以明确的严格义务和相应的法律责任,很难保证其履职行为完全出于受益人的利益考量,兢兢业业地工作。受托人的义务对象为受益人,对于公司来说,董、监、高的信义义务对象为公司和股东。一般而言,董、监、高的所有履职行为必须有利于公司利益、股东利益。这一方面要求董、监、高为了公司利益积极作为,另一方面要求董、监、高不得损害公司利益。前者属于积极义务的范畴,是董、监、高的作为义务;后者属于消极义务的范畴,是董、监、高的不作为义务。前者被称为注意义务,后者被称为忠实义务。现行《公司法》第147条第1款对董、监、高的忠实义务和勤勉义务作了原则性规定,新《公司法》第180条第1款规定了履行忠实义务的判断标准,第2款规定了履行勤勉义务的判断标准。通常情况下,勤勉义务和注意义务是一回事,使用“勤勉”一词,更能体现注意义务的积极特性。

• 299 •

从义务主体来看,受托人之所以承担信义义务是来自特殊的职务身份。在一般的信托结构中,受托人基于委托人设立信托的行为或者其他法律规定的原因,而承担管理信托财产或者其他事务的权利和义务。在信托义务拓展为信义义务后,在英美法传统国家,判断主体之间是否存在信义关系、某个主体是否应当负有信义义务的标准有二:一是基于身份(status-based)识别法。当事人因为其特定身份而被视为受托人,负有信义义务。这种识别信托关系的方法历史悠久、适用广泛,法官依据法律关系的类型进行判断,特定身份是决定某种关系是否为信托关系的关键。二是基于事实(fact-based)识别法。根据这一识别方法,确定关系性质的主导因素是事实而非身份。一种关系只要具备某些特征或公认的信托关系的表象,就可以被认定为信托关系,受托人被推定为受托人,当然地负有信义义务。^{〔13〕}这两种方法分别从静态和动态的角度,辨别和认定当事人之间是否存在信义法律关系。可以看出,信义法律关系既有静态的,根据当事人在某种法律关系中的地位,通过“基于身份”标准即可辨别,也有动态的,要根据当事人的某种行为,通过“基于事实”标准才可辨别。当然,在司法实践中,法官并不会因为当事人之间存在某种法律关系而直接认定信义关系,而是要结合涉案法律关系的实质内容进行考察。

〔12〕 参见赵磊:《信托受托人的角色定位及其制度实现》,载《中国法学》2013年第4期。

〔13〕 See Paul B. Miller, *A Theory of Fiduciary Liability*, 56 McGill Law Journal 235, 240-246 (2011).

二、身份关系：董、监、高信义义务的决定因素

董、监、高之所以对公司负有信义义务，是因为他们在公司担任特定职务，与公司存在特定的法律关系。董、监、高在选任方式上大致相同，也就是说他们权力来源相同、身份取得方式大致相同，因此他们的义务对象相同。他们的信义义务均应该以公司利益至上为核心。但由于他们在公司治理中的角色不同、分工不同，各自的信义义务内容、形态也不尽相同。

（一）董、监、高信义义务的对象

通常来说，对于规模较大的公司来说，公司股东自身并不直接参与日常经营，而是由作为公司经营专家的董事代位执行。股东们则被赋予了选任包括公司董事在内的公司董事、监事以及高级管理人员的权限。公司的经营者是由股东的多数意见决定的。^{〔14〕}董、监、高的权力来源于股东的赋予，因此股东是信义法律关系的“委托人”，董、监、高是“受托人”。但是，一般情况下，董、监、高的信义义务对象却并非股东，而是公司。理由有二：

一方面，从信托法理分析，股东并非董、监、高履职行为的直接受益人。公司治理信义法律关系中的“受益人”是公司，而不是股东。在公司的组织结构中，董事、监事以及高级管理人员的权力直接或者间接来源于公司的权力机构——股东会。在法律关系结构上，公司是委托人，董、监、高是受托人，他们在履职时理应对公司负有信义义务。受托人董、监、高应该为了受益人公司的利益履职。当然，股东对公司享有剩余财产权，股东的利益与公司利益呈正相关关系，经济学上甚至将股东对公司的权益称为“所有者权益”，因而股东是公司利益的实际享有者，在具体案例处理中，法院有可能会认为股东也应该是董、监、高信义义务的对象。

另一方面，从权力来源分析，董、监、高的身份取得来自公司权力机关。在现代公司治理中，除一人公司之外，董、监、高的产生均应由代表公司意志的股东会决定，而并非来自某个或者某些股东的赋予。只要股东会决议是符合法律规定和公司章程的，董、监、高的产生并不需要全体股东同意。董、监、高也不是仅对同意选任他们的股东负责，而是通过对公司负责的方式间接对全体股东负责。

（二）“公司利益至上”——董、监、高信义义务的内核

董事、监事及高级管理人员由股东会选任，董事、监事通过参加董事会、监事会并就相关事项进行审议、表决的方式，履行其职权，高级管理人员在股东会、董事会的授权下负责公司日常管理事务。董、监、高履职应该坚持“公司利益至上”原则。本次公司法修订，在董事的忠实义务与勤勉义务条款的设计上，均很好地贯彻了这一原则，并将其落实到了具体的规则设置上。这是信义法上受托人“受益人利益至上”理念的体现。“公司利益至上”在董、监、高的忠实义务与注意义务中的体现有所不同：

1. 公司利益唯一：忠实义务的标准

信义关系中，之所以要求受托人必须承担忠实义务，在于信义关系中双方当事人的地位严重

〔14〕 参见〔日〕近藤光男：《最新日本公司法》（第7版），梁爽译，法律出版社2016年版，第212页。

不平等, 失信风险极大, 从反面来讲, 受益人的利益与地位迫切需要强力的手段加以保护, 法律必须施以援手, 所以才出现道德性意味浓厚的、如此严苛的义务类型。^[15] 从信义法视角看, 忠实义务有两个方面: 一方面要求受托人为委托人的唯一利益 (sole benefit) 行事。如果受托的财产或权力不属于受托人, 那么受托人就不能从中受益, 除非得到真正所有人或其权力来源的授权, 或者法律有特别规定。另一方面是禁止受托人的行为与委托人的利益发生冲突。^[16] 这其中, 委托人利益为受托人行事之“唯一利益”, 是所有信义关系中忠实义务的核心。

新《公司法》规定的董、监、高忠实义务也奉行上述原则, 要求董、监、高“采取措施避免自身利益与公司利益冲突, 不得利用职权牟取不正当利益”。在这一原则性规定的基础上, 新《公司法》在第182、183、184条作了董、监、高关联交易禁止、不得利用公司机会以及竞业禁止的详细规定, 使得董、监、高的忠实义务具有了操作性。同时, 新《公司法》还规定了董、监、高忠实义务的例外情况: 董、监、高与公司进行关联交易的, 应当向董事会或者股东会报告, 并经决议通过 (第182条); 董、监、高利用公司机会的, 要么“向董事会或者股东会报告, 并按照公司章程的规定经董事会或者股东会决议通过”, 要么“根据法律、行政法规或者公司章程的规定, 公司不能利用该商业机会” (第183条); 董、监、高向董事会或者股东会报告并按照公司章程的规定经董事会或者股东会决议通过的, 可以自营或者为他人经营与其任职公司同类的业务 (第184条)。

2. 公司利益最大化: 勤勉义务的标准

可以看出, 忠实义务规则多为禁止性规定, 董、监、高是否违反该义务相对容易判断。新《公司法》在第180条第2款规定了董、监、高的勤勉义务标准: 执行职务应当为公司的最大利益尽到管理者通常应有的合理注意。其他部分并无如何行为算是符合勤勉义务以及何种行为违反勤勉义务的规定。总体看来, 勤勉义务是非常模糊和抽象的, 不如忠实义务那样已经类型化, 这不是中国《公司法》独有的问题, 在英美法系亦如此, 或许可以说, 这是勤勉义务的固有特征。

不过, 基于英美法系法官的自由裁量权、判例法的法律渊源、程序法的优势以及信托法传统等有利因素, 这一问题可以在实践中得到解决。^[17] 美国法律协会在其制定的、不具有强行法效力的《公司治理原则》中, 将谨慎 (勤勉) 义务定义为: 公司董事或高管必须真诚地 (in good faith) 履行其职责; 以他们有理由相信符合公司最佳利益的方式履行其职责; 并以通常谨慎的人在类似职位和类似情况下应有的谨慎态度履行其职责 (过失标准)。^[18] 英美法系国家的法官在实践中通常以公司利益最大化为原则, 综合运用主观和客观两种标准判断董事是否履行了勤勉义务。^[19] 我国《公司法》本次修订, 细化了有关勤勉义务的规定, 是立法上的一大进步。但是,

• 301 •

[15] See *Meinhard v. Salmon*, 164 N. E. 545 (U. S. N. Y. Ct. App., 1928) at 546, 转引自徐化耿: 《信义义务研究》, 清华大学出版社2021年版, 第29页。

[16] See Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2011, p. 108.

[17] 参见徐化耿: 《信义义务研究》, 清华大学出版社2021年版, 第118页。

[18] See *Corporate Governance*, available at <https://www.ali.org/projects/show/corporate-governance>, last visited on Feb. 22, 2024.

[19] See Rosemary Teele Langford & Ian M. Ramsay, *Directors' Duty to Act in the Interests of the Company: Subjective or Objective?* 2 *Journal of Business Law* 173 (2015).

我国是成文法传统国家，法官判案高度依赖法律的明确规定，如何判断董、监、高是否履行勤勉义务，是实务中的难题。

值得一提的是，美国成文公司法上规定的勤勉义务只是董事在处理公司事务时的行为标准，而不是法官在审理案件时直接用以衡量董事是否勤勉的审查标准。针对董事积极作出的决策，法院用以审查其是否符合勤勉义务要求的标准是商业判断规则（business judgement rule）。〔20〕勤勉义务和商业判断规则的表述在角度上和细节上各有不同，但它们的基本轮廓是相似的。这可能是有意识借鉴的结果，也可能是意识到对处理他人资金的人施加谨慎行事的期望是非常合理的而做出的独立决定，或者是两者的结合。〔21〕可以看出，勤勉义务和商业判断规则在本质上并无太大差异，只是对董、监、高履职行为应以公司利益为重原则不同角度的观察而已。勤勉义务是从宏观层面对董、监、高履职行为的原则性要求，商业判断规则是从微观层面对董、监、高履职行为较为具体性的要求。商业判断规则是一个既定的假设，在该假设成立的前提下，推定董、监、高作出的商业决策正确。董、监、高违反注意义务时的审查基准是：董、监、高积极进行商业判断时审查其是否怀有重大过错（要求原告承担较重的举证责任），而其他董、监、高不作为的情况下，只要审查同等地位通常人的审慎程度的注意。〔22〕

（三）董、监、高信义义务的不同形态

虽然新《公司法》第180条将董事、监事与高级管理人员统一规定，要求他们均对公司负有忠实义务和勤勉义务。但是，因为董、监、高在公司治理中的角色定位不同，职责也相应不同，其承担的具体信义义务也不同。

1. 董事的信义义务

董事会是公司治理的中枢机构，主要负责公司经营中重大事件的决策，因此作为其成员的董事在公司运行中起着至关重要的作用。在我国，根据公司的具体情况不同，董事有两种履职方式：一是独立履职。那些规模较小或者股东人数较少的公司不设董事会，只设一名董事（第75、128条），该名董事通常也兼任公司经理。二是集体履职。董事通过参加董事会履职。独立履职的，董事对其所有管理公司的行为负有信义义务并承担相应法律责任；集体履职的，在董事会的决策过程中，每名董事均应从公司利益出发独立表达自己的意思。如果董事会的决议没有做到“公司利益唯一”和“公司利益最大化”，对此持反对意见的董事并不违反信义义务，也不应该就此承担任何法律责任。

近年来，随着公司形态多样化、公司目的多元化的发展，公司董事的类型也向多样化、复杂化的趋势发展，其中代表董事的问题日益严重，引发了理论界的关注。所谓代表董事，是指那些代表某个或者某些特定群体的董事，比如大股东选任的董事、独立董事、职工董事，等等。有学者认为，随着代表董事的出现和渐成常态化，董事异质化的倾向愈益明显，董事之间存在利益冲

〔20〕 参见张巍：《美国法上的董事谨慎义务与商业判断规则》，载《证券法苑》2023年第37卷。

〔21〕 See C. Gerner-Beuerle, *The Duty of Care and the Business Judgment Rule: A Case Study in Legal Transplants and Local Narratives*, in A. Afsharipour & M. Gelter eds., *Comparative Corporate Governance*, Edward Elgar Publishing, 2021, pp. 220–241.

〔22〕 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。

突已成为一个不争的事实。在此情况下,如仍坚持现行董事义务统一化之规定,则可能会使董事与公司陷入进退维谷的境地,应当为其设定特殊义务。^{〔23〕}从本质上看,代表董事虽然是为了维护某个或者某类特殊群体的利益而产生,但这与公司的整体利益并不冲突。维护了公司利益,就间接维护了自己所代表的股东的利益,代表董事不是为自己所代表的群体争取更大的利益,而是为了维护其合法利益不受侵害。因此,无论是在立法上还是司法上,所有董事的信义义务均应坚持统一标准。

在近几十年来,世界各国公司实践中董事会中心主义大行其道,股东会的实际权力被弱化,董事会操纵、控制公司的情况非常普遍,因而各国公司立法将董事义务列为公司治理中法定的、不可改变的最重要义务。^{〔24〕}

2. 监事的信义义务

监事在公司治理中的角色与地位较为特殊,他们并不直接参与公司的经营行为,而是通过检查公司财务和监督董事、高级管理人员履职行为的方式,维护公司权益。特别需要强调的是,无论是作为监事的个人还是监事会,一般不能直接作出影响公司业务的决定。因此,监事一般不会违反忠实义务。而对于公司董事、高级管理人员的履职行为,监事会或者监事如果不积极作为,怠于履行职责的话,极易违反勤勉义务并产生相应的法律责任。本次《公司法》修订,将现行《公司法》规定由董事、高级管理人员负有的义务,增加了监事作为义务主体,包括第181条的法定义务、第182—184条的忠实义务。这种“防患于未然”、堵住立法漏洞的做法是值得肯定的。

3. 高级管理人员的信义义务

高级管理人员是指公司的经理、副经理、财务负责人,上市公司董事会秘书和公司章程规定的其他人员(新《公司法》第265条)。高级管理人员是负责公司的日常经营管理工作,掌握着公司最全面、最真实的经营信息,也是最易产生道德风险的人员。高级管理人员通常由董事会决定聘任或者解聘,以经理为例,新《公司法》第74、126条规定了理由董事会决定聘任或者解聘,并规定经理对董事会负责。需要注意的是,这里所说的“对董事会负责”,并不是说经理对董事会负有信义义务,而是指对董事会报告工作并接受董事会的领导和监督。包括经理在内的所有高级管理人员虽然并非股东会直接产生,但是由股东会间接产生的,同样对公司负有信义义务。这一点在新《公司法》第180条也明确规定了。

另外需要注意的是,在实践中,董事通常与经理身份混同。有的是董事兼任经理,有的董事会形同虚设,并未真正发挥作用。对于那些规模较小的封闭公司而言,董事会更多是形式上的,甚至根本不会召开会议。大股东同时既是董事又是全职管理者,公司大多数决定是其以管理层身份而非董事会成员的身份而作出的。^{〔25〕}在这种情况下,高级管理人员与董事身份合一,更容易产生代理成本与道德风险,其信义义务更应严格落实。

〔23〕 参见林少伟:《董事异质化对传统董事义务规则的冲击及其法律应对——以代表董事为研究视角》,载《中外法学》2015年第3期。

〔24〕 参见梅慎实:《董事义务判断之比较研究》,载《外国法译评》1996年第1期。

〔25〕 See Brian R. Cheffins, *Company Law: Theory, Structure, and Operation*, Clarendon Press, 1997, p. 96.

三、事实行为：控股股东、实际控制人信义义务的判断标准

长期以来，在商事实践中虽然控股股东拥有事实上的公司控制权，并且控制权行使与权利滥用构成公司治理的核心问题，但是我国公司法并未对控股股东给予应有的关注和规制。^{〔26〕} 公司法对控制股东的义务约束呈现原则化与抽象化特征，监管规则中仅有控制股东应履行诚信义务或应遵守诚实信用原则等原则性、宣示性规定，但并未围绕控制股东诚实信用制定具有可诉性的裁量标准，缺乏具有可操作性的司法措施与救济机制，未形成具有涵摄性的规则体系。^{〔27〕} 对于虽然与控股股东不同，但是同样控制公司、容易滥用地位和权利的实际控制人更是如此。本次《公司法》修订的亮点之一，就是在第 180 条第 3 款新增关于控股股东、实际控制人在特定情况下负有忠实义务的规定。与董、监、高不同，控股股东与实际控制人并非公司的受托人，一般而言无需承担信义义务。但是，在控股股东与实际控制人实际上履行了董、监、高职能的情况下，他们的行为后果对于公司利益的影响与董、监、高并无差异，理应对公司负信义义务。

（一）控股股东与实际控制人的法律地位

新《公司法》第 265 条分别界定了何为控股股东、何为实际控制人。可以看出，控股股东是指因享有足以影响公司决策比例的股权而可以“控制”公司的股东；实际控制人是指那些通过某种交易结构、协议安排而可以“控制”公司的人，比如上市公司大股东的股东，虽然并不直接持有公司股份，但是通过对大股东的控制，间接控制公司决策。又比如公司的创始股东，在引入战略投资者时设置“同股不同权”制度，在股权并不占优势的情况下，将公司控制权掌握在自己手中。通常来说，无论控股股东还是实际控制人，均非直接参与公司经营的公司“受托人”，一般情况下对公司并无信义义务。原因在于控股股东、实际控制人的地位与权利并非公司授予，它们之间并不存在信义法律关系。

（二）控股股东、实际控制人信义义务的性质

近年来，股东机会主义在全球公司盛行，中小股东权益受到侵害的案例比比皆是。英美法系国家有学者提出，要突破公司法上信义义务仅适用于董事与管理层的限制，将其推广到股东层面，以保护中小股东利益。美国有学者主张，所有股东应该像所有董事及高管那样，被视为对公司及其他股东负有潜在的义务。当特定股东——无论其在技术上是否能够就所有事项控制董事会的决策——事实上成功地影响着公司在特定事项方面的行为，而该股东在该事项方面拥有重大个人经济利益时，都会触发这些潜在的义务。^{〔28〕} 这种观点存在以下两方面问题：一是将特定股东与董事、高管等同。如前所述，董、监、高之所以对公司负有信义义务，是因为他们是公司的受托人，他们的身份及职权均为公司所授予。股东和实际控制人并不具有这一决定信义义务有无的根本特征。二是股东的信义义务并非当然存在。如果认为股东的信义义务是潜在的，那么意味着

〔26〕 参见赵旭东：《公司治理中的控股股东及其法律规制》，载《法学研究》2020 年第 4 期。

〔27〕 参见虞雅璿：《控制股东信义义务法律问题研究》，吉林大学 2022 年博士学位论文，第 87 页。

〔28〕 参见 Iman Anabtawi、Lynn Stout：《行事积极的股东的信义义务》，载〔美〕罗伯塔·罗曼诺：《公司法基础》（第 2 版），罗培新译，北京大学出版社 2013 年版，第 417 页。

股东本来就对其他股东负有信义义务，只是一直处于“休眠”状态，在特定事项发生时该义务会被“激活”。对于董、监、高来说，在其未有侵害公司利益或者股东利益的事项发生时，其信义义务也是停留在纸面上的。因此，不应将信义义务随意扩张到股东层面，这将会导致该理论的泛化与司法的随意化。

对于股东的信义义务，适用英美法传统理论更能自洽。股东信义义务在本质上属于例外情形。除了当股东能够对公司实施相当于董事的控制权时，股东通常被假定可以自由追逐其自身利益。^[29] 前文所述判断是否存在信义法律关系的“基于事实识别法”与这一理论相契合。法官在具体案件的审理中，根据案件事实认定特定主体之间存在信义法律关系，当事人应当承担信义义务。这种分析是简洁明了的，一种关系可以通过具备某些特征或公认的信托关系表征而被认定为信义法律关系。对此，威尔逊法官在 Frame 一案的判决中确立了以下“基于事实”认定信义法律关系的标准：“说明对一种新的关系施加信托义务是否合适，要看这一关系是否具有以下三个特征：（1）受托人有行使某种自由裁量权或权力的余地；（2）受托人可以单方面行使该权力或自由裁量权，从而实际上影响受益人的利益；（3）受益人特别容易受到拥有自由裁量权或权力的受托人的影响或摆布。”^[30]

根据英美法通行的认定信义关系及信义义务的做法，只有当控股股东、实际控制人利用自己的优势地位“控制”了公司，无论是控制股东会、董事会、监事会，还是管理层，只要其行为影响了公司决策且损害了公司或者其他股东的合法利益，就会“触发”信义义务条款。本次《公司法》修订，充分吸收了这一成功经验，增加规定“公司的控股股东、实际控制人不担任公司董事但实际执行公司事务的，适用前两款规定”（第 180 条第 3 款）。

（三）控股股东对其他股东的信义义务

在美国，大股东的信义义务超出其执行公司事务的范畴，而被扩张到整个公司领域。特拉华州法律不仅承认大股东对公司和小股东负有信义义务，甚至在公司陷入财务困境时还应该对债权人负有信义义务。这要求大股东以公司的最佳利益行事，并考虑小股东的利益。^[31] 这无疑会使大股东有所忌惮，减少实践中普遍存在的股东压迫（shareholder oppression）行为。即使在没有股东压迫诉因的加利福尼亚州，其最高法院在 Jones v. H. F. Ahmanson & Co. (1969) 1 Cal. 3d 93 案中表明如下立场：“多数股东，无论是单独行动还是一致行动以实现共同目的，都对少数股东和公司负有信托责任，即以公平、公正和平等的方式利用其控制公司的能力。大股东不得利用其控制公司活动的权力为自己单独谋利或损害少数股东的利益。他们对公司或公司控制权的任何使用都必须使所有股东按比例受益，并且不得与公司业务的正常开展相冲突。”^[32]

[29] 参见 Iman Anabtawi、Lynn Stout：《行事积极的股东的信义义务》，载〔美〕罗伯塔·罗曼诺：《公司法基础》（第 2 版），罗培新译，北京大学出版社 2013 年版，第 417 页。

[30] See Paul B. Miller, *A Theory of Fiduciary Liability*, 56 McGill Law Journal 235, 243 (2011).

[31] See Todd Taylor, *Fiduciary Duties of Majority and Minority Shareholders in Corporate Law*, March 2, 2023, available at <https://www.avisenlegal.com/fiduciary-duties-of-majority-and-minority-shareholders-in-corporate-law/>, last visited on Mar. 5, 2024.

[32] See *Shareholder Oppression: When Majority Shareholders Breach Their Fiduciary Duties*, available at <https://bernardkinglaw.com/main/shareholderrights/the-right-to-enforce-fiduciary-duties/>, last visited on Mar. 5, 2024.

严格根据信托法理分析，股东之间是平等关系，股权的义务对象是公司，而非其他股东。股东之间也不存在“委托—代理”关系。因此，大股东不是中小股东的受托人，也不对其负有信义义务。如果一定要说大股东对中小股东负有信义义务，那也只能停留在股东会层面，当大股东行使表决权时应该顾及其他股东利益，不能凭借其股权优势限制中小股东参与公司经营和获取经济利益的权利。当然，即使不承认股东之间的信义义务，如果大股东利用其优势地位侵害其他股东利益，也应该承担相应的侵权法律责任。不过，这种将信义义务扩张到股东之间的做法在美国司法实践中已经非常普遍。这有多方面原因：一是其有着悠久的信托法传统，受托人责任被普遍适用在商事领域；二是其法律体系与司法体制深受衡平法精神影响，“公正、良心与正义”观念深入人心；三是其法官享有较大自由裁量权，可以在没有成文法规定的情况下，根据个案的具体情况进行裁判，具有相同法律文化背景的实务界和学术界也乐见其成。

四、新《公司法》的信义义务规则体系

制度为一个共同体所共有，并总是依靠某种惩罚而得以贯彻。没有惩罚的制度是无用的。^{〔33〕}本次《公司法》修订，配合信义义务条款（第 180 条）的完善，利用其他条款进一步细化了忠实义务和勤勉义务，同时辅之以违反上述义务的责任条款与救济途径，构成了一个较为完整的信义义务违反之救济机制。

（一）新《公司法》中信义义务的类型

无论是现行《公司法》还是新《公司法》，在规则体系的设计上，均混淆了忠实义务与合法义务。《公司法》规定的董、监、高义务大致可以分为合法（合规）义务、忠实义务与勤勉义务三类，居于首个层级的是合法（合规）义务。^{〔34〕}从形式上看，新《公司法》第 179 条是合法（合规）义务条款，明确规定：“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。”新《公司法》第 181 条是关于董事、监事、高级管理人员禁止行为的规定，其第六项“违反对公司忠实义务的其他行为”是该条的兜底规定。从这一表述隐含的意思来看，本条列举的前五项禁止性行为应该属于董、监、高的忠实义务范畴。^{〔35〕}但是，这些规定都是法律明文禁止的违法性行为，此处再做强调性规定已属冗余性条款，董、监、高遵守这些规定是他们的合法（合规）义务。

新《公司法》第 182—184 条是有关董、监、高忠实义务的规定。第 182 条是关于董、监、高关联交易的限制性规定，董、监、高与公司自我交易或者关联交易符合第 180 条规定的“自身利益与公司利益冲突”的情形，属于忠实义务范畴；第 183 条规定的是公司机会规则，规定“董事、监事、高级管理人员，不得利用职务便利为自己或者他人谋取属于公司的商业机会”，符合

〔33〕 参见〔德〕柯武刚、史漫飞：《制度经济学：社会秩序与公共政策》，韩朝华译，商务印书馆 2000 年版，第 32 页。

〔34〕 参见邹海林：《公司法上的董事义务及其责任配置》，载《法律适用》2024 年第 2 期。

〔35〕 新《公司法》第 181 条规定：“董事、监事、高级管理人员不得有下列行为：（一）侵占公司财产、挪用公司资金；（二）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；（三）利用职权贿赂或者收受其他非法收入；（四）接受他人与公司交易的佣金归为己有；（五）擅自披露公司秘密；（六）违反对公司忠实义务的其他行为。”

第180条规定的“利用职权牟取不正当利益”的情形，也属于忠实义务范畴；第184条是关于董、监、高竞业禁止的规定，董、监、高如果“自营或者为他人经营与其任职公司同类的业务”，既有可能发生“自身利益与公司利益冲突”，也可能发生“利用职权牟取不正当利益”的情况，毫无疑问属于忠实义务范畴。

对于勤勉义务，可能因为其具有较强的主观性，判断标准很难客观化、规则化，新《公司法》并未有专门的规定。令人欣喜的是，近年在审判实践中，有些法官结合案件事实，大胆地运用信义义务原理，认定董、监、高应承担违反勤勉义务的法律后果。在“深圳斯曼特公司与胡某生等损害公司利益责任纠纷案”中，最高人民法院的承办法官认为：“胡某生等六名董事未能提交证据证明其在股东出资期限届满即2006年3月16日之后向股东履行催缴出资的义务，以消极不作为的方式构成了对董事勤勉义务的违反。股东开曼斯曼特欠缴的出资即为深圳斯曼特遭受的损失，开曼斯曼特欠缴出资的行为与胡某生等六名董事消极不作为共同造成损害的发生、持续，胡某生等六名董事未履行向股东催缴出资义务的行为与深圳斯曼特所受损失之间存在法律上的因果关系，胡某生等六名董事应向深圳斯曼特连带赔偿491万美元。”〔36〕

需要说明的是，董、监、高故意损害公司或者股东利益的行为并不属于违反信义义务的范畴。新《公司法》第188条规定的董、监、高执行职务违反法律、行政法规或者公司章程的规定，给公司造成损失的，并不属于正当的职务行为，而是构成侵权行为，应当承担相应的赔偿责任。第192条规定：“公司的控股股东、实际控制人指示董事、高级管理人员从事损害公司或者股东利益的行为的，与该董事、高级管理人员承担连带责任。”此时，董、监、高的行为性质与第188条的规定相同，本条强调的是，对此类行为负有教唆责任的控股股东、实际控制人与行为人构成共同侵权，应当承担连带责任。《中华人民共和国民法典》第1169条也有类似规定。〔37〕

（二）违反信义义务的例外情形

从法理上说，信义义务的根基是委托人对受托人的信赖，其目的是维护受益人的权益。对于董、监、高乃至控股股东、实际控制人来说，其忠实义务与勤勉义务来自公司赋予的职位或者因其执行公司事务而被“触发”，同时要以“公司利益至上”为原则。如果董、监、高以及控股股东、实际控制人从事了某些本属于公司法或者公司章程所禁止的行为，但是同时符合以下两个条件，可以认为并不违反其忠实义务和勤勉义务而不被追究任何法律责任。一个条件是，该行为不能损害公司利益或者对公司利益最大化没有实质影响。如果董、监、高的不当行为并未给公司带来任何实际损害或者期待利益损失，该行为就不具有实质危害性。另一个条件是，该行为事前取得了公司（股东会或者董事会决议）同意或者事后被公司股东会或者董事会决议追认。

董、监、高信义义务的例外情形在现行《公司法》中就有所体现，新《公司法》延续了这些做法：一是，第182条规定的自我交易或者关联交易并非完全被禁止，在涉事董、监、高主动“向董事会或者股东会报告，并按照公司章程的规定经董事会或者股东会决议通过”后可以进行。二是，第183条规定“董事、监事、高级管理人员，不得利用职务便利为自己或者他人谋取属于

〔36〕 最高人民法院（2018）最高法民再366号民事判决书。

〔37〕 《中华人民共和国民法典》第1169条第1款规定：“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。”

公司的商业机会”。但是，有下列情形之一的除外：（一）向董事会或者股东会报告，并按照公司章程的规定经董事会或者股东会决议通过；（二）根据法律、行政法规或者公司章程的规定，公司不能利用该商业机会。三是，第 184 条规定的竞业禁止行为，在涉事董、监、高主动“向董事会或者股东会报告，并按照公司章程的规定经董事会或者股东会决议通过”后可以进行。这是前述信义义务豁免第二个条件的体现。遗憾的是，对于第一个条件，现行《公司法》与新《公司法》均未体现。

（三）违反信义义务行为的诉讼救济

当董、监、高以及控股股东、实际控制人违反信义义务时，公司可以通过向其提起诉讼的方式，维护公司以及股东的权益。需要注意的是，上述主体违反信义义务并不必然会引发诉讼。该行为如果没有给公司造成直接损害或者可以证明的可期待利益损害，就不具有可诉性，法院也无法判令行为主体承担任何法律责任。新《公司法》第 188 条就隐含了这一意思。^{〔38〕} 在满足这一条件后，还必须由相关主体代表公司提起诉讼。根据新《公司法》第 189 条（现行《公司法》第 151 条）第 1 款的规定，董事、高级管理人员违反信义义务的，监事会有代表公司向其提起诉讼的义务；监事违反信义义务的，董事会有代表公司向其提起诉讼的义务。监事会、董事会代表公司向违反信义义务的董事、高级管理人员、监事提起诉讼，是“为公司的最大利益尽到管理者通常应有的合理注意”的行为，属于勤勉义务的范畴。如果监事会、董事会怠于履行向违反信义义务的董事、高级管理人员、监事提起诉讼的义务，对于这种不作为负有个人责任的监事、董事也构成信义义务的违反。如监事长拒不履行召集监事会义务，董事长、副董事长拒不履行董事会召集义务，对于起诉违反信义义务的行为人投反对票的董事、监事，如果行为人经过司法程序最终被认定违反了信义义务，上述主体也应当认为违反了信义义务而应承担相应法律责任。

在这种情况下，除了追究相关监事、董事的信义义务之外，对于给公司造成损害的董事、监事、高级管理人员，新《公司法》第 189 条（现行《公司法》第 151 条）第 2 款规定了股东代表诉讼制度，由符合条件的股东代表公司起诉。股东诉讼具有救急功能，当首要的治理机制，包括董事会、高管薪酬、外部监督等机制未能发挥其监督功效，同时不当行为的后果也没有严重到必须变更公司控制权时，责任规则就应当发挥作用了。通过股东诉讼，违背注意义务（存在工作过失）和忠实义务（陷入利益冲突）的公司高管和董事被追究个人责任，因而其被认为可以使管理者的激励与股东利益保持一致。^{〔39〕}

本次《公司法》修订完善了股东代表诉讼制度，增加了对全资子公司的“双重股东代表诉讼”制度，在第 189 条第 3 款规定了“公司全资子公司的董事、监事、高级管理人员”违反合法（合规）义务、忠实义务和勤勉义务的，符合条件的股东可以“请求全资子公司的监事会、董事会向人民法院提起诉讼或者以自己的名义直接向人民法院提起诉讼”。

〔38〕 新《公司法》第 188 条规定：“董事、监事、高级管理人员执行职务违反法律、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。”

〔39〕 See Roberta Romano, *The Shareholder Suit: Litigation without Foundation?* 7 The Journal of Law, Economics, and Organization 55 (1991).

五、结 语

在英美法系国家，特别是在美国，信义义务理论在公司法领域中的应用司空见惯。对于一个国家的法律体系而言，公司法是最具有全球性、国际性的法律部门。两大法系、不同国家之间的公司法制度相互借鉴与融合是符合历史潮流的趋势。我国本次《公司法》修订结合我国商事实践和审判实践，有选择地吸收成熟的信义义务理论，并将其体现在具体的制度设计之中，殊值肯定。这一理论在司法实务界也日渐被理解、运用，前述“深圳斯曼特公司与胡某生等损害公司利益责任纠纷案”〔（2018）最高法民再 366 号〕就是很好的例证。当然，立法永远是遗憾的艺术。新《公司法》对于信义义务理论的贯彻与体现，仍有较大的提升空间。这有待于实务界在制度框架中发挥主观能动性以及理论界的深入研究，为公司法制度的准确适用和持续完善提供支持。

Abstract: Fiduciary duty originated from the trustee's duty in the trust law, under the influence of the common law system of equity tradition, its application in the United Kingdom and the United States of America has long exceeded the scope of the trust law, and has become a general principle in the field of company law. Whether from the perspective of principal-agent or fiduciary relationship, it is necessary to introduce the theory of fiduciary duty into the company law system. The reason why directors, supervisors and officers have fiduciary obligations to the company is that they hold specific positions in the company and have specific legal relationships with the company. Supremacy of the interests of the company is the core of the fiduciary duty of directors, supervisors and officers. When the controlling shareholders and the actual controller actually perform the function of directors, supervisors and officers, the consequences of their behavior for the interests of the company have no difference from the impact of the directors, supervisors and officers' behavior for the company's interests, and they should be responsible for the company's fiduciary duty. The new Company Law has constructed a more complete system of fiduciary duty rules, including exemptions and remedies for fiduciary duty and added a "dual shareholder representative action" system for wholly-owned subsidiaries.

Key Words: new company law, fiduciary duty, duty of loyalty, duty of care

实质董事的法律规制：因何、为何与如何

郑 彧*

内容提要：公司作为独立的法人需要有自己的意思表示和行动决策机构，现代公司法赋予了董事这些管理公司的职能，由此也产生了董事对于公司所应负有的义务与责任要求。从法律要件上看，虽然作为公司的董事需要符合法定的资格条件并且满足特定的法律形式，但为了防止对于董事责任的逃避，现代公司法实际上也将没有董事之名但却行使董事之职的事实董事和影子董事纳入了规制的范围，由此形成对于形式董事和实质董事的无缝覆盖。我国《公司法》的本次修订也引入了类似实质董事的规定，希望通过立法的形式约束控股股东、实际控制人对于公司日常经营的不当干涉并明确责任承担的方式。但由于我国公司法对于实质董事的规制要求与其他法域的通行做法尚有不同之处，在未来实践的过程中可能面临原则与例外、实质董事与形式董事、公司法与证券法等诸多关系平衡的挑战，这就决定了我们需要站在一个更加立体、更加全面的视角理解实质董事法律规制的原因、前提和要求。

关键词：公司法人 事实董事 影子董事 董事责任

2023 年修订的《中华人民共和国公司法》（以下简称新《公司法》）在借鉴普通法系实质董事（deemed director）内涵的基础上分别引入了类似于“事实董事”（de facto directors）和“影子董事”（shadow directors）的条款。^{〔1〕}其中，有关“影子董事”的法律责任在本次《公司法》修订第一次提交全国人大常委会审议的审议稿（以下简称“一读稿”）中就已经得以体现，并在修法过程中进行了表述的调整，确立了控股股东和实际控制人应对指使董事从事损害公司和股东

* 郑彧，华东政法大学国际金融法律学院教授。

本文为国家社科基金项目“兼顾公司法与证券法特点的上市公司董事法律责任研究”（22BFX093）的研究成果。

〔1〕 有别于英美法系的立法例，我国没有明确将相关人员定义为“影子董事”或者“事实董事”，有关影子董事或事实董事之称谓只是我国学界对于新《公司法》第 192 条和第 180 条学理上的概括，特此说明。

利益的不法行为承担连带责任的要求；〔2〕而“事实董事”条款则是在修订草案第三次提交全国人大常委会审读的过程中增补的新规定，〔3〕主要明确了不担任公司董事但实际执行公司事务的控股股东、实际控制人对公司也应负有忠实和勤勉的义务。

一、实质董事法律规制之因：从公司独立性和董事职责说起

（一）董事角色之基石：公司法人的独立性

公司作为法律意义上的“人”的概念看似清晰却是最受误解的制度之一，〔4〕英美法上对于公司作为法人的理解可以分为“概念主义进路”和“功能主义进路”两类分析方法。“概念主义进路”主要从“公司”的历史及语义出发；而“功能主义进路”主要从公司所要承担的经济功能和社会角色来解释。在“概念主义进路”的解释下，关于公司的法律人格长期以来存在着“拟制说”“实在说”和“虚拟说”之分。“拟制说”基于公司只能存在于法律的授权许可；“实在说”则认为公司作为一种人格是真实和自然存在的，不论国家是否承认；“虚拟说”借用了德国著名法学理论家萨维尼的观点，认为只能基于“资产目的论”出发而讨论公司的人格属性，公司只是用以“安放”公司财产的一个“虚拟物”（英文为 fictitious 而非 artificial），萨维尼并不以真实存在的“人”或者“实体”来解释公司的法律人格属性。〔5〕就“功能主义进路”而言，至少美国公司法首先基于宪政需求把公司的组织人格进行“拟人化”，著名的 Trustees of Dartmouth College v. Woodward 案〔6〕明确了公司应该被包含在美国宪法上“人”（person）的概念之中，其权利义务与自然人等同，进而后续树立起“法人亦‘人’”“法人同‘人’”的标准。就现阶段而言，“功能主义进路”下更多将公司解释为一种“合同束”的集合。〔7〕尽管公司名义上是一系列合同（包括公司法所呈现出的标准合同）的集合，但与个人独资企业或合伙企业相比，合同束理论下的公司在法律上仍明确应由两组所有权关系组成：一个是股东作为拥有一个法律所拟制的公司的所有者，而公司则作为一个法人拥有股东所投入的资产。公司作为一种“工具”既可以是“人”（由此拥有公司的资产），但又可成为“物”（即成为股东所拥有的一件“东西”），这就大体上确立了公司作为现代法人制度的一种基本观念。〔8〕

由此，至少就公司法理论和立法实践而言，在1880年之前的公司结构中，因为股东可以保留做出重大政策决定的权力，公司还只是作为一种股东的人的集合，也是一种财产的集合。但

〔2〕 一读稿第191条为“公司的控股股东、实际控制人利用其对公司的影响，指使董事、高级管理人员从事损害公司或者股东利益的行为，给公司或者股东造成损失的，与该董事、高级管理人员承担连带责任”，正式稿为第192条“公司的控股股东、实际控制人指示董事、高级管理人员从事损害公司或者股东利益的行为的，与该董事、高级管理人员承担连带责任”。

〔3〕 参见《全国人民代表大会宪法和法律委员会关于〈中华人民共和国公司法（修订草案）〉修改情况的汇报》，载 http://www.npc.gov.cn/c2/c30834/202401/t20240102_434037.html，最后访问时间：2024年2月13日。

〔4〕 See Margaret M. Blair, *Corporate Personhood and the Corporate Persona*, 2013 University of Illinois Law Review 785, 797 (2013).

〔5〕 See Arthur W. Machen, *Corporate Personality*, 24 Harvard Law Review 253, 255 (1910-1911).

〔6〕 See 17 U.S. (4 Wheat.) 518 (1819).

〔7〕 但某种意义上，“合同束理论”可谓是公司“拟制论”的一种新的理论重生。

〔8〕 See Katsuhito Iwai, *Persons, Things and Corporations: The Corporate Personality Controversy and Comparative Corporate Governance*, 47 American Journal of Comparative Law 583, 585 (1999).

是，19世纪末20世纪初以来，基于公司大型化且股东人数众多后取得一致同意会非常困难，再加上担心控制股东对于公司的实际控制，将股东视为公司的构成已经不再容易了，由此公司法律人格理论有一个很大的理论解释转变，即开始倾向于直接将公司认定为一个“真实的人”（real personage），法律开始介入公司的内部权利配置，原本被解释为来自股东授权的董事会对于公司的管理权力直接来自法律的授权，董事的权力被认为与公司本身的权力是共同的，打破了董事只是代表股东的传统观念。^{〔9〕}

（二）公司法人之独立性：董事功能的基本定位

早期特许令（writ）制度下的公司严格地说只是作为受托人持有股东们的财产，股东是信托受益人，是公司财产的共同权益所有者。^{〔10〕} 由于需要有具体的自然人来代表“股东”行使对于这些财产的保管和管理的工作，董事角色就开始浮现于公司之上。^{〔11〕} 由于早期这些资产的受托人通常只是股东个人，因此为了区别作为自然人角色的股东对其自身资产的处置和作为受托人角色的股东对于所有投资者集合资产的处置，英国传统合同法项下“委托—代理”关系理论开始被法院和法学家们所援引。此时作为受托人的自然人股东（类似于后来的“董事”角色）的“代理人”（agent）角色并不是基于其与公司的关系，而是所有股东作为本主与自然人股东作为代理人而产生的“委托—代理”关系。^{〔12〕} 作为委托人的股东难免对于所委托事项具有主导权（in charge），因此股东在本质上也就掌控了对于公司日常管理的决策权。

问题在于，令状制度毕竟更类似于国家垄断性权力的再授权，而非对外法律关系的新创设。因此用“委托—代理”来解释当时作为受托人的董事与作为委托人的股东之间关系的一个重要前提是：彼时合股公司还不真正是一个被法律所认可的实体，并不具有独立的“法人人格”能力，在事实上也不能自行对外承担责任，所谓“合股”仍是以信托方式将股东的出资委托受托人持有并经营，“公司”只是在这种合伙关系下的牌照类型或者对外称谓。但伴随着工业革命的大进展，公司这一组织形式已经不仅仅是基于“垄断牌照”保护的需求，商人们所寻求的也不再是以前那种国王特许的垄断性贸易权利，而是对于那种大规模商业冒险活动（体现为更加巨额的风险投资）与投资者自身资产之间进行风险切割的需求，因此才出现了公司的功能由特许性质的“公器”朝向营利为目的的“私用”的转向。在此转换过程中，伴随着对于公司法人独立性的认可，“委托—代理”理论的基础已经发生了翻天覆地的变化，因为当公司这种法律组织形式被法律或者国家所承认时，公司就成为承担独立责任的法人主体，并且成为一种被“拟制的人”（artificial person，或被译为拟制法人）。公司在法律意义上被比拟成与自然人并列的“人”。因为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实现自己作为法律意义上“人”的功能。在此背景下，传统的股东与董事之间的代理关系开始发生变化，股东虽然可

〔9〕 See David Millon, *Theories of the Corporation*, 1990 Duke Law Journal 201, 215 (1990). 比如特拉华州在1901年的《普通公司法》中增加了一个新的章节，允许创建、定义、限制和规范公司、董事和任何条款，允许公司章程授予董事会制定、变更或者废除公司章程的细则，这就意味着法律已经授予董事运营公司业务的全部权力了。

〔10〕 See Samuel Williston, *History of the law of Business Corporations Before 1800. II.*, 2 Harvard Law Review 149, 149 (1888).

〔11〕 See *Charitable Corp. v. Sutton*, (1742) 26 Eng. Rep. 642, 644 (Ch.).

〔12〕 See L. S. Sealy, *The Director as Trustee*, 25 The Cambridge Law Journal 83, 83 (1967).

以任免董事，但因为董事会机构的法定性，董事会开始代表公司，董事开始成为公司的代理人而非股东的代理人，公司的意思表示和决策不再依托于股东的意思表示，股东对于公司的控制权力开始过渡到董事对于公司的管理权力，董事会成为公司的“大脑”，负责就这个“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。因此，现代公司治理结构上的“所有权”与“控制权”的分离已经摆脱了19世纪中叶合股公司因为在法律状态上的不独立而被迫在股东与受托人（董事）之间引入“委托—代理”关系的束缚，公司的财产不再由某个自然人代持。

（三）董事功能之保障：董事责任的基本要求

作为法律所承认的拟制法人，公司需要有一个能够如同自然人般做出真实决策的人。这些特定自然人所做出的相应行动代表着公司的意志和决定，具有特殊的对内、对外法律效力。这也就有了“董事会不仅仅行使着公司代理人的角色，其在更大意义上应该是代表着公司本身”^{〔13〕}的说法。由此，当董事以公司名义行事或者代表着公司利益之时，公司的业务自然而然就受到董事的“管理”或者说受到董事的指挥或者监督。因此，作为公司法鼻祖的英国早在1844年《合股公司法》中就明确了“董事是指导、处理、管理或监督公司事务的人”^{〔14〕}。随后无论是英国后续的立法还是其他普通法系的成文法，也都通过立法明确了公司管理权力（management power）应当归属于董事会，“董事的角色被视为是最高政策制定者、管理者和顾问，董事会成员可以介入公司的日常管理”^{〔15〕}，由此董事不仅是一种身份或职位，更是一个功能性概念。^{〔16〕}

然而在由自然人担当公司董事之职时，自然人与公司董事天然的“一体两面”的角色难免导致作为自然人本体的利益和作为公司本体的利益之间的冲突。为了保护公司作为独立法人的自身利益，普通法系的立法和司法裁判自然而然地衍生出了董事作为“受托人”角色的义务要求。董事管理公司，自然也就应对公司负有相关的义务，这些义务在形式上体现为已被国内学界、业界所耳熟能详的以“忠实义务”和“注意义务”为核心的董事信义义务（fiduciary duty）。在这些义务之中，“忠实义务”主要是指董事要忠于公司的利益，不能利用担任公司职务的便利条件，为自己直接或者间接地从公司处获得非法利益；而“注意义务”主要是对于董事应该如何管理公司的要求。相较于“忠实义务”存在相对客观的标准，“注意义务”更多是一种“主观判断”标准。为了防止“主观判断”的随意性，普通法系的司法判例又发展出了“不低于普通人注意义务”^{〔17〕}的解释原则。

除了对公司所负的信义义务之外，在将公司视为独立的法人以便切割公司责任与股东责任的基础上，为了保护与公司从事交易的那些债权人、职工、国家等不同主体的利益，现代公司法对于代表着公司本身、行使着公司管理职责的董事还施加了一系列违反善管义务的民事、行政和刑事责任，从而使得“董事责任”成为一个“具有牙齿”的法定工具。比如，在公司破产时，对公

〔13〕 Seymour D. Thompson, et al., *Commentaries on the Law of Corporations*, 3rd Edition, Bobbs-Merrill Co., 1927, pp. 1217-1228.

〔14〕 See Section III, 7 & 8 Vict. C. 110.

〔15〕 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，第100页。

〔16〕 参见黄爱学：《论董事的概念》，载《时代法学》2009年第4期。

〔17〕 Re City Equitable Fire Insurance Co (1 L. R. -Ch. 407 (1925) (Eng.))

司负有管理不当之责的董事或者未识别不当交易而在公司破产中给债权人造成损失的董事需要对公司未清偿的债务承担个人赔偿责任；^{〔18〕} 在董事违反法律规定的情形下，代表国家公权力的相关机关可以对失职董事进行罚款，也有权力通过法定的程序剥夺董事的任职资格（质），剥夺或者限制自然人继续担任董事职务的机会，从而起到一种事实上的“身份罚”效果；除此以外，违反某些特定的董事义务而造成债权人或者第三方损失的行为也会被上升为刑事犯罪而使行为人面临遭受牢狱之灾的风险。^{〔19〕} 这些民事、行政和刑事三位一体的责任制度在确保作为公司代表的董事在管理公司过程中尽职尽责的同时，也能最大程度地通过董事责任制度这一“牛鼻子”较为完美地实现公司法人人格独立与公司利害关系人利益保护之间的良好平衡。

二、实质董事法律规制之需：从外观主义到内在功能的要求

正是董事对于公司独立性之意义以及由此发展出的董事责任要求，为了确保董事具有一定的专业能力以承担起“管理”公司的职责，现代公司法也逐渐发展出一系列对于公司董事的法定条件要求。比如，董事要符合年龄、无违法记录等资格条件，董事还要符合由股东选举或任命的程序性要求。更为重要的是，董事的身份还需要在选举、任命后完成公示登记的手续，以使公司董事身份具有对内（公司）和对外（第三人）的宣示效果。从法理上，只有满足法律规定的资格、程序以及完成公示登记的董事才能称为符合法律要求的公司董事（*de jure directors*，为方便论述，以下简称“形式董事”），由他们管理公司的行动才可称为“公司的行动”，并借此等职务承担相应的董事责任。但问题又会随之而来，由于在大量的商业实践中仍然会出现并不具备董事资格或者任命程序^{〔20〕}的人在事实上负责着公司日常的经营决策，或者公司的实际控制人通过“自己人”对公司行使着“一股独大”的决定权，由此如何规制在形式董事以外但却能够控制公司决策、事实上管理公司的“非法定董事”就成为一个新的问题。对此问题，现代公司法通过引入“事实董事”和“影子董事”这两个新的概念予以回应。^{〔21〕}

（一）事实董事的纳入

大体而言，所谓事实董事是指那些并不符合法律形式上对于董事任职和履职的要求，不是公司董事却在事实上拥有并且行使对于公司管理权力的人。相较于形式董事而言，事实董事可以是那些没有经过有关机关正式任命，但是通过对公司财产和管理的控制给他人以错觉认为其担任董事职务之人，^{〔22〕} 也可以是虽经股东会选任，但股东会对于董事之选任在程序或董事资格上存在

〔18〕 典型如英国《1986年破产法》第214条。

〔19〕 比如英国法上董事有可能因为公司在环境、健康、人身安全、雇主责任、消费者保护、反贪污贿赂方面的责任而承担个人的连带责任；而在澳大利亚，董事违反公司法上的某些信义义务（如未能基于公司最大利益和正当目的善意行事）就有可能面临刑事制裁。《新加坡公司法》第157条、《新西兰公司法》第184条也有着类似的规定。

〔20〕 前者体现为存在刑事犯罪的案底，后者体现为没有经过股东会选举、任命或者选举、任命已到期。

〔21〕 需要说明的是在学理上也有认为事实董事和影子董事的相同性超过差异性，因此这两个概念可以不需要再加以区分的观点。See Paul L. Davies & Sarah Worthington, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 9th Edition, Sweet & Maxwell, 2012, pp. 513-514.

〔22〕 See David S. Garland & Lucius P. McGehee, *American and English Encyclopaedia of Law*, 2nd Edition, Edward Thompson Company, 1896, p. 773.

法律上的瑕疵而导致任命无效之人，亦可能是在任期届满后仍继续以董事之名义行使公司管理权力之形式董事。^{〔23〕}

就事实董事的定义而言，虽然英国在“董事是指任何占有董事职位之人，而无论其称呼如何”的法定概念下^{〔24〕}一直有着事实董事的提法，但在1988年之前将近150年的时期内，这种事实董事更多是指“非法委派或者到期未聘继续履职的董事，并没有包括那些根本没有名称但行使董事职务的人”^{〔25〕}。此等传统理解一直到英国高等法院商事法庭（Chancery Division）所裁决的Re Lo-Line Electric Motors案以及紧随其后的Re Hydrodan (Corby) Ltd案才得以突破。在这两个案件中，事实董事的定义被扩张至那些没有有效的董事任命但却表现得如同公司董事般的那些“人”。英国上诉法院（UK Court of Appeal）和英国最高法院（UK Supreme Court）又在其后分别审理的Re Kaytech International Plc和Re Paycheck Services 3 Ltd案件中分别支持下级法院这些扩张理解后的观点，进而在判例上支持了具有更为广泛含义的“事实董事”之概念。大体而言，英国法下通常可以总结出以下三个要素作为考虑某人是否可以被认定为事实董事的条件：其一，此人的行动是否构成了“公司治理结构”（governing structure）的一个组成部分；其二，此人的行动是否真实地在行使着董事所应有的权力，履行着董事所应负有的职责；其三，此人的活动是否已经被认为在履行董事的职责或者功能。^{〔26〕}

英国法上对于事实董事的这种认定标准也影响到了英联邦意义上的其他国家。比如《加拿大商事公司法》《澳大利亚公司法》《新加坡公司法》大体上都采用了与英国公司法类似的描述，同时在这些法域亦可找到法官将“行使董事职权的任何人士”定性为事实董事的经典判例。同样作为普通法系的美国，其虽在《模范商业公司法》以及各州的公司法中未对事实董事进行明确定义，但在判例法上对于事实董事概念的承认却也已常见。^{〔27〕}不仅普通法系将董事责任规制的范围扩至事实董事，大陆法系诸多法域虽未有事实董事之明确定义，但却也通过各种方式将事实董事的法律责任引入各自的立法或者司法实践之中。比如在日本，通过判例确立了“事实董事制度”，即“虽然没有被选聘为公司的董事但是作为公司的经营者积极地参与公司的经营，可以将其作为一种事实上的董事，在公司经营活动中与董事同样、对造成的损失承担相应的损害赔偿责任”^{〔28〕}。而在我国台湾地区，2012年台湾地区“公司法”增订了第8条的第3项，通过“公开发行股票公司之非董事，而实质上执行董事业务或实质控制公司之人事、财务或业务经营而实质指挥董事执行业务者，与本法董事同负民事、刑事及行政罚之责任”^{〔29〕}之规定同样表达了“事实董事入法”的基本态度。除此以外，法国的破产法、瑞士的公司法、欧盟公司法指令等都已体

〔23〕 参见仲继银：《揭秘“事实董事”：从内涵到认定》，载《董事会》2023年第10期。

〔24〕 比如英国《1985年公司法》第741条。

〔25〕 Re Paycheck Services 3 Ltd, Revenue and Customs Commissioners v. Holland [2011] 1 BCLC 141 [54].

〔26〕 See Re Hydrodan (Corby) Ltd [1994] 2 BCLC 180.

〔27〕 参见黄爱学：《论董事的概念》，载《时代法学》2009年第4期。

〔28〕 朱大明、〔日〕行冈睦彦：《控股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，第85页。

〔29〕 曾宛如：《新修正公司法评析——董事认定之重大变革（事实上董事及影子董事）暨董事忠实义务之具体化》，载《月旦法学杂志》2012年第204期，第131页。

现对于“事实董事”的立法规制。^[30]

确立“事实董事”的根本意义在于，通过对于事实董事的认定，使得这些真正行使公司管理权力的人无法逃离法律对于公司董事责任的基本要求，由此确保无论是形式董事还是事实董事，对于股东、公司以及与公司有关的利益相关人而言都承担着相同的董事职责、责任和义务。为此，英国《2006 年公司法》第 171 条至第 177 条有关董事义务的规定明确适用于该法第 250 条项下所有符合“董事”定义之人，从而也就把事实董事的法律责任纳入成文法的框架之内。英国公司法项下事实董事的责任不仅包括了传统意义上公司董事的忠实义务、注意义务等系列的信义义务，还包括了所有与董事相关的民事责任（比如公司不当管理而破产情形下的董事连带责任）、行政责任（比如被剥夺被任命为公司董事的资格）和刑事责任（比如环境侵权中的董事故意行为）。而依据美国特拉华州的公司法，一个人尽管未经合法的程序被选任或其选任程序事后发现瑕疵或曾是董事但后来被免职，但只要他的行为表现出是以董事身份在活动，其就可被视为事实上的董事，^[31]从而受制于法定的董事义务项下之责任要求。新加坡则是在 *Sakae Holdings Ltd v Gryphon Real Estate Investment Corp Pte Ltd* 案中强调了无论是法律意义上的合法董事还是不符合法律形式的事实董事都负有新加坡公司法项下对于公司同样的义务。我国香港地区的《公司条例》亦是如此，通过“任何担任董事职位的人（不论该人是以何职称担任该职位）”的董事定义，将形式董事和事实董事一并纳入《公司条例》的董事责任之中予以约束。同样在日本，即使未在公司登记簿进行登记，但事实董事是对外和对内均有权决定重要事项的实际经营者，也需类推适用《日本商法典》第 266 条第 3 款之规定（现为《日本公司法》第 429 条第 3 款）而承担与形式董事同等的责任。^[32]

（二）影子董事的约束

除了事实董事以外，公司实践中仍会存在不以自己的名义直接出面行使对于公司的管理权，而是通过其在公司中能够被自己所控制的人作为自身的代表而行使着对于公司的管理、决策权利，这些人在普通法系项下被称为影子董事。相较于事实董事的认定，影子董事的规制其实很早就体现在普通法系的立法之中。比如 1917 年《英国公司（董事事项）法》虽没有直接定义影子董事，但在第 3 条就已规定那些向公司董事发出指示，因此对公司事务具有实际影响的人应该对于公司行为的后果承担一定程度的责任，即使这些人员自己并未被任命为公司董事会之成员。^[33]英国《1980 年公司法》虽首次在立法中出现“影子董事”的名词，但并未采用定义的方式对影子董事进行界定，直至《1985 年公司法》的再次修改才正式对“影子董事”进行定义，^[34]并在后续的《1986 年公司董事资格剥夺法》第 22 条第（5）款、《1986 年金融服务法》第 207 条和

[30] 参见黄爱学：《论董事的概念》，载《时代法学》2009 年第 4 期。

[31] 参见张开平：《英美公司董事法律制度研究》，法律出版社 1998 年版，第 59 页。

[32] 参见黄爱学：《论董事的概念》，载《时代法学》2009 年第 4 期。

[33] See Simon Witney, *Duties Owed by Shadow Directors: Closing In on the Puppet Masters?*, 4 Journal of Business Law 311, 311 (2016).

[34] 英国《1980 年公司法》第 63 条的表述为：“如果公司董事会习惯于依据某人的指示或者指令行事，则此人（‘影子董事’）就应当被视为本法项下之公司董事”；而英国《1985 年公司法》第 741 条第（2）款新增了“影子董事”的定义，但在内容上没有改变《1980 年公司法》的表述，只是将原来括号内的注释转换为直接的名词定义。

《1986年破产法》第251条都将影子董事的责任纳入法律的规定之中。

影子董事与事实董事的区别在于他们并不以董事的名义或身份出现在“台前”，相反却显示为“潜伏在阴影、躲藏在身后”（lurks in the shadows, sheltering behind others）的特点。英国判例法对于影子董事的判断大致存在以下四个标准：第一，首先需要判断谁是公司的董事（无论形式意义还是事实意义）；第二，被指控之人是否就公司事务向公司董事进行了指示，或者其就是亲自实施公司事务之一员；第三，公司董事们只是依据指示而行事；第四，公司董事已经习惯于这种依据指示而行事。^{〔35〕} 前述标准看似简单，但在缺乏明确和一致适用的法律原则的情况下，关于影子董事定义的判例仍可能处于“混乱状态”，影子董事可能会在应该被识别的时候无法被识别，反之亦然。

首先，就“控制标准”而言，一方面英国的法院并不注意所谓影子董事的动机，而是关心其在事实上是否控制公司事务。^{〔36〕} 另一方面，法官也会考察公司的形式董事是否行使任何自由裁量权或判断权，或者只是一味地按照他人的指示行事。^{〔37〕} 结合这两项因素，如果一方对于公司事务具有真正的影响力（real influence），控制标准即可成立，而无需考虑行为人是否存在预期董事会习惯性地遵循此类指导意见的主观判断。^{〔38〕} 其次，董事的行为和假定的影子董事的指示之间必须存在因果关系（causal connection）。如果不论是否接受该指示，董事都会从事指示所指明的行为，那做出指示的人被视为影子董事就是不充分的条件。^{〔39〕} 当然，在这个标准中，影子董事不一定需要控制董事会所负责的所有公司日常经营事项，即使公司董事会对某些经营事项享有自主权，仍然存在被认定为影子董事的可能。再次，基于董事会的权利并非个体权利而是集体权利的基本立场，影子董事对于董事的控制应该是指董事会作为一个整体而不是单个董事的遵循。^{〔40〕} 换句话说，对于公司董事习惯于听从某人的指示而采取行动的标准，这里的“董事”应该是指董事会（the board of directors/the directors of the company）的整体，而不是董事会中的单个董事或下属专门委员会，而且只有在整个董事会放弃了自主决策的义务而只选择听从第三人的指示时才能触发这个标准。^{〔41〕} 最后，有关“习惯于”的标准还需要取决于董事会的行动“不是偶尔的、个别的，而是在一段时间内经常性、频繁地发生”^{〔42〕}，公司董事需要“习以为常地”（habitually）、常规般地（regularly）、定期性地（routinely）或普遍性地（commonly）按照影子董事的意愿行事。^{〔43〕}

认定影子董事的意义在于与正式任命的董事或事实董事一样，这些影子董事需受到特定法定

• 317 •

〔35〕 参见黄帅升、陈文智：《影子董事现形——立法规范“影子董事”之动向与省思》，载《会计研究月刊》2011年第5期。

〔36〕 See *Re Low Line Electric Motors Ltd* [1988] Ch 477.

〔37〕 See *Re Hydronan (Corby) Ltd* [1994] 2 BCLC 180.

〔38〕 See David W. Giattino, *Curbing Rent-Seeking By Activist Shareholders: The British Approach*, 25 Temple International and Comparative Law Journal 103, 121 (2011).

〔39〕 See *Buzzle Operations Pty Ltd (in liq) v. Apple Computer Australia Pty Ltd* [2010] NSWSC 233 at [247].

〔40〕 See *Re Lo-Line Electric Motors Ltd*, [1988] Ch. 477.

〔41〕 当然，需要注意的是，从目前最新的趋势而言，影子董事对于董事会的控制也有从“全部标准”向“多数标准”改进的趋势。

〔42〕 *Re Unisoft Group Ltd (No 3)*, [1994] 1 BCLC 609.

〔43〕 See *In Emanuel Management Pty Ltd (in liq) v. Foster's Brewing Group Ltd*, [2003] QCA 516.

条款之约束。^{〔44〕} 但就以英国为代表的原英联邦体系下的公司法立法和判决而言，对于影子董事法律责任的追究又与事实董事存在着一些细微的差异，即影子董事是否需要与事实董事一样，受制于有关与形式董事完全相同的董事信义义务的约束。因为在早先的 Ultraframe 案中，法院认为信义义务并不当然适用于影子董事，这个案件只承认了影子董事对公司的忠实义务，但排除了影子董事对公司善管的注意义务。^{〔45〕} 而在后续平级法院审理的 Vivendi SA v. Richards 案中，虽然法官对于影子董事的认定比 Ultraframe 案中的影子董事信义义务的认定更进了一步，将影子董事的义务与形式董事等同起来，但判决并未很好地证明影子董事在传统信义义务框架下对公司所谓的信义义务的基础是什么，^{〔46〕} 因为在信义法的传统理论框架下，作为具有信义义务的受托人应该直接掌握或者控制其所受托的信托财产，但影子董事只是通过对于他人（董事）的控制间接而非直接地“控制”公司的财产，由此影子董事是否应该对其未直接占有的财产存在“善管”的注意义务就会存在争议。但这种判决中微小的差异很快通过立法的规定而抹平，因为 2015 年英国通过的《小微经营、企业和就业法案》（Small Business, Enterprise and Employment Act 2015）对于影子董事施加了与形式董事完全相同的信义义务。^{〔47〕} 相应地，《澳大利亚公司法》要求被认定为影子董事的人士必须遵守澳大利亚公司法所规定的董事义务，^{〔48〕} 新加坡同样要求影子董事须与形式董事、事实董事们承担相同的董事责任与义务。^{〔49〕}

（三）法人董事的特殊性

原本法人是否可以充当公司的董事只是公司法上有关董事资格的单独话题。但在讨论事实董事和影子董事的责任规制背景下，是否应该将法人纳入董事概念的范畴却可能涉及实质董事法律制度所要实现的最终规制效果，从而使得法人董事这一概念成为一个不能回避的重要议题。

总体而言，大多数法域的公司立法并不承认法人具有作为公司董事的资格，其主要原因还是基于对公司运行结构的理解：公司是一种拟制主体，其作为拟制法人原本就需要一个实体的“人”来代表公司作出公司意志的表达，因此能够代表公司表达这种意志的只能是现实世界中的自然人。比如就美国而言，无论是作为样板的《模范商业公司法》还是具有代表性的特拉华州公司法，一直坚守着“公司董事会应有一名以上的董事组成，并且每一位董事都应该是自然人”^{〔50〕} 的立场。普通法系的加拿大、澳大利亚、爱尔兰、新西兰同样不允许法人担任公司董事，大陆法系的意大利、奥地利和瑞士的法律也不允许法人担任公司的董事。^{〔51〕} 但与此同时，也有部分国家突破了“自然人董事”的理念桎梏，承认法人与自然人一同作为公司董事的可行性，其中最为典型的就英国。英国在 2006 年之前对于法人是否可以充当董事并无明文的限制，但其在实践

〔44〕 参见葛伟军译：《英国 2006 年公司法》，法律出版社 2008 年版，第 154 页。

〔45〕 See Ultraframe (UK) Ltd v. Fielding & Ors [2005] EWCH 1638 Ch D [1284].

〔46〕 See Vivendi SA v. Richards, [2013] EWHC 3006 (Ch).

〔47〕 See Colin R. Moore, *Obligations in the Shade: The Application of Fiduciary Directors' Duties to Shadow Directors*, 36 Legal Study 326, 326 (2016).

〔48〕 See Section 9 (b) (ii), Corporation Act 2001.

〔49〕 See Sakae Holdings Ltd v. Gryphon Real Estate Investment Corp Pte Ltd, [2017] SGHC 73.

〔50〕 Section 8.03, Model Business Corporation Act; Section 141 (b), Delaware General Corporation Law.

〔51〕 参见王保树：《股份有限公司的董事和董事会》，载《外国法评译》1994 年第 1 期。

中一直遵循着 1907 年高等法院商业法庭一项判决的观点,即“自 1862 年英国公司法以来,并无任何规定限制董事必须是由自然人担任并只能由自然人对股东负责”^[52]。英国《2006 年公司法》虽然在第 155 条第(1)款要求“公司应至少有一名董事是自然人”,但因为其在该法第 155 条、第 157 条和第 164 条对法人董事(corporate directors)作为公司董事的登记提出了法定性的要求,由此可以视为法人董事已明确被成文法所承认。^[53]新加坡、香港地区等需要以吸引外来资本投资为主的法域也采取了与英国法类似的规定,承认法人(特别是来自其他法域的境外公司)作为本土公司董事的合法性。类似地,作为大陆法系的法国和我国台湾地区也允许法人担任公司董事,但法人在被任命为董事时必须指明 1 名常任代理人。^[54]

讨论法人是否能够成为董事的意义在于,如果法人不被认可为董事,那公司法上对于董事所施加的义务和责任自然无法适用于那些对公司具有实际控制权的法人股东身上,而那些法人股东的董事或者接受法人股东的委派实际监督或管理着公司的“自然人”反而会因为对于公司事实上的控制而面临被认定为“事实董事”或者“影子董事”的风险。由于这些所谓的“事实董事”或“影子董事”并没有对公司自主的决定权,他们往往是依赖于自己所附属的法人股东的意见,最多只是依照法律规定的程序代为法人股东表达意见、执行指令而已。因此,在作为公司控股股东的法人通过自身管理的内部程序已经剥夺了个人决策权的条件下,只可能是法人股东在事实上行使着真正的董事职权。^[55]在此情形下,如果让法人股东所委派的自然人承担董事责任,不仅不符合有关“事实董事”或“影子董事”的本质内涵,也会使那个最终控制“木偶”的公司获得由其控制的“木偶”承担责任而自己逃离董事责任法网的额外收获,由此会导致更多法人股东控制公司董事会局面的出现。

在此背景下,澳大利亚法院的态度可能是一种值得借鉴的解决方案。原本《澳大利亚公司法》明确规定了董事只能由自然人担任,法人不能担任董事,由此似乎也就不应存在法人承担公司法项下董事义务的前提。^[56]但在 Standard Chartered Bank of Australia Ltd. v. Antico^[57]案的判决中,法院对当时《澳大利亚公司法》第 221 条第(3)款所给出的解释是:该款只是针对形式董事必须为自然人的规则,由于影子董事无需经历“被任命”(appointed)这一程序而成为公司的董事,因此也就无需考虑法人股东是否可以作为被任命的形式董事的资格问题。由此该案判决认为该款并未排除法人股东作为该法第 60 条(1)(b)款项下影子董事的可能,法人股东虽不可作为形式意义上法人董事,但却可以构成实质意义上的影子董事,由此法人股东存在基于影子董事的身份而承担董事责任的可能。类似的,在承认法人董事可以作为形式意义上的董事的英国,法人股东不仅可能因为其自身充当公司法人董事的角色而承担董事责任,也可能因为被认定

[52] Stephen M. Bainbridge, *Corporate Directors In the United Kingdom*, 59 William & Mary Law Review Online 65, 69 (2017).

[53] 但与此同时,也需注意的是,在英国 2015 年通过的《小微经营、企业和就业法案》中,有一个尚未生效的条款就是基于公司透明性和反腐败、反贿赂的需要,法案修改了《2006 年公司法》第 156 条,要求所有的董事均为自然人。从这一立法要求上看,英国在短期内也存在“原则上废除法人董事、例外情形保留”的趋势和可能。

[54] 参见黄爱学:《论董事的概念》,载《时代法学》2009 年第 4 期。

[55] 参见仲继银:《法人董事的利与弊》,载《董事会》2018 年第 8 期。

[56] See Section 221 (3), Corporation Act 2001.

[57] See Standard Chartered Bank of Australia, Ltd. v. Antico, (1995) 13 A. C. L. C. 1381.

为影子董事而同样承担董事之责任。当然，也不是在所有情形下法人股东都会因为其对于附属公司的控制而存在承担影子董事责任的风险。整体而言，域外司法实践都呈现出将控制股东视为影子董事从而适用影子董事规则的保守与克制，比如英国公司法就为法人股东豁免影子董事的责任提供了指引，强调不能只因为子公司董事习惯于听从母公司指示而行动就将法人团体视为任何子公司的影子董事。

三、实质董事规制之果：从全球经验到中国实践的转换

我国新《公司法》第180条和第192条没有直接提及“事实董事”和“影子董事”之名，但其内容却是对于实质董事的公司法应对。新《公司法》这两条的规定在本质上是与我国过去三十多年来公司商业实践所形成的公司治理结构之现实直接相关。因为尽管建立起一套符合现代企业制度的公司治理结构一直是我国公司立法的目标，但控制股东控制公司日常管理的事实却不可否认地成为我国公司治理结构的常态。在股东、董事和公司三者之间，董事只在形式上掌管着公司事务，在实质上却可能充当着控制股东的代理人，董事会成为股东或股东会的附属物。^{〔58〕}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。^{〔59〕}正是基于这样的背景，为进一步强化对控股股东和实际控制人的规范，新《公司法》对于控股股东、实际控制人增加了一个公司法意义上的“紧箍咒”。

（一）实质董事法律规制的中国特色：比较法视野上的观察

1. 责任主体的“窄范围”

就事实董事而言，从新《公司法》第180条第3款“不担任公司董事但实际执行公司事务”的表述上看，新《公司法》此款的规定符合本文先前对于“事实董事”一词定义的解读，是一个典型的有关事实董事规制的条款。但与普通法系事实董事的立法与司法实践不太相同之处是：首先，我国新《公司法》的“事实董事”相当于在“董事”身份之外，单独基于“控股股东、实际控制人”的特殊身份而被施加了一种额外的法定义务。这种对于特殊主体单列义务的做法与英国、加拿大、澳大利亚、新加坡等普通法系国家并不相同，后者更多是采用通过对“董事”一词广定义的方式，将“董事”的概念界定为可以行使董事职责的（无论是否有董事的名分或者称号）的任何人（any person）。相对于我国新《公司法》的规制模式，后者事实董事可以涵盖的主体范围会更加广泛，不仅是控股股东、实际控制人，甚至公司的银行债权人、公司的律师都有可能因为对于公司管理权的控制而被认定为公司事实董事。其次，对于我国目前的立法表述而言，如果公司的股东存在多层的法人结构且穿透后不存在实际控制人（自然人），由于我国法律条文与实践并未承认“法人董事”概念，此时法人股东控制公司决策时，“忠实”与“勤勉”的信义义务适用于法人股东就存在逻辑上的疑问。于此情形下，更有可能出现的情况是法人股东因为自

〔58〕 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。

〔59〕 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。

身并无实际控制人而被法人股东自身董事会的内部自然人所控制,此时能够控制公司的自然人不是法人股东而是法人股东的内部控制人。由于这些股东的内部控制人不是公司的实际控制人,^[60]新《公司法》第180条第3款的前提条件无法满足,对于这些内部控制人无法施加与公司董事相同的信义义务,这其实就意味着对于原本需要采取同等约束措施的潜在对象留下了一个主体上的规制空白。

2. 义务要求的“宽幅度”

与定义上的“窄范围”不同,我国新《公司法》中事实董事和影子董事需要担责的范围却呈现出“宽幅度”的特点。比如,新《公司法》第180条第3款对于控股股东、实际控制人承担事实董事的责任采用了“实际执行公司事务”的条件表述。回溯本次修法过程,新《公司法》并没有采取一读稿时将董事会描述为“董事会是公司的执行机构”的表述,而是在删除“董事会对股东会负责”文字的基础上保留了原先“行使下列职权”的表述。在现有“董事会行使下列职权”的表述方式下,新《公司法》第67条整体上更像是董事会作为一个集体决策机构的“可议事项”的列举,此时如何解释“实际执行公司事务”的范围就会存在问题。比如控股股东、实际控制人对于公章、财务章或者合同章盖章程序的把控是不是在“实际执行公司事务”?股东与公司业务、人事、财务的“办公混同”是不是也可以代表着控股股东或者实际控制人对于公司事务的实际执行?如果对照英美法项下对于“董事职能”的要求只是在于公司经营的“决策”和“管理”,那第180条第3款现有的表述会不会在未来的司法实践中扩大了控股股东、实际控制人应该承担忠实义务和勤勉义务的适用范围?

又比如,新《公司法》第192条的规定也与普通法系影子董事的法律责任认定要件有所不同。^[61]以英国为代表的影子董事制度首先还是需要证明影子董事对于全体董事(或至少是董事会的大多数成员)的控制,而不像我国这样只是指示单一的董事从事特定的行为即应担责;其次,普通法系的影子董事责任还需要限定在对于“公司日常经营管理”的决策层面,而非公司做出的某项具体行为(表现为“损害公司或者股东利益的行为”)。因此,从司法实践的效果上看,尽管普通法系早就存在对于影子董事法律责任的规制要求,但普通法系影子董事的法律责任反倒是主要出现在公司破产或无力偿付阶段以此展现对于保护债权人利益的积极意义,影子董事责任的判例多集中于董事失格的申请以及要求影子董事为破产清算中的公司承担责任,特别是发生破产法上的不法交易之时。^[62]普通法系的“影子董事”概念很少用来解决控股股东对中小股东的利益损害问题,更多是用来解决公司破产、内部治理瘫痪时债权人的利益保护问题。^[63]

(二) 实质董事法律规制的适用:原则与例外的尺度把握

从某种意义上讲,新《公司法》第180条和第192条将控股股东和实际控制人参照事实董事

[60] 有关控股股东、实际控制人的定义可参见新《公司法》第265条。

[61] 此条规定虽与《德国股份公司法》第117条“任何利用自己对公司的影响指使一名董事或监事会的成员、经理或一名代办商实施损害公司或股东利益行为的人,对公司负有赔偿由此发生损害的责任”有所类似,但德国法上规定的不是行为人与董事、公司的共同连带责任,而是行为人单独对于公司侵权行为所产生的侵权赔偿责任而非董事责任。

[62] 参见丁亚琪:《实质董事的规范结构:功能与定位》,载《政法论坛》2022年第4期。

[63] 参见蒋学跃:《上市公司影子董事制度研究——以规制大股东和实际控制人为视角》,载《证券法苑》2011年第5卷。

和影子董事进行认定并施加实质董事的责任是近几年来我国渐为流行的“穿透式”（look-through）思维的立法体现。2018年4月发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（即业内俗称的“资管新规”）首次在金融监管政策层面提出了对银行理财产品、信托计划、券商理财产品、保险理财产品等所有资管类产品的“穿透”要求。^{〔64〕}随后最高人民法院在2019年11月发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“九民纪要”）特别强调了“外观主义系民商法上的学理概括，并非现行法律规定的原则”，因此要求在具体的民商事审判过程中要“通过穿透式审判思维，要求查明当事人的真实意思，探求真实法律关系”。由此，我国现有的金融监管、司法审判越来越多地强调基于“交易本质属性”的判断而进行的“穿透性监管”“穿透式检查”“穿透核查”“穿透披露”“穿透识别”等的“穿透性”要求。

虽然“穿透式”要求所强调的“实质重于形式”符合传统民法意思真实、主体平等的基本原则，也契合了“追求实质公平”的良法善治目标，但并不意味着在商事交易的任何领域、任何场景都适合百分百地追求和实现这种“实质性”的穿透。这里面最为主要的问题在于，无预期的穿透将意味着公司、金融等商业工具、金融工具结构的不稳定性和不确定性，从而打破商业社会原本已经围绕这些工具特性所树立起的既有风险分摊规则。以公司为例，公司制度的重大创新就是赋予了其“人格独立性”，通过法律对于公司法人人格独立的承认，切断了公司股东自身财产与公司财产之间的关系，从而阻断了公司债权人对于股东财产的追索权利。法人独立性的安排能够妥善地处理大规模投资所面临的风险后果分摊问题，从而有效地在公司股东、公司和债权人之间取得利益的平衡，促进企业家围绕资本而展开“冒险活动”，由此公司才被称为“现代社会最为伟大的发明，其重要性远甚于蒸汽和电力的发明，因为如果没有公司这一载体，蒸汽和电力的重要性将远远没有如此重要”^{〔65〕}。就作为工具的公司而言，作为公司意志代表的董事会的结构和运行都有着特定的内在逻辑和“游戏规则”，由此决定了如果认可公司这种工具就需要首先尊重这个工具自身所附带的基本规则。因此，既然法律给予了公司法人独立性的工具特点，而法人独立性的前提下又是通过公司董事这种治理结构来表现出公司的意志，那么在确保这种制度运行时首先还是应该尽量考虑对于这种工具本身的逻辑要求，即侧重于那些经过合法形式选任并且完成登记公示的形式董事的权利、义务与责任的配置要求。换句话说，在公司董事责任方面，还是要首先保持对于形式董事是否勤勉履职的追责，不应将对于实质董事的义务穿透作为一种可普遍适用的归责原则而广泛运用于公司治理结构之中。因为如果实质董事的“身份穿透”成为一种常态或者一个原则，那么原先公司法上所树立起来的形式董事所应有的职能和功能很有可能就会受到“随时穿透”的影响，从而严重影响公司债权人、公司职工和其他第三方对于公司原本所应有的常态治理结构的稳定预期。

也正是基于这样的原因，我们不难看到，尽管诸多域外公司法立法已经确立有关事实董事与影子董事的概念，但在司法审判过程中对于事实董事或影子董事的认定却还是相当谨慎，并不是

〔64〕 穿透式监管的核心要求是“对于多层嵌套资产管理产品，向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产”。参见《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第27条第（二）款。

〔65〕 Nicholas Murray Butler, *Why Should We Change Our Form of Government?: Studies in Practical Politics*, Charles Scribner's Sons, 1912, p. 82.

出于一定需要有人最终为公司责任“买单”的心态而进行实质董事的认定。可以看到,无论是对事实董事认定的“三要素原则”,还是对影子董事认定的“控制标准”,其判断的核心仍是在于“需要将公司法人人格独立性置于重要的地位”,不能因为存在事实董事或者影子董事制度而“反噬”(swallow)原本应该遵从的公司法人人格独立性的基本特点。^[66]形式董事与实质董事之间的关系就如同“法人人格独立”与“刺破公司面纱”之间的关系。我们应当意识到,在发展出“刺破公司面纱”原则而给予公司债权人额外保护的机会时,相较于法人人格的独立性原则,法人人格的否认只是公司法上有限的例外而非常态之举。^[67]因此,尽管新《公司法》第180条和第192条在内容上引入了事实董事和影子董事的规制条款,但这两个条款在未来司法裁判的实践中应该从严理解事实董事或者影子董事“执行公司事务”(即实际参与公司管理权)或者“指示董事”(即控制公司董事会决策)的构成要件,对于控股股东和实际控制人的法律责任,仍然应该在最大程度尊重公司法人人格独立的基础上,既不放纵不管也不矫枉过正,应当谨慎适用第180条和第192条有关对于实质董事责任的穿透要求。

(三) 实质董事法律规制的细节:“傀儡董事”的共同追责

事实董事和影子董事都意在指向那些实际上掌控着“公司日常管理”之人,而原本这些公司日常管理的权限在公司治理结构设计中是分配给了法律所规定的形式董事。可见,在实质董事与形式董事的二分法下,形式董事名义上是公司的董事,但实际上却是股东或股东会的附属物,^[68]成为实质董事所控制的“傀儡”。在我国的公司法实践中,尽管我国《公司法》自颁布以来,对于董事一直采用的是“股东会选举”而非“股东任命”模式,^[69]但公司董事的任命往往还是来自不同股东力量的角逐,股东会上的选举程序只是为了完成法律对于董事任命的形式要求,董事们往往自己也理解为代表着“委派股东”^[70]的利益来监督、制衡公司以及其他董事、高管。由此,我国公司的董事往往听命于“委派股东”的意志,成为股东“安插”在公司内部的代理人,董事是“股东的人”而非“公司的人”,董事成为股东遥控指挥的“傀儡董事”成为一个无法回避的现实,甚至在某种程度上还被认为是一种“理所应当”的安排,公司董事更像是某种身份而不是一个职业。

在这样的公司治理结构现实下,因为形式董事以股东的意志优先于公司的利益而听命于公司股东或者实际控制人的指令,此时引入新《公司法》第180条和第191条来对事实董事或者影子董事进行追责存在现实的需求和显著的意义。但在实质董事担责的同时,那些听命于股东意志的“傀儡董事”的法律责任又该如何处理却可能存在争议。比如,在“康美药业虚假陈述民事责任”

• 323 •

[66] See Stephen M. Bainbridge, *Corporate Directors In the United Kingdom*, 59 William & Mary Law Review Online 65, 81 (2017)。

[67] 参见〔美〕斯蒂芬·班布里奇、M. 托德·亨德森:《有限责任:法律与经济分析》,李诗鸿译,上海人民出版社2019年版,第217页。

[68] 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。

[69] 1993年《公司法》第38条在股东会的职权中列明“(二)选举和更换董事,决定有关董事的报酬事项”(但依据第45条之规定,董事会中的职工代表由公司职工民主选举产生),后续的《公司法》修改、修订保留了此种“股东会选举”模式;而在《中华人民共和国外商投资法》以前适用的《中华人民共和国中外合资经营企业法》和《中华人民共和国中外合作经营企业法》中公司制法人在董事产生办法上倒是采取了“股东任命”模式,即允许投资方按照合资(作)合同或者公司章程委派和撤换董事,并非通过股东会选举方式产生。

[70] 但在形式上体现为由股东向公司或股东(大)会推荐候选人以供股东(大)会选举表决。

一案中，虽然法院对于部分董事创造性地采用了具有中国特色的“比例连带责任”方式判定董事、高管应当承担的责任，^{〔71〕}但对董事判决高达2.5亿~5亿的连带赔偿金额也引发了对于上市公司董事“责任、收益与风险”的大讨论。^{〔72〕}本文认为，仍然是基于公司法人独立性的大前提，依据法定形式选举产生的形式董事对于公司始终负有法定的“善管”义务，形式董事的责任不能因为有了事实董事、影子董事责任的“兜底”而“网开一面”。相反，在公司治理结构中，真正落实形式董事责任反倒是保障公司法人独立性至关重要的一个因素：因为将决策权力分配给管理层或董事会的好处不仅在于它简化了决策程序（相对于众多合伙人的一致认可），而且还确定了为实体行动负有责任的人，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。^{〔73〕}形式董事只有真正需要为自己的行动（无论是作为还是不作为）承担法律责任，才有可能在面对实质董事的“控制性要求”时，有勇气、有能力、有义务切断实质董事的“控制之手”，由此才有机会进一步维护“公司法人人格独立”这一基本前提。因此这也是为什么在英国法项下，尽管也会允许对于公司董事的任命可基于一定的特殊目的（比如代表股东的立场），但公司董事代表股东利益的前提是股东利益需要和公司利益一致。如果股东的利益与公司的利益并不一致，受股东委派的董事还是需要以公司的利益作为其履职的前提。如果董事听从股东的指令而使股东利益超越于公司利益，公司董事仍需因此为公司所造成的损失向公司进行赔偿。由此，董事及其职能的正常运行才是保障现代公司治理结构运行正常的基本条件，事实董事和影子董事责任的制度引入不能“越俎代庖”地替代形式董事在公司法项下对于公司所应有的谨慎管理的注意义务。

（四）实质董事法律规制的终极效果：股东权利救济的公司法与证券法协调

就新《公司法》第192条的立法背景而言，从一读稿就已写入的“控股股东、实际控制人”连带责任的要求在某种意义上可以视为对当下有关上市公司证券虚假陈述民事责任“追首恶”制度的进一步完善。为了解决中小投资者在向上市公司追究证券虚假陈述民事责任过程中“大股东犯错、小股东买单”的矛盾，2019年12月修订的《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）第85条将原先控股股东、实际控制人的“过错责任”转换为“过错推定责任”，即如果上市公司信息披露存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，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。虽然《证券法》解决了在证券市场中因为虚假陈述而遭受投资损失的股东（以下简称“适格原告”）在公司之外向控股股东、实际控制人寻求侵权法意义上的救济问题，但《证券法》并没有完全解决在上市公司担责的情形下，其他非适格原告的中小股东面临公司价值减少而遭受的股权价值减损应该如何得以救济的问题。在此意义上，新《公司法》第192条有关“控股股东、实际控制人”作为影子董事而与公司董事共同承担连带责任的设计可以说是在制度上解决了股东对于造成公司损失的实际责任人进行

〔71〕 参见广东省广州市中级人民法院（2020）粤01民初第2171号民事判决书。

〔72〕 参见李志刚等：《证券虚假陈述纠纷中独立董事的赔偿责任：案例、法理与制度完善》，载《人民司法》2022年第1期；郭富青：《我国独立董事的制度悖论、缺陷与解决途径——对“康美药业案”引发的独立董事辞职潮的思考》，载《学术论坛》2022年第1期。

〔73〕 See Margaret M. Blair, *Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century*, 51 UCLA Law Review 387, 435 (2003).

内部追偿的救济路径问题。

就新《公司法》第192条的表述逻辑而言,应当理解为该条款不仅包含了控股股东、实际控制人作为影子董事控制形式董事而应承担的责任,更是通过“连带责任”的表述间接明确了形式董事在忠实、勤勉义务以外从事“损害公司或者股东利益的行为”(比如证券虚假陈述)也应向公司或股东承担的赔偿责任。更为值得注意的是,有别于《证券法》第85条直接赋予适格原告基于虚假陈述行为而对作为共同侵权行为人的控股股东、实际控制人享有的直接诉权,新《公司法》第192条项下的所有救济都只应通过“公司”这一个载体而展开。换句话说,即使形式董事或者实质董事实施了涉及“损害股东利益”的行为,这种被损害的“股东利益”只应该被理解为“公司利益受损而导致的自身利益间接受损”。因为董事对股东可能产生的直接侵权损害应该视为董事个人单独的侵权行为,其对应的请求权基础只能是《中华人民共和国民法典》侵权责任编的相关条款,抑或可能适用新《公司法》第191条项下的董事与公司的共同侵权责任。^[74]新《公司法》第192条项下的救济不应被视为股东基于自身的个体权益而对影子董事和形式董事的直接诉权救济,其只能作为公司整体利益受损而间接影响股东利益时,由公司作为本条项下适格原告而向形式董事或者实质董事进行追责的准据法基础。据此,对于控股股东、实际控制人损害公司利益的行为其实可以分别产生证券法和公司法这两种内外有别的追责路径:在证券法责任方面,受损股东可以依据《证券法》第85条采取个别诉讼、普通代表人诉讼或者特别代表人诉讼的方式进行追索,该类诉讼的举证责任采取过错推定方式,应由控股股东、实际控制人证明其在相应的诉争活动中不存在过错,否则即应担责,这是证券法对于中小投资者利益所采取的一种国家介入干预的倾斜保护路径;而股东若依据新《公司法》第192条采取诉讼,其只能是以公司名义提起的普通诉讼(或者是依据新《公司法》第189条而启动股东派生诉讼程序),这类诉讼仍然应该适用“谁主张、谁举证”的普通诉讼证明规则,它并不特别彰显对于某一类特定主体的倾斜保护,而应该体现基于公司整体的利益而对所有股东平等保护的利益平衡观。

• 325 •

四、代结论

现代公司治理结构的核心就在于维护法人独立性基础上的公司管理权力的分配与制约机制。无论是“股东会中心主义”还是“董事会中心主义”,确保董事忠实、善良地管理公司都是现代公司法实现公司、股东和债权人利益平衡保护的重要手段,而董事责任制度就是确保董事忠实、勤勉义务得以实现的最有效保障。为了防止董事责任的不当逃逸,现代公司法在形式董事规制的基础上又基于对商业实践的回应,将事实董事和影子董事作为实质董事纳入法律规制的范围。在我国仍然面临的“一股独大”控制权结构下,如何在坚持公司法人独立性的目标中完善对于控股股东、实际控制人不法干预公司日常管理的约束机制则是完善我国公司治理结构必须面对和处理的重点和难点。在此背景下,新《公司法》第180条和第192条可谓在借鉴国际经验的基础上对

^[74] 新《公司法》第191条有关董事对外责任的要件和责任形式争议颇多,因为不是本文讨论的重点,在此并不展开,有兴趣的读者可以参见张巍等:《董事对股东有无信义义务——新公司法第一百九十一条、第一百九十二条之法理与现实》,载《人民司法》2024年第4期。

于实质董事的规制给予了一个中国的立法回应。但此种立法是否能够真正转换为具有中国特色、富有成效的公司治理实践，还需要我们在正确认知公司的性质、董事的角色、公司治理目标的基础上统一认识、逐步摸索，以其最终达成共识，形成标准。

Abstract: Being an independent legal person, the corporation needs to have its own decision-making body for will-expression and action-decision. The modern company law gives directors the right to exercise these functions of managing the company, which also gives rise to the obligations and responsibilities that directors should have with respect to the company. From the perspective of legal requirements, although the directors of a company need to meet the statutory qualifications and satisfy with the specific legal forms, the modern company law actually covers de facto directors and shadow directors who do not have the name of directors but exercise the duties of directors into the scope of regulation for the purpose of the evasion of directors' duties in practice, thus forming a seamless coverage on de jure directors and deemed directors. The current revision of China's Company Law also introduces provisions similar to those for deemed directors, hoping to restrain the controlling shareholder and the actual controller from improper interference in the operation of the company and be liability for such illegal interference. However, due to the legislation differences between PRC's Company Law and the other jurisdictions, we may face the challenges on balancing the different relationships, such as principle and exception, de jure directors and deemed directors, company law and securities law, which determines that we need to better understand on the reasons, demands and requirements of the legal regulation on the deemed directors from a more dimensional and comprehensive perspective.

Key Words: corporation legal person, de facto directors, shadow directors, directors liability

(责任编辑：缪因知)

董事合规义务的体系定位和动态展开

王真真*

内容提要：公司合规的意旨在于公司的管理过程中如何通过内部治理确保公司及其雇员的行为遵守相应的法律和社会规范，公司合规义务的实现需要遵循公司内部权力分配的基本规则。在公司治理结构中，作为公司权力的中心，董事会是合规机制的领导机构，作为董事会成员，董事负有最重要的合规义务，经理层负责协助董事履行合规义务。在内容上，董事合规义务主要是制定公司合规计划并监督其运行，及时发现公司运营风险并进行妥当处置。体系上，合规义务可以归属于勤勉义务，无需设置为独立的义务。从动态的角度看，董事合规义务可以分为预防、实施、调查和改进四个阶段，通过对公司经营管理中所面临的风险进行分类识别和控制，董事合规义务可以提高公司内部信息沟通的效率，破解信息不对称问题。从公私法协同的视角观察，董事合规义务作为实现公司自我规制的一种私法手段，也可以缓解公共执法不足带来的监管真空。

关键词：董事合规义务 监督义务 勤勉义务 体系定位 动态展开

• 327 •

一、问题的提出

公司合规问题在国内外引起广泛关注。中石油燃料油案件、富国银行案等事件都引发了如何确保公司合规经营的社会议题。随着公司力量的扩展和强大，对公司的监管也在加强，但现实仍然是监管真空和监管重叠并存。^{〔1〕}我国公司法律规范并未对公司合规及其内容作出明确规定。^{〔2〕}

* 王真真，同济大学法学院助理教授。

本文为2022年度上海市哲学社会科学规划青年课题“公司合规机制的董事义务之维”（2022EFX007）的阶段性成果。

〔1〕 参见邢会强主编：《证券法学》（第3版），中国人民大学出版社2023年版，第15页。

〔2〕 《中华人民共和国公司法》（2023年修订）第177条规定，国家出资公司应当依法建立健全内部监督管理和风险控制制度，加强内部合规管理。但合规义务是否仅限于国家出资公司以及合规义务的概念和内涵尚待阐明。

公司合规的既有研究分别集中在刑事合规和行政监管合规，^{〔3〕}但二者对公司合规的规范均属公法治理体系，容易忽视私法体系自身对公司治理的调整。显然，完整的公司合规治理体系应由公法和私法连续协同来保护公共利益和个人利益。仅以刑事处罚激励企业合规对公司治理而言也显得过于被动，决策科学表明采用温和的“助推”方式要比强制性的命令更有助于人们行为的改变，^{〔4〕}而公司法相对于刑法的调整手段显然更具有自主性。国内学者在使用“合规”一词时，通常将其与遵守法律等同。^{〔5〕}然而这种同义反复式的定义对理解公司合规并无实益，需要在公司治理结构中重新阐释公司合规。域外理论将公司合规界定为一种管理程序，^{〔6〕}国际标准化组织则更进一步列举了合规的要素。^{〔7〕}本文无意卷入公司合规的概念争论，与其进行无休止的概念之争，不如直指问题的实质。在公司治理结构中，公司合规主要涉及三个不同层面的问题。第一是公司合规义务主要由谁履行。第二是如何界定合规义务在现行公司治理体系中的定位。第三是合规义务的制度如何具体构建和展开。在公司治理语境下，合规不仅要求公司自身遵守法律和规范，还要求公司在管理时采取动态化的管控措施和程序确保其雇员遵守法律和相应的社会规范。

实际上公司合规义务由谁履行，法律上也曾有过不同见解。由于公司是法律上所拟制的人，并不具有自然人那样的意识和生理机能，其意思机构由自然人组成，^{〔8〕}因而公司合规需要具体到公司内部由相应的公司治理机关及其成员来落实。国资委于2018年颁布的《中央企业合规管理指引（试行）》中明确将监事会和董事会并列为公司合规的义务主体，但在2022年发布的《中央企业合规管理办法》（以下简称《办法》）中，法定的合规义务主体只有董事会和经理层。这说明，公司合规义务主体的界定应当与公司内部权力分配的规律相匹配。根据公司权力归属的坐标理论，董事会是公司权力的中心，公司的经营管理和决策属于董事会的职权范畴。^{〔9〕}在公司治理中，合规管理和合规计划的制定属于公司的重大决策和管理事务，应当归属于董事会。因而董事负有合规义务是不言而喻的。在一些大型的公司中，董事会通常会授权经理层制定合规计划，但是董事会仍然保留着对经理层的监督权力。董事会对经理层监督的最主要任务就是根据公司法 and 相关法律建立完善的合规体系及其运行体系，从而确保公司的经营管理符合法律要求。^{〔10〕}因此，董事负有合规义务并不意味着董事要亲自制定公司合规计划，董事的合规义务其实是合规

〔3〕 代表性文献参见陈瑞华：《企业合规不起诉制度研究》，载《中国刑事法杂志》2021年第1期；张泽涛：《论企业合规中的行政监管》，载《法律科学（西北政法大学学报）》2022年第3期。

〔4〕 参见〔美〕理查德·塞勒、卡斯·桑斯坦：《助推：如何做出有关健康、财富与幸福的最佳决策》，刘宁译，中信出版社、中信出版集团股份有限公司2018年版，引言第5-7页。

〔5〕 参见王鹏：《数据平台个人信息保护的合规义务与路径实施》，载《江苏社会科学》2023年第3期。

〔6〕 比如，美国公司合规教授杰弗里·米勒（Geoffrey Miller）指出，合规（compliance）并不是我们通常意义上所理解的对法律和规范的遵守，而是有其特定内涵的，合规是指一个组织所采取的一种管理程序，用来确保雇员或者成员遵守相应的规范，这里的规范既包括国家的法律法规，也包括公司内部规范。See Geoffrey Miller, *The Law of Governance, Risk Management and Compliance*, Wolters Kluwer Law & Business, 2017, p. 3, 157.

〔7〕 国际标准化组织于2021年制定了新版的《合规管理体系：适用要求和指南》，该标准列出了要达到合规目的所建议采用的要素，包括建立合规计划、执行计划、检查和改进。

〔8〕 参见王湘淳：《论公司意思独立的程序之维》，载《中外法学》2021年第4期。

〔9〕 参见梁上上：《公司权力的归属》，载《政法论坛》2021年第5期。

〔10〕 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。

监督义务，但由于国内普遍使用合规义务的概念，本文亦从之。

即使认识到董事负有合规义务，目前公司法学界对董事合规义务的性质和内容仍有不同看法。有的学者主张合规义务应当属于勤勉义务之重要内容；^{〔11〕}也有学者认为应当定位为独立的义务；^{〔12〕}还有学者认为合规义务内容既包括勤勉义务，也涵盖忠实义务。^{〔13〕}比较法上，美国公司法学界及司法实践中提出董事的监督义务，将合规监督义务确立为董事的义务范畴。^{〔14〕}虽然，监督义务的性质尚存争议，但是经过我国学者的引介，逐渐为学界及司法界所认可，产生了相当的影响。^{〔15〕}董事合规义务的定性是进行制度设计的前提，将其界定为忠实还是勤勉，既需要遵循公司治理的基本逻辑，也需要考虑合规义务的动态性和特殊性。问题在于，界定性质之后，落实董事合规义务的制度如何构建和展开，目前尚待进一步研究。因而如何具体构建董事合规义务，仍存在可探讨之余地。

二、董事合规义务的体系定位

董事合规义务的定位需要回答的问题是：合规义务如何与现行公司治理体系中的信义义务相协调，究竟是独立的义务类型还是可以归属到忠实或者勤勉义务。从法律规制方式的角度看，在对合规义务进行定位时，需要确立妥当的规范理念。

（一）董事合规义务定位的理念：动态合规

合规义务定位必须面对公司经营管理的复杂性。从企业生命周期理论来看，企业在发展过程中会经历孕育期、初创期、成长期、成熟期和衰退期几个阶段。在不同的发展阶段企业面临的形势和环境是在不断发生变化的，尤其是当企业处于不同生命周期的交替之际，公司的董事和管理层需要及时调整管理方式和策略去应对公司经营的异常情况。^{〔16〕}因此，公司经营管理的复杂性也要求董事履行合规义务时应当注意公司经营状况和环境的变化，适时制定和调整公司合规计划。

（二）董事合规义务独立于信义义务难以成立

在现行公司法理论下，董事信义义务被划分为忠实义务和勤勉义务。虽然近年来，在美国特

• 329 •

〔11〕 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；陈景善：《董事合规义务体系——以董事会监督机制为路径依赖》，载《中国法律评论》2022年第3期；刘斌：《公司合规的组织法定位与入法路径》，载《荆楚法学》2022年第3期；梁爽：《美、日公司法上的董事合规、内控义务及其对我国的启示》，载《中外法学》2022年第2期；徐深澄：《董事合规监督义务的构建——以内生性合规为视角展开》，载《商业经济与管理》2023年第5期；杨淦：《合规机制对公司治理的挑战及公司法回应》，载《现代法学》2023年第2期。

〔12〕 参见汪青松、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。

〔13〕 参见陈洪磊：《公司董事合规义务的制度建构》，载《财经法学》2023年第6期。

〔14〕 See Melvin Aron Eisenberg, *Legal Models of Management Structure in the Modern Corporation: Officers, Directors and Accountants*, 63 California Law Review 375, 396 (1975); In re Caremark International Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996).

〔15〕 参见傅穹：《公司利益范式下的董事义务改革》，载《中国法学》2022年第6期；吴越、陈杰：《董事监督义务裁量规则研究》，载《社会科学研究》2023年第6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；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》2018年第25卷。

〔16〕 参见〔美〕伊查克·爱迪思：《企业生命周期》，王玥译，中国人民大学出版社2017年版，第17-19页。

拉华州判例法体系中逐渐衍生出董事的诚信义务 (good faith),^[17] 但是特拉华州最高法院随后否认了诚信义务是一种独立义务。^[18] 我国也有学者提出引入诚信义务的相关见解。^[19] 有观点认为合规义务难以与传统的信义义务兼容, 理由是合规义务服务于公共利益, 而信义义务服务于股东的利益。^[20] 笔者认为, 合规义务保护公共利益的任务主要应由刑法等公法部门实现, 而保护个人利益主要为私法部门的任务。因此, 作为私法之一部, 公司法中的合规义务应以维护公司和股东利益为核心目标。

因而总体来看, 合规义务可以归属于传统的信义义务,^[21] 董事合规义务究竟是属于忠实义务还是勤勉义务? 忠实义务和勤勉义务虽被统称为信义义务, 但是二者的发展轨迹却不尽相同, 前者以衡平法上的信托关系为基础演变而来, 后者则以侵权法上的过失为基础而逐步形成。^[22] 从制度利益来看, 法律制度所体现的核心利益是区别不同法律制度特征的关键,^[23] 忠实义务和勤勉义务能否包含合规义务, 取决于其核心利益的范围。因此需要将合规义务与二者进行比较分析。

(三) 董事合规义务难以嵌入忠实义务

忠实义务所要解决的问题是防止董事为自己的利益行事而与公司利益发生冲突, 也即董事要将公司利益置于自身利益之上。学界一般认为忠实义务是为公司经营权行使主体设置的“道德标准”,^[24] 即一个正直的人所应具有的品质。典型的利益冲突情形是董事侵夺公司的商业机会和从事关联交易行为, 这在许多国家都是公司法所禁止或者需要经过披露和批准的行为。董事合规义务与忠实义务显然不同。董事合规义务的核心内容是确保公司及其雇员守法, 在行为模式上要求董事采取积极作为的方式去维护和促进公司利益。比如建立合规制度以规范和监测公司及其员工的不合规行为, 有效预防违法行为的发生。董事违反合规义务固然会损害公司利益, 但这更多是董事怠于履行义务的结果, 而非利益冲突的结果; 而董事违反忠实义务时主观上表现为故意, 客观上则表现为篡夺公司机会、关联交易等行为。^[25] 因此虽然二者的制度利益均是为了保护公司利益, 但是二者所调整的利益关系状态是有着本质区别的。

在我国, 理论界有学者认为董事守法义务也应当是董事合规义务的内容, 并将守法义务归属于忠实义务。^[26] 即将董事自身积极主导或者从事不合规的行为也纳入合规义务范畴。将董事守

[17] See *In re Walt Disney Co. Deriv. Litigation*, 906 A. 2d 27 (Del. 2006).

[18] See *Stone v. Ritter*, 911 A. 2d 362 (Del. 2006).

[19] 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。

[20] 参见莫志:《社会风险融入公司治理下的董事合规义务——困境、重释与平衡》,载《海南大学学报(人文社会科学版)》,网络首发时间:2023年6月13日,转引自 [chonghttps://kns.cnki.net/kcms2/article/abstract?v=Eo9-C_M6tLlH6xvR3RDrmlCvjPGaOil08UZGWYNIQBTKBvrGeoixnKddz_O7OqXXzLwaxJo2Ej3wVrwYXf28KHTquMC7eNdjmrMl8pR_y57oR44hl2s_0saQ43wWeC_bjtK_3FRYaU=&-uniplatform=NZKPT&-language=CHS](https://kns.cnki.net/kcms2/article/abstract?v=Eo9-C_M6tLlH6xvR3RDrmlCvjPGaOil08UZGWYNIQBTKBvrGeoixnKddz_O7OqXXzLwaxJo2Ej3wVrwYXf28KHTquMC7eNdjmrMl8pR_y57oR44hl2s_0saQ43wWeC_bjtK_3FRYaU=&-uniplatform=NZKPT&-language=CHS),最后访问时间:2023年11月29日。

[21] 持相同观点者,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。

[22] See Paul L. Davies & Sarah Worthington, *Gower Principles of Modern Company Law*, 10th Edition, Sweet & Maxwell, 2016, p. 478.

[23] 参见梁上上:《利益衡量论》(第3版),北京大学出版社2021年版,第171页。

[24] 参见赵旭东主编:《公司法》(第4版),高等教育出版社2015年版,第312页。

[25] 参见梁上上:《公司合规的法理阐释》,载《中国社会科学报》2023年8月1日,第5版。

[26] 参见陈洪磊:《公司董事合规义务的制度建构》,载《财经法学》2023年第6期。

法义务放在忠实义务中具有一定合理性,但是这与董事的合规监督义务是不同的事物,二者应当区分开来。董事合规(监督)义务强调的并非董事自身要遵守法律,而是董事如何确保公司及雇员(主要是高级管理人员)的行为符合法律和相应的规范,做到公司利益的维护者和“看门人”。从规范目的来看,我国立法者在使用董事的守法义务时更多是将其作为忠实义务和勤勉义务的修饰表述。^[27]在美国,即使确立合规监督义务的 Caremark 案件主审法官艾伦(Allen)也认为,董事故意从事违法行为的属性与合规监督义务具有本质区别,公司法是否有必要专门强调守法义务也是存疑的。^[28]

(四) 董事合规义务从属于勤勉义务

董事合规义务从属于勤勉义务,是勤勉义务的具体化。勤勉义务指的是董事应当对公司事务尽到合理的注意。从信义法原理上讲,董事是为他人的利益处理事务,因而应当尽责,也即任何一个人在处于类似情形时都会采取的处理方式,我国学者将其概括为“本职业团体成员的平均水平”^[29]。由于勤勉义务的抽象性,有学者认为,勤勉义务既要有一般条款,也要规定在具体情形下的勤勉义务。^[30]笔者认为,合规义务即是勤勉义务的一个子义务,主要理由如下:

首先,合规义务的要求与勤勉义务的本质相契合。根据《示范商事公司法》(Model Business Corporation Act,以下简称 MBCA)的规定,勤勉义务标准包括:(1)善意;(2)尽到合理注意;(3)为公司最佳利益行事。^[31]同时,董事要在知情的基础上进行决策并对公司尽到相当的监督职责。^[32]《中华人民共和国公司法》(2023年修订)(以下简称《公司法》)第180条第2款借鉴 MBCA 的规定,确立了勤勉义务的一般标准,具有进步意义,但尚未将实践中已有雏形的合规监督义务明确为其内容。勤勉义务的本质在于尽到合理注意和尽职尽责,在决策时及时和全面掌握公司资讯。合规义务要求董事对公司及其雇员的行为进行监督,防止不法行为发生。在具体行为上,董事负有义务去构建公司内部的信息报告和传递系统,并且监督该系统的运行,从而使得董事会可以及时掌握公司的信息。^[33]公司所面临的合规风险会随着经营管理情况和外部环境而发生变化,因而董事的合规监督义务也应当是持续性的和动态的。在设计和监督合规机制运行时,董事应当尽到合理注意,避免违规行为发生而损害公司利益,因而合规义务与勤勉义务在要求上具有契合性。

其次,将合规义务界定为勤勉义务的内容有着实证法和实践的支持。我国《上市公司章程指引》(2022年修订)第98条第1项规定了董事的勤勉义务内容。该条明确指出:“董事应当遵守法律、行政法规和本章程,对公司负有下列勤勉义务:(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……”

[27] 参见桂敏杰、安建主编:《新公司法条文解析》,人民法院出版社2006年版,第352页。

[28] See William T. Allen, Reinier Kraakman & Vikramaditya S. Khanna, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, 6th Edition, Aspen Publishing, 2021, pp. 304-306.

[29] 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,第69页。

[30] 参见叶林:《公司治理制度:理念、规则与实践》,中国人民大学出版社2021年版,第188页。

[31] See Model Business Corporation Act, § 8.30 (a).

[32] See Model Business Corporation Act, § 8.30 (b).

[33] 参见王真真:《董事勤勉义务制度的利益衡量与内涵阐释》,载《财经法学》2022年第3期。

该指引虽然不是正式的法律，但为上市公司普遍遵守。又比如，《上市公司信息披露管理办法》第4条规定董事应当保证披露信息的真实、准确、完整，信息披露及时、公平。这项规定可以看作是董事对公司信息披露负有合规监督义务的规范。

最后，将合规义务界定为勤勉义务也有着比较法上的支持。在 Caremark 案中，法院认定董事对公司的合规经营管理负有监督的职责。^[34] 具体而言包括两个方面：一是对公司尽到必要的注意，从而及时发现公司的不当行为并且根据情况采取后续的调查和处理措施；^[35] 二是监督公司的业绩表现和经营决策风险。^[36] 董事监督义务的产生，也是为了制约公司的不合规行为。Caremark 案件的诉因是公司雇员从事商业贿赂行为导致公司受到监管机构处罚，因此股东提起派生诉讼，要求董事为此承担民事责任。而在美国公司法体系下，监督义务是从属于董事勤勉义务的，因而合规义务当然从属于勤勉义务。^[37] 实际上，在大陆法系的德国，董事合规义务从属于董事合法义务的框架，而合法义务则又属于注意义务的类型之一，其在内容上也大致与美国的董事监督义务相类似，既包括建立合规组织，也包括监督。^[38]

将监督义务归为勤勉义务也符合信义义务法理。监督义务的性质虽存在一定争议，但主要是基于司法政策上的考量，有其特殊制度背景。特拉华州法院对监督义务定性时之所以在勤勉义务和忠实义务之间徘徊，主要是因为，该州公司法允许董事会修改章程免除因违反勤勉义务产生的民事责任，^[39] 若允许董事自己免除自己的义务，则将监督义务放在勤勉义务项下并无实益。而根据该州公司法，忠实义务不得免除，所以法院才会考虑将监督义务置于忠实义务项下。在新近发展中，美国法学会于 2019 年启动并于近期通过的《公司治理法律重述》也就监督义务性质进行了说明。《公司治理法律重述》虽然将其放在忠实义务下处理，但起草者认为这是为了应对勤勉义务责任可以被公司章程豁免而作的妥协之举。^[40] 理论上一般认为，我国《公司法》中并未设置董事责任免除规范，仅在董事会决议违法时，会议记录记载的异议董事才可免责。^[41] 《公司法》第 125 条第 2 款对此也予以确认。从立法目的上看，信义义务是为了维护公司和全体股东的利益，^[42] 该规定属于保护他人的法律规范，董事信义义务的内容是强制性的，不允许通过章程或者合同免除。因此就我国而言，从逻辑上将合规义务定性为监督义务，从而从属于勤勉义务的做法具有一定合理性。合规义务与风险管理义务同为监督义务的重要内容，广义上的风险管理义

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

[35] See John Armour, Brandon Garrett, Jeffrey Gordon & Geeyoung Min, *Board Compliance*, 104 Minnesota Law Review 1191, 1214 (2020).

[36] 与对公司合规的监督不同，对公司经营业绩的监督，很大程度上是源于董事对公司经营风险的管理和控制义务，这在金融市场和衍生品市场等高风险领域表现尤为明显，比如花旗银行案。See Franklin Gevurtz, *Corporation Law*, 3rd Edition, West Academic Publishing, 2021, pp. 285–286.

[37] See John Armour, Jeffrey Gordon & Geeyoung Min, *Taking Compliance Seriously*, 37 Yale Journal on Regulation 1, 31 (2020).

[38] 参见张怀岭：《德国法董事合规义务的司法适用逻辑——基于对“西门子诉纳伯格案”的分析》，载王洪亮、张双根、张谷等主编：《中德私法研究》（13），北京大学出版社 2016 年版，第 238、243 页。

[39] See DGCL § 102 (b) (7).

[40] See American Law Institute, *Restatement of the Law, Corporate Governance*, Tentative Draft No. 1, 2022, p. 60.

[41] 参见李建伟：《公司法》（第 4 版），中国人民大学出版社 2018 年版，第 368 页。

[42] 参见安建主编：《中华人民共和国公司法释义》（最新修正版），法律出版社 2013 年版，第 233 页。

务是指组织为了应对不确定性而采取的任何措施。尤其是 2008 年金融危机以后，系统性金融风险所引发的公司倒闭带来市场震荡，董事会不得不重新评估其风险管理方法，对金融风险的监督日益受到重视。^{〔43〕} 合规风险与广义的风险管理存在交叉，而狭义的风险管理则包括普通商业风险、金融风险等。狭义的风险管理义务将在后文风险识别一节中详述，此处不赘。合规义务在董事义务体系中的定位，可以通过图 1 示明：

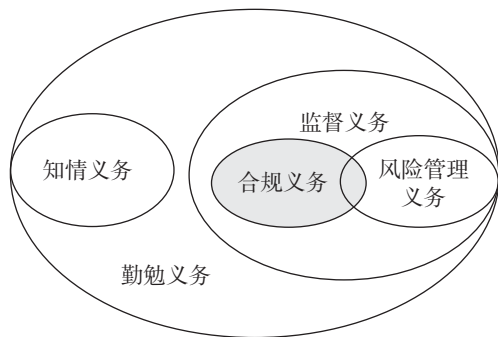


图 1 合规义务在董事义务体系中的定位

总之，董事合规义务可以在董事信义义务体系中找到合适的定位，无需设置为独立的义务。在性质上，合规义务与忠实义务具有不同的制度利益，因而不宜归入忠实义务；合规义务从属于董事对公司及雇员行为的监督义务，而监督义务则是勤勉义务的子义务。^{〔44〕} 监督义务对董事持续监督公司信息报告系统运行的要求，也与合规义务的动态性要求相契合。因而在体系上，合规义务属于董事勤勉义务的重要内容。

• 333 •

三、董事合规义务的动态展开

在公司治理中，各种复杂的利益关系相互交错，因而公司治理虽有最佳实践，但并不存在一刀切的方案。合规义务是一个动态的、分阶段的管理过程，董事的合规义务也应当建立在这一基础之上。按照国际标准化组织制定的《合规管理体系要求及使用指南》，合规管理包括建立和执行制度以及对制度进行评估和改进，这一动态要求在司法判例中也有所体现。从美国法学会正在起草的《组织合规与实施原则》中可以看出，合规制度建设也是一项系统性的工作，建立在阶段划分基础之上。整体而言，董事合规义务的系统性流程，可以通过图 2 示明：

（一）预防阶段：建立合规计划

1. 公司内部存在信息不对称问题

公司合规作为一种治理模式，具有信号传递的功能，它是一种判断公司治理质量的方法，为监管者的政策制定和执法提供决策依据。同时它也可以对公司外部的债权人、股东等传递有关公

〔43〕 See Frank Partnoy & Elizabeth Pollman, *Business Organizations: A Contemporary Approach*, 4th Edition, West Academic Publishing, 2023, p. 403.

〔44〕 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》2018 年第 25 卷。

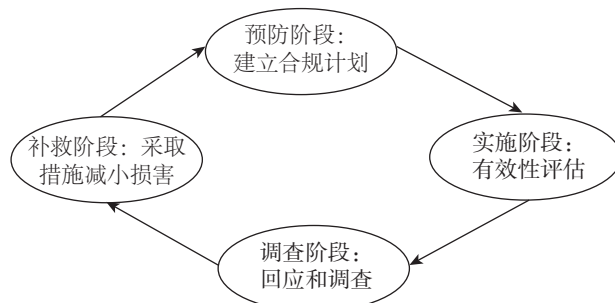


图2 董事合规义务流程

司管理水平和合规文化等的信号，从而为其投资决策提供信息。

在公司内部，合规制度同样可以起到信号传递的作用。股东和董事会之间的信息不对称、董事会和经理层之间的信息不对称以及经理层和其下属雇员之间的信息不对称都是普遍存在的。董事会作为公司的管理中枢，负责公司的经营决策，但由于公司是一种科层结构，信息在公司内部的流动同样需要成本和桥梁，而经理层受到业绩和考核的压力，或者出于自保，经理可能并不希望信息传递给董事会，而产生瞒报或者谎报等信息压制行为。因而董事会与经理层之间需要一个沟通的桥梁。信息的有效传递也决定着董事能否及时发现公司的不合规行为，法律应当要求董事负责建立起有效的沟通和信息传递机制。^{〔45〕}因此，合规义务的要求可以承担起这样一个桥梁的角色。

2. 预防阶段的董事合规义务

在预防阶段，董事的合规义务主要表现为建立合规计划，通过制定相应的内部控制和决策规则，确保公司在决策的过程中遵守法律法规、满足监管要求。在 Caremark 案件中，法院认定，董事会负有义务去建立公司的报告和信息传递制度，否则董事将对此承担个人责任。公司经营管理确实属于商业判断，但是董事合规义务却又不完全属于商业判断。理由在于，合规义务所引发的风险与经营中所产生的商业风险有本质上的不同。合规义务的要求具有相对确定的标准，而商业风险则难以控制，董事应当如何做才算是履行了建立内部控制制度的义务？对此，需要综合考虑公司所处的行业、监管的强度、对公众的影响等因素进行具体分析。

组织中容易产生信息屏蔽，造成部门之间无法共享信息。行为经济学的研究表明，复杂组织中如果无法及时接收和处理信息会导致“智识风险”（intellectual hazard）从而影响决策。^{〔46〕}公司内部合规流程可能对员工的对外行为有所规范，如果由于公司并未采取足够的内部防范措施而导致公司对外行为出现瑕疵，公司将为此承担不利后果。比如，汽车公司内部设有采购部和销售部，如果采购部知道二手车存在瑕疵，随后由不知情的销售部将该车卖给第三人，此时应当如何

〔45〕 See Jennifer Arlen, *The Compliance Function*, available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4502973, last visited on Dec. 4, 2023.

〔46〕 智识风险产生于一个组织如何接受、处理和传递信息以及如何与外界沟通相关信息，但是行为偏见会影响信息接收和分析的准确性，作者甚至认为智识风险是金融危机的诱因之一。See Geoffrey Miller & Gerald Rosenfeld, *Intellectual Hazard: How Conceptual Biases in Complex Organizations Contributed to the Crisis of 2008*, 33 *Harvard Journal of Law and Public Policy* 807, 808 (2010).

认定公司具有过错？从预防的角度来看，董事需要尽到的建立相关制度的义务就是采取防范措施确保采购部门的信息能够被及时地记录并且向销售部门传递，在销售部门对外销售汽车时能够获取到该汽车的信息。^{〔47〕}

鉴于现代大型公司结构复杂，而决策和监督需要掌握相应的信息，因而建立信息报告制度在公司合规制度建设中居于核心地位，以至于有学者认为，在董事会中，信息是一切事物的关键。^{〔48〕}通过信息报告制度，董事会可以及时地获取公司的经营情况。无论是 Caremark 案标准，还是 Stone 案标准，信息都是董事合规义务的关键。《萨班斯-奥克斯利法》第 404(a)(1) 规定，证监会应当制定规则要求管理层就建立和维持适当的内部控制结构和财务报告程序进行责任声明。公司治理事务有其复杂性，要求董事会对所有事情都知悉既不现实也缺乏效率，关键之处在于董事会要根据公司的核心业务建立相应的合规制度。比如对于从事食品生产和销售的公司而言，合规的核心在预防食品安全风险，因而公司的信息报告制度也要围绕着食品安全建立，这是公司的核心利益之所在。在 Marchand v. Barnhill 案中，法院认为董事会未建立充分的信息报告制度预防食品安全风险的发生，从而判定董事违反合规义务。^{〔49〕}

为了使董事会能够及时掌握公司的活动和信息，法律提供了许多激励措施。比如建立举报人或者吹哨人制度的尝试。对此，《德国公司治理准则》第 5A.4 条明确规定，公司应当确保员工或者第三方有机会举报公司内部的不合规行为，并应为举报者提供保护。^{〔50〕}在证券欺诈领域，为了预防和及时发现公司内部人员的内幕交易等违法行为，有些国家的证券监管对举报人进行奖励和保护，以此激励正直的员工及时向监管层或者公司管理层提供信息。比如在美国证券法律中，规定了任何人发现违反证券法律法规的行为均可向证监会提供信息，根据具体情形举报人能够获得 10%~30% 的举报奖励。^{〔51〕}这一制度的目的是解决公司与监管层之间存在的信息不对称问题，证券监管者的执法活动受制于掌握的市场活动信息，因而吹哨人制度实际上是扩大了证监会的信息来源，使得吹哨人成为证监会的“眼线”。同理，董事会为了及时发现和阻止公司内部违法行为，也可以采取吹哨人制度，建立起董事会与公司各个层级之间的信息传递渠道。在大陆法系的德国，董事会建立监督制度的义务被称为合规组织义务，通过组织性措施确保公司及其雇员行为遵守法律和相关规则，这与建立监督制度的义务在本质上是一致的，都强调董事会对公司合规的管理和控制。

（二）实施阶段：合规计划的有效性评估

1. 合规计划有效性评估的重要性

徒有纸面上的合规并不足以实现良好的公司治理，如果董事会制定的合规计划并未实际执行，或者对实际执行未进行有效性评估，那么这种合规制度就是失灵的。之所以要求董事会对公

〔47〕 参见〔德〕海因·克茨：《德国合同法》，叶玮昱、张焕然译，中国人民大学出版社 2022 年版，第 137 页。

〔48〕 参见〔美〕斯蒂芬·M. 班布里奇：《金融危机后的公司治理》，罗培新、李诗鸿、卢颖译，上海人民出版社 2021 年版，第 59 页。

〔49〕 See Marchand v. Barnhill, 212 A.3d 805 (Del. Supr. 2019).

〔50〕 See *The German Corporate Governance Code*, available at https://www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/en/download/code/220627_German_Corporate_Governance_Code_2022.pdf, last visited on Dec. 5, 2023.

〔51〕 See 15 USCA § 78u-6.

公司的合规计划进行定期评估，其原因主要在于，公司的经营状况和环境时刻都在发生变化，通过定期的检查和评估，能够提高发现问题的概率，从而及时调整公司的应对和处理机制。根据特拉华州法院在 Caremark 案中所确立的标准，董事的合规义务有两方面：第一，建立公司的信息报告和控制制度；第二，监督信息报告和控制制度的实际运行。违反这两个要求中的任何一个都将导致董事违反合规义务。同时，《萨班斯-奥克斯利法》第 404 (a) (2) 也要求，公司应当在最近的一个会计年度结束时，评估公司内部控制结构和财务报告程序的有效性。有效性评估是董事会监督职能的体现。在大型公司中，董事会的角色由经营者转变为决策者、监督者和顾问。董事会可以对公司具体经营决策和公司发展战略进行定期讨论、评估并给出建议，从而尽到看门人的职责。对此，德国法上亦有相应之规定。《德国公司治理准则》第 5A.5 条规定，董事会应就公司内部风险管理系统和内部控制系统出具报告并就其适当性和有效性发表意见。

《办法》同样重视合规管理的有效性评估问题。《办法》第 8 条明确规定董事会应当“推动完善合规管理体系并对其有效性进行评价”。从行为上来看，董事会至少应当对公司的合规计划、内部控制和风险管理系统出具评估报告，并判断其是否能够与公司所面临的环境和风险相匹配。董事会在进行评估时可以借助专业机构就特定问题出具评估报告，并据此调整公司的合规计划。

有效性评估应当遵循何种标准？目前关于有效性评估的标准仍然是相当模糊的。即使是美国司法部所给出的指引，也只是提出了最一般性的几个问题测评，包括合规体系是否设置良好、是否有效实施、是否实际发挥作用。通过这种自问自答的评估方式，似乎很难起到什么真正的评估作用。^[52] 合规制度运行良好的关键，在于信息的有效传递，因而对于董事来说，至少应当建立明确的管理制度，将职责安排具体化，确保信息传递机制的顺畅，这是有效性合规的核心原则。对此有学者指出，有效性合规的核心特征包括公司结构联结、信息流、监督和控制以及风险评估。^[53] 这与本文提出的信息传递机制有效性是一致的，它本身就体现了一种监督和控制。当然，有效的合规制度并非以结果为绝对的导向，其核心目的还是在于激励董事采取合规管理。

2. 有效性评估是否受商业判断规则保护

商业判断规则旨在保护董事行为独立，避免给董事造成过重的责任而从事风险厌恶行为。从公司这一风险共同体所存在的目的出发，应当鼓励董事为实现公司的最佳利益而行事，根据公司规模和规模来进行决策，允许公司董事采取最为合适的内部监督机制。对于上市公司而言，公司规模庞大，内部管理结构复杂，董事会和管理层虽处于公司权力的中心，但是却并不一定能够及时掌握具体部门的信息，因而规范的内部监控机制对于董事的商业判断尤为重要。而且，上市公司发生不法行为的负外部性较大，因而要求上市公司采取规范的监控机制有着正当性基础。而对于部分有限公司或者非上市的股份公司来说，公司内部结构相对简单，甚至由股东亲自经营管理公司是常态，以上市公司的要求来约束这类公司则是不合适的，因为这样做不仅可能收效甚微，

[52] See U. S. Attorneys' Manual § 9-28.800.

[53] See Sean J. Griffith, *Corporate Governance in an Era of Compliance*, 57 William & Mary Law Review 2075, 2093 (2016).

甚至会造成不必要的成本。^[54] 在《萨班斯-奥克斯利法》制定时，美国证监会最初的评估报告认为，法案对于公司内部控制的的要求使得公司平均每年至少增加 9 万美元的支出，^[55] 但是全球商业调查公司甫瀚咨询（Protiviti）后续的实证研究表明，法案对小公司带来的实际平均成本为每年 140 万美元左右，且在近年呈现出逐渐上升的趋势。^[56]

不过商业判断的适用是有界限的，对于可能逾越公司治理底线的行为，董事会的裁量权会受到限制。^[57] 公司合规目标的实现，除了依靠公司自身之外，还依赖于政府的监管，因而对公司合规制度的有效性评估不可能完全交由董事会判断。对于违反有效性合规核心要素的，通常可以认定董事会对此存在恶意或者重大过失，因而不受商业判断规则的保护。何种情形应当采取合规措施应当以必要性为原则，结合公司的核心业务进行分析。总体而言，合规机制是应对市场信息不对称的措施，设计良好的合规制度具有信号传递的功能，^[58] 允许董事根据公司具体情形享有一定的自由裁量权可以为小公司节省不必要的成本。

（三）调查阶段：及时回应和启动调查

当公司个别员工的行为有可能使公司面临违法违规的风险时，董事会需要及时识别这一风险并开展调查，否则仍有可能违反合规义务。需要解决的问题主要包括：第一，应该如何准确地识别风险；第二，董事会的调查如何开展。

1. 合规风险的识别

公司所面临的风险也被形象地称为红色警报或者红旗，这意味着风险的显著性，像一面红旗那样，以至于任何一个理性人在面对这种情况时通常都不会视而不见。问题在于何种风险才会构成真正的风险，以及如何准确地识别这种风险。应当认为，至少有两个标准可以作为风险识别的依据：第一，该风险与公司的核心业务相关；第二，该风险具有一定的紧迫性。工商业的分工日益精细化和专业化，这意味着公司需要根据其核心业务建立起对应的风险识别机制。总体来说，公司在经营过程中所面临的风险可以分为两类：第一类是与其核心业务相关的风险，比如食品安全、金融风险、数据处理等；第二类则是共通风险，即所有类型的企业都有可能面临的风险，比如反商业贿赂、税收、财务等方面，也被称为专项合规风险。针对这两种不同的风险，董事会应当采取积极的手段作好风险识别。这里可以说明的是 In Re Clovis Oncology Inc. Derivative Litigation 案，本案中因临床测试违反相关的试验规程，最终 FDA 未批准药物上市。法院指出，对医药公司而言合规义务的核心要求就是要遵守业已建立的试验规程和规约。^[59] 由此可见，在设定公司的合规风险识别机制时，应当区分核心风险和共通性风险，核心风险与公司的核心

• 337 •

[54] See Robert Charles Clark, *Corporate Law*, Little, Brown and Company, 1986, p. 135.

[55] See Stephen M. Bainbridge, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford University Press, 2012, p. 159.

[56] See Protiviti, *SOX Compliance Amid Rising Costs, Labor Shortages and Other Post-Pandemic Challenges*, available at https://www.protiviti.com/sites/default/files/2022-10/protiviti_2022-sox-compliance-survey_global.pdf, last visited on Jan. 18, 2024.

[57] 参见朱慈蕴、吕成龙：《ESG 的兴起与现代公司法的能动回应》，载《中外法学》2022 年第 5 期。

[58] See Stephen M. Bainbridge, *Sarbanes-Oxley § 404 at Twenty*, available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4201778, last visited on Jan. 17, 2024.

[59] In Re Clovis Oncology, Inc. Derivative Litigation, C. A. No. 2017-0222-JRS (Del. Ch. 2019).

业务相关，是公司经营首先要关注的，董事会应当对此进行精确的分类和识别。核心风险识别机制的缺失，将会使董事会处于信息真空之中，这体现的是公司内部控制机制的失灵，可能导致公司经营面临较大的不确定性和风险。共通性风险的识别则可以采取通行的准则和标准进行设定。

合规风险与公司运营风险存在交叉。公司在经营中通常会面临各种不同的风险，比如信用风险、流动性风险和运营风险等。对公司而言，通常意义的风险是指前述这些影响企业管理目标的不确定性。^{〔60〕} 董事会作为公司的经营决策机构，需要作出投资、交易等商业决策，而这些决策可能会盈利，也可能会导致损失，因而董事负有风险管理义务，尤其是在金融行业，风险管理是董事的主要职责。^{〔61〕} 根据巴塞尔委员会的定义，公司中的运营风险是指由于处理流程、人员和制度设置存在不足，或者这些根本不起作用而导致损失的风险。^{〔62〕} 由此可见，合规风险管理仅仅是董事风险管理义务的一个方面。^{〔63〕} 这首先是因为合规风险本质上也是由于公司内部人员的不法行为或者制度缺陷而导致的损失。^{〔64〕} 其次，公司合规义务的判断标准相较于其他风险管理义务而言较为明确，因为合规义务的标准就是董事采取措施阻却和防范公司违法行为的发生，董事是否采取了积极的作为方式可以通过内部决策流程和工作留痕制度来判断。而董事的其他风险管理，比如金融公司面对的金融风险，往往非常复杂，难以理解和判断，很大程度上依赖于模型设计和统计分析，本质上是为了应对事物发展的不确定性，采取措施对其发展方向和概率进行控制。因而由商业决策引发的公司损失，涉及董事的商业判断问题，对商业决策成功和失败可能性的判断只能以事前标准，而不能采取事后诸葛亮的方式判断，这是决策科学的重要发现之一。^{〔65〕} 所以，从平衡各方当事人利益的角度而言，只要董事的决策是在获取相关信息后善意地作出，考虑到董事是在信息不完善、资源有限以及未来不确定的现实世界中作出决策，让董事为“失败”的决策承担责任，会削弱其风险承担和为公司赚取利润的能力，而这正是商业判断规则所要避免的。^{〔66〕}

2. 风险识别的机构和人员设置

风险分类和管理是为了方便董事会及时掌握公司的经营风险，从而增进对公司的了解。除此之外，从实践中看，有些公司设立了专门的合规或者风险管理部门，通过配备专门的人员试图解决公司经营中的合规风险。比如，《中华人民共和国个人信息保护法》第 52 条第 1 款规定，处理个人信息达到一定标准的信息处理者，需要指定专门的信息保护负责人，负责对个人信息处理活

〔60〕 参见郭华、李伟、周游、李大伟编著：《中央企业合规管理办法理解与适用指南》，中国法制出版社 2022 年版，第 21 页。

〔61〕 See Martin Lipton, Sabastian V. Niles, Marshall L. Miller, Wachtell Lipton Rosen & Katz, *Risk Management and the Board of Directors*, available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/03/20/risk-management-and-the-board-of-directors-5/>, last visited on Dec. 4, 2023.

〔62〕 See Basel Committee on Banking Supervision, *Principles for the Sound Management of Operational Risk*, available at <https://www.bis.org/bcbs/publ/d515.pdf>, last visited on Dec. 4, 2023.

〔63〕 当然，合规风险和商业风险之间也是存在关联和影响的。尤其是在内部控制上，内部控制存在缺陷可能会同时引发商业风险和合规风险。See Committee on Corporate Laws of American Bar Association, *Corporate Director's Guidebook*, 7th Edition, Chapter 4.

〔64〕 See Geoffrey Miller, *The Law of Governance, Risk Management and Compliance*, Wolters Kluwer Law & Business, 2017, p. 720.

〔65〕 参见〔美〕丹尼尔·卡尼曼：《思考，快与慢》，胡晓娟、李爱民、何梦莹译，中信出版社 2012 年版，第 183 页。

〔66〕 See *In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation*, 964 A.2d 106 (Del. Ch. 2009).

动和采取的保护措施进行监督。这一规定也被称为数据合规官制度，是合规义务在数据保护领域的具体化。机构设置属于董事会的裁量范围，若董事会认为需要此类机构协助其及时监督公司的合规运营，可以根据需要而设立，其功能和董事会的其他委员会一样，都是董事会履行监督义务的可选择方式。不过在特定领域，法律会强制要求达到一定条件的公司设置合规机构，对于这些底线性要求，董事会并无裁量权，否则将可能因此承担责任。比如《多德-弗兰克法案》要求资产超过 100 亿美元的银行控股公司必须设置风险管理委员会监督公司风险管理，而资产超过 500 亿美元的银行控股公司还需要额外设置首席风险官。从外部视角看，合规部门的设置将有利于外部客观评价董事会是否真正履行了监督义务。其逻辑基础在于，当公司所面临的风险已经现实存在时，若合规部门发现这一风险，却没有及时呈报给董事会，导致董事会对此毫不知情，董事会则可据此免责，而合规部门则要对此负责。若合规部门发现风险，并且及时地报告给了董事会，但是董事会并没有作出及时反应或者视而不见，董事会对此负责，而合规部门可以免责。^{〔67〕}

在一些部门规章中，也强调了合规部门对于合规管理的重要意义，但是却并没有注意到合规部门的独立是其发挥作用的前提。比如《保险公司合规管理办法》第 11 条规定了保险公司设立合规负责人，第 13 条又规定了合规负责人要接受董事会和总经理的领导。在公司治理语境中，权力同时也意味着责任，合规负责人对董事会负责，并接受总经理的领导使得其作用空间有限。不过合规机构或者合规部门的设置，属于董事会的商业判断问题，法律不宜强制性规定所有公司设置。^{〔68〕}

3. 调查阶段：及时启动调查

（1）公司调查的启动

当公司所面临的风险可能转化为现实的时候，董事会应当积极回应并组织调查，从而及时止损或者发现并解决问题。^{〔69〕}在应对公司经营异常风险时，董事会可以任命专门的调查组，就特定问题展开调查。为了激励公司积极配合并采取调查措施，法律需要设置相应的激励措施。比如《联邦量刑指南》中明确规定，公司犯罪发生时，如果董事会积极配合公司调查，这将成为减免刑事责任的考量依据。^{〔70〕}这主要是因为，公司的内部调查程序会为执法部门节省相当的精力和资源，是具有公共利益属性的。公司经营出现问题属于公司经营异常，董事会作为监督者应当及时排除问题，从而使公司恢复至正常经营状态。这一问题可分为两个层次：第一，启动调查的时间点；第二，应当采取何种手段开展调查。如果公司的信息传递系统运行良好，公司面临的现实风险应当可以及时传递到董事会层面，此时董事会应当立即采取措施。在 Graham 案中，公司员工所从事的垄断行为被媒体和社会广泛报道，并且公司与司法部达成了和解协议，董事会收到信息后立即展开了相关的调查，尽管最终查实公司的内部控制并没有问题，但是从博弈论的角度来看，监管者与公司之间存在的这种信息不对称是客观存在的，博弈者通过付出一定的代价来促

• 339 •

〔67〕 See Stavros Gadinis & Amelia Miazad, *The Hidden Power of Compliance*, 103 Minnesota Law Review 2135, 2192 (2019).

〔68〕 参见刘斌：《公司合规的组织法定位与入法路径》，载《荆楚法学》2022 年第 3 期。

〔69〕 有学者认为调查义务是履行合规职责的基础，充分说明在公司出现不合规风险时及时启动调查的重要性。参见杨大可：《德国公司合规审查实践中董/监事会的分级合作及启示》，载《证券市场导报》2016 年第 11 期。

〔70〕 See James D. Cox & Melvin Aron Eisenberg, *Business Organizations: Cases and Materials*, 12th Edition, Foundation Press, 2019, p. 779.

使对方获得自己愿意合作的信号，从而促成双方的合作。董事会积极行为本身就是在向监管者传递一种正面的信号，即董事会及时地履行了相应的注意义务。

（2）公司调查程序的开展

董事会调查所采取的手段应当具备妥当性。在成立调查组之后，应当就公司合规问题产生的原因、主体、行为和结果等进行查明，并最终形成调查报告。如果调查事项超出了公司调查组的专业知识范围，还可以聘请外部专家协助调查。我国现行《公司法》（2018年修正）第54条第2款规定了公司监事会在对公司经营异常情况进行调查时，可以聘请中介机构协助，费用由公司承担。有人认为这一规定可以应用于股东派生诉讼中的公司调查程序。^{〔71〕}笔者认为，这一规定同样可以适用于董事会的合规问题调查程序。公司合规问题具有复杂性，有些发生在公司财务领域，有些则可能发生在公司业务领域，若董事会及其专业委员会认为有必要借助专业机构的意见才能完成调查，基于其自身商业判断实施即可。在 *Hughes v. Hu* 案中，公司董事会就因为针对公司财务违规行为展开调查而承担责任。^{〔72〕}

（四）补救阶段：采取措施减小损害

1. 董事会应当积极采取措施纠正不法行为

在公司信息传递机制有效、风险信息及时传递到董事会时，董事会应当就此采取补救措施，从而减小损害。当公司所面临的风险持续存在时，信义义务要求董事为了公司的最大利益而行事。对于理性的董事而言，积极采取措施去挽救损失所带来的收益是大于隐瞒的。这里的典型案例是 *Westmoreland v. Parkinson* 案，监管部门对公司产品发出警示函后，董事并未进行产品召回，反而将精力投入新产品研发，因而法院最终认定董事因没有采取积极措施纠正公司的违规行为而违反了合规义务。^{〔73〕}

董事会应当采取的补救措施应具备针对性。对于公司的核心业务领域出现的问题，董事会应当立即采取召回等措施来阻止损害的扩大，比如在食品和药品等直接与公共利益相关的领域。而在共通性风险领域，董事会应当聘请专业机构对公司的内部控制进行评估，并及时向监管者披露公司内部控制情况。在 *Teamsters Local 443 v. Chou* 案中，公司因违反注射药品的无菌生产规程而被处罚。^{〔74〕} 董事会聘请专业机构进行调查并听取了首席运营官的报告，但是并未采取任何措施去纠正公司的违法行为，因此法院最终认定董事采取的措施是不足的，应当对此承担赔偿责任，董事会必须针对具体的问题采取行动。^{〔75〕} 当然，董事最终是否实际承担责任是一个非常情境主义的问题，需要法官基于个案事实进行认定。换言之，并非任何的董事义务违反均会导致董事的归责。^{〔76〕} 比如董事的身份是执行董事还是非执行董事，董事是否事先建立了公司的合规管理制度并监督其运行，公司的内部控制是否有效以及董事在合规调查中的行动是否及时和合理，

〔71〕 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119页。

〔72〕 See *Hughes v. Hu*, C. A. No. 2019-0112-JTL (Del. Ch. 2020).

〔73〕 See *Westmoreland v. Parkinson*, 727 F.3d 719 (7th Circuit, 2013).

〔74〕 See *Teamsters Local 443 v. Chou*, C. A. No. 2019-0816-SG (Del. Ch. 2020).

〔75〕 See Roy Shapira, *A New Caremark Era: Causes and Consequences*, 98 Washington University Law Review 1857, 1865 (2021).

〔76〕 参见林少伟：《董事横向义务之可能与构造》，载《现代法学》2021年第3期。

法院在认定时通常会对这些因素进行综合考量。

2. 改进公司的合规计划

合规义务也与内部控制密切相关。《德国公司治理准则》认为内部控制系统应当包含适当和有效的公司合规计划的程序、方法等，确保公司遵守法律。^{〔77〕} 深交所 2006 年发布的《上市公司内部控制指引》第 2 条就明确指出，遵守国家法律、法规、规章及其他相关规定是内部控制的目标。“内部控制”一词，究其本质，所“控制”的是公司的风险，而合规风险是公司经营中面临的风险之一。

在补救阶段，董事在认识并纠正公司的违法行为后，应当在此基础上识别和评估公司内部控制与合规计划的漏洞，针对问题改进公司的合规计划。公司内部控制存在问题通常会导致决策违反相关法律，由此造成的负面影响可能会使公司遭受重大损失。比如，在泛微网络公司被 ST 案件中，由于内部控制存在重大缺陷，会计师事务所对泛微网络公司的内部审计出具了否定性意见，最终导致公司被 ST。^{〔78〕} 改进合规制度应当以预防和阻止类似违法行为的发生为主要目的，在这一阶段，公司通常会被要求提交合规整改计划，围绕公司的规章制度、人员管理等进行调整，从而填补公司的合规计划漏洞。改进公司合规计划的典型案例是西门子公司案件。根据美国证监会和司法部的指控，西门子在全球通过行贿获得商业机会，行贿金额高达数十亿美元。美国证监会的起诉书显示，大规模的商业贿赂违规行为涉及公司的众多高管和员工，而西门子公司内部监督和控制则完全失灵，董事会对这些行为没有进行任何调查。^{〔79〕} 随后，在与美国司法部达成的和解协议中，西门子公司同意重建公司的合规计划，尤其是针对商业贿赂行为建立专项合规计划。首先是在内部控制上，公司的支出需要通过会计如实记录，西门子公司要对相应的程序和标准予以明确；其次，要建立专门的机构并配备相应的人员监督公司合规政策的执行；最后，董事会要定期对公司的合规计划进行评估和监督。^{〔80〕}

公司对合规计划的改进也符合回应型监管的理念，它意味着企业在运行中与社会之间存在互动。市场监管和执法传统上由政府部门负责，但是政府部门的执法存在一定的滞后性且依赖于对企业内部信息的获取。而公司的自我规制不仅可以填补政府执法滞后带来的监管真空，同时还可以降低执法成本。由此，政府与公司之间可以按以下标准进行分工，即谁的预防成本更低，法律将义务分配给谁最符合效率最大化的分配原则。当由公司合规进行自我改进的成本较低时，可以减少政府的执法成本，反之亦然。^{〔81〕} 公司合规计划的改进在一定程度上推进了公司内部治理机制向社会公开，通过政府、社会和私人之间的合作最终促进整个社会的进步，形成良好的合规生态。^{〔82〕}

〔77〕 See *German Corporate Governance Code*, available at https://www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/en/download/code/220517_GCGC_Rationale.pdf, last visited on Dec. 5, 2023.

〔78〕 天健会计师事务所的审计报告载明，泛微网络公司及其子公司在 2018 年度和 2019 年度发生的关联交易均未履行决策程序且未及时进行信息披露，因而认定泛微网络公司及其子公司在关联交易决策、信息披露等方面存在内部控制重大缺陷。参见天健会计师事务所：《上海泛微网络科技股份有限公司 2021 年度内部控制审计报告》，第 2 页。

〔79〕 See *SEC v. Siemens AG*, Case No. 1:08-cv-02167.

〔80〕 See *DOJ v. Siemens AG*, Case 1:08-cr-00367-RJL.

〔81〕 See Geoffrey Miller, *An Economic Analysis of Effective Compliance Programs*, in Jennifer Arlen ed., *Research Handbook on Corporate Crime and Financial Misleading*, Edward Elgar, 2018, p. 257.

〔82〕 See Christine Parker, *From Responsive Regulation to Ecological Compliance: Meta-regulation and the Existential Challenge of Corporate Compliance*, in Benjamin Van Rooij & D. Daniel Sokol eds., *The Cambridge Handbook of Compliance*, Cambridge University Press, 2021, pp. 44-45.

四、结 语

合规在我国已经成为公司治理的重要内容。在公司合规义务的构建中，董事会应当是合规义务最重要的承担主体，负责全面领导公司的合规事务。董事合规义务属于勤勉义务的具体类型，根据动态合规的理念，将合规义务分为预防、实施、调查和补救四个阶段，董事应当及时制定和调整公司合规计划，以应对不断变化的合规环境。在公司内部，董事合规义务可以缓解公司内部的信息不对称问题，承担起董事会和其下级的沟通桥梁。在公司外部，合规义务可以缓解监管机构的执法不足问题，通过合规激励提高公司治理质量。

Abstract: The purpose of corporate compliance is to ensure that the behavior of the company and its employees comply with the appropriate legal and social norms through internal governance in the management process of the company. The realization of corporate compliance obligations needs to follow the basic rules of power allocation within the company. In the corporate governance structure, as the center of corporate power, the board of directors is the leading body of the compliance mechanism. As members of the board of directors, directors have the most important compliance obligations, and the managements are responsible for assisting the directors in fulfilling their compliance obligations. In terms of content, the directors' compliance duty is mainly to formulate the company's compliance program and supervise its operation, and to discover the company's operational risks in time and deal with them appropriately. Systematically, compliance duty is a part of duty of care and need not be set up as independent obligations. From the dynamic point of view, the directors' compliance obligation can be divided into four stages: prevention, implementation, investigation and improvement. By categorizing, identifying and controlling the risks in the course of operation and management, the directors' compliance duty can improve the efficiency of the company's internal information communication and alleviate the problem of information asymmetry. Observed from the perspective of public-private law synergy, directors' compliance duty, as a private law means to realize the company's self-regulation, can also alleviate the regulatory vacuum brought about by the insufficiency of public enforcement.

Key Words: directors' compliance duty, monitoring duty, duty of care, system function, dynamic interpretation

(责任编辑：王湘淳)

出资义务加速到期规则的解释论

刘 斌*

内容提要：面对注册资本完全认缴制所产生的问题，2023 年修订后的《公司法》对有限责任公司改采了限期认缴制，并引入了催缴失权、加速到期等规则予以完善。《公司法》第 54 条规定，公司不能清偿到期债务的，公司或者已到期债权的债权人有权要求已认缴出资但未届出资期限的股东提前缴纳出资。该条款简明扼要，涵盖了加速到期条件、请求权主体、出资财产入库公司等三重面向。本条规定体现了立法机关的价值判断，实质上系对公司、股东、债权人利益的衡量安排，以公司利益为该制度构建的基点和本旨。该利益衡量方案契合公司法的价值体系，在构成上包括三项旨意：以停止支付而非支付不能为加速到期标准；以公司资本需求为本位允许公司要求加速到期；以入库规则为通道保障公平清偿债权。在规范适用上，出资义务加速到期规则衔接董事催缴义务和催缴失权制度，可以协同保障公司的资本需求和公司利益。

关键词：加速到期 公司利益 停止支付 二元主体 入库规则

• 343 •

一、引言

自 2013 年我国实施注册资本的完全认缴制以来，非破产情形下股东出资义务能否加速到期，所涉理论争议频仍，裁判实践分歧巨大，已然成为公司法上的重大悬疑问题之一。^{〔1〕} 是否承认出资义务加速到期，如何设定加速到期的条件与后果，是第六轮公司法修改中的重大争议问题。特别是，立法机关于 2021 年 12 月第一次审议的《中华人民共和国公司法（修订草案）》[以下简称《公司法（修订草案一审稿）》]、2022 年 12 月第二次审议的《中华人民共和国公司法（修订

* 刘斌，中国政法大学民商经济法学院副教授。

本文为司法部法治建设与法学理论研究部级科研项目“全链条资本治理体系中董事权责配置研究”（22SFB4023）的研究成果。

〔1〕 参见钱玉林：《股东出资加速到期的理论证成》，载《法学研究》2020 年第 6 期。

草案)》[以下简称《公司法(修订草案二审稿)》]采取了截然不同的方案,代表了立法机关的价值判断立场曾发生重大变化。2023年9月第三次审议的《中华人民共和国公司法(修订草案)》[以下简称《公司法(修订草案三审稿)》]和最终通过的《中华人民共和国公司法》(2023年修订,以下简称《公司法》)第54条延续了《公司法(修订草案二审稿)》的规定。这种价值判断争议的背后,从微观层面而言,实质上是如何妥当处理公司、股东和债权人利益之间的序列关系;从宏观层面而言,实质上是如何对待认缴资本制的适用场域甚至于认缴制本身的生死命运。

修订后的《公司法》第54条规定,公司不能清偿到期债务的,公司或者已到期债权的债权人有权要求已认缴出资但未届出资期限的股东提前缴纳出资。从规范构造上,本条表述高度概括洗练,涵盖了加速到期条件、加速到期的请求主体、缴纳出资的路径等三项重要构成要素,有待进一步展开和审视。^{〔2〕}截至2023年12月,根据国家市场监督管理总局的统计,全国共有4800万家有限责任公司和股份有限公司,该制度的适用情形广泛,是需要系统阐释的重要条款。如何界定“公司不能清偿到期债务”?哪些主体可以请求加速到期?需要遵循何种程序?加速到期的出资义务是否限于必要数额?出资义务加速到期后,出资财产循何路径支付?出资加速到期规则与催缴失权、股东对债权人的补充赔偿责任如何衔接?凡此种种,均有待进一步考量。在最高人民法院进一步制定司法解释时,前述问题需要进一步予以细化规定,以避免不必要的裁判分歧。有基于此,本文以《公司法》修订中的规范旨意和价值判断为基础,对《公司法》第54条展开解释。

• 344 •

二、出资义务加速到期规则的形成过程

我国法上的出资义务加速到期制度,历经《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)、2023年《公司法》等不同阶段。在2023年《公司法》修订过程中,制度设计也不断发生变化,直至《公司法》第54条的形成。

(一)《公司法》修订前的解释分歧

我国认缴资本制的引入始于2005年《公司法》,该法第26条规定,首次出资额之外的其余部分自公司成立之日起两年内缴足,投资公司五年内缴足。2007年开始施行的《中华人民共和国企业破产法》(以下简称《企业破产法》)第35条规定了法院受理破产申请后出资义务加速到期的规则。2008年开始施行的《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(二)》(以下简称《公司法解释二》)第22条规定了公司解散时出资义务加速到期的规则。此两种情形下,之所以可以加速到期,系因为破产和解散均需要进行债权债务的清理,甚至导致公司不复存在(重整和和解除除外),出资期限已经丧失其价值。2013年进行认缴制改革后,我国公司法上虽然扩充了认缴制的适用空间,但并未新增出资义务的加速到期情形,导致认缴期限完全归于自治化但配套制度不济,产生了大量实践争议。在司法实践中,对于公司无法清偿到期债务但

〔2〕 参见刘斌:《中国公司法的立法技术革新——以立法技术瑕疵评估为中心》,载《大连理工大学学报(社会科学版)》2021年第3期。

并未触发出资义务加速到期条件的情形，最高人民法院倾向于由债权人通过申请债务人破产的方式，待进入破产程序后通过《企业破产法》第35条予以加速到期，以保护全体债权人利益。^{〔3〕}

《九民纪要》第6条增加规定了两种加速到期的例外情形：（1）公司作为被执行人的案件，人民法院穷尽执行措施无财产可供执行，已具备破产原因，但不申请破产的；（2）在公司债务产生后，公司股东（大）会决议以其他方式延长股东出资期限的。根据全国人大常委会的报告，从破产案件数量看，2007年至2020年，全国法院共受理破产案件59604件，审结破产案件48045件，即每年的破产案件数量在3000件左右，党的十八大以后破产案件数量快速上升，2017年至2020年受理和审结的破产案件分别占到法律实施以来案件总量的54%和41%。^{〔4〕}前述数据与我国每年退出市场经营的“僵尸公司”数量相比，可谓冰山一角。大量公司虽然实质上触发了破产界限，即所谓“实质破产”情形，但并不通过破产程序清理债务，导致债权人无法及时实现债权。《九民纪要》第6条所规定的第一种情形即旨在克服前述程序阻碍，但仍然受制于执行程序限制。该条规定的第二种情形争议较小，以债权人撤销权为其规范基础，即公司股东会延长股东出资期限实际上系放弃到期债权的行为，对公司债权人利益造成损害，债权人可行使撤销权。^{〔5〕}从该规定来看，在公司章程规定分期缴纳出资时股东享有期限利益，如公司仍具有清偿能力，应当首先由公司承担债务，而不应把出资未届缴纳期限的股东拖入诉讼，加速到期仍然是例外情形。^{〔6〕}亦有不同观点认为，《九民纪要》在面对股东出资义务加速到期问题时，突破了解散与破产这两种法定情形，值得商榷。^{〔7〕}

（二）《公司法（修订草案一审稿）》中的双重条件

《公司法（修订草案一审稿）》第48条规定：“公司不能清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力的，公司或者债权人有权要求已认缴出资但未届缴资期限的股东提前缴纳出资。”该条规定了加速到期必须同时满足双重要件，即“公司不能清偿到期债务”和“明显缺乏清偿能力”。无论是“公司不能清偿到期债务”要件，抑或“明显缺乏清偿能力”要件，在《企业破产法》和《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（一）》（以下简称《破产法解释一》）中均有界定。事实上，“债务人不能清偿到期债务，并且明显缺乏清偿能力”是司法实践中真正适用的主要破产原因。^{〔8〕}《公司法（修订草案一审稿）》第48条规定的加速到期情形，其实和破产界限并无二致。考虑到债权人通常很难提出资产负债表、审计报告、资产评估报告等证据证明债务人资产不足清偿全部债务，而出资义务加速到期主要由债权人提出，故而《公司法（修订草案一审稿）》中未纳入资产负债标尺亦有其合理之处。但是，对于公司提出的

• 345 •

〔3〕 参见杨临萍：《当前商事审判工作中的若干具体问题》，载《人民司法（应用）》2016年第4期。

〔4〕 参见王东明：《全国人民代表大会常务委员会执法检查组关于检查〈中华人民共和国企业破产法〉实施情况的报告——2021年8月18日在第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十次会议上》，载 http://www.npc.gov.cn/npc/c2/kgfb/202108/t20210818_312967.html，最后访问时间：2024年5月2日。

〔5〕 参见最高人民法院民事审判第二庭：《〈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125页。

〔6〕 参见刘贵祥：《从公司诉讼视角对公司法修改的几点思考》，载《中国政法大学学报》2022年第5期。

〔7〕 参见刘凯湘：《认缴制下股东出资义务加速到期之否定》，载《荆楚法学》2022年第2期。

〔8〕 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《最高人民法院关于企业破产法司法解释理解与适用》，人民法院出版社2013年版，第45页。

加速到期请求而言，狭窄的加速到期情形将影响公司权利的行使范围。

对于前述两项条件，如何在公司法规则体系乃至商法体系中阐释，存在不同理解。有意见认为该表述不够严谨甚至过于模糊，进而建议作出更为具体的规定。^{〔9〕}比如，建议修改为公司不能履行生效法律文书确定的到期债务的，股东出资未到期的视为已到期，公司债权人可以在对公司的强制执行程序中申请变更、追加未履行或未全面履行出资义务的股东或依公司法规定对该出资承担连带责任的其他股东为被执行人。更多的意见则是聚焦于该两项条件设定的宽严是否适度。事实上，《企业破产法》第2条本身的表述就不够明确，尽管《破产法解释一》对破产界限进行了进一步的列举，但各概念之间的逻辑关系并不够清晰。加之《公司法》文本本身的语境转换，以及两个公司法修订草案对“明显缺乏清偿能力”要件的删减调整，可以预见的是，前述概念的理论争议将继续存在。

（三）《公司法（修订草案二审稿）》中的条件简化

与《公司法（修订草案一审稿）》不同，《公司法（修订草案二审稿）》第53条规定：“公司不能清偿到期债务的，公司或者已到期债权的债权人有权要求已认缴出资但未届缴资期限的股东提前缴纳出资。”依照该条规定，出资义务加速到期制度的适用以公司不能清偿到期债务为已足，既无须对是否资不抵债或明显丧失清偿能力进行附加判断，也无需受制于破产程序或执行程序。但是，“公司不能清偿到期债务”的判断标准，理论上向来存在争议，可分为主观标准说和客观标准说。所谓主观标准说，即认为企业出现不清偿债务之情形，有可能是“主观清偿不能”（有偿债能力却不愿偿债），也可能是“客观清偿不能”（因客观上无偿债能力而不能清偿），两种情形下均可实施加速到期。^{〔10〕}客观标准说则认为，就责任承担的顺序而言，公司是真正的债务人，处于第一顺位，而未出资股东处于补充的位置，故而，债权人只有在公司不能清偿其债务时，才能就不能清偿的部分向未出资股东主张赔偿。^{〔11〕}由此可见，在删除一审稿中“明显缺乏清偿能力”要件之后，争议的焦点将集中在如何界定“公司不能清偿到期债务”。有偿债能力却不愿偿债是否属于公司法意义上的“不能清偿”？客观标准中的不能清偿要件本身是否要求公司持续性丧失清偿能力？上述争议均对加速到期的适用范畴存在实质影响。此外，二审稿对于债权人的适格条件增加了“已到期债权”的条件，限缩了可主张加速到期的债权人范围。

总之，《公司法（修订草案一审稿）》和《公司法（修订草案二审稿）》的实质争议在于加速到期条件设定的宽严。持严格限制加速到期规则的观点认为，过于宽泛的加速到期条件将架空认缴制改革所确认的股东期限利益，违背破产法的基本原则，会严重破坏法人人格的独立性，对债权人提供超出合理限度的过度保护。^{〔12〕}持宽松加速到期条件的观点则认为应当承认常态化的加速到期制度，更好地保护债权人利益。^{〔13〕}

（四）《公司法》修订中与加速到期制度相关的选择性方案

对于出资义务加速到期制度的认识不能离开认缴制完善的整体背景。对于完全认缴制的完善，

〔9〕 参见汪青松、张汉成：《认缴登记制下缴资难题破解的体系化进路》，载《社会科学研究》2022年第5期。

〔10〕 参见蒋大兴：《论股东出资义务之“加速到期”——认可“非破产加速”之功能价值》，载《社会科学》2019年第2期。

〔11〕 参见梁上上：《未出资股东对公司债权人的补充赔偿责任》，载《中外法学》2015年第3期。

〔12〕 参见刘凯湘：《认缴制下股东出资义务加速到期之否定》，载《荆楚法学》2022年第2期。

〔13〕 参见石少侠、卢政宜：《认缴制下公司资本制度的补救与完善》，载《国家检察官学院学报》2019年第5期。

尚存在其他相关联的制度可供优化选择。例如重回实缴制或对认缴制加以限制、催缴失权、联动破产程序等。其中,重回实缴制的讨论可谓釜底抽薪,催缴失权制度则仰赖公司的催缴行为和董事的勤勉履职,联动破产程序还需要考量破产界限的可适用性问题,以及是否设定濒临破产时董事申请破产的义务。此外,还有学者主张通过市场淘汰、恶意延长缴资期限之决议无效、人格否认等规制不诚信认缴行为,无需引入副作用极大的常态加速到期制度。^{〔14〕}公司法修订草案的数次审议稿均对加速到期问题进行了直接回应,并未迂回到其他制度,是一种直面问题的务实立场,值得肯定。

三、出资义务加速到期规则的价值判断基础

非破产情形下的出资义务加速到期争论,形式上是规范之争,实质上是对债权人、股东、公司等各主体利益的差异化对待,本质上是价值判断分歧,属于商法问题中的价值判断问题。^{〔15〕}不少学者从利益衡量的角度对加速到期制度进行了剖析,但主要聚焦于股东利益和债权人利益的平衡。^{〔16〕}虽然论者对公司利益有所提及,但加速到期制度背后的利益冲突与价值判断,仍然有待深入考量。《公司法》第54条本身也是对公司、股东、债权人等主体进行利益衡量基础之上的价值判断选择。

(一) 加速到期规则中的利益冲突

是否设定以及如何设定出资义务加速到期规则,本质上系如何衡平公司、股东、债权人等各方主体之利益。如何对各项冲突利益进行衡量,本质上系立法者的价值判断产物。在加速到期规则的争议背后,其关涉的利益层次包括个体利益、群体利益、社会利益。其中,个体利益是明确的,即公司利益、股东利益和债权人利益。具体而言,股东利益包括个体股东的利益和全体股东的利益,债权人利益包括个体债权人的利益和整体债权人的利益。群体利益包括社会中股权投资者的利益、债权人群体的利益。群体社会利益是该制度所影响的社会整体利益。前述利益关系既需要微观上的权衡,也需宏观上的考量。

在个体利益层面,在非破产情形下应否加速到期的争论中,主要集中于如何认识股东的“期限利益”,其一端连接股东,另一端连接债权人,是非破产加速到期争论的主要着力点。反对和支持非破产加速到期的学者都提出了颇有说服力的论证。反对加速到期的主要理由在于期限利益是股东的法定利益,不应当被架空,且出资期限届至前,股东未进行出资也不损害债权人的信赖利益。^{〔17〕}从债权人保护机制上而言,债权人并不依赖注册资本评估公司的偿债能力,担保等债权保护机制运用广泛,且破产程序通畅度不断提升,因而不允许加速到期保护股东期限利益的同时,也不会过分损害债权人利益。^{〔18〕}从公司法上的信赖机制而言,认缴信息已经过企

• 347 •

〔14〕 参见郗伟明:《股东出资义务“常态加速到期理论”之反思——兼论对不诚信认缴出资行为的可行规制》,载《法商研究》2022年第3期。

〔15〕 参见刘斌:《商事关系的中国语境与解释选择》,载《法商研究》2022年第4期。

〔16〕 参见李晓楠:《利益平衡视角下股东出资加速到期制度构建》,载《河南财经政法大学学报》2020年第3期。

〔17〕 参见刘凯湘:《认缴制下股东出资义务加速到期之否定》,载《荆楚法学》2022年第2期。

〔18〕 参见梁泽宇:《股东期限利益保护研究——基于〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉第6条的分析》,载《北京科技大学学报(社会科学版)》2020年第5期。

业信息系统公示，出资期限是公示事项，债权人可以查知也可以预见，随意加速到期将损害其公示效力。^{〔19〕}赞同加速到期的理由则包括：股东和公司之间的关系属于公司内部关系，股东基于内部关系所享有的期限利益不能对抗债权人。^{〔20〕}期限利益并非刚性的，可以因为各种原因而打破，对其理解不应绝对化。无论何种理由，实则都是在非破产情形下如何权衡公司、股东、债权人利益，都是价值判断的论证素材。

在群体利益层面，2023年《公司法》修订的重要动因即在于完善包括股权、债权等在内的产权保护制度、加强产权保护，而切实维护公司、股东、债权人的合法权益是题中之义。^{〔21〕}这种利益保护，既包括个体的产权保护，也包括群体的产权保护。作为与公司交易的相对方，债权人群体的利益保护程度攸关企业获得融资的难易程度。经由出资义务加速到期规则，债权人的产权保护可以获得进一步强化，亦契合本轮《公司法》修改的价值诉求。基于强化债权人保护的价值面向，《公司法（修订草案一审稿）》和《公司法（修订草案二审稿）》仍然维持了认缴制的基本框架，《公司法（修订草案三审稿）》和修订后的《公司法》则分别针对有限责任公司和股份有限公司改采限期认缴制和实缴制。

就社会利益层面，在本轮《公司法》修订中，核心修法目标之一即持续优化营商环境、激发市场创新活力，具体包括为方便公司设立、退出提供制度保障，为便利公司融资投资、优化治理机制提供更为丰富的制度性选择，降低公司运行成本。^{〔22〕}在党的二十大报告中，明确提出“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。发展是党执政兴国的第一要务”。由此可见，效率仍然是我国当前社会主义初级阶段企业发展的核心价值诉求。如果搁置出资义务加速到期规则，使大量债权人静待长达数年甚至数十年的出资期限，无疑是对商业资源的巨大浪费，是对公司效率需求的漠视。

（二）公司利益是加速到期规则中的决定性利益

面对各项利益冲突，衡量相互对立的利益是以决定性利益、较深层次的共同体利益为基础，它们决定了价值判断，同时也是再一次的利益衡量。^{〔23〕}面对公司、股东、债权人的利益冲突，《公司法》第1条开宗明义确立了公司、股东、债权人的差序保护格局。公司作为公司法首先保护的利益主体，在同一规范体系下应当维持价值判断的统一性，以公司利益作为利益衡量的优位因素。公司利益是动态化的存在，其本质上是商事判断事项，在各类利益保护中处于抽象的优位阶。^{〔24〕}出资义务加速到期的标尺的设置，同样关涉前述各类利益。由于各类利益保护法律之

〔19〕 参见郝伟明：《股东出资义务“常态加速到期理论”之反思——兼论对不诚信认缴出资行为的可行规制》，载《法商研究》2022年第3期。

〔20〕 参见梁上上：《未出资股东对公司债权人的补充赔偿责任》，载《中外法学》2015年第3期。

〔21〕 参见王瑞贺：《关于〈中华人民共和国公司法（修订草案）〉的说明——2021年12月20日在第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十二次会议上》，载 http://www.npc.gov.cn/npc/c2/c30834/202312/t20231229_433993.html，最后访问时间：2024年5月2日。

〔22〕 参见王瑞贺：《关于〈中华人民共和国公司法（修订草案）〉的说明——2021年12月20日在第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十二次会议上》，载 http://www.npc.gov.cn/npc/c2/c30834/202312/t20231229_433993.html，最后访问时间：2024年5月2日。

〔23〕 参见吴从周：《概念法学、利益法学与价值法学：探索一部民法方法论的演变史》，中国法制出版社2011年版，第255页。

〔24〕 参见刘斌：《公司分配的类型规制与体系调适》，载《政法论坛》2022年第4期。

间的差异化分工,比如债权人保护更多地通过合同法、担保法、劳动法等予以保护,公司法则可以聚焦于公司利益保护。^[25]

就个体利益衡量而言,第一层次的利益衡量在公司、股东和债权人之间展开。我国《公司法》第1条明确规定公司法的立法宗旨在于规范公司的组织和行为,保护公司、股东和债权人的合法权益。这也决定了公司法的底色即组织法,对内规范公司与股东的关系,对外规范公司与交易对方的关系。^[26] 公司利益作为组织利益,是公司法首先需要考量的利益类型,也是公司法上的决定性利益。由此,公司利益目标是解决利益相关者矛盾冲突的基本衡量标尺。^[27] 这并不意味着其他主体的利益被公司法忽略,事实上,对债权人提供保护的法律除了公司法,还包括合同法、担保法、破产法、保险法等规则。^[28] 由于法律之间的分工协作关系,公司法并不负担对前述各主体提供无差别保护的使命,而以公司利益保护为其核心价值。暂且搁置期限利益引起的股东利益和债权人利益之争,出资义务加速到期中应当首先考量其是否契合公司利益。

当公司陷入停止支付情形时,如果不能启动加速到期,可以预见的是债权人将以提起诉讼或者破产申请的方式实现权利救济。公司将不得不面对债权人的权利行使行为乃至正常经营受到影响,公司利益将因股东出资未届期而受到现实损害。对于受到影响的正常营业,若有加速到期规则,就能敦促股东及时实缴出资,公司不能偿债的局面就会打破,公司就能恢复正常经营。^[29] 对于债权人提起的破产申请,公司可以提出不构成破产原因的答辩,但是毕竟经过了破产听证等程序,需要支出相应成本。如果能够在此时加速到期,完全不需要经历后续程序,否则不仅将增加公司成本,也将增加司法资源等社会成本。正如赵旭东教授指出,如果某个股东或几个股东可以出资的财产就足以偿付公司的债务,又何必置公司于破产呢?^[30] 总之,出资义务加速到期规则应当以公司利益为本位而展开。加速到期规则的全面引入,本身是基于公司利益,债权人利益和股东利益则处于次顺位。比如,股东出资自由代表的是股东的个体利益和股东群体的利益,应置于公司利益之后。

但是,在2023年修订前《公司法》的认缴制度安排中,公司资金弹性的主导权并非归属公司,反而掌握在出资股东手上,且无明确的机制可要求尚未履行出资义务的股东来缴纳股款。这种机制本身,实际上系由股东事先设定期限的方式剥夺了公司对出资债权到期与否的自主决定权,本质上是以合同法思维取代和损害组织法上公司的独立人格及其对自身财产的自主处分权。^[31] 对此,不乏学者提出对股东出资增设法定期限,如最长5年。^[32] 但是,无论如何限制认缴期限,公司利益仍然会受到股东期限利益的阶段性压制。更进一步的观点认为,应当强化实缴资本的效力优先规则,以有效防止出资人在公司设立阶段滥用认缴制虚报出资数额、博取大股东地位,而事实上却不缴出资或少缴出资,从而导致公司内部股东的权利失衡。^[33]

[25] 参见刘斌:《认真对待公司清偿能力模式》,载《法律科学(西北政法大學學報)》2021年第4期。

[26] 参见安建:《中华人民共和国公司法释义》,法律出版社2005年版,第19页。

[27] 参见傅穹:《公司利益范式下的董事义务改革》,载《中国法学》2022年第6期。

[28] 参见刘斌:《认真对待公司清偿能力模式》,载《法律科学(西北政法大學學報)》2021年第4期。

[29] 参见朱慈蕴:《股东出资义务的性质与公司资本制度完善》,载《清华法学》2022年第2期。

[30] 参见赵旭东:《资本制度变革下的资本法律责任——公司法修改的理性解读》,载《法学研究》2014年第5期。

[31] 参见丁勇:《认缴制后公司法资本规则的革新》,载《法学研究》2018年第2期。

[32] 参见刘俊海:《债权人友好型〈公司法〉理念和制度重塑》,载《国家检察官学院学报》2022年第3期。

[33] 参见石少侠、卢政宜:《认缴制下公司资本制度的补救与完善》,载《国家检察官学院学报》2019年第5期。

就个体利益衡量而言，第二层次的利益衡量在单个债权人和全体债权人之间展开。正如最高人民法院民二庭法官会议纪要所指出，主张加速到期的，基本上是从单个债权人利益的角度，更应当考虑的是从破产法角度进行审视，以更有力的法律手段来维护全体债权人的利益。^{〔34〕} 由于加速到期的标准低于破产界限，加速到期规则并不必然受制于破产法上的清偿程序。仅在实质破产情形下，个别债权人与全体债权人之间的矛盾会被加剧，有赖于破产法中的撤销权等制度相济。易言之，单个债权人和全体债权人之间的冲突存在于不同的条件和情形之中，并非概括的存在冲突。

总之，基于公司法的利益衡量序列，在各类利益冲突中，公司利益应当优先于股东利益和债权人利益，并构成了包括出资义务加速到期规则在内的各项公司法制度的基础和起点。有基于此，无论是公司启动的出资义务加速到期，抑或是债权人启动的出资义务加速到期，本质上均应以维护公司利益为其本质，而不应有所偏颇。

四、“不能清偿到期债务”的判断标准展开

根据《公司法》第 54 条的规定，“不能清偿到期债务”是出资义务加速到期的唯一条件。但是，如何界定这一条件，自 2021 年 12 月《公司法（修订草案一审稿）》公开征求意见直至《公司法》审议通过，一直有不同见解。主要的解释分歧体现在，该标准究竟是停止支付标准，还是达到破产的支付不能标准，抑或是在二者之间的中间标准。这是出资义务加速到期规则首先要解决的问题。

（一）停止支付而非支付不能的标准

对于“公司不能清偿到期债务”的认定，不能仅停留在公司法层面，而是应当考量该表述在整个商事规范制度体系中的地位。从《公司法》第 54 条的表述上来看，出资义务加速到期的条件明显有别于《企业破产法》第 2 条所规定的破产界限。《企业破产法》所规定的破产原因，包括“不能清偿到期债务+资产不足以清偿全部债务”和“不能清偿到期债务+明显缺乏清偿能力”两种情形，《公司法》第 54 条所规定的条件仅包括其一。从文义上来看，构成出资义务加速到期的标准低于破产界限。破产界限的设定关涉事项众多，其尺度宽严反映出了立法者对债权人与债务人利益保护之利弊权衡的价值取向以及保护力度之大小，可能影响企业破产率的高低，继而影响失业人数的多少，还可能影响社会经济秩序与社会稳定。^{〔35〕} 因而，破产界限设定背后的制度价值与加速到期制度的价值基础并不同一，二者条件不同也实属必然。但是，就“不能清偿到期债务”的界定而言，《公司法》第 54 条毕竟采取了和《企业破产法》第 2 条相同的术语表达，二者均属于同一商事法律体系，在解释上应当有其内在逻辑的一致性。

由于复杂的历史原因和规范现状，展开解释工作的起点并不十分理想。我国《企业破产法》

〔34〕 参见贺小荣主编：《最高人民法院民事审判第二庭法官会议纪要——追寻裁判背后的法理》，人民法院出版社 2018 年版，第 149—153 页。

〔35〕 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《最高人民法院关于企业破产法司法解释理解与适用》，人民法院出版社 2013 年版，第 41 页。

第2条的规定文义本身就不够明确，与域外法上惯常的破产原因也不相同。这与《企业破产法》制定过程中对破产界限的争论有关。基于限制破产的立场，《中华人民共和国企业破产法（草案）》中曾一度规定破产原因需同时具备“不能清偿到期债务”和“资产不足以清偿全部债务”两项要件。^{〔36〕}该限制明显过于严格，债权人也很难提出相关证据，人民法院往往难以查证债务人的资产负债情况，最终会导致破产程序启动极其困难。为了兼顾各方面意见，全国人大常委会法工委在破产法草案中又增加了“明显缺乏清偿能力”这一我国独特的要件。^{〔37〕}在司法实践中，债权人只要证明债务人不能清偿到期债务，即可向人民法院提出破产申请；如果债务人不能及时举证证明其并非达到“资产不足以清偿全部债务”，也没有“明显缺乏清偿能力”，人民法院可以推定债务人出现了破产原因。^{〔38〕}

所谓“不能清偿到期债务”，破产法理论上称为支付不能或无支付能力。比如，根据《德国破产法》第17条第2款的规定，当债务人不能履行到期债务时，即构成支付不能。从支付不能的构成来看，其取决于债务人的支付能力，而非支付意愿，需要比较可支配的资产和到期需支付的债务；从支付不能的程度上来看，也不必达到“很大程度”，资金不足以偿付多个债权人之一即可构成支付不能，但很小的资金链断裂不构成支付不能。^{〔39〕}不同于支付不能，停止支付是任何可归责于债务人的行为并且使合同相对方产生因无支付能力而不能支付的印象，停止支付推定为支付不能。^{〔40〕}

在我国法上，《破产法解释一》第2条规定，同时具备债权债务关系依法成立、债务履行期限已经届满、债务人未完全清偿债务三个要件的，人民法院应当认定债权人不能清偿到期债务。由于该条件是启动破产程序的必要条件，同时还要附加资不抵债或者明显缺乏清偿能力的任一要件，二者叠加在解释上实际效果相当于德国法上的停止支付。^{〔41〕}正如《破产法解释一》发布时最高人民法院民二庭负责人答记者问中所指出的，不能清偿到期债务是指债务人以明示或默示的形式表示其不能支付到期债务，其强调的是债务人不能清偿债务的外部客观行为，而不是债务人的财产客观状况。^{〔42〕}循此，经由《破产法解释一》的规定，《企业破产法》上的“不能清偿到期债务”实则已经从“支付不能”被变通为“停止支付”概念。究其原因，这与我国破产法上缺乏对停止支付的规定有关，也与破产法上规定了“明显缺乏清偿能力”这一独有概念有关。

• 351 •

〔36〕 参见贾志杰：《关于〈中华人民共和国企业破产法（草案）〉的说明——2004年6月21日在第十届全国人民代表大会常委会第十次会议上》，载 <https://www.chinacourt.org/article/detail/2004/06/id/122023.shtml>，最后访问时间：2024年5月2日。

〔37〕 参见蒋黔贵：《全国人大法律委员会关于〈中华人民共和国企业破产法（草案）〉修改情况的汇报——2004年10月22日在第十届全国人民代表大会常委会第十二次会议上》，载《中华人民共和国全国人民代表大会常委会公报》2006年第7期。

〔38〕 参见最高人民法院民事审判第二庭：《最高人民法院关于企业破产法司法解释理解与适用》，人民法院出版社2013年版，第48页。

〔39〕 参见〔德〕乌里希·福尔特斯：《德国破产法》（第7版），张宇晖译，中国法制出版社2020年版，第69页。

〔40〕 参见〔德〕乌里希·福尔特斯：《德国破产法》（第7版），张宇晖译，中国法制出版社2020年版，第70页。

〔41〕 参见宋晓明、张勇健、刘敏：《〈关于适用企业破产法若干问题的规定（一）〉的理解与适用》，载《人民司法》2011年第21期。

〔42〕 参见《依法受理审理案件、充分发挥企业破产法应有作用——最高人民法院民二庭负责人就〈破产法司法解释（一）〉答记者问》，载《人民法院报》2011年9月26日，第5版。

对于“明显缺乏清偿能力”的认定,《破产法解释一》第4条规定了明显缺乏清偿能力的具体类型和兜底条款,包括:(1)因资金严重不足或者财产不能变现等原因,无法清偿债务;(2)法定代表人下落不明且无其他人员负责管理财产,无法清偿债务;(3)经人民法院强制执行,无法清偿债务;(4)长期亏损且经营扭亏困难,无法清偿债务;(5)导致债务人丧失清偿能力的其他情形。该条建立在《破产法解释一》第3条的基础之上,如果公司资产不足以清偿全部债务,当然也属于丧失清偿能力的体现。《破产法解释一》第3条和第4条的区别在于,即使公司资产大于负债,但仍然可能构成“明显缺乏清偿能力”。从内容上来看,《破产法解释一》第4条规定的情形实际上推定债务人发生破产原因的破产申请理由。而且,与停止支付的客观表现不同,明显缺乏清偿能力是通过各类证据对债务人清偿能力的推定。由此,“不能清偿到期债务”和“明显缺乏清偿能力”同时具备,与“支付不能”的实质作用相同。

追本溯源,《企业破产法》中“不能清偿到期债务”的概念实际上相当模糊,但由于在解释上具有竞争性的术语(明显缺乏清偿能力)被采用,导致了司法解释中概念内涵的被动变化。值得注意的是,《公司法(修订草案一审稿)》中规定的“明显缺乏清偿能力”要件在二审稿中被删除,由此导致了加速到期条件明确不同于破产界限。这明确体现了立法机关摒弃破产法中对清偿能力判断的要求,在加速到期程序中也不需要再适用《破产法解释一》第4条的要求。毕竟,加速到期程序不是破产程序,其无需受制于破产程序背后的复杂社会价值考量。由此,《公司法》第54条中所规定的“不能清偿到期债务”,与《破产法解释一》中的停止支付标准作同一解释较为妥当,也契合商事法律体系的一致性。由于停止支付并非支付不能,无论是主观意愿上的停止支付,抑或客观能力导致的停止支付,均在此列。

存在争议的是,在破产程序中,由于停止支付而推定的支付不能可以被推翻,那么,在加速到期程序中,公司作为债务人是否可以通过举证其具有清偿能力而免于股东出资义务加速到期。笔者认为,这属于司法实践中对“不能清偿到期债务”的事实认定问题,应允许公司通过举证证明其清偿能力而排除出资义务加速到期规则的适用。

(二) 加速到期制度的适用情形衔接

对于《公司法》第54条所规定的加速到期和第52条所规定的催缴失权制度之间的关系,解释上也存在分歧:有观点认为二者可以同时适用,先加速到期后可再发生催缴失权后果,以督促股东履行其出资义务;有观点持反对立场,认为加速到期不能适用催缴失权制度,其理由在于加速到期时失权规则已经宣告失败,股东应当确定性地履行其出资义务。前述两个观点均有其合理之处:前者强调以失权为手段,督促股东缴纳出资,给予其相当之压力;后者则力求避免失权股东出局后进一步恶化公司清偿能力,导致未出资股东金蝉脱壳。

应该指出的是,出资义务加速到期的条件为公司不能清偿到期债务,而催缴失权的条件是股东未按照公司章程规定的出资日期缴纳出资,二者的价值本旨并不相同。出资义务加速到期制度旨在克服公司清偿能力之一时不足,催缴失权制度则旨在解决股东未按时履行出资义务,后一情形下,公司并不一定陷入支付停止之状态。因此,从制度功能而言,二者并不重合,也不能互相替代,原则上应可以同时适用,即先适用出资义务加速到期制度,后适用催缴失权制度。

从制度逻辑来看,出资义务加速到期后的股权,实际上出资义务的履行期限已经届至,如果此时股东不能完成出资义务,则可以构成《公司法》第52条第1款规定的“股东未按期缴纳出资”,并进而适用后续条款规定的法律后果。此时,问题在于,公司已经陷入了停止支付之困难境地,此时,董事会在进行催缴时固然无需多虑,但其决定失权时却不得不慎重,因为失权决定可能导致公司清偿能力雪上加霜,继而损害公司利益,触发董事违背信义义务的法律风险。此时,如果有其他股东或投资者既具有受让意愿,也具有出资能力,董事会通过失权决定后将股份转让至有出资能力的受让人,法律上也无禁止之必要。故而,从整体上来看,与其在立法上作强制性的安排,倒不如给董事会预留相应的商事裁量空间,以满足公司实践所需。

因此,在嗣后制定的公司法司法解释中,可通过具体条款明确加速到期与催缴失权规则的衔接关系:已认缴出资但未届出资期限的股东未能按照公司或者已到期债权的债权人要求提前缴纳出资的,适用《公司法》第51条规定。

五、二元请求主体:公司和债权人

依照《公司法》第54条的规定,在公司不能清偿到期债务的情况下,可要求股东提前缴纳出资的主体有二:公司或者已到期债权的债权人。从修订过程来看,相较于《公司法(修订草案一审稿)》,二审稿进一步明确了债权人须为“已到期债权的债权人”,《公司法》第54条亦作如此规定,此为立法语言上之完善。公司要求股东提前缴纳出资的规则虽然规定于加速到期规则之中,但与公司催缴出资制度存在密切关联,其适用程序、法律责任等事项亦有待审视。

• 353 •

(一) 由公司启动的出资义务加速到期

在实行资本认缴制的立法例上,基于公司的资金需求而由董事会进行催缴系常例。^[43]比如,《特拉华州普通公司法》第163条规定:“公司股份的股款应当按照董事会要求的数额和期数支付。对于股款没有付清的每一股份,董事会可以随时要求支付董事会认为业务所必需的数额,但总数不超过该股份尚未付清的余额;对于被要求支付的款项,应当按照董事会指定的时间和数目向公司支付。”对于期限届满后仍未支付的股东,董事会可以通过诉讼从股东手中取得未交付股款、催缴款项或其他任何未付金额,否则可以公开拍卖欠缴股东的适当数量股份。^[44]在英国,通过《公司标准章程》的指引,在出资期限届至或者董事会认为必要时做出董事会决议,可以向股东发出催缴通知。^[45]

比较而言,《公司法》第51条和第52条所规定的催缴制度的局限性主要有二:其一,依照《公司法》第52条第1款的规定,仅适用于“股东未按照公司章程规定的出资日期缴纳出资”的情形,未涵盖公司存在其他资金需求的情形。诚如王文宇教授所言:“公司资本制度变革目的,应是赋予公司本身筹资弹性,配合公司业务经营需求。在现行制度下,资金弹性的主导权似乎并非归属公司,反而掌握在出资股东身上。……股东出资期限的自治,意味的不只是债权人保护不

[43] 参见薛波:《公司存续中股东出资义务加速到期的困境及其破解》,载《西部法学评论》2021年第5期。

[44] 参见《特拉华州普通公司法》第164条。

[45] 参见葛伟军:《英国公司法要义》,法律出版社2014年版,第557页。

足，更意味着公司资金需求不畅。”^{〔46〕}其二，依照《公司法》第54条和第52条的规定，如果基于公司不能清偿到期债务而要求股东提前缴纳出资，股东未能根据新的缴纳期限进行出资，或将罹于催缴失权的法律后果。但是，公司不能基于其自身需求而催缴，也意味着这一责任无法适用。由此可见，《公司法》所规定的催缴制度，是对公司利益的选择性保护而非全面保护，并未明定可适用于各类公司资金需求场景。更为理想的加速到期条件应该是：基于公司业务需求，董事会有权随时要求已认缴出资但未届缴资期限的股东提前缴纳出资。

对于公司进行催缴所需遵循的程序，《公司法》第52条规定了有限公司股东未按期缴纳出资时的催缴程序，但第54条中并未规定公司要求加速到期的程序。由于两项制度均系维护资本充实而存在，亦均面向公司股东而展开，具有相当的相似性。完整的“公司要求加速到期程序”应当包括公司要求加速到期的决议或决定、要求股东提前缴纳出资的通知、通知的形式、缴纳出资的期限等规则。具体而言：其一，由于要求股东加速到期本身系属于商事判断事项，关涉公司、股东和债权人利益，基于公司法中董事会权力的配置逻辑，将决策权赋予董事会具有体系上的正当性。^{〔47〕}其二，通知的形式以书面为宜，与公司催缴出资的催缴书和失权通知等同类事项保持一致。其三，在宽限期设定上，与已经陷入迟延的催缴出资情形相比，此时股东的出资义务尚未届至，应当给予其合理的准备时间。譬如，前引《特拉华州普通公司法》第163条规定了书面通知和提前三十日的要求，可资借鉴。对此，在未来的司法解释中可予以具体规定：“董事会应当书面通知提前缴纳出资的时间、地点、形式。提前缴纳出资的通知应当在缴纳时间前三十日发出。自通知载明的出资时间届至，股东出资义务确定到期。”

• 354 •

在请求主体上，负担要求加速到期职责的究竟具体由公司的哪一个机构担纲？对此，可以参酌催缴失权制度。在我国纷杂的公司治理现状中，对于公司催缴主体的认识并不一致，包括以下主张：（1）法定代表人负责催缴；（2）已出资股东负责催缴；（3）董事会负责催缴；（4）法定代表人、董事、其他股东均有义务催缴；（5）法定代表人和其他股东均有义务催缴；（6）法定代表人、董事会、监事会、其他股东依次催缴；（7）由已缴纳股东向股东会提议，经股东会决议后再由公司通知催缴。在前述各类主张中，董事会作为日常经营决策机关，对公司财务状况和资金需求更为了解，具有商业判断能力，且负担有信义义务作为履职保障，由其承担相应职责较为妥当。这也契合了本轮《公司法》修订中全面强化董事、监事、高级管理人员维护资本充实义务的改革方向，具体体现在《公司法》的第51条、第53条、第163条、第211条、第226条等多个条款。《公司法》第52条规定了催缴失权制度中董事会负责核查出资和催缴，在出资义务加速到期中，负责为公司利益提出加速到期要求的机构亦应当设定为董事会。

需要进一步明确的是，在公司不能清偿到期债务时，公司利益已然罹于损害，由公司要求加速到期已然不是董事会的一项权利，而是一项义务。在公司不能清偿到期债务时，此时可以预见到公司将受到债权人的追索，并由此承担经营受到影响、增加违约利息、诉讼费用等成本，势必

〔46〕 王文字：《简政繁权——评注册资本认缴制》，载朱慈蕴主编：《商事法论集》总第27卷，法律出版社2016年版，第61页。

〔47〕 参见刘斌：《董事会权力的失焦与矫正》，载《法律科学（西北政法大学学报）》2023年第1期。

对公司利益造成影响。此时,对于公司而言,其向未届期股东催缴也是维护公司运营的重要手段。有学者曾从立法论的角度,区分了公司内部关系中的“催”和外部关系中的“催”:前者系商事自治安排,公司享有催缴的权利而非义务;后者因涉及公司之外的第三人,此时受外部关系制约,公司负有催缴的义务而非权利。^{〔48〕}如果董事会未尽要求加速到期义务,进而损害公司利益,将导致违反信义义务之法律责任。

在要求未届出资期限的股东提前缴纳出资时,董事会应遵循公平原则,不得滥用权利损害股东利益。《公司法》第191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。因此,在要求未届出资期限的股东提前缴纳出资时,如果存在多个股东,原则上应当要求各股东同比例提前缴纳出资。如果出资财产无法进行同比例分割,比如厂房、机器等,应当通过不损害其他股东利益和合理期待的方式实现,比如征得其他股东同意等。对于滥用权利而选择性要求部分股东提前缴纳出资的请求行为,其他股东可予以抗辩,对于所生损害可要求损害赔偿。

(二) 由债权人启动的出资义务加速到期

虽然由公司和债权人要求加速到期的内容规定于同一条款,但二者要求加速到期的逻辑基础并不同一:公司要求加速到期系为了公司利益,应以公司需求为界;债权人要求加速到期系为其自身利益,故应限于债权人保护之必要限度。由此可见,应当区分公司要求加速到期和债权人要求加速到期的两种情形:对于前者,除了公司停止支付之外,公司存在资金流动性缺乏、资产变现困难、债务清偿影响正常营业等实质性债务清偿障碍时,均应认定其充分满足其加速到期条件,而不必等待公司违约事实之发生;对于后者,公司停止支付已经实质性影响了债权人利益,该标准较好地平衡了各方利益。

在要求加速到期的数额上,债权人请求加速到期的数额应当以其主债权和附加债权为限度,而不应随意扩大。实际上,这也正是《公司法(修订草案二审稿)》在《公司法(修订草案一审稿)》的基础上将债权人限定为“已到期债权的债权人”的题中之义,并延续至审议通过后的《公司法》第54条。基于同样的解释逻辑,已到期债权的债权人也不应扩大其行权范围,超出其权利保护的合理限度。

在要求加速到期的股东主体上,债权人请求加速到期,可随意请求任一未届期限的股东提前出资,而不必限于同等比例。在公司不能清偿到期债务时,此时公司未届出资期限的所有股东均为义务主体,不存在先后主次之分。债权人作为公司外部人,对公司清偿债务具有整体上之利益,法律上不应对其施加更多义务。因此,应当允许已到期债权的债权人随意向任一股东提起加速到期请求。

六、保障公平清偿的入库规则

除了加速到期条件和请求主体之外,《公司法》第54条蕴含的第3项重要规则即出资财产的

〔48〕 参见袁碧华:《“认”与“缴”二分视角下公司催缴出资制度研究》,载《中国法学》2019年第2期。

入库规则。从文义来看，本条所规定之“提前缴纳出资”即明定出资财产流向为公司而非债权人。在2023年《公司法》修订中，与本项规则相关的主要争议是入库规则的正当性，以及该规则与破产程序的衔接关系等问题。

如前所述，反对实质破产情形下加速到期的重要缘由在于其违反了债权清偿的正当程序，不如破产程序更为公平。在将加速到期情形扩展至非破产情形之下，如何处理出资财产的路径流向对各方利益存在实质影响。对此，在本轮《公司法》修订中，主要的争议集中在债权人直接受偿规则和入库规则之间。前者存在效率优势但在公平性上有缺失，后者则相反。《公司法》第54条最终采取了“股东提前缴纳出资”方案，即要求股东先向公司履行出资义务，继而由公司向其债权人清偿债务。对此，支持者认为该种处理方案既符合法律逻辑，也兼顾了其他债权人的利益。反对的观点认为，这将极大削弱债权人主张加速到期的主观能动性，影响加速到期规则的效率。

与之类似，在《中华人民共和国民法典》（以下简称《民法典》）编纂过程中，《民法典》第537条代位权行使的规则也伴随着类似争议，实质效果上肯认了直接清偿规则和例外的限定性入库规则。^{〔49〕}基于该条规定，行使代位权的债权人可得直接受偿，但如果债务人对相对人的债权被采取保全、执行措施，或者债务人破产的，依照相关法律的规定处理。^{〔50〕}由于代位权中债务人的利益处于次顺位，劣后于债权人利益，而加速到期中公司作为债务人尚有独立的公司利益，利益衡量结构和衡量结论并不相同，《民法典》第537条的处理方案也不能简单照搬。笔者赞同《公司法》第54条所采立场，在加速到期制度中，适用入库规则更具妥当性。

首先，从法理逻辑上而言，债权人与公司之间、公司与未出资股东之间的关系存在明显的相对性，股东承担的出资义务对象系公司而非债权人。未届期股东的出资义务一旦触发加速到期条件，可因债权人或公司的要求而即时到期，成为一项履行期届满的义务。如果股东未履行其义务，将进一步触发《公司法》第49条所规定的法律责任：股东未按期足额缴纳出资的，除应当向公司足额缴纳外，还应当对给公司造成的损失承担赔偿责任。

其次，需要考量公司作为独立法人主体的利益，这一点不同于民法上的代位权行使。股东对公司的出资形态是多元的，对于公司而言股东出资的价值并不局限于债权担保，同时，对公司有意义的出资形态未必能够满足债权人之需要。加速到期后的股东出资完全有可能成为盘活公司资产、恢复公司清偿能力的救命稻草。此时，若径行要求股东向债权人直接清偿，无异于杀鸡取卵，浪费资产的经营价值。

再次，入库规则可以最大范围内实现全体债权人公平清偿的目的，如果多个债权人提起加速到期，入库规则还可以避免诉讼竞争和讼累。反对的观点认为，此时公司并未陷入破产，完全无需遵循公平清偿的规则。如前所述，虽然停止支付仅为破产的推定事由，并不等同于破产，不需要遵循公平清偿规则，但是，加速到期情形毕竟属于清偿异常形态，已经触发了破产界限的要素之一，实际上“半条腿已经迈进了破产的门槛”。即使在《民法典》第537条中，债务人虽未破产但其债权被采取保全、执行措施的，亦需要适用限定入库规则以保障清偿公平。入库规则的确

〔49〕 参见龙俊：《民法典中的债之保全体系》，载《比较法研究》2020年第4期。

〔50〕 参见黄薇主编：《中华人民共和国民法典合同编释义》，法律出版社2020年版，第174页。

会导致债权人缺乏激励,并产生债权人搭便车的理性选择,从而影响制度效率,但这是在公司停止支付情形下较为理想的选择方案。

七、结 论

基于公司利益本位,肯认非破产情形下出资义务的加速到期规则具有充分的正当性。2023年修订后的《公司法》选择继续对完全认缴制进行完善,这是理解出资义务加速到期规则的前提背景。本轮《公司法》修订高度重视公司利益概念,是处理各类利益冲突中的决定性利益,也是包括出资义务加速到期在内的诸多制度设计之价值判断基石所在。“不能清偿到期债务”的单一标准应当融贯于包括破产法在内的商事规范体系,系停止支付标准。肯认债权人和公司的二元主体全面合理,但在具体的司法判断中应当进行区分。入库规则最大程度上维护了债权人平等受偿的机会,并实现与破产程序的相互协同。在未来的公司法司法解释中,可进一步明确加速到期标准的内涵,并将公司要求加速到期的制度予以独立化,明确董事会的权责,并做好与催缴失权制度的衔接。

Abstract: Faced with the problems caused by the full subscription system for registered capital, the 2023 revised Chinese Company Law introduced several related rules. Article 54 of the Company Law stipulates that if a company cannot pay off its due debts, the company, or its creditors whose claims have expired have the right to require shareholders who have subscribed for capital contributions but have not yet expired to pay capital contributions in advance. The clause is concise and to the point, covering three aspects including accelerated maturity conditions, claimants, and the company warehousing the investment assets. This provision reflects the value judgment of the legislation and is essentially a weighing arrangement for the interests of the company, shareholders, and creditors. The interests of the company are the basis and purpose of the system. This interest measurement plan is in line with the value system of the company law and includes three purposes in its composition. In future judicial interpretations of the Company Law, the connotation of accelerated maturity standards, the rights and responsibilities of the board of directors should be clarified, and the relationships with Article 52 should be clarified.

Key Words: accelerated maturity, company interests, default of payment, binary subject, assets entry rule

上市公司 ESG 信息披露框架的构建 ——基于新发展理念的视角

侯东德 韦雅君*

内容提要：基于 ESG 信息披露在我国的引入表现出的不适应性，公司经济属性的主导及其存在的短期主义行为和伦理道德失范问题，当前上市公司 ESG 信息披露存在一定的制度短板和实践缺憾。ESG 的内涵与我国全面贯彻新发展理念的時代背景相契合，并在新发展理念的引导下逐渐实现外延的拓宽，ESG 信息披露在我国的引入和适用应当进行“本土化”调试与创新。据此，应通过实行强制披露全覆盖兼适当包容的披露模式，构建契合我国市场发展实际并具有中国特色的信息披露标准，推动外部监管与内部自律相结合，以此构建新发展理念下上市公司 ESG 信息披露框架，实现“本土化”与“国际化”的融合发展。

关键词：ESG 信息披露 新发展理念 可持续发展 上市公司

ESG (environment, social and governance) 理念衍生于社会责任投资 (SRI)，从文义上看包括环境、社会和治理三方面的内容。社会责任投资这一概念可追溯到两千多年前人们基于宗教信仰、道德标准以及受特定历史事件和社会问题影响而形成的投资行为。2004 年，联合国全球契约组织通过发布报告《有心者胜》(Who Cares Wins) 正式提出 ESG 概念，^{〔1〕} 由此开启了 ESG 理念的快速发展时期。目前，ESG 尚缺乏统一的定义。各机构及学者在各自的报告和研究中根据 ESG 内涵提出了各自的“解释性”概念。比如，有学者指出，ESG 是一种投资理念，是非财务绩效的核心指标，可帮助投资者深入了解公司的长期绩效，并将其纳入风险管理的投资决策中。^{〔2〕} 由此

* 侯东德，西南政法大学民商法学院教授；韦雅君，西南政法大学民商法学院博士研究生。

本文为教育部哲学社会科学重大攻关项目“人工智能发展中的重大风险防范体系研究”(20JZD026) 的阶段性研究成果。

〔1〕 See The Global Compact, *Who Cares Wins-Connecting Financial Markets to a Changing World*, available at http://gfagz2f979a49ef5e4c4fsnb60x0wfnuqq6quv.fyac.oca.swupl.edu.cn/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf, last visited on Jul. 18, 2023.

〔2〕 参见金希恩：《全球 ESG 投资发展的经验及对中国的启示》，载《现代管理科学》2018 年第 9 期。

可知,目前 ESG 理念主要作为投资决策考量因子得以运用,目的为降低投资风险和获取长期效益。对公司而言,基于 ESG 投资的快速发展和人们对 ESG 理念的高度关注,将 ESG 因素纳入公司治理和运行活动中,能够获得投资者的信任,从而赢得市场竞争优势。对投资者而言,公司的 ESG 表现所反映的非财务性公司行为能够帮助其全面衡量公司的长期发展效益,从而作出恰当的投资决定。当前,ESG 信息披露是国内上市公司 ESG 表现的重要载体和主要表达形式,其所承载的价值功能不局限于经济效益的实现,还承担着更多的社会性使命。

在新发展理念的指引下,我国不断加快环境、社会、公司治理进程,持续完善绿色金融体系的构建,大力推进负责任投资落地落实。在这一背景下,ESG 信息披露以 ESG 理念为重要指引,以可持续发展为核心,强调公司与社会、环境之间的关系,与我国把握新发展阶段、贯彻新发展理念、构建新发展格局的目标相契合,应当具有更丰富的内涵和更大的价值发挥空间。据此,本文以深入贯彻新发展理念为背景,以上市公司为对象,检视并分析我国 ESG 信息披露制度与实践的不足及其内在成因,探析新发展理念下上市公司 ESG 信息披露的新概念、新要求,试图探索出构建上市公司 ESG 信息披露框架的路径。

一、上市公司 ESG 信息披露的制度检视与实践探析

(一) 制度短板:披露模式与披露范围的不足

我国积极推动上市公司 ESG 信息披露制度建设,制度雏形已经初步显现。2021 年《中华人民共和国公司法(修订草案)》在总则中明确提出,国家鼓励公司参与社会公益活动和公布社会责任报告。《中华人民共和国证券法》以专章的形式对信息披露的具体内容作出规定。2006 年至 2008 年,上海证券交易所发布的《上市公司社会责任指引》和《关于加强上市公司社会责任承担工作暨发布〈上海证券交易所上市公司环境信息披露指引〉的通知》,对上市公司社会责任信息披露持鼓励态度。2017 年,证监会对《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》(以下简称《2 号准则》)进行修订,针对社会责任信息和环境信息分别采用了不同的披露模式:在社会责任信息披露方面,该文件在总体上采取鼓励披露的立场,促进公司自觉、主动地披露扶贫等履行社会责任的信息;在环境信息披露方面,该文件在鼓励公司自愿披露相关信息的同时,强制要求属于环境保护部门公布的重点排污单位的公司或其重要子公司依法披露主要环境信息,对于重点排污单位之外的公司则采用“不披露即解释”的披露模式。2018 年修订的《上市公司治理准则》设专章规定了“利益相关者、环境保护与社会责任”和“信息披露与透明度”的内容,与其他章节关于公司治理的规定共同构成了上市公司 ESG 信息披露框架,为我国上市公司 ESG 信息披露制度的构建与适用奠定了坚实的法律基础。2021 年,证监会公布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 3 号——半年度报告的内容与格式》(2021 年修订)(以下简称《3 号准则》),在《2 号准则》规定年度报告披露要求的基础上,设专节明确了半年度报告中“公司治理”“环境和社会责任”的披露要求,进一步整合和完善了 ESG 信息披露框架。

当前我国上市公司 ESG 信息披露制度在披露模式的选择和披露范围的确定上仍存在一定的短板。总体而言,关于上市公司 ESG 信息披露的法律规定已初具规模,但相关规定呈现较为零

碎和分散的状态，尚未形成一个完善的 ESG 信息披露制度体系。从现有规定看，上市公司 ESG 信息披露制度的短板突出体现在披露模式和披露范围两个方面。

第一，针对不同类型的披露义务人采用差异化的披露模式会在一定程度上影响上市公司 ESG 信息披露的整体质效。从《2 号准则》和《3 号准则》的规定看，尽管后者针对所有上市公司增加了“披露报告期内因环境问题受到行政处罚的情况”的强制披露要求，但主要环境信息的强制披露对象仍局限于“属于环境保护部门公布的重点排污单位的公司或其主要子公司”，对其他上市公司环境信息的披露则主要采用自愿、鼓励的披露模式。而自愿性信息披露往往存在流于形式、报喜不报忧等突出问题。^{〔3〕}我国上市公司 ESG 信息披露规则历经十余年的演变，已经逐渐由“自愿”披露模式转变为“半强制”披露模式，而“自愿”到“强制”披露模式的转化是国内外 ESG 信息披露政策的共同发展趋势，^{〔4〕}不仅上市公司 ESG 信息强制披露的覆盖面过窄有损强制披露义务人的信息披露意志，不利于 ESG 信息披露功能价值的发挥，而且放宽对非强制披露义务人的约束，可能导致自愿披露的 ESG 信息及报告流于形式，从而影响上市公司 ESG 信息披露的整体质效。

第二，上市公司 ESG 信息披露范围的不明确将在一定程度上影响实际披露质量，降低投资者的信息获取度。2018 年修订的《上市公司治理准则》在“信息披露与透明度”一章中概括性地要求上市公司依法披露环境、社会责任、公司治理的相关信息，并未就 ESG 信息披露的具体内容和范围作出明确规定。总体而言，当前关于上市公司 ESG 信息强制披露的规定相较于自愿披露的规定更加明确、具体。例如，在环境信息披露方面，“属于环境保护部门公布的重点排污单位的公司或其重要子公司”强制披露的包括排污信息、防治污染设施的建设和运行情况在内的主要环境信息已经得以明确，但关于自愿披露的生态保护、污染防治等相关环境信息的具体内容、范围、标准的规定较为模糊；在社会责任信息披露方面，属于自愿披露范畴的社会责任信息仅在履行扶贫社会责任方面得以具体规定，而利益相关者保护、公益等其他社会责任的内容则缺乏详细规定。上市公司自愿披露的 ESG 信息的范围不明确，可能导致实践中非强制披露义务人利用规则的原则性和模糊性降低 ESG 信息披露质量和规避履行环境、社会、公司治理方面的责任。在强制披露的大趋势下，上市公司自愿性披露质量将在较大程度上影响我国 ESG 信息披露制度建设的整体质效。

（二）实践缺憾：披露质量参差且“漂绿”现象频发

随着我国 ESG 信息披露制度的不断完善及披露监管的持续加强，国内上市公司 ESG 信息披露水平逐步提高。数据显示，2012 年进行 ESG 信息披露的上市公司仅有 638 家，到 2021 年这一数字实现了将近两倍的增长。^{〔5〕}截至 2023 年 6 月 7 日，已有 1755 家 A 股上市公司披露了 2022 年度的 ESG 相关报告。^{〔6〕}但 ESG 信息披露在我国正处于推动和发展阶段，尚未形成一个完整、成熟的 ESG 信息披露体系，从而引发了 ESG 信息披露实践中的各种问题。

〔3〕 参见冯果：《企业社会责任信息披露制度法律化路径探析》，载《社会科学研究》2020 年第 1 期。

〔4〕 参见秦二娃、李占宇、王术玲：《我国上市公司 ESG 信息披露现状及建议》，载《中国银行业》2022 年第 8 期。

〔5〕 参见冯慧昕、李莉：《我国上市公司 ESG 相关信息披露研究》，载《中国管理信息化》2022 年第 19 期。

〔6〕 参见谢若琳、毛艺融：《超 1700 家 A 股公司已披露 2022 年 ESG 报告 ESG 报告对投资决策的影响正不断加深》，载《证券日报》2023 年 6 月 9 日，第 4 版。

上市公司 ESG 信息披露质量参差不齐。ESG 信息披露是调整上市公司与债权人、投资者等利益相关者之间信息关系的基本制度，是衡量公司长期效益的关键指标，也是公司行为接受主管部门和社会公众监督的重要载体。但是，目前上市公司的 ESG 信息披露行为表现出明显的被动性，ESG 信息披露被看作一项必须完成的考核任务，致使上市公司 ESG 信息披露质量不高。具体而言，上市公司 ESG 信息披露形式尚未统一，具有社会责任报告、可持续发展报告、ESG 报告等多种形式，公司可依据实际情况选择不同的形式进行信息披露。但不同的上市公司选择的披露方式也有所不同，有的公司选择单一化披露方式，有的公司选择多样化披露方式。例如，截至 2022 年 6 月 30 日，A 股上市公司中 1168 家发布了社会责任报告，213 家发布了 ESG 报告，5 家发布了环境信息披露报告，54 家发布了可持续发展报告。^{〔7〕}此外，还有少数上市公司同时披露了两种形式的报告。^{〔8〕}披露形式的不统一致使利益相关者获取信息的渠道较为混乱，增加了信息获取难度。在披露内容上，较多上市公司倾向于披露环境、社会和公司治理方面的定性信息，缺乏 ESG 定量信息的披露。大部分报告的内容更多以象征性的口号和原则代替公司实际履行的社会责任信息，涉及具体指标的定量披露少之又少。^{〔9〕}同时，第三方专业机构的独立性是影响上市公司 ESG 信息披露质量的重要因素。第三方专业机构能够对上市公司 ESG 信息披露行为进行监督，通过独立的评估程序对公司的 ESG 信息及表现作出客观评价，从而提高披露质量，增加信息披露的可信度，促进上市公司与利益相关者实现信息对称。因此，第三方专业机构的独立性不足将导致上市公司 ESG 信息披露质量显著降低。

上市公司 ESG 信息披露实践中衍生出越来越多的“漂绿”现象。随着国内外 ESG 信息披露制度建设不断完善，上市公司逐渐认识到 ESG 信息披露的必要性及其所能创造的长期价值对投资者决策的主导性意义。在推动可持续发展的大趋势下，上市公司为了履行法定披露义务和树立正面形象以获得投资者的青睐，逐渐以社会责任报告、ESG 报告等形式披露 ESG 信息。但 ESG 信息披露制度体系尚未完全构建成熟，导致上市公司在 ESG 信息披露实践中出现越来越多的“漂绿”行为。关于“漂绿”行为的定义，有学者认为，任何以虚假、不实和失实的方式向公众展示对环境负责的企业态度，试图树立环境友好型和资源节约型企业形象的行为和现象，均可称为“漂绿”。^{〔10〕}也有学者认为，“漂绿”是指企业以获得合法性利益为目的，就环境问题进行象征性沟通多于实质性行动的一种行为。^{〔11〕}由此可知，“漂绿”行为的核心要素包括以下两点：一是企业以夸大的方式虚假、失实披露信息；二是企业的实际行动名不副实，甚至背道而驰。我国公众对“漂绿”一词的认识较晚，早期出现的“漂绿”现象主要存在于国外企业 ESG 信息披露实践中。近年来，随着 ESG 信息披露的发展及公众对 ESG 概念的认识不断深入，国内上市公司的“漂绿”行为也逐渐出现在公众视野当中。《南方周末》自 2009 年正式将“漂绿”概念引入国内，此后连续八年发布“中国漂绿榜”，^{〔12〕}以此督促企业自律。相比中小企业，规模较大的上市

〔7〕 参见前引〔4〕，秦二娃、李占宇、王术玲文。

〔8〕 参见方怡向：《如何衡量企业的社会担当——A 股上市公司社会责任信息披露概览》，载《金融市场研究》2020 年第 7 期。

〔9〕 参见前引〔3〕，冯果文。

〔10〕 参见黄世忠：《ESG 报告的“漂绿”与反“漂绿”》，载《财会月刊》2022 年第 1 期。

〔11〕 参见姚琼、胡慧颖、丰轶衡：《企业漂绿行为的研究综述与展望》，载《生态经济》2022 年第 3 期。

〔12〕 参见黄溶冰、赵谦：《演化视角下的企业漂绿问题研究：基于中国漂绿榜的案例分析》，载《会计研究》2018 年第 4 期。

公司承担了更大的 ESG 信息披露责任和义务，接受了主管部门和社会公众更多的监督，因而更容易出现“漂绿”行为。上市公司“漂绿”现象频发将极大地损害 ESG 信息披露的公信力，侵害投资者、社会公众等利益相关者的合法权益。如何规制“漂绿”行为是上市公司 ESG 信息披露制度建设中亟待解决的问题。

二、制度短板与实践缺憾的内在成因

（一）引入的不适应性

国内外市场环境的差异性导致 ESG 信息披露引入的不适应性。ESG 信息披露发端于国外，经国际社会的大力推动得以迅速发展，而后逐渐引入我国。目前，我国上市公司 ESG 信息披露制度和实践中存在的问题可以归结于两个重要原因：一是我国正在推动 ESG 信息披露制度建设和实践探索，尚未形成系统、成熟的制度体系，例如，我国当前尚未制定统一的 ESG 信息披露标准，从而引发了实际操作中的问题；二是我国与欧美等 ESG 信息披露发展较早的国家的市场环境存在差异，导致国内上市公司难以在较短时间内适应 ESG 信息披露的要求。除各国政府、交易所、评级公司发布的 ESG 信息披露标准、指引外，当前国际主流的 ESG 信息披露标准主要有全球报告倡议组织（Global Reporting Initiative, GRI）发布的 GRI 标准、可持续发展会计准则委员会（Sustainability Accounting Standard Board, SASB）发布的 SASB 准则和国际标准化组织（International Standard Organization, ISO）发布的 ISO26000 标准。这些标准框架多以西方发展程度较高的资本市场为环境，ESG 信息披露指标也建立在大数据样本和成熟数据库的基础上，^[13] 而我国 ESG 信息披露起步较晚，国内市场发展的实际情况与国外的市场环境不尽相同，前述标准的适用难以契合国内市场实践，致使我国上市公司在国际 ESG 评级中成绩不佳。

（二）公司经济属性的主导

基于公司的营利性特征，上市公司 ESG 信息披露意愿不高。长久以来，公司被看作经济活动的主要参与者，并以追求股东利益最大化为其核心目标，具有明显的经济属性。从法律规定看，公司是法人，是依法设立并独立享有民事权利和承担民事义务的法律拟制主体；从经济层面看，公司是从事经济活动、获取经济收益的经济组织，公司以营利为目的参与市场经济活动，具有明显的经济属性；从所有权角度看，股东基于其实际出资享有相应比例的股权，是公司的所有权人，公司的经营活动应当有利于实现股东的利益；从理论层面看，“股东至上”被看作是最有效的经营原则，因为股东是公司的剩余索取权人，股东利益最大化会产生公司利益最大化的效果。^[14] 据此，公司行为往往带有明显的经济色彩，公司也更加关注运行期间的各种财务表现和绩效，从而在一定程度上忽视了其与社会环境的内在联系。若无法获得高于披露成本的收益，公司便失去了履行 ESG 信息披露义务的动力。^[15] 相比于直接实现经济效益，ESG 信息披露以信

[13] 参见易碧文：《数据协同视角下的 ESG 信息披露标准化建设》，载《财会月刊》2022 年第 17 期。

[14] See Jill E. Fisch & Steven Davidoff Solomon, *Should Corporations Have a Purpose?*, 99 Texas Law Review 1309, 1319 (2021).

[15] 参见白牧蓉、张嘉鑫：《上市公司 ESG 信息披露制度构建路径探究》，载《财会月刊》2022 年第 7 期。

信息公开的形式评价上市公司在环境、社会和公司治理方面的表现并帮助公司树立可持续发展的形象和吸引投资的方式具有间接性和长期性,对经济属性占据主导地位的上市公司而言,ESG信息披露不能直接促使短期盈利目的的实现,故其披露意愿不高。ESG信息披露自引入我国后,在政策、法律的推动和规范下逐渐发展成熟,国内上市公司ESG信息披露率逐年增长,但整体成绩仍然不够理想。增强上市公司ESG信息披露意愿需要尽快解决公司经济属性与社会属性的平衡问题。正如学者所言:“现代公司本质向公司公民的跃迁是ESG兴起及应当得以重视的根基所在。”^[16]

(三) 短期主义弊端

激进的短期主义进一步加深上市公司对ESG信息披露的认知偏差。市场环境的不稳定激化了上市公司对长期价值与短期利益的选择矛盾,衍生出一批又一批短期主义行为。过去几年,疫情对世界经济造成了猛烈冲击,在后疫情时代低迷的经济形势下,短期主义再度兴起。面对金融市场的压力,经理们不得不采取短视(myopia)行为,但这些行动往往降低了公司长期资产的价值,^[17]致使上市公司的行为与ESG信息披露的要求背道而驰。在此背景之下,履行环境和社会责任并进行ESG信息披露被看作是一项需要付出额外成本、无法取得短期收益的行为,尤其在上市公司经营效益不佳时,通过获得短期利益维持公司生存状态成为管理层的首要选择。但是,上市公司追求盈利与履行ESG信息披露义务之间并不冲突,ESG信息披露并非要求公司在日常经营活动之外开拓关于保护环境和承担社会责任的新的公益项目,而是引导、鼓励公司将ESG理念融入自身业务之中。因此,上市公司承担环境和社会责任并履行ESG信息披露义务并非一种额外的负担行为,而是致力于促进公司利益和社会公共利益的同时实现,通过公司行为对社会产生正面效应和积极影响,是一种双赢行为。

(四) 伦理道德失范

上市公司伦理道德失范导致ESG信息披露质量不高。商事主体的伦理道德包含两个方面的内容:一是商业伦理道德,即公司秉持诚信原则开展商事活动,不侵害其他商事主体的合法权益,维护市场经济的健康发展秩序;二是社会伦理道德,即公司行为应当有利于社会发展,不侵害社会公共利益,促进社会问题的解决。从市场经济发展的角度看,商机产生于社会需求,每一个商机的背后都有一个亟待解决的社会问题。在2016年中国发展高层论坛上,Facebook创始人扎克伯格就曾表示设立公司的初衷是解决社会问题,“很多人在没有想到解决什么样的问题之前就开了公司,在我看来是很疯狂的”^[18]。扎克伯格的观点从社会发展的角度揭示了公司设立、发展所需具备的目的,也批判了公司为追求经济利益而忽视社会利益的行为。ESG信息披露覆盖了上市公司应当遵守的伦理道德范畴,为公司履行环境、社会和公司治理义务提供了一个可供适用的明确标准。遗憾的是,目前我国ESG信息披露的强制性不足,国内企业对ESG理念的认识不深,且ESG信息披露成本较高。^[19]在此背景下,道德失范不仅导致公司自愿披露的ESG报告

[16] 朱慈蕴、吕成龙:《ESG的兴起与现代公司法的能动回应》,载《中外法学》2022年第5期,第1247页。

[17] 参见侯东德:《董事会对短期主义行为的治理》,载《中国法学》2018年第6期。

[18] 《扎克伯格:创业前要先想好解决怎样的问题》,载 http://m.haiwainet.cn/middle/3541839/2016/0319/content_29751232_1.html,最后访问时间:2023年6月8日。

[19] 参见邓建平、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。

的质量不高，还引发了实践中虚假、失实披露等“漂绿”现象。

三、新发展理念下上市公司 ESG 信息披露的再认识

（一）ESG 内涵与新发展理念的契合

ESG 环境议题与“绿色”发展理念契合。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》（以下简称《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》）设专章确定了保护生态系统、改善环境质量、加快绿色转型的任务，提出了“碳达峰”“碳中和”行动目标，支持有条件的重点企业率先达到碳排放峰值。同时，《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》要求全面提高资源利用效率，构建资源循环利用体系，强化企业环境治理责任承担，推进绿色金融发展。^{〔20〕} ESG 理念把握公司作为社会经济活动主体和推动社会与经济发展的有力抓手这一身份，将环境因素纳入评价体系构成公司评级的重要指标，展现公司对环境和社会问题的关注及其可持续发展和绿色转型的倾向，^{〔21〕} 符合“绿色”发展理念的要求。同时，ESG 评价体系中环境部分所涵盖的温室气体排放、能源燃料管理、水污染管理、资源可持续利用、气候变化管理等考量指标，正是对“绿色”发展理念的落地践行。ESG 环境议题影响公司环境治理行为的改进，与“绿色”发展理念高度契合。

ESG 引入我国并在我国制度环境、社会环境、市场环境的影响下逐渐实现创新发展。ESG 理念在国外可追溯到“责任投资”，并通过国际组织制定披露标准和评价体系逐渐发展成熟，对投资活动发挥重要的指导作用。我国自改革开放以来，虽然不断推进环境、社会、公司治理进程，但与部分欧美国家相比，我国 ESG 发展起步较晚。我国早期出台的与 ESG 相关的政策法规也主要关注公司环境治理表现。直到 2008 年，上海证券交易所发布的《关于加强上市公司社会责任承担工作暨发布〈上海证券交易所上市公司环境信息披露指引〉的通知》使公司、投资者开始重视环境责任之外的社会责任。2018 年，证监会修订《上市公司治理准则》，确立了环境、社会和公司治理的基本框架，由此开启了我国 ESG 全面发展阶段。目前，我国 ESG 信息披露的推动主要依赖主管部门和评价机构的引导，投资者缺乏对 ESG 的足够认识，相关政策法规和评价标准与发展在先的国家相比仍具有一定差距。因此，近年来我国高度重视 ESG 的发展，将其纳入公司治理和监管体系，并不断完善 ESG 信息披露标准和评价体系的举措即是一种创新。习近平总书记强调“发展是解决我国一切问题的基础和关键”^{〔22〕}，而创新可以为发展增添不竭动力。ESG 指引公司经营活动和投资行为符合可持续发展的价值理念，引导构建涵盖环境、社会、公司治理三项考量因子的评价体系是对“创新”发展理念的践行。

ESG 理念促进公司内外部关系的协调发展。公司作为社会活动的主体，其运行发展与特定

〔20〕 参见《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，载 https://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content_5592681.htm，最后访问时间：2023 年 6 月 8 日。

〔21〕 参见黄珺、汪玉荷、韩菲菲等：《ESG 信息披露：内涵辨析、评价方法与作用机制》，载《外国经济与管理》2023 年第 6 期。

〔22〕 中共中央宣传部、国家发展和改革委员会：《习近平经济思想学习纲要》，人民出版社、学习出版社 2022 年版，第 40 页。

期的物质基础、生态环境、政策制度具有紧密联系,公司发展水平受到特定时间、特定空间的政治环境、经济环境、社会环境所构成的生态系统的影响,而公司的经济活动又会反过来影响外部生态的发展水平,由此构成公司内外部环境相互影响和作用的动态循环系统。因此,公司的运行发展必须考虑内外部环境的交互作用。ESG理念引导公司思考其与环境、社会之间的内在联系,将公司对环境造成的影响及其环境治理能力作为ESG信息披露中的环境评价指标,体现为公司的环境责任。社会评价指标考量公司与社会的关系以及公司对社会可持续发展作出的贡献,以此评价公司的社会责任承担情况。而公司维持自身运行发展和内外部平衡关系的能力体现为公司的治理能力。ESG理念帮助公司建立其与环境、社会的和谐关系,优化公司治理能力,促进各方协调发展,从而营造一个可持续发展的社会生态。

ESG理念促进国内国际市场双向开放。在经济全球化和全球治理的语境下,应分析并把握国际发展形势,借鉴和吸收国外先进理念和优秀经验,以此促进我国经济社会发展,再通过国际交流与合作等形式对外输出我国的治理经验和建设成果,从而形成国内资源与国际资源的双向流通,促进开放性世界经济发展。习近平总书记指出:“我国经济要发展壮大,就必须到世界经济大海中去搏击。要把改革之路走得更快、开放之门开得更大……”^[23]《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》提出,“十四五”期间我国要构建以国内大循环为主体,国内国际双循环相互促进的新发展格局。^[24] ESG理念在国外历经多年发展,相关标准和评价体系较为成熟,已经成为当下国际主流投资理念。我国引入和适用ESG理念能够帮助公司更好地适应国际投资环境,完善公司治理体系,促进公司对外发展,融入国际大循环。同时,上市公司的ESG表现已成为各国投资者制定投资决策的重要考量内容,完善公司的ESG信息披露标准和评价体系,提升公司的ESG表现,能够增强国际投资者对我国上市公司可持续发展的信心,吸引投资者对其进行投资,从而促进我国经济高质量发展。因此,ESG理念有助于贯彻落实“开放”发展理念。

• 365 •

ESG理念的发展推动了资源与信息共享。ESG信息披露是践行ESG理念的主要形式,通过披露标准和评价体系的构建对上市公司在环境、社会、公司治理方面的表现进行考量,并以报告的形式公开ESG信息。投资者可以依据ESG报告衡量公司的长期价值,从而综合作出投资决策。监管部门可根据上市公司的ESG表现把握公司履行社会责任和进行环境保护及公司治理的情况,并以公开披露的形式促进公司与利益相关者之间的信息沟通,在强化监管的同时,有效实现信息共享。此外,ESG社会议题所关注的社区关系、脱贫攻坚、消费者权益保护、产品安全、员工健康等内容是对资源共享的践行。以脱贫攻坚为例,2008年证监会修订的《上市公司治理准则》要求上市公司依法披露履行扶贫等社会责任相关情况。上市公司利用生产资料和社会资源从事经营活动并获取收益,通过参与脱贫攻坚的方式履行社会责任,将公司收益投入社会发展进程,从而有效实现了资源共享。

(二) 新发展理念下ESG外延的拓宽

新发展理念下,ESG外延应逐渐向引导公司定位转型和功能扩张的价值导向型理念拓宽。ESG

[23] 前引[22],中共中央宣传部、国家发展和改革委员会书,第37页。

[24] 参见《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》,载 https://www.gov.cn/zhengce/2020-11/03/content_5556991.htm,最后访问时间:2023年6月8日。

理念目前主要适用于市场投资领域，被定位为一种以可持续发展为核心的评价体系，其功能的发挥在于通过考察公司在环境、社会、公司治理方面的表现，帮助投资者做出具有长期效益的投资决策。但是，在全面贯彻新发展理念的背景下，ESG 理念所具备的价值功能已逐渐突破进行效益衡量的评价体系的边界，开始引导当代公司主体定位转型。公司与自然人同为社会重要组成部分，其整合各种社会资源融入自身的生存与发展中，并在日常活动中不断影响社会的发展。据此，关于公司的定位不应局限于经济主体的范畴内，还应当包含参与社会治理与发展的社会主体的范畴。学界关于公司社会属性的研究由来已久，积累了众多优秀的理论与观点，ESG 理念正是对利益相关者理论和企业公民理论等代表性理论的延续和创新。弗里曼（R. Edward Freeman）在《战略管理：利益相关者管理的分析方法》一书中首次提出系统化的利益相关者理论，并对利益相关者的概念作出界定，他认为利益相关者是“能够影响一个组织目标的实现，或者受到一个组织实现其目标过程影响的所有个体和群体”〔25〕。利益相关者理论通过对利益关系的剖析和阐释厘清了公司与周围环境的内在联系，修正了人们对公司属性的传统认知，为公司主体定位转型奠定了良好的理论基础。有观点认为这属于“工具性利益相关者主义”（instrumental stakeholderism），因为不论是对利益相关者有利还是不利的决策，都是股东实现其长期价值最大化的工具，股东在意的是它们的工具价值。〔26〕但也不可因此否认利益相关者理论给公司治理研究带来的积极价值和进步意义。企业公民理论表达了公众对企业承担社会责任的期待，帮助企业匡正其社会定位，重新认识其与社会的关系。它试图从社会公民的身份视角把企业经营权利与伦理义务相结合，是企业管理伦理现代化转向的重要标志。〔27〕ESG 理念将环境、社区、股东、员工、消费者等利益相关者纳入评价体系中，考量公司回应利益相关者利益诉求的表现，强调公司的整体利益，并通过环境、社会、公司治理三方面内容的整合，引导公司主体定位向社会公民扩张和核心价值向可持续发展转变，是对利益相关者理论和企业公民理论的延续。在此基础上，ESG 信息披露通过理论与实践的结合，推进相关理论的实际应用，赋予理论以推动公司转型和促进社会发展的能动性，实现了理论的实践创新。此外，ESG 理念以整体主义视角衡量个体利益与整体利益之间的关系，通过信息披露的形式督促公司承担社会责任，促进公司功能扩张，维持公司利益与社会利益的动态平衡。

（三）新发展理念下上市公司 ESG 信息披露的新要求

ESG 信息披露在我国的适用应当符合我国发展实际并在吸收国外先进的发展经验的基础上逐渐实现“中国化”转型。在全面贯彻新发展理念的背景下，我国上市公司 ESG 信息披露应当实现“本土化”调试与创新。

新发展理念下上市公司 ESG 信息披露应当有利于实现人与自然和谐共生的现代化及全体人民共同富裕的现代化。习近平总书记在中国共产党第二十次全国代表大会上作的报告指出，人与自然是生命共同体，我们要坚持可持续发展，保护自然和生态环境。〔28〕上市公司作为市场活动

〔25〕 R. Edward Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman Publishing Inc., 1984, p. vi.

〔26〕 See Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 106 Cornell Law Review 91, 108-110 (2020).

〔27〕 参见张永奇：《企业公民理论的生成与流变》，载《商业时代》2014年第1期。

〔28〕 参见习近平：《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》，载《人民日报》2022年10月26日，第1版。

的主要参与者和公司成员的重要组成部分，能对生态环境产生较大的能动效应，应当承担相应的环境保护责任。ESG 信息披露通过环境标准和评价体系的构建考量公司在环境保护方面的表现，并以公开披露的形式对上市公司进行监督，符合绿色发展理念的内在要求。但实现人与自然和谐共生的现代化具有更加丰富的内涵，它不仅涵盖了上市公司在环境污染方面的“不可为”，还包含了积极推进环境治理的“作为”义务。在此背景之下，我国上市公司 ESG 信息披露应当促进人与自然和谐共生的现代化的实现。“共同富裕是中国特色社会主义的本质要求，也是一个长期的历史过程。”^{〔29〕} 实现共同富裕，需要全体社会成员在创造价值的同时共享资源，以整体的形式推动社会的进步与发展。ESG 信息披露强调公司与社会的紧密联系，促进公司主体定位向社会公民转型，并通过披露社会表现督促公司履行社会责任，推动公司资源向社会流通，与实现共同富裕的目标相契合。但是，实现共同富裕的目标超越了 ESG 的基础逻辑，^{〔30〕} ESG 信息披露如何引导上市公司更好地满足人民的美好生活需要是新发展理念对其提出的新要求。

新发展理念下上市公司 ESG 信息披露应当有利于平衡公司利益与社会利益、股东利益与利益相关者的利益、长期利益与短期利益。调整公司的各种利益关系和维持利益平衡是上市公司进行 ESG 信息披露过程中不可避免的关键问题，也是全面贯彻新发展理念应当完成的基本要求。从社会发展的整体角度看，公司根植于社会，公司的发展离不开社会的发展，公司利益与社会利益是相辅相成的关系，维持二者的平衡需要 ESG 信息披露引导公司转变认知和树立可持续发展的文化理念。股东是重要的利益相关者，长久以来实现股东利益被视为公司运行发展的核心目标，但随着人们对于公司本质的认识不断深入，“股东至上”理论遭受了越来越多的质疑，保护利益相关者的合法权益是促进公司治理可持续的内在要求，ESG 信息披露应当有助于调整公司追求股东利益与回应利益相关者诉求的平衡。新发展理念揭示了上市公司的短期主义弊端，否定了公司为实现短期盈利目的而摒弃长期价值的激进行为。然而，对长期利益的坚持不代表对短期利益的全盘否认，公司的运行发展需要短期利益和长期利益的共同支撑。低迷的经济形势和复杂的市场环境带来的压力致使短期主义盛行，如何规避短期主义弊端，维持短期利益与长期利益的平衡，促进上市公司可持续发展是新发展理念下推动 ESG 信息披露的要义所在。

• 367 •

四、构建新发展理念下上市公司 ESG 信息披露框架的路径

（一）构建上市公司 ESG 信息披露“本土化”话语体系

在全面贯彻落实新发展理念的背景下，构建上市公司 ESG 信息披露“本土化”话语体系具有充分的必要性，既能拓展社会主体对 ESG 信息披露的认知深度，改善上市公司履行信披义务的态度和行为，又有助于 ESG 信息披露更好地融入我国发展实践，提高上市公司对 ESG 信息披露的接受度和适应度，并以此推动 ESG 信息披露在我国的创新与发展。

ESG 信息披露与我国发展环境相契合，由此奠定了上市公司 ESG 信息披露“本土化”话语

〔29〕 同上注。

〔30〕 参见张蕊、蔡纪雯：《ESG 体系在中国发展情境下的嵌入机制与建设路径》，载《东南学术》2023 年第 1 期。

体系构建的环境基础。从更广泛的方面来讲，话语基础主要包括我国的经济、政治、文化、社会等方面的实力，^{〔31〕}而这份实力是从我国面临的客观、变化的环境中不断演进和发展来的，正如马克思所言，“人们自己创造自己的历史，但是他们并不是随心所欲地创造，并不是在他们自己选定的条件下创造，而是在直接碰到的、既定的、从过去承继下来的条件下创造”^{〔32〕}，据此，我国的发展环境奠定了话语体系构建的基础。ESG 信息披露的价值功能包括但不限于搭建公司与公众之间的信息沟通桥梁，衡量公司的长期效益并帮助投资者作出投资决策，更重要的是有效回应新发展阶段我国对于人与自然和谐共生、全体人民共同富裕、可持续发展的深度关切，满足我国人民关于权利保障、公共利益保护、环保及资源利用的内在需求。据此，在基本导向和最终目标上，ESG 信息披露的核心理念和价值功能与我国发展环境相契合，从而奠定了上市公司 ESG 信息披露“本土化”话语体系的建设基础。

构建上市公司 ESG 信息披露“本土化”话语体系的核心在于以新发展理念为重要指引，以实现可持续发展为目标归宿。话语核心是基于话语基础提升出来的本质和核心理念，主要讲整个话语体系中的“核心理念”或中国道路中的核心理念。^{〔33〕}新发展理念作为新发展阶段我国推动高质量发展的重要指引和支撑，为我国经济、社会、环境全方位发展奠定了坚实的理论基础，既源自于对“中国问题”的回应，又是对“世界潮流”的顺应和“时代课题”的解答。^{〔34〕}新发展理念的内涵及其所具备的价值和意义涵盖并超过了 ESG 信息披露的范畴，它以价值理念的形式帮助上市公司 ESG 信息披露“本土化”话语体系传播更具认同度和感召力的“中国声音”。可持续发展的目标归宿具有三个维度的含义：一是促进公司治理与发展的可持续，通过将可持续发展的价值理念细化为环境、社会、公司治理方面的内在要求，剖析公司与社会、环境之间的交互关系，从而调整公司利益结构，维持长期利益与短期利益、整体利益与个体利益的平衡；二是促进市场经济发展可持续，通过价值导向影响公司的文化理念，帮助公司对其本质属性进行再认识，从而调整和规范公司行为，并以良好的公司行为推动营商环境建设和市场整体向上发展；三是促进国家全方位可持续发展，一国的政治、经济、社会等环境具有紧密的内在联系，一个领域的进步也能带动和助力其他领域共同发展。上市公司 ESG 信息披露“本土化”话语体系的构建依靠我国各方面发展的硬实力，又以软实力的增强反推我国全方位硬实力的增长，以此推动我国全方位可持续发展目标的实现。

（二）实行强制披露全覆盖兼适当包容的信披模式

我国应逐渐实行覆盖全部上市公司的 ESG 信息强制披露模式。一方面，强制披露是国际 ESG 信息披露的主流模式，多年的发展经验奠定了 ESG 信息强制披露的必要性与必然性。在我国推动 ESG 信息披露的过程中，上市公司的 ESG 信息披露模式已经逐渐由自愿披露模式向“半强制”披露模式转化。结合我国发展实际和国外发展经验，我们有理由相信实行强制披露模式是 ESG 信息披露的最终走向。另一方面，上市公司的规模和社会影响力远超大部分中小企业，应当

〔31〕 参见韩庆祥：《中国话语体系的八个层次》，载《社会科学战线》2015年第3期。

〔32〕 《马克思恩格斯选集》（第1卷），中共中央马克思恩格斯列宁斯大林著作编译局编译，人民出版社2012年版，第669页。

〔33〕 参见前引〔31〕，韩庆祥文。

〔34〕 参见虞海波：《新时代五大发展理念对世界发展话语体系的丰富和发展》，载《中共宁波市委党校学报》2019年第5期。

对其 ESG 表现提出更高的要求。在全面贯彻新发展理念和推动可持续发展的背景之下,上市公司积极履行环境保护义务,承担社会责任和进行公司治理,并依法披露 ESG 信息对推进我国市场经济发展具有重要意义。此外,鉴于当前上市公司对 ESG 的认识不足及其承担的较大市场压力,为有效规制“漂绿”乱象和激进的短期主义行为,实行覆盖全部上市公司的 ESG 信息强制披露模式是解决这一时期市场问题的实然路径。

在实行强制披露全覆盖的披露模式下应对上市公司的披露行为进行适当包容。结合我国 ESG 信息披露制度建设情况和市场发展的实际情况,强制披露全覆盖的披露模式在现阶段难以深入贯彻执行。ESG 信息强制披露不仅会产生更高的制度成本和更低的收益成本,也会导致上市公司负担过重使其在短期内难以适应。^[35]我国目前关于 ESG 信息披露的规定在部分强制之外实行“不披露即解释”的方式给予披露义务人的包容空间较大,不利于其信息披露义务的严格履行,同时也会造成披露信息的不统一、不全面,致使投资者、社会公众等利益相关者获取 ESG 信息的难度增大。据此,现阶段 ESG 信息披露模式的选择既要适当缩小对上市公司的包容空间,维持披露成本与收益的平衡,也要合理兼容上市公司 ESG 信息披露过程中存在的特殊情况,以此提高 ESG 信息披露质效。

实行强制披露全覆盖兼适当包容的 ESG 信息披露模式主要从两个方面展开。一方面,主管部门应当以规范性文件的形式明确上市公司履行 ESG 信息强制披露的义务。为保障强制披露范围的合理性和披露内容的有效性,作为强制披露义务人的上市公司的范围应限缩于上市时间超过一定期限的公司,给予刚刚上市的公司一定的时间进行 ESG 治理。另一方面,允许上市公司除披露的 ESG 信息涉及国家机密、商业秘密等法律限制披露的信息外,可以在一定情况下限定次数不进行信息披露。主管部门应结合市场发展实际和信息披露的具体情况,全面研究并确定上市公司能被允许不进行 ESG 信息披露的合理次数。在主管部门允许不进行信息披露的情形下,上市公司应当以公开报告的形式充分阐释不进行 ESG 信息披露的原因,由主管部门、专业机构进行审核和评估,并将审核和评估结果纳入上市公司 ESG 信息披露的综合评分之中。

(三) 压缩上市公司 ESG 信息披露制度的空白地带

ESG 信息披露在我国起步较晚,目前正处于推动相关制度建设的发展阶段。因此,现阶段上市公司 ESG 信息披露实践中存在的问题在一定程度上源自制度体系的不完善给上市公司留下了可供操作的空白地带。欧盟的 ESG 报告制度之所以领先于世界,在很大程度上得益于其对立法工作的重视。^[36]据此,通过加强关于上市公司 ESG 信息披露的立法工作,尽快完善上市公司 ESG 信息披露制度体系,压缩相关制度的空白空间,可以有效调整和规范上市公司 ESG 信息披露行为。

应完善关于“漂绿”行为的具体规定,压缩上市公司实施“漂绿”行为的操作空间。有学者指出,尽管越来越多的企业开始主动披露环境信息,但绿色市场存在的信息不对称问题致使许多企业以故作姿态和欺骗的手段塑造环保形象,这种“漂绿”行为已经从产品营销领域向信息披露层面延伸,并不断蔓延和扩散。^[37]在此背景之下,规范“漂绿”行为是上市公司 ESG 信息披露

[35] 参见前引〔15〕,白牧蓉、张嘉鑫文。

[36] 参见前引〔10〕,黄世忠文。

[37] 参见黄溶冰:《企业漂绿问题及其治理》,载《湖湘论坛》2022年第5期。

制度建设中亟待解决的重要问题。但是，目前“漂绿”一词主要出现在环保组织发布的文件、报告中，如绿色和平组织（Greenpeace）发表的《“漂绿”指南》和美国环境营销公司 Terra Choice 发表的《漂绿七宗罪》，我国法律法规尚未对“漂绿”一词作出专门规定，致使“漂绿”的概念、性质、行为认定等内容无法以规范性文件的形式得以明确，从而影响和阻碍对“漂绿”行为进行甄别和规制。据此，应当以规范性文件的形式对“漂绿”行为在制度层面的概念、性质、构成要素作出规定。此外，明确“漂绿”行为的法律责任是对该行为进行有效规制的制度基础。目前对“漂绿”行为进行规制的法律依据主要有 2018 年修订的《上市公司治理准则》第 88 条规定，即“不得有虚假记载、误导性陈述、重大遗漏或者其他不正当披露”，以及《3 号准则》第 3 条规定，即“披露的信息应当保持持续性，不得选择性披露”。但当前上市公司 ESG 信息披露实践中的“漂绿”现象具有行为隐蔽性和手段多样性的特征，致使前述规定难以对“漂绿”行为进行有效甄别并追究相关主体的法律责任。尽管《上市公司治理准则》和《3 号准则》明确了董监高为保证披露信息真实性、准确性、完整性的责任主体，但相关规定具有一定的原则性和概括性，尚未明确具体的责任承担方式，不利于有效规范上市公司 ESG 信息披露中的“漂绿”行为。据此，应当以规范性文件的形式进一步完善责任主体的责任承担内容，并依据违法违规行为造成的损害后果及其侵害的法益，规定具体的责任承担方式。

应加快构建契合我国市场实践且具有中国特色的 ESG 信息披露标准体系，填补上市公司 ESG 信息披露范围中的制度空白。统一规范的 ESG 信息披露标准体系对我国上市公司 ESG 信息披露实践具有重要的支撑和保障作用。目前国际主流的 GRI、SASB、ISO26000 等信息披露标准各有侧重，体现出不同国家、地区差异化的制度特征。不同的披露标准也导致 ESG 信息披露框架和评价指标的不同，从而对披露质量和信息获取程度产生极大的影响。在以强制披露全覆盖为主的披露模式下，披露范围的不明确将严重影响 ESG 信息披露质效。而披露范围与披露标准具有内在的逻辑联系，前者是指上市公司应当披露关于环境、社会、公司治理方面的哪些具体事项，这些具体事项的设定又取决于后者所确立的评价指标。据此，我国当前亟须建立“本土化”ESG 信息披露标准体系。一方面，应当全面贯彻落实我国的发展战略和政策，将其充分融入 ESG 信息披露标准体系之中。根据新发展理念、人与自然和谐共生理念、“双碳”目标、共同富裕等战略、政策的内在要求深入研究 ESG 信息披露中绿色、社会、公司治理标准的具体内容，并对现有规定进行有效补充。ESG 信息披露标准体系既要具有普遍适用性，也要具备科学合理性。可以充分利用后发优势学习和吸收国外发展 ESG 信息披露的先进经验，合理借鉴国际主流标准的建设经验，并将其与我国 ESG 信息披露实践相结合，以此实现我国 ESG 信息披露标准体系“本土化”与“国际化”的融合。另一方面，ESG 信息披露标准的制定应充分考虑行业特征，结合多方力量共同参与制定。鉴于行业协会对本行业发展情况的熟悉和了解，应当有效发挥行业协会在 ESG 信息披露标准制定过程中的重要作用，充分吸收行业协会关于披露标准的建议，有效提升 ESG 信息披露标准体系的适应性。

（四）推进披露监管范围的拓宽和披露监管方式的智能化升级

应推进上市公司 ESG 信息披露监管范围向第三方专业机构和披露过程两个维度拓宽。第三方专业机构作为上市公司 ESG 信息披露的监督者，对上市公司的 ESG 表现起到重要的评价和监

督作用。但第三方专业机构同时作为监督者与受托人的角色冲突使其在一定程度上处于尴尬和被动的形态之中。与此相对应,公司同时承担委托人兼被监督人的双重角色致使审计机构等第三方专业机构面临着“我是谁”“我是谁的受托人”“我对谁负责”“谁是我的老板和上帝”的灵魂拷问,^[38]从而导致第三方专业机构的独立性受损和公信力降低。增强第三方专业机构的独立性是帮助其摆脱两难境地和提高 ESG 信息披露监管质效的关键。据此,应当逐步推进第三方专业机构受托人与监督人的角色分离,如改变核查机构等第三方专业机构与被监督的公司之间的费用支付方式,并建立针对第三方专业机构的监督机制,^[39]包括适当提高第三方专业机构的资质要求和建立独立的内部监管部门及相应的监管机制,以此减少第三方专业机构基于受托人身份的限制,有效增强其独立性,同时,通过加强对第三方专业机构的监管提高第三方专业机构对上市公司 ESG 信息披露的监管质效。此外,主管部门应重视对上市公司 ESG 信息披露过程的监管,包括对公司 ESG 信息披露的程序进行监管和对公司进行 ESG 治理的实际情况进行监督,尽可能降低上市公司虚假披露的可能性,以此提高 ESG 信息披露质量。鉴于上市公司自身对其 ESG 治理及信息披露情况的熟悉和了解,主管部门应在采用外部监管方式的基础上加强上市公司内部的自律监管。上市公司内部的 ESG 信息披露制度建设主要包括披露意识的提高、披露程序的规范和披露内容的完善。一方面,应引导公司转变治理理念,加强伦理道德建设,强调可持续发展和长期价值,规避短期主义的弊端。另一方面,完善上市公司 ESG 信息披露的内部程序,设立专门的信息披露监管部门对披露全过程进行监督,全面记录公司在各个阶段的 ESG 表现,根据国家、主管部门和行业协会的要求,结合公司实际情况完善 ESG 信息披露内容,制定真实、准确的信息披露报告,并进行公开披露,以此提高上市公司 ESG 信息披露质量。

• 371 •

应将人工智能等新兴技术应用于上市公司 ESG 信息披露监管中,以新兴技术手段促进披露监管方式的智能化升级。不论是上市公司根据其 ESG 表现制作 ESG 报告并依法披露,还是主管部门、第三方专业机构对上市公司的信息披露行为进行监管,ESG 信息披露的履行和监管过程因涉及众多具体信息、数据的收集、整理、分析、监测、评价而使监管主体和被监管主体都面临着巨大的工作强度,增加了人工监管的工作难度,例如,ESG 报告中涉及的温室气体排放来源多且分散,并非所有的企业都能有效控制排放源,而温室气体排放的计算方式复杂且工作量巨大,导致 ESG 报告出错或被“漂绿”的概率增大。^[40]据此,在人工智能等新兴技术蓬勃发展的今天,可以将智能技术融入上市公司 ESG 信息披露监管中,以新兴技术代替自然人从事较为冗杂、繁琐的程序性工作,全面收集和整合信息、数据,并对相关信息、数据进行实时监测。通过将新兴技术手段融入 ESG 信息披露监管过程,有效提高监管工作质效和 ESG 信息披露质量。

五、结 语

ESG 理念符合全球经济可持续发展的主流共识,西方发达国家不断通过日趋成熟的政策体

[38] 参见刘俊海:《论公司 ESG 信息披露的制度设计:保护消费者等利益相关者的新视角》,载《法律适用》2023 年第 5 期。

[39] 参见孙永平、刘瑶:《第三方核查机构独立性的影响因素及保障措施》,载《环境经济研究》2017 年第 3 期。

[40] 参见前引〔10〕,黄世忠文。

系、评级体系、投资工具、公司实践等促进资本市场向着可持续发展的方向转型。^{〔41〕} ESG 信息披露同样契合我国全面贯彻新发展理念的时代背景。但面对 ESG 信息披露在我国的引入和适用中存在的制度短板和实践缺憾，应当在新发展理念的框架下对其进行“本土化”调试与创新，在契合我国市场发展实际的同时，满足新发展理念对其提出的新要求，从而实现“本土化”与“国际化”的融合，为推动我国市场经济高质量发展，实现人与自然和谐共生的现代化及全体人民共同富裕的现代化注入持续动力。

Abstract: The unadaptability of ESG information disclosure and the dominance of company economic attributes, as well as the inherent causes of short-term drawbacks and ethical and moral misconduct, have led to certain institutional shortcomings and practical deficiencies in ESG information disclosure of current listed companies. The connotation of ESG is in line with the era background of China's comprehensive implementation of the new development concept, and gradually expands its scope under the guidance of the new development concept. The introduction and application of ESG information disclosure in China should undergo "localization" debugging and innovation. Based on this, by implementing a mandatory disclosure model that covers all aspects and is appropriately inclusive, we aim to establish information disclosure standards that are in line with the actual development of the Chinese market and have Chinese characteristics, promote the combination of external supervision and internal self-discipline, and thus construct a new development concept for ESG information disclosure framework of listed companies, achieving the integration of "localization" and "internationalization".

Key Words: ESG information disclosure, new development concept, sustainable development, listed company

(责任编辑：武 腾 赵建蕊)

〔41〕 参见前引〔30〕，张蕙、蔡纪雯文。

预测性信息披露责任与安全港制度探究

张保生 牛馨雨*

内容提要：预测性信息属于影响投资者投资决策的重要信息，但因其是对未来的主观预测与评价，具有相当的不确定性，故不宜也不应适用传统信息披露的“真实、准确、完整”的判断标准。美国在 20 世纪已制定安全港制度，为符合规定的预测性信息披露人提供责任豁免空间。我国最高人民法院 2022 年颁布的《虚假陈述司法解释》首次确立了预测性信息安全港制度。此前已有部分司法案例开启初步探索，积累了有益的审判经验。但在既往监管实践中，证券监管机构和交易所仍倾向于根据预测内容与实际情况差异较大的客观事实认定行为人应承担责任。为完善我国预测性信息披露制度，建议通过修改《证券法》明确预测性信息披露的特殊标准，将安全港制度的适用范围延伸至行政责任认定层面，明确除外情形举证责任的合理分配，着重考察披露主体的主观状态，并就其他“软信息”设立相应的安全港制度。

关键词：预测性信息 证券虚假陈述 安全港制度

• 373 •

一、引言

伴随注册制时代全面来临，信息披露成为监管执法与投资者保护的重中之重。预测性信息作为资本市场中一类重要信息，是对历史信息的有益补充，对于投资者全面、深入了解证券价值具有不可或缺的意义。我国高度重视预测性信息的披露价值，经历了从 20 世纪 90 年代初强制披露到后来原则上鼓励自愿披露、个别情形下强制披露的立法变迁。不过，既往立法与执法实践对预测性信息特殊性的考量稍显不足，往往将预测性信息与普通的历史信息等同视之，适用相同的监管规则与责任判断标准。此外，相较域外，我国缺乏明确的安全港制度，对预测性信息披露的责任认定欠缺合理性，也导致发行人自愿披露预测性信息的动力不足。

* 张保生，北京市中伦律师事务所权益合伙人、争议解决部负责人；牛馨雨，北京市中伦律师事务所律师。

在学术界与实务界长期呼吁下，在虚假陈述民事诉讼前置程序废除、部分司法案例已对预测性信息虚假陈述民事责任认定积累审判经验的背景下，2022年1月21日最高人民法院发布《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》（下称《虚假陈述司法解释》），首次规定预测性信息披露安全港制度，明确预测性信息与实际经营情况存在重大差异的，原则上不构成虚假陈述，同时规定了三种除外情形，为发行人准确把握预测性信息披露标准提供了参考尺度和安全指南，填补了现行法空白，有利于鼓励发行人主动披露预测性信息，丰富信息披露内容。^{〔1〕}

鉴于《虚假陈述司法解释》施行时间尚短，司法实践中适用预测性信息安全港制度的案例尚不多，对司法解释关于该制度相关规定如何理解、如何把握，仍需要结合丰富的个案情况进一步细化。本文拟结合域外安全港制度规定分析预测性信息的性质、价值和特殊性，回顾我国此前关于预测性信息披露的监管规则、行政执法实践与司法实践，对《虚假陈述司法解释》新增的安全港制度进行分析，并对预测性信息安全港制度在立法、行政执法、自律监管和司法层面的完善提出建议。

二、预测性信息的价值与特殊性：以美国安全港制度为例

（一）从禁止到鼓励：预测性信息的价值探寻

预测性信息属于“软信息”的一种，是指对未来发展的预测性意见或主观评价，包括：（1）对收入、盈利（或亏损）、每股盈利（或亏损）、资本支出、股利、资金结构或者其他财务事项的预测性陈述；（2）公司管理层对未来经营（包括有关发行人产品或服务）的计划与目标的陈述；（3）对未来经济表现的陈述；（4）上述事项所依据的假设前提及相关事项的陈述；（5）发行人保留的外界评论（如果其评价了发行人作出的预测性陈述）等。^{〔2〕}

根据预测性信息的上述内涵与外延，可以看出其相较于普通信息具有两方面显著特点：一是预测性信息主要面向未来，是对未来可能发生情况的假设与预测，而一般的信息披露着眼于过去或现在，是对已经发生的事实作出的陈述，属于“历史信息”或“事实性陈述”；二是预测性信息属于信息披露人的主观评价，系行为人在披露时点根据其掌握的信息所作出的主观判断，而历史信息均是对已经发生的“客观事实”的描述。因此，预测性信息存在较大的不确定性和主观性，可能与现实的发展情况存在较大差异。

基于上述特点，是否应允许发行人向投资者披露预测性信息，在美国历史上曾一度存在争议，经历了曲折的演进过程。^{〔3〕} 20世纪70年代以前，美国证监会（下称“SEC”）禁止发行人在公开发行申请等提交的文件中披露预测性信息，甚至在1956年为规则14a—9中的“误导性信息”所作注释中包含针对未来市场价值、盈利和分红的预测信息。其主要考量包括：预测性信息不具有可靠性，存在过度乐观披露的风险；预测性信息很容易被行为人操纵；不成熟的投资者无法意识到预测性信息的不确定性从而可能产生不合理依赖；预测性信息的准确性难以核实，监

〔1〕 参见李有星、钱颖瑜、孟盛：《证券虚假陈述侵权赔偿案件审理制度研究——新司法解释的理解与适用高端论坛综述》，载《法律适用》2022年第3期。

〔2〕 参见美国1933年《证券法》第27A条、1934年《证券交易法》第27E条。

〔3〕 参见李玲：《上市公司预测性信息披露研究》，载《审计与经济研究》2003年第2期。

管难度较大；投资者自身可以根据已披露的文件形成对公司未来的判断；允许披露预测性信息可能为发行人带来更高的竞争成本和诉讼成本等。^{〔4〕}

之后大量研究证实，预测性信息构成投资者作出投资决策的重要基础信息，且当时的证券市场已广泛披露预测性信息，禁止披露预测性信息反而使投资者无法获得充分保护。^{〔5〕} SEC开始逐渐转变监管政策：1972年开始考虑制定有关收入和盈利预测的特殊规则，^{〔6〕} 1973年举行听证会后决定为预测性信息的披露设立标准，^{〔7〕} 1975年公布了一系列规则建议稿，^{〔8〕} 1976年宣布其“既不鼓励也不抑制预测性信息的披露”，^{〔9〕} 最终在1979年建立安全港规则，^{〔10〕} 鼓励发行人自愿披露预测性信息。上述过程体现出SEC从禁止到允许再到鼓励披露预测性信息的巨大转变。

目前已普遍认为，预测性信息具有重要价值。对投资者而言，投资决定是面向未来的决定，只有投资者认为未来预期收益高于现在买入成本时才会作出买入决策。部分研究甚至认为，预测性信息是对投资者最有价值的信息，有助于缓解证券市场信息不对称、降低交易成本。^{〔11〕} 对发行人而言，披露预测性信息有助于降低投资者决策的不确定性、降低融资成本、提升股价，还会使发行人为实现预期目标提高经营管理水平。^{〔12〕} 对证券市场而言，证券价格反映相关信息的能力决定了市场的有效性程度，预测性信息的披露使得证券价格更真实地反映出上市公司的未来前景和证券价值，可以提高证券市场有效性，还有利于防止内幕交易、促进信息的公平披露。^{〔13〕}

（二）预测性信息的特殊性：披露标准与投资者信赖程度不同

预测性信息是对未来可能发生情况的主观预测和评价，其与普通的历史信息存在较大不同，主要体现在真实性判断标准和对投资者投资决策的影响程度两方面。

1. 预测性信息不适用“真实、准确、完整”的披露标准

历史信息或事实性陈述建立在已发生的事实基础上，因此可以通过将披露的信息与客观事实进行对比的方式客观判断信息披露的真实性，信息披露标准为“真实、准确、完整”^{〔14〕}，如有违反，则可能构成虚假陈述。然而，预测性信息并非对现实已存在的事实进行的客观陈述，其本质是基于诸多假设对未来有可能出现的发展趋势进行的预测，无法适用一般信息披露所遵循的“真实、准确、完整”的判断标准。

〔4〕 See Janet E. Kerr, *A Walk through the Circuits: The Duty to Disclose Soft Information*, 46 Maryland Law Review 1071, 1073 (1987); Ted J. Fiklis, *Soft Information: The SEC's Former Exogenous Zone*, 26 UCLA Law Review 95, 97 (1978); Bruce A. Hiler, *The SEC and the Courts' Approach to Disclosure of Earnings Projections, Asset Appraisals, and Other Soft Information: Old Problems, Changing Views*, 46 Maryland Law Review 1114, 1116 (1987).

〔5〕 参见前引〔4〕，Bruce A. Hiler文，第1120页。

〔6〕 See *Public Proceedings in the Matter of Estimates, Forecasts or Projections of Economic Performance*, Exchange Act Release No. 9844.

〔7〕 See *Disclosure of Projections of Future Economic Performance*, Securities Act Release No. 5362.

〔8〕 See *Proposed Rules on Earnings Projections*, Securities Act Release No. 5581.

〔9〕 See *Earnings Projections and Rule 14a-9 Amendment*, Securities Act Release No. 5699.

〔10〕 See *Safe Harbor Rule for Projections*, Securities Act Release No. 6084.

〔11〕 See Suzanne J. Romajas, *The Duty to Disclose Forward-Looking Information: A Look at the Future of MD & A*, 61 Fordham Law Review 245, 247 (1993).

〔12〕 参见谭立：《证券信息披露法理论研究》，中国检察出版社2009年版，第27页。

〔13〕 参见张保华：《上市公司预测性信息披露制度研究》，载《法律适用》2003年第4期。

〔14〕 《中华人民共和国证券法》第78条。

具体而言，一方面，预测性信息在披露时不存在可以与之对照的客观事实，因此在信息披露时无从判断面向未来的预测性信息是否“真实”；另一方面，预测性信息具有“固有的不确定性和模糊性本质”^{〔15〕}，任何主体都不可能保证其预测百分之百符合实际发展情况。如预测依据的公司内外部假设前提、基础条件发生变化，都有可能导致现实情况与预测趋势不同，甚至相去甚远，但这是预测性信息披露必然存在、无法避免的情形。如在未来时点回溯判断预测性信息是否真实，则不具有合理性，也有违信息披露制度的初衷。

因此，预测性信息基于其特殊性，无法适用“真实、准确、完整”的判断标准，否则不仅欠缺公平合理性，而且无法改变预测性信息的特殊本质，无法促使责任主体“准确”披露预测性信息，故应适用特殊的披露标准或责任认定标准。我国监管规则已指出预测性信息应适用“合理、谨慎、客观”的披露标准。^{〔16〕}从民事责任认定角度来看，预测性信息并不因与后续发展情况不符而必然构成“虚假陈述”，在责任认定时也需结合信息披露义务人在披露预测性信息时的主观状态，而不应适用事实性陈述的“严格责任”。

2. 投资者对预测性信息的信赖有限

在有效市场，对于历史信息或事实信息，在没有相反证据的情况下，只要其具有重大性，则通常推定证券投资者信赖该等信息作出投资决策。然而，预测性信息是对尚未发生的未来情况的展望，投资者通过其表述即可知悉预测性信息披露的内容并非目前客观存在的事实，未来是否发生具有重大不确定性。投资者面对预测性信息，理应保持更高层次的谨慎，充分意识到其存在的重大不确定性，并对其实现可能性进行充分、合理、全面的衡量。

并且，预测性信息通常伴随风险提示等警示语言，提示相关信息仅为管理层的初步判断，是能够实现具有不确定性，存在经营环境变化等相关因素导致预测内容无法实现的情况。在此情况下，投资者对预测性信息与未来实现情况可能存在差异是有预判且知悉的，理性投资者应正确对待预测性信息对其投资决策的影响，不应将投资决策的作出完全建立在具有重大不确定性的预测性信息上。

基于预测性信息的不确定性和主观性，投资者对预测性信息的“信赖”应当弱于事实信息，不能过分依赖其预测结果。^{〔17〕}这体现在民事责任层面系交易因果关系要件问题，投资者原则上对于充分提示风险和不确定性的预测性信息不构成“合理信赖”。如投资者在预判可能存在风险的基础上仍基于预测性信息作出投资决策，则构成“自甘风险”，应自行承担该投资决策导致的损失。

（三）美国预测性信息安全港制度

基于预测性信息的重要价值、难以适用传统真实性判断标准及投资者的有限信赖，美国在吸收先前司法判例标准基础上，专门建立安全港制度鼓励并规范预测性信息披露，以“逆向规制”方式明确，符合安全港制度规定的情形不构成违法，当事人无需承担责任。^{〔18〕}美国的预测性信

〔15〕 蒋尧明：《上市公司财务预测信息的真实性与虚假陈述研究》，载《当代财经》2011年第11期，第120页。

〔16〕 参见《上海证券交易所股票上市规则》及《深圳证券交易所股票上市规则》第2.1.5条第2款、《北京证券交易所股票上市规则（试行）》第5.1.5条、《上海证券交易所科创板股票上市规则》第5.1.4条第2款。

〔17〕 参见王佩：《上市公司预测性信息披露问题探讨》，载《财会通讯》2010年第11期。

〔18〕 参见魏俊：《证券法上的安全港及其制度价值——以前瞻性信息披露为例》，载《证券法苑》第12卷，法律出版社2014年版，第134页。

息安全港制度既包括 SEC 制定的监管规则,也包括国会针对证券民事诉讼制定的规则,二者存在一定区别。

1. SEC 的安全港规则:合理基础与最大诚信

1979 年,SEC 发布预测性信息安全港规则,并在 Rule 175 和 Rule 3b—6 下均强调:“符合条件的预测性信息不构成欺诈,除非能证明它是在缺乏合理基础上作出或重申,抑或非诚信披露。”^{〔19〕}

SEC 的上述安全港制度适用范围有限,仅适用于提交给 SEC 文件中出现或被再次确认的预测性信息、在提交 SEC 文件中作出后又被再次确认的预测性信息和年度报告包含的预测性信息,而不适用于发行人通过新闻公布、口头披露的预测性信息或证券分析师披露的预测性信息。SEC 限制安全港制度范围的初衷在于促使发行人在更规范的框架下谨慎披露预测性信息。但由于适用范围受限,且有观点认为“合理基础”和“最大诚信”两个条件并不明确,^{〔20〕}信息披露人担心其作出的预测性信息披露仍可能导致潜在风险,SEC 的安全港制度并未带来证券市场预测性信息数量的显著增加。^{〔21〕}

2. 美国国会的安全港规则:充分警示或善意披露

1995 年,美国证券民事诉讼的滥诉问题已十分严重,极大限制了管理层向市场披露预测性信息的热情,需要在民事诉讼中设立安全港制度以鼓励披露预测性信息并抑制滥诉。^{〔22〕}在此背景下,美国国会通过《私人证券诉讼改革法案》(The Private Securities Litigation Reform Act of 1995),在民事诉讼中设立了预测性信息安全港制度,同时涵盖书面和口头形式的预测性信息披露,为预测性信息披露人构建了两条安全路径。路径一是行为人在披露预测性信息时附加充分的警示性语言,行为人的主观状态则在所不问。对于口头披露的预测性信息,如适用该路径免责,行为人还需提醒投资者在可获得的书面资料中包含更多风险提示。^{〔23〕}路径二是原告无法证明行为人知晓该信息虚假或具有误导性,即无法证明行为人具有故意披露虚假预测的主观恶意。当然,投资者要求预测性信息披露人承担责任还必须证明相关预测性信息具有“重大性”,对非重要事件作出的预测不承担虚假陈述责任。该法案出台后,美国的证券诉讼数量有所降低,尤其是针对预测性信息的虚假陈述诉讼显著减少,抑制滥诉的效果显著。^{〔24〕}

相比 SEC 的安全港规则,国会的安全港制度更加体现出预测性信息披露的两大特殊性:其一,由于预测性信息不适用传统的“真实、准确、完整”标准,法案并未将与后续发展情况不同的预测性信息定义为虚假陈述,而是规定仅在披露人主观非善意的情形下才构成虚假陈述,体现

• 377 •

〔19〕 See *Safe Harbor Rule for Projections*, Securities Act Release No. 6084; 17 C. F. R. § § 230.175 (a), 240.3b—6 (a) (1992).

〔20〕 See John S. Poole, *Management Forecasts: Do They Have A Future in Corporate Takeovers?* 42 SMU Law Review 765, 792 (1988).

〔21〕 See Douglas J. Skinner, *Do the SEC's Safe Harbor Provisions Encourage Forward-looking Disclosures?* 51 Financial Analysts Journal 38, 38 (1995).

〔22〕 See Chuck Pier, *The Effect of Securities Litigation Reform and Regulation Fair Disclosure on Forward-looking Disclosures*, 2 Advances in Business Research 138, 139 (2011).

〔23〕 “预先警示”理论 (bespeak caution) 在美国司法实践中已广泛存在,法院普遍认为信息披露人使用警示性语言进行预先警示不构成欺诈。

〔24〕 参见前引〔22〕, Chuck Pier 文,第 138—148 页。

出预测性信息真实性判断标准的特殊性；其二，鉴于投资者对充分提示风险的预测性信息不存在“合理信赖”或交易因果关系，法案允许披露人在附加有效警示性语言的情况下，对所披露的预测性信息免责，体现出预测性信息披露交易因果关系层面的特殊性。

三、我国预测性信息披露的既往责任认定

（一）我国预测性信息披露的监管规则

《中华人民共和国证券法》（下称《证券法》）自颁布以来未明确规定预测性信息的披露要求，仅在2019年修订时通过第84条规定“信息披露义务人可以自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息”。我国关于预测性信息的规定散见于多个规章、规范性文件和自律监管规定中，包含盈利预测、业绩预告、业绩快报等财务类预测性信息，以及管理层讨论与分析、风险因素等非财务类预测性信息。

关于披露原则，我国财务类预测性信息经历了以强制披露为主到以自愿披露为主的变化过程。20世纪90年代初，《股票发行与交易管理暂行条例》及其他规范性文件均要求申请公开发行上市的公司提交下一年度盈利预测文件。1997年取消了盈利预测强制性规定，但如果发行人认为披露盈利预测有助于投资人判断且有信心能够进行合理预测的，可以在招股说明书中披露。^{〔25〕}自1998年起，上市公司需要对可能出现的连续亏损或重大亏损进行披露。2004年正式确立业绩预告制度，上市公司在特定情形下需在年报、半年报、季报中进行业绩预告。目前则仅要求在特定情形下就年度、半年度经营业绩进行业绩预告。^{〔26〕}业绩快报原则上为自愿披露，但特定情形下亦要求强制披露。^{〔27〕}对于非财务类预测性信息，目前仍存在较多强制披露要求，例如，上市公司应在年度报告中“对未来发展进行展望，应当讨论和分析公司未来发展战略、下一年度的经营计划以及公司可能面对的风险”，包括行业格局和趋势、发展战略、经营计划及可能面对的风险。^{〔28〕}

关于披露标准，《证券法》仅规定信息披露应当“真实、准确、完整”，自愿性信息披露“不得与依法披露的信息相冲突，不得误导投资者”，而未对预测性信息披露标准作出特殊规定。自2008年起至今，证券交易所股票上市规则明确规定“披露预测性信息及其他涉及公司未来经营和财务状况等信息，应当合理、谨慎、客观”^{〔29〕}，这明显有别于事实信息披露的“真实、准确、完整”标准。同时，还要求发行人提示风险并及时更正差异信息。例如，发行人应当在业绩预告中披露不确定因素（如有）的具体情况及其影响程度，若经营业绩或者财务状况与已披露的业绩预告存在重大差异，应及时披露业绩预告更正公告。^{〔30〕}

〔25〕 参见《中国证券监督管理委员会关于发布公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第一号〈招股说明书的内容与格式〉的通知》（证监〔1997〕2号，现已失效）。

〔26〕 参见《上海证券交易所股票上市规则》第5.1.1条。

〔27〕 参见《上海证券交易所股票上市规则》第5.1.6条。

〔28〕 参见《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》第26条。

〔29〕 《上海证券交易所股票上市规则》及《深圳证券交易所股票上市规则》第2.1.5条第2款、《北京证券交易所股票上市规则（试行）》第5.1.5条、《上海证券交易所科创板股票上市规则》第5.1.4条第2款。

〔30〕 参见《上海证券交易所股票上市规则》第5.1.4条、第5.1.5条。

关于责任认定, 尽管交易所规则认可预测性信息的真实性判断标准与事实信息不同, 但仍然要求公司及其董事、监事和高级管理人员对业绩预告、业绩快报、盈利预测及其更正公告的准确性负责, “确保披露情况与公司实际情况不存在重大差异”^{〔31〕}, 并且曾一度要求上市公司就业绩预告、业绩快报不准确向市场致歉, 并说明对公司内部责任人的认定情况。^{〔32〕} 如果盈利预测与利润实现情况相差较大, 则除“不可抗力”原因外, 证券监管机构还可对发行人、责任人员及注册会计师采取监管措施甚至作出行政处罚。^{〔33〕}

(二) 我国预测性信息披露的监管实践

在我国既往的监管实践中, 大量案例以“与实际情况是否一致”作为预测性信息是否构成违规披露的判断依据。例如, 陕西建设机械股份有限公司 2016 年被证券监管机构出具警示函, 违法理由仅写明其收购的标的公司“2015 年实现净利润未达到资产评估报告预测金额的 50%”^{〔34〕}。该公司 2018 年再次被出具警示函, 主要原因为 2017 年业绩预告预测的净利润与年报存在重大差异, 且子公司 2015 年至 2017 年实现净利润金额不足盈利预测金额的 50%。^{〔35〕} 根据公司在后续公告中的解释, 其标的公司未实现盈利预测系受到国内塔式起重机行业市场需求容量大幅下降等行业环境的客观影响。该案例体现出监管实践以结果为导向的责任追究机制。

研究显示, 我国与业绩预告违规有关的惩处效果不理想, 并未降低后续业绩预告违规概率, 甚至出现了反作用。^{〔36〕} 相比之下, 境外市场鲜有针对自愿性信息披露违规行为的处罚案例。根据北京大学法学院“自愿性信息披露制度比较研究”课题组的研究, 截至 2021 年, 未发现美国证监会、英国金融管理局和财报委、香港证监会、市场失当行为审裁处和联交所对自愿性信息披露违规行为的监管案例。^{〔37〕} 从实践情况看, 我国行政执法实践对预测性信息更为严格的责任追究制度不但未实现“重典治乱象”的预期效果, 反而加剧了市场主体与投资者之间的信息不对称。^{〔38〕}

(三) 我国预测性信息披露的民事责任

1. 2003 年《虚假陈述若干规定》的处理逻辑

2003 年最高人民法院颁行的《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“2003 年《虚假陈述若干规定》”)未明确区分预测性信息与事实信息的虚假陈述民事责任。根据最高人民法院的解读, 这是因为 2003 年《虚假陈述若干规定》设立了“前置程序”, 只要相关陈述已被作出行政处罚或刑事判决, 则无论是预测性陈述还是事实性陈述都具备了产生民事责任的重大性特征。但最高人民法院在解读中已经指出, 预测性信息与事实陈述在民事责任产生的条件方面有很大的不同, 预测性信息具有内在不确定性和风险, 不应损伤诚实守信

〔31〕《上海证券交易所股票上市规则》第 5.1.10 条。

〔32〕参见《上海证券交易所股票上市规则》第 11.3.3、11.3.8 条;《深圳证券交易所股票上市规则》(2018 年修订)第 11.3.7 条。

〔33〕参见《首次公开发行股票注册管理办法》第 65 条;《上市公司证券发行注册管理办法》第 79 条。

〔34〕《关于对陕西建设机械股份有限公司及王志荣采取出具警示函措施的决定》(陕证监措施字〔2016〕6 号)。

〔35〕参见《关于对陕西建设机械股份有限公司采取出具警示函措施的决定》(陕证监措施字〔2018〕10 号)。

〔36〕参见宋云玲、李志文、纪新伟:《从业绩预告违规看中国证券监管的处罚效果》, 载《金融研究》2011 年第 6 期。

〔37〕参见北京大学法学院课题组(负责人:唐应茂):《自愿性信息披露制度比较研究》, 载《证券法苑》第 33 卷, 法律出版社 2021 年版, 第 189 页。

〔38〕参见方重:《上市公司自愿性信息披露监管》, 载《中国金融》2021 年第 9 期。

的善良发行人披露预测性信息的积极性，今后随着证券市场日趋成熟完善、人民法院审理相关案件水平逐渐提高，前置程序将被取消，对预测性信息虚假陈述问题的研究必不可少。^{〔39〕}

过去二十年，我国因预测性信息披露引发的证券虚假陈述民事纠纷数量总体上仍较为有限。部分案例以不符合“前置程序”为由直接驳回原告起诉或认定预测性信息不构成虚假陈述。例如，广州市中级人民法院“勤上光电”案^{〔40〕}、郑州市中级人民法院“森源电气”案^{〔41〕}、北京市第三中级人民法院“弘高创意”案^{〔42〕}均以对预测性信息作出的行政监管措施或自律管理措施不符合前置程序为由裁定驳回起诉，广州市中级人民法院“粤美雅”案^{〔43〕}以“预盈提示公告”未被《行政处罚决定书》认定属于虚假陈述为由，认定其不构成虚假陈述民事侵权行为。

但是，在缺乏行政处罚决定或刑事裁判的前置程序前提下，亦有法院直接认定预测性信息构成虚假陈述。例如，在某电子技术公司案中，武汉市中级人民法院、湖北省高级人民法院以业绩快报披露的财务数据与被处罚的半年报财务数据基本一致为由，认定未被处罚的业绩快报构成虚假陈述。^{〔44〕}尽管该案判决指出“业绩快报所披露的数据虽允许与正式报告所披露数据存在一定差异，但并不意味着业绩快报可以随意编报”，但判决并未对业绩快报是否系“随意编报”进行审查，而仅依据业绩快报数据偏离实际情况认定构成虚假陈述，未体现出对预测性信息适用特殊审查标准。

2. 安全港制度的初步实践探索

值得肯定的是，在安全港制度尚为空白的时代，已有案例对预测性信息与事实性陈述的区别进行分析。例如，在“康芝药业”案中，海口市中级人民法院认为，监管规定允许业绩快报披露的信息与实际情况存在差异，如存在重大差异，应及时发布修正公告进行调整，而不应以此认定业绩快报构成虚假陈述。海南省高级人民法院认为，案涉业绩快报已在显著位置特别提示相关财务数据为未经审计的初步核算数据，因此不构成虚假陈述。^{〔45〕}该案已涉及预测性信息的披露标准问题和“警示语言”免责问题，但尚未提炼出预测性信息虚假陈述责任认定的通用标准。在“尔康制药”案中，最高人民法院再审裁定从投资者信赖角度出发，指出业绩预告从性质上对数据准确性的要求并不等同于正式业绩报告，其记载的数据仅为参考数据，一般理性投资者能够区分二者的区别，进而认定案涉业绩预告不构成虚假陈述。^{〔46〕}

2020年，深圳市中级人民法院在“中航三鑫”案中首次明确提出预测性信息的审查标准。有观点认为该案系从“重大性”角度进行解释，“未能切中鼓励自愿性披露的制度肯綮”^{〔47〕}。但

〔39〕 参见李国光主编，最高人民法院民事审判第二庭编著：《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年版，第201-215页。

〔40〕 参见广州市中级人民法院（2020）粤01民初第1866号民事判决书。

〔41〕 参见郑州市中级人民法院（2019）豫01民初第1509号民事判决书。

〔42〕 参见北京市高级人民法院（2019）京民终第346号民事判决书。

〔43〕 参见广东省高级人民法院（2010）粤高法民二终字第64号民事判决书。

〔44〕 参见武汉市中级人民法院（2018）鄂01民初第3799号民事判决书；湖北省高级人民法院（2021）鄂民终第157号民事判决书。

〔45〕 参见海南省高级人民法院（2016）琼民终第123号民事判决书。

〔46〕 参见最高人民法院（2020）最高法民申第4220号民事裁定书。

〔47〕 汤欣、李卓卓：《新修虚假陈述民事赔偿司法解释评析》，载《法律适用》2022年第3期，第67页。

重大性仅是该案分析视角之一，该案判决明确认定预测性信息具有不确定性，实践中不可能做到与后来发生的事实一一对应，应从下述两方面对预测性信息进行审查：一是上市公司披露预测性信息时的主观心理状态，即上市公司当时是否有理由真实地相信预测性信息，是否有意出具虚假预测信息误导投资人；二是上市公司在披露预测性信息时是否做了预测具有不确定性的警示性提示。法院认定案涉预测性数据建立在合理性推断基础之上，以善意方式予以披露，且以明确的警示性语言告知了预测的不确定性，故不构成虚假陈述。^{〔48〕}可以说，该案判决的认定已具有安全港制度雏形。

2021年，成都市中级人民法院在“迅游科技”案中进一步明确，预测性信息本身的特殊性决定其披露标准不适用“真实、准确、完整”的一般信息披露标准，预测内容与实际情况存在较大差异是预测性信息无法避免的情形，不能据此认定预测性信息披露违法，而应从以下三方面进行判断：其一，预测信息是否有充分的警示性提示；其二，预测信息的依据是否明确、充分、合理；其三，预计实际业绩与已披露的业绩预告存在较大差异时，是否及时修正。法院认定案涉上市公司在发布业绩预告、业绩快报时伴随充分的警示性提示，使投资者的合理信赖有了一定程度的弱化，预测内容有相应合理依据，且在发现与实际情况存在差异后及时进行了修正，故不构成虚假陈述。^{〔49〕}该案判决形成的预测性信息审查标准已十分接近《虚假陈述司法解释》规定的预测性信息安全港制度。

值得注意的是，在部分案例中，法院认定信息披露主体的主观状态不构成善意，进而认定发行人作出的与实际情况不符的预测性信息构成虚假陈述。例如，江苏省高级人民法院在“高新张铜”案中判决认为，相关刑事判决认定上市公司高管在明知公司经营亏损的情况下，仍然采用虚假销售、虚构原材料让利等手段虚增利润，导致上市公司披露与实际情况严重不符的业绩快报，据此认定案涉业绩快报构成虚假陈述。^{〔50〕}

上述案例体现出裁判者在2003年《虚假陈述若干规定》框架下对预测性信息披露进行公平合理责任认定的平衡与智慧，为2022年《虚假陈述司法解释》正式确立预测性信息披露安全港制度积累了宝贵的审判经验。

四、我国预测性信息披露民事责任安全港制度

随着证券虚假陈述诉讼前置程序的废除，区分预测性信息与事实性陈述，明确预测性信息虚假陈述民事责任的认定标准，具有现实必要性。2022年《虚假陈述司法解释》第6条规定：“原告以信息披露文件中的盈利预测、发展规划等预测性信息与实际经营情况存在重大差异为由主张发行人实施虚假陈述的，人民法院不予支持，但有下列情形之一的除外：（一）信息披露文件未对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示的；（二）预测性信息所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理的；（三）预测性信息所依据的前提发生重大变化时，未及时履行更正义务的。前款所称的重大差异，可以参照监管部门和证券交易场所的有关规定认定。”该规

〔48〕 参见深圳市中级人民法院（2019）粤03民初第2031号民事判决书。

〔49〕 参见成都市中级人民法院（2021）川01民初第5152号民事判决书。

〔50〕 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民终第85号民事判决书。

定吸收此前司法案例积累的有益经验，首次正式确立我国预测性信息披露民事责任安全港制度。

（一）我国预测性信息安全港的基本适用原则

上述规定明确预测性信息与实际经营情况存在重大差异时，原则上不构成虚假陈述，除非存在“但书”规定的除外情形，为我国预测性信息披露提供了明确的安全指南和责任豁免指引。该规定未以预测内容与实际情况不符的结果认定其构成虚假陈述，体现出对预测性信息的宝贵价值与特殊性的尊重，也与域外法预测性信息披露安全港制度相契合。

随着我国证券市场的发展，投资者需要更多预测性信息辅助作出投资判断。上述规定有助于鼓励预测性信息的自愿披露，充分释放其对投资者、信息披露人和证券市场可能产生的各项潜在价值。同时，该规定也与我国培育资本市场理性投资者的理念相契合，有助于抑制投资者对预测性信息的不合理信赖和非理性决策，使其更加审慎、理性地看待预测性信息。

值得注意的是，目前该规定仅适用于与实际经营情况“存在重大差异的预测性信息”，一方面排除了不具有前瞻性的主观评价等“软信息”，另一方面，按照举重以明轻的原则，对于与实际经营情况不存在重大差异的预测性信息，无需通过适用“安全港”制度豁免责任，即无论是否存在该规定的除外情形，行为人均不应就此承担虚假陈述民事赔偿责任。

（二）我国预测性信息安全港的除外情形

1. 关于警示性语言

我国安全港制度的第一项除外情形为“未充分进行风险提示”，即美国安全港制度所称的是否具备有效的“警示性语言”，^[51] 此前“康芝药业”案、“中航三鑫”案、“迅游科技”案判决均体现出对警示性语言的审查。美国国会的安全港制度将警示性语言作为一项独立的责任豁免事由。对此，批评意见认为，这赋予了预测性信息披露人一张“撒谎牌照”（license to lie），使恶意披露预测性信息的主体获得了不当保护。^[52] 美国部分法院亦对此持否定意见。例如，联邦第五巡回法院在 2009 年审理的 *Lormand v. US Unwired, Inc.* 案中一改此前态度，宣称主观善意是适用安全港规则的必要条件，仅附加警示性语言不能豁免责任。^[53] 纽约南区联邦地区法院在 2014 年的一起案例中认为，安全港规则不保护那些明知是虚假却仍然作出或批准预测性信息的披露者。^[54]

相比而言，我国安全港制度的适用条件更高，附加警示性语言不能单独构成一项责任豁免事由，只有同时满足不存在三项除外情形的条件才可适用安全港规则主张免责。因此，我国预测性信息披露人即使附加了警示性语言，仍有可能因触及其他两项除外情形而需要承担责任。我国的规定可有效避免恶意的预测性信息披露人利用警示性语言的豁免事由故意发布误导投资者的预测性信息，更有利于督促信息披露义务人规范、审慎地进行预测性信息披露。

关于何等警示性语言构成“有效的风险提示”，美国司法实践确立的规则是信息披露人无需披露所有潜在风险或最终引发争议的风险，但应针对特定的预测内容披露具体、实质的重要风险

[51] See *Harris v. Ivax Corp.*, 182 F.3d 799, 807 (11th Cir. 1999); Richard A. Rosen & Jessica S. Carey, *The Safe Harbor for Forward-Looking Statements after Twenty Years*, 30 *Insights* 8, 19 (2016).

[52] 参见前引 [22]，Chuck Pier 文，第 138-148 页。

[53] See *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 338 (5th Cir. 2009).

[54] See *In re ITT Educ. Servs., Inc. Sec. Litig.*, 34 F. Supp. 3d 298, 306 (S.D. N.Y. 2014).

警示。我国预测性信息披露规则对警示性语言的要求详略不一，在个案中应当结合具体规定进行审查。例如，对于业绩预告，如存在可能影响准确性的不确定因素，应披露不确定因素的具体情况及其影响程度。^{〔55〕}对于首次公开发行中的盈利预测，发行人需声明“本公司盈利预测报告是管理层在最佳估计假设基础上编制的，但所依据的各种假设具有不确定性，投资者应谨慎使用”^{〔56〕}。年度报告、半年度报告如涉及未来计划等前瞻性陈述，需声明“该计划不构成公司对投资者的实质承诺，投资者及相关人士均应当对此保持足够的风险认识，并且应当理解计划、预测与承诺之间的差异”^{〔57〕}。

2. 关于预测性信息编制基础

我国安全港制度的第二项除外情形为“预测性信息所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理”。相较而言，美国 SEC 的安全港制度要求信息披露人同时满足“预测具备合理基础”和“披露人主观诚信”两项条件，而国会将主观善意作为豁免的绝对事由，并未就编制基础合理作出规定。

行为人的主观过错往往通过一定的客观行为反映出来，因此对于过错认定的客观化和典型化实践中已形成共识，即通过对外在行为的研究来判断有无过错或过错的大小、种类。^{〔58〕}在考察预测性信息披露人的主观状态时，所依据的编制基础是否合理是判断披露人主观状态是否诚信、善意的重要因素。如披露人明知预测性信息依据的假设、编制基础不合理却仍要作出明知不合理的预测，则很难构成主观善意。因此，我国将“编制基础明显不合理”作为除外情形，有助于使“主观善意”的判断标准更为明确具体，给披露人和裁判者确立了更为清晰的判断规则。

实践中，预测性信息的编制基础是否合理存在较大争议空间。这源于预测性信息依据的基本假设、会计政策等编制基础极易受到经济环境及监管政策影响，相应标准处于不断动态调整中，不确定性极强，而在争议发生后监管者、裁判者往往容易站在“事后”的角度判断当时的编制基础是否合理，即使以“事中”角度评判，历史环境的不可复原性也增加了证明合理性的难度。在“安硕信息”行政处罚案中，针对上市公司向机构投资者介绍的“一横一纵”发展战略、拟合作成立互联网金融公司等计划，处罚决定书详细分析了互联网金融业务的收入占比情况和商业运营能力，从业务决策的随意性、资金计划的不充分和可行性研究的不足等方面论证公司“互联网金融业务缺乏未来实现的基础”^{〔59〕}，为判断“编制基础是否合理”提供了有益的实践参考。

如果编制基础是否合理的认定边界不清晰，可能导致安全港制度失效。《虚假陈述司法解释》第6条采用的表述为“明显不合理”，在一定程度上有利于减少争议，也即在编制基础合理性存在一定争议的情况下，宜结合发行人的抗辩审慎评判，不宜轻易认定预测性信息构成虚假陈述。

3. 关于信息披露人的及时更新义务

我国安全港制度的第三项除外情形为“预测性信息所依据的前提发生重大变化时，未及时履

• 383 •

〔55〕 参见《上海证券交易所股票上市规则》第5.1.4条。

〔56〕 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第57号——招股说明书》（中国证监会公告〔2023〕4号）第63条。

〔57〕 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》及《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第3号——半年度报告的内容与格式》第14条。

〔58〕 参见张新宝：《侵权责任法》（第2版），中国人民大学出版社2010年版，第39页。

〔59〕 《中国证监会行政处罚决定书（上海安硕信息技术股份有限公司、高鸣、曹丰）》（〔2016〕138号）。

行更正义务”。尽管采用“更正义务”的表述，但该规定的实质系预测性信息披露人具有“更新义务”。在美国证券法下，“更新义务”（duty to update）和“更正义务”（duty to correct）不同，更正义务的前提是作出信息披露时所披露的信息即为虚假或误导性陈述，而更新义务的前提是信息披露作出时不存在虚假陈述，但随着情况发展该信息变得不准确。更新义务不适用于历史事实，仅限于预测性信息。^{〔60〕}

美国联邦证券法下，信息披露人始终存在更正义务，但对预测性信息披露人是否应施加更新义务却存在较大争议。《私人证券诉讼改革法案》明确声明，该法案不对预测性信息披露人施加任何更新义务（duty to update）。^{〔61〕} 美国联邦第七巡回法院在 *Stransky v. Cummings Engine Co.* 案中认为，Rule 10b-5 没有施加更新义务，证券法也不应向后回看，当一个陈述作出时是准确的，就不应根据后面发生的不可预计的事项决定它构成虚假陈述；^{〔62〕} 其在 *Gallagher v. Abbott Laboratories* 案中再次判决认为，美国证券监管系统建立在定期披露的基础上，该披露模式不要求更新义务。^{〔63〕}

然而，美国部分法院认为对于符合以下两项要素的预测性信息，信息披露人存在更新义务。（1）该预测性信息的陈述足够具体、清楚且构成积极性预测。如果只是“寻求战略合作者投资”“分红情况稳定”或产品安全性描述等陈述，则不构成确定的、积极的预测，不存在更新义务。^{〔64〕}（2）该预测性信息属于持续性信息。例如，在 *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation* 案中，美国联邦第三巡回法院认为，更新义务只存在于“预测的表述仍然活在投资者的心中、成为一项持续性表述”的情况下，对于经常性披露的季度报告，投资者一般不会将其中的盈利预测视为持续性表述，因而无需对其盈利预测进行更新。^{〔65〕}

在我国证券监管规则下，发行人始终存在更新义务。例如，当已披露的重大事件出现可能产生较大影响的进展或变化时，上市公司应及时披露进展变化；^{〔66〕} 业绩预告发生方向性变化的、实际情况与预计金额差异较大的、实际情况与业绩快报的预计数据差异幅度达到一定比例以上等，均需要发布更正公告，并说明具体差异及造成差异的原因。^{〔67〕} 在“宝利国际”行政处罚案中，证监会即因行为人没有及时更新合作意向发生重大变化而作出行政处罚。^{〔68〕} 在“迅游科技”案中，成都市中级人民法院也将“预计实际业绩与已披露的业绩预告存在较大差异时，是否及时修正”作为预测性信息是否构成虚假陈述的一项判断标准。^{〔69〕}

〔60〕 参见程茂军：《试论上市公司自愿性信息披露的法律规制》，载《证券法苑》第20卷，法律出版社2017年版，第199页。

〔61〕 See PSLRA Sec 21E (d).

〔62〕 See *Stransky v. Cummings Engine Co.*, 51 F.3d 1329 (7th Cir. 1995).

〔63〕 See *Gallagher v. Abbott Laboratories*, 269 F.3d 806 (7th Cir. 2001).

〔64〕 See *In re Time Warner, Inc. Securities Litigation*, 9 F.3d 259 (2d Cir. 1993) ; *In re International Business Machines Corporation Securities Litigation*, 163 F.3d 102 (2d Cir. 1998) ; *In re Sanofi-Aventis Securities Litigation*, S.D. N.Y. Mar. 30, 2011.

〔65〕 See *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410 (3d Cir. 1997).

〔66〕 参见《上市公司信息披露管理办法》第25条。

〔67〕 参见《上海证券交易所股票上市规则》第5.1.5条、第5.1.8条。

〔68〕 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、陈永勤等6名责任人员）》（〔2017〕66号）。

〔69〕 参见成都市中级人民法院（2021）川01民初第5152号民事判决书。

《虚假陈述司法解释》第6条要求预测性信息披露人在预测前提发生重大变化时进行信息更新,具有合理性。这是因为如果预测前提发生变化,意味着依据原先前提作出的预测已经不准确,理应依据变化后的前提更新预测内容。但在实践中,部分预测性信息依据的前提在不断变化发展的过程中,信息披露人在此过程中需要经过一段时间的观察、测试才可能确认是否影响此前的预测性信息以及影响程度。因此,《虚假陈述司法解释》第6条规定,前提发生“重大变化”才需更新。应将重大变化具有较高确定性之时作为起算时点,避免信息披露人在前提变化尚不确定时基于“及时调整”的压力贸然更新,进而可能对投资者产生误导。

(三) 我国安全港制度建立后的司法实践

《虚假陈述司法解释》颁布后,已有法院适用预测性信息安全港制度作出裁判。2022年9月,沈阳市中级人民法院就某自动化公司案作出一审判决,成为《虚假陈述司法解释》颁布后首例适用预测性信息安全港制度的案例。该案中上市公司因业绩预告中净利润与经审计净利润存在重大差异,被交易所和证监局惩处,并引发投资者提起虚假陈述诉讼。沈阳市中级人民法院一审判决适用《虚假陈述司法解释》第6条规定,认为业绩预告与经审计净利润的盈亏性质发生变化,属于重大差异,并依次考察是否存在三项除外情形。就除外情形一,法院认为业绩预告提示“相关财务数据未经审计,是公司初步测算的结果,敬请广大投资者谨慎决策,注意投资风险”,并披露了不确定因素,足以使投资者的信赖有所降低,满足风险提示要件。就除外情形二,法院认为预测性信息的编制基础应根据制定时的客观情况和会计准则认定。公司基于现实情况调整会计政策,但不能据此推测此前编制基础明显不合理,原告应承担举证不能的后果。就除外情形三,法院认为公司在沟通会上确定收入确认的会计政策、完成业绩预告修正的财务核算后即发布了修正公告,属于及时修正。据此,沈阳市中级人民法院判决认为现有证据不足以证明案涉公司在发布预测性信息时未尽合理注意义务、误导投资者,于是驳回原告诉讼请求。^[70]

• 385 •

此外,在成都市中级人民法院作出“迅游科技”案一审判决后,《虚假陈述司法解释》颁布,四川省高级人民法院二审适用该规定第6条认为,投资者就预测性信息主张发行人虚假陈述的,除非能够举证证明发行人存在法定除外情形,否则其主张不能支持。经逐项审查除外情况,四川省高级人民法院认为现有证据不足以证明行为人存在构成预测性信息虚假陈述的法定情形,因此维持一审判决。^[71]

上述两案裁判思路均表明,原告应就“预测性信息构成虚假陈述”的除外情形承担举证责任。《虚假陈述司法解释》虽未明确规定该事项的举证责任分配规则,但其整体延续了2003年《虚假陈述若干规定》的举证责任分配体系,由原告就虚假陈述行为及其所致损失承担举证责任,被告就不存在因果关系、内部人及中介机构不存在过错等承担举证责任。由于“预测性信息安全港制度”规定在“虚假陈述的认定”一节,由原告就除外情形承担举证责任符合整体举证规则体系。不过,投资者对上市公司的信息来源主要依据公开披露信息,对预测性信息的形成、披露过程了解有限,如完全由投资者就除外情形承担举证责任,客观上存在较大难度。在投资者初步举

[70] 参见沈阳市中级人民法院(2022)辽01民初第309号民事判决书。

[71] 参见四川省高级人民法院(2022)川民终第1044号民事判决书。

证证明存在除外情形的情况下，信息披露人有必要积极举证，抗辩其风险提示的充分性、编制基础的合理性和信息更新的及时性。

（四）当前适用安全港制度的主要争议

在当前的行政执法、自律监管实践和司法实践中，能否适用安全港制度豁免信息披露人的责任，最主要的争议和常见情形为：上市公司在披露年度报告前先行披露未经审计的业绩预告、业绩快报，但随着年报审计工作的开展，审计机构对相关科目的会计处理与上市公司管理层的理解不一致，上市公司被迫根据审计机构的意见调整会计政策或会计处理，进行业绩预告或业绩快报的更正。实践中常见的业绩修正原因为增加计提各类资产减值，例如对收购子公司计提的商誉减值、无形资产减值等，调整递延所得税资产，修改收入确认期间及确认方式等。此类情形在当前资本市场中十分普遍，已有很多上市公司因此被采取行政监管措施或自律管理措施，并被投资者提起证券虚假陈述民事诉讼或面临诉讼风险。

例如，“芯海科技”在2022年年审过程中经“与会计师事务所充分沟通”后，发布业绩预告、业绩快报更正公告，调减递延所得税资产、调减在建工程资本化费用确认，被交易所出具监管警示。^{〔72〕}“罗顿发展”在2021年年审过程中经“咨询相关专家”，将重要推广服务业务收入改按净额法核算并分期确认，导致业绩预告更正公告中营业收入、净利润大额调减，被交易所出具通报批评的纪律处分。^{〔73〕}“科华控股”在出具2021年度业绩预告后，“经与会计师事务所深入沟通”，在业绩预告更正公告中补充计提存货跌价准备、补充确认递延所得税资产，被交易所出具通报批评的纪律处分。^{〔74〕}“同方股份”在披露2018年业绩预告后，“因公司与审计机构对相关科目的处理方式存在分歧”，发布业绩预告更正公告，增加计提子公司商誉减值、无形资产减值、对持股公司股票计提减值、补充计提大额存货跌价损失，被交易所作出公开谴责的纪律处分。^{〔75〕}

在以上述案例为代表的类似情形中，上市公司基于审计机构意见更正此前发布的业绩预告或业绩快报，是否构成预测性信息虚假陈述存在较大争议。从理论上进行分析，上市公司在作出业绩预测时采用的会计政策或/和作出的会计处理与年审过程中专业审计机构选用的会计政策或/和作出的会计处理不同，并不必然意味着上市公司此前的会计政策或/和会计处理“明显不合理”。因为在“压实看门人责任”的严监管背景下，审计机构在年报审计过程中通常采取更为谨慎、保守的会计处理方式，个别情形下甚至已超出一般谨慎的标准，达到“过度谨慎”的程度。但绝大多数上市公司在作出业绩预测时，往往根据此前年度一贯采用的会计政策或/和会计处理进行预测，公司管理层在主观上真实相信所采用的会计政策或/和会计处理可以恰当反映公司真实的经营情况，而非恶意选用明知不合理的会计政策或/和故意做出明显不合理的会计处理。

〔72〕 参见《上海证券交易所关于对芯海科技（深圳）股份有限公司及有关责任人予以监管警示的决定》（上证科创公监函〔2023〕0019号）。

〔73〕 参见《上海证券交易所纪律处分决定书（关于对罗顿发展股份有限公司及有关责任人予以纪律处分的决定）》（〔2022〕150号）。

〔74〕 参见《上海证券交易所纪律处分决定书（关于对科华控股股份有限公司及有关责任人予以通报批评的决定）》（〔2022〕112号）。

〔75〕 参见《上海证券交易所纪律处分决定书（关于对同方股份有限公司及有关责任人予以公开谴责的决定）》（〔2020〕35号）。

例如,“罗顿发展”案当事人申辩提出,案涉“推广服务业务”属于创新类业务,按照现行《企业会计准则》的不同理解客观上确实会出现不同的会计处理,在后续向专家咨询论证后已进行更正,主观上不存在掩饰隐瞒;“同方股份”案当事人申辩提出,在发布业绩预告前已与年审会计师初步沟通,公司对会计科目的处理遵循以前年度的一贯政策,不存在主观故意和隐瞒。交易所在“芯海科技”案中亦认定上市公司在与审计机构沟通后“基于更严谨的角度”调整预测数据。尽管以上案例均未查明上市公司在业绩预测时存在故意选用不合理的会计政策或/和故意做出明显不合理的会计处理等主观恶意情形,但是交易所在最终进行责任认定时仍以“业绩预告不准确”为由对相关主体采取自律监管措施。

在民事责任层面,上述情形能否适用现行安全港制度豁免责任也可能存在极大不确定性。《虚假陈述司法解释》第6条规定的安全港制度第二项除外情形为“预测性信息所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理”。在上述案例中,上市公司更正业绩预测的原因客观表现为修改会计政策,导致业绩预告与更正公告存在差异。如果仅从客观方面来看,上市公司业绩预测依据的会计政策与后续审计机构的会计政策不一致,也可能被法院认定其业绩预测期间选用的会计政策“明显不合理”,进而构成除外情形,无法适用安全港制度免除责任。

然而,不考虑相关主体的主观状态是否为恶意,仅从调整会计政策的客观行为认定其编制基础“明显不合理”,进而认定预测性信息构成虚假陈述,显然欠缺合理性,也使得预测性信息安全港制度无法适用于实践中此类最常见的业绩预告更正情形,无法真正鼓励上市公司自愿增加预测性信息的披露。借鉴域外经验,对于安全港制度的适用,一方面需要考察相关主体的客观行为,但另一方面更应着重考察其主观状态。如果相关主体在作出预测时不存在主观恶意,不宜仅因其自身理解的会计处理与后续审计机构出于谨慎角度采用的会计处理不一致而当然认定“编制基础明显不合理”,并施加行政、自律管理或民事责任。在现行安全港制度缺乏对主观要件明确规定的前提下,宜谨慎认定主观状态为善意的当事人编制基础明显不合理,审慎进行责任认定。

• 387 •

五、对我国预测性信息披露制度的完善与展望

《虚假陈述司法解释》首次规定预测性信息安全港制度及其除外情形,填补了此前我国相关规定的空白,为信息披露人提供了明确的预测性信息披露指引,意义重大。但鉴于《虚假陈述司法解释》颁行时间尚且不长,各地法院对预测性信息披露责任认定的司法经验积累尚不丰富,且安全港制度的覆盖范围仍然有限,配套规则也有待健全,本文尝试从以下方面提出完善预测性信息披露安全港制度的建议:

(一) 在《证券法》层面明确预测性信息披露的特殊标准

《证券法》是证券领域的基本法,是证券法律制度的纲领和基石,是证券发行交易活动必须遵循的基本制度规范,是所有证券市场参与主体的行为准则,也是证券监管、证券司法的根本遵循。^[76]《虚假陈述司法解释》开篇即称依据《证券法》等法律规定制定,但现行《证券法》缺乏

[76] 参见郭峰等:《中华人民共和国证券法制度精义与条文评注》,中国法制出版社2020年版,第33页。

对预测性信息披露的专门规定，导致预测性信息披露安全港制度欠缺上位法依据。如前所述，《证券法》规定的“真实、准确、完整”的信息披露标准不适用于预测性信息。尽管已有监管规则规定预测性信息的披露标准为“合理、谨慎、客观”，但目前预测性信息披露的相关规定主要散见于部门规章、规范性文件、交易所自律管理文件当中，层级较低。未来可考虑在《证券法》层面区分预测性信息与事实性陈述，明确预测性信息不适用“真实、准确、完整”的信息披露标准，而应适用“合理、谨慎、客观”的披露标准，给予预测性信息安全港制度明确的法律依据。

（二）将预测性信息安全港制度延伸至行政责任认定层面

尽管交易所自律管理规则已注意对预测性信息与事实性陈述进行区分，明确预测性信息的披露标准为“合理、谨慎、客观”，但在责任认定层面却并未体现出对预测性信息特殊性的充分考量。探寻既往监管实践，大量案例简单依据预测信息与实际情况差异较大即对信息披露人采取监管措施或自律管理措施，对预测性信息披露形成了较为严苛的行政责任。尽管《虚假陈述司法解释》规定了预测性信息披露安全港制度，但其仅在民事责任层面对信息披露人提供保护，在行政监管、自律管理层面，信息披露人仍有可能因预测不准确而被采取行政惩处措施。未来有必要在监管规则中引入预测性信息披露安全港制度，统一预测性信息披露的民事责任与行政责任、自律管理责任的认定标准，为发行人全方位构建鼓励预测性信息披露的制度环境。

（三）明确安全港除外情形的举证责任分配

《虚假陈述司法解释》第6条未明确规定预测性信息安全港制度的三项除外情形由哪方承担举证责任。如前所述，结合预测性信息安全港制度的规定章节及整体举证责任分配体系，由原告方就存在除外情形承担举证责任更为合理，在《虚假陈述司法解释》颁布后作出判决的“迅游科技”案、某自动化公司案亦支持上述观点，将举证责任分配至原告方。建议最高人民法院在发表《虚假陈述司法解释》解读文件或编著解读书籍时，明确预测性信息安全港制度除外情形的举证责任分配规则。

（四）着重审查信息披露主体的主观状态

《虚假陈述司法解释》设立的安全港制度除外情形缺乏对当事人主观要件的明确规定。如前文分析，在上市公司业绩预告选用的会计政策与后续审计机构不一致的情况下，如果完全不考虑上市公司的主观状态，仅以其变更会计政策的客观行为认定预测性信息的“编制基础明显不合理”，并据此排除适用安全港制度，这对于主观确实为善意的上市公司欠缺公平合理性，也不符合安全港制度的创设初衷，并与域外豁免善意披露者的制度经验相背离。建议在未来的监管和司法实践中适用主客观统一的标准，着重审查预测性信息披露主体的主观状态。特别是关于“编制基础是否合理”的问题，应在变更会计政策的客观情况发生后进一步结合行为人的主观状态进行认定。对于主观不存在恶意的行为人，宜谨慎适用“编制基础明显不合理”的规定对其施加责任，使得安全港制度真正起到为善意披露者提供责任豁免、防止寒蝉效应的重要作用。

（五）针对前瞻性陈述以外的“软信息”制定安全港制度

如前文分析，《虚假陈述司法解释》第6条明确规定仅适用于“盈利预测、发展规划等预测性信息”，而未包含前瞻性陈述以外的其他“软信息”。从涵盖范围来看，软信息泛指意见、预测、分析和其他主观评价，不仅包含前瞻性的预测性信息，还包括其他一切动机、目的、意图的

陈述和主观评价,比如使用“极好的”“高效的”“富有创新性的”等主观用语,或对公司管理层的能力、个人品格进行描述等。^{〔77〕}这些动机意图和主观评价往往没有充分的客观数据作支撑,同样难以适用传统的“真实、准确、完整”的信息披露标准。针对该等陈述可能引发的争议,比如如何判断其是否构成虚假陈述、如何认定信息披露人的责任等问题存在制度空白。对此,未来可考虑为预测性信息以外的其他“软信息”制定安全港制度,根据信息披露人的主观状态是否善意、是否过分偏离客观基础、是否附加警示性语言等方面,来判断信息披露人能否获得责任豁免保护,从而完善不同类别信息披露标准和虚假陈述责任的认定。

Abstract: Forward-looking information is an important information that affects investors' investment decisions. Because it is a subjective prediction and evaluation of the future and has considerable uncertainty, it is not appropriate and should not apply the “true, accurate and complete” judgment standards of traditional information disclosure. In the 20th century, the United States has established a safe harbor system to provide exemption from liability for compliant forward-looking information discloser. The judicial interpretation of misrepresentation issued by the Supreme People's Court of China in 2022 established the forward-looking information safe harbor system for the first time. Previously, some judicial cases have started preliminary exploration and accumulated useful trial experience. However, in previous regulatory practices, securities regulatory agencies and securities exchanges still tend to determine the forward-looking information discloser to bear liability based on objective facts that the predicted content and the actual situation have significant differences. To improve China's forward-looking information disclosure system, it is recommended to amend the Securities Law to clarify the special standards for forward-looking information disclosure, extend the application of the safe harbor system to administrative responsibility, clarify the reasonable allocation of the burden of proof in exceptional circumstances, focus on examining the subjective element of the discloser, and establish corresponding safe harbor systems for other “soft information”.

Key Words: forward-looking information, misrepresentation in securities market, safe harbor system

(责任编辑:李敏 赵建蕊)

〔77〕 See Janet E. Kerr, *A Walk through the Circuits: The Duty to Disclose Soft Information*, 46 Maryland Law Review 1071, 1071 (1987); A. A. Sommer, Jr. et al., *New Approaches to Disclosure in Registered Security Offerings*, 28 The Business Lawyer 505, 506 (1973); Neil Campbell, *Compulsory Disclosure of “Soft” Information*, 22 The Canadian Business Law Journal 321, 323 (1993).

证券虚假陈述民事责任中的价格影响理论： 理论反思与实践争议

樊 健*

内容提要：为了保护中小投资者利益，《虚假陈述若干规定》依据欺诈市场理论推定信赖要件（交易因果关系）的成立。在美国 Halliburton II 案中，美国联邦最高法院允许被告举证证明股价没有受到虚假陈述影响而推翻信赖推定，这被称为价格影响理论（price impact theory）。从美国下级法院的司法实践看，被告只有通过聘请专家证人提供优势证据才能完成推翻信赖推定的举证要求。《虚假陈述若干规定》采纳了同样的理论，明确规定被告可以抗辩虚假陈述缺乏价格敏感性而推翻信赖推定。在过往的司法实践中，少数法院事实上已经采用了价格影响理论。然而，存在的问题是：缺乏理论的论证、课以被告较轻的举证义务且采用的方法不够精确。基于保护中小投资者和精确计算原则，被告应当提供优势证据证明股价没有受到虚假陈述影响。专家证人可以采用事件分析法来较为精确地计算虚假陈述对股价的影响。

关键词：信赖推定 Halliburton II 案 价格影响理论 优势证据 事件分析法

一、问题提出

虚假陈述具有重大性是虚假陈述行为人（被告）承担民事责任的独立构成要件之一。如果虚假陈述不具有重大性，虚假陈述行为人就无需赔偿。^{〔1〕}因此，重大性要件往往成为诉讼中原被告双方的争议焦点。《虚假陈述若干规定》第 10 条推定法律、行政法规等强制规定应当披露的信息

* 樊健，上海财经大学法学院副教授。

本文成果受上海财经大学富国 ESG 研究院支持。

〔1〕《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《虚假陈述若干规定》）第 10 条第 3 款规定：“被告能够证明虚假陈述不具有重大性，并以此抗辩不应当承担民事责任的，人民法院应当予以支持。”

具有重大性,同时又允许被告“提交证据足以证明虚假陈述并未导致相关证券交易价格或者交易量明显变化”从而推翻重大性的推定。^{〔2〕}这被称为价格敏感性标准,^{〔3〕}与美国法上的价格影响理论(price impact theory)如出一辙。

在《虚假陈述若干规定》出台之前,我国司法实践中已经有法院采用了该判断标准。例如,在“李军与山东恒邦冶炼股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”中,青岛市中级人民法院认为:“股票在揭露日后首个交易日,被告股票走势,与深证成指、上证综指及同行业板块指数涨跌幅相符,且被告股票在揭露日至基准日期间下跌幅度亦低于上述指数下跌幅度,从中也可以看出,被告所受处罚的事实,不足以对投资人的投资决策或市场交易价格产生影响,不至造成投资人的实质性损害。”^{〔4〕}本案中,如果排除系统风险等非虚假陈述因素的影响,虚假陈述被揭示后,被告的股价没有出现明显的波动,可见虚假陈述对股价没有影响。但是,该院没有进一步解释为何股价没有发生明显波动就能够推翻信赖推定。而且,该院也没有给出相对精确的方法来证明虚假陈述与价格明显波动之间的关系,例如该院并没有分析是否还可能存在行业风险或者上市公司其他经营风险等因素影响股价。事实上,这应当是由被告提供优势证据来证明,而不是由法院直接判断。

总之,不论是《虚假陈述若干规定》第10条的规定,还是法院的裁判观点,都没有明确解释价格明显波动与信赖推定之间的关系,进而可以通过举证价格没有出现明显波动或者说价格不具有敏感性而推翻信赖推定。此外,在具体技术性问题上,《虚假陈述若干规定》第10条也没有明确被告的举证程度以及如何科学地计量虚假陈述对股票价格的真正影响。这些正是本文所要重点分析的问题。

本文结构如下:首先,第二部分从学理上阐明信赖推定与价格明显波动之间的关系,以及《虚假陈述若干规定》第10条规定和相关司法实践的合理性;其次,我国从2022年开始才在《虚假陈述若干规定》第10条中明确规定被告可以依据价格影响理论推翻信赖推定,相关的实践经验和学理论争尚不充分,故本文第三部分介绍美国对于价格影响理论的学界反思和实务经验,作为我国解释和完善相关规定之借鉴;再次,本文第四部分回到我国实践,从司法案件中总结我国法院适用价格影响理论所存在的问题,并提出建议;最后,简要总结本文。

• 391 •

二、重大性要件、信赖要件与股价明显波动

重大性要件和信赖要件是虚假陈述民事责任中两个独立要件,具有不同的功能。^{〔5〕}即使虚

〔2〕《虚假陈述若干规定》第10条第1、2款规定:“有下列情形之一的,人民法院应当认定虚假陈述的内容具有重大性:(一)虚假陈述的内容属于证券法第八十条第二款、第八十一条第二款规定的重大事件;(二)虚假陈述的内容属于监管部门制定的规章和规范性文件中要求披露的重大事件或者重要事项;(三)虚假陈述的实施、揭露或者更正导致相关证券的交易价格或者交易量产生明显的变化。前款第一项、第二项所列情形,被告提交证据足以证明虚假陈述并未导致相关证券交易价格或者交易量明显变化的,人民法院应当认定虚假陈述的内容不具有重大性。”

〔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》2022年第7期。

〔4〕山东省青岛市中级人民法院(2016)鲁02民初1005号民事判决书。

〔5〕《最高人民法院关于贯彻执行〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的解释》第68条的规定:“一方当事人故意告知对方虚假情况,或者故意隐瞒真实情况,诱使对方当事人作出错误意思表示的,可以认定为欺诈行为。”据此,虚假陈述行为与投资者的投资决定之间存在因果关系,是证券投资欺诈的成立要件之一,也就是说,投资者的交易决定,必须是受到了虚假陈述行为的影响或者误导并错误交易才构成证券交易欺诈因果关系。参见中华人民共和国最高人民法院(2016)最高法民申502号民事裁定书。

假陈述具有重大性，如果投资者在交易时明知存在虚假陈述或者恶意操纵股价，^{〔6〕} 信赖要件也不成立。“尽管因果关系推定原则大大减轻了投资者的举证责任，但并非将投资者的‘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，将举证负担由投资者转之于虚假陈述实施人。而这种推定因果关系是可以抗辩的，如果虚假陈述实施人能够提出相反的证据，证明虚假陈述没有对股票市场价格产生影响，或所隐瞒的信息即使披露也不会对股票价格产生影响，或投资人的交易是基于其他原因，或即使投资人知道信息虚假也仍然会进行交易等等，只要虚假陈述实施人能够证明其一，即可推翻这种推定的信赖，从而认定投资人的交易行为与虚假陈述行为不具有交易因果关系。”^{〔7〕}

（一）重大性要件与信赖要件的紧密关系

然而，重大性要件和信赖要件又是关联度极高的两个要件。在虚假陈述民事责任中，之所以要确定虚假陈述是否具有重大性，其主要作用在于确定该虚假陈述是否会对投资者（主要是信息投资者）产生影响，^{〔8〕} 进而使股价产生明显波动。如果虚假陈述能对信息投资者产生影响，那么这些投资者就能够通过多种途径（例如自行买卖或者推荐等）将该信息反映到股价上，股价相应地就会出现明显的波动，绝大多数中小投资者则会按照该股价进行交易。因为股价已经反映了虚假陈述，所以这些中小投资者就有充分的理由被推定为信赖了该虚假陈述。^{〔9〕} “在一个公开有效的证券市场中，公司股票价格是由与该公司有关的所有可获知的重大信息决定的。虚假陈述作为一种公开信息必然会在相关的股票价格中得到反映。投资者信赖市场价格的趋势进行投资，而其所信赖的市场价格反映了虚假陈述的信息。所以，投资者即使不是直接信赖虚假陈述而作出投资决策，也是受反映了虚假陈述的股票价格影响而进行了投资。换言之，投资者系基于对股票市场价格的信赖而作出投资决定，而非基于对特定信息的充分了解和分析，即使投资者不知晓虚

〔6〕《虚假陈述若干规定》第12条规定：“被告能够证明下列情形之一的，人民法院应当认定交易因果关系不成立：（一）原告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；（二）原告在交易时知道或者应当知道存在虚假陈述，或者虚假陈述已经被证券市场广泛知悉；（三）原告的交易行为是受到虚假陈述实施后发生的上市公司的收购、重大资产重组等其他重大事件的影响；（四）原告的交易行为构成内幕交易、操纵证券市场等证券违法行为的；（五）原告的交易行为与虚假陈述不具有交易因果关系的其他情形。”例如，在“袁琴美与甘肃皇台酒业股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷再审案”中，最高人民法院认为：“袁琴美不同于因皇台公司虚假陈述而被动受损的普通投资者，其交易行为异常，部分行为具有《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）》所列举的操纵证券价格行为特征，且其交易行为对皇台公司股票价格影响较大，而袁琴美本人拒绝到庭就相关事实接受法庭询问，影响二审法院对相关事实的进一步调查，从而认定袁琴美在本案中主张的阶段性损失与皇台公司虚假陈述之间不存在因果关系，并无不当。”中华人民共和国最高人民法院（2019）最高法民申5539号民事裁定书。

〔7〕湖南省高级人民法院（2021）湘民终867号民事判决书。

〔8〕“证券侵权行为的重大性，是指公司行为对投资决定的可能性影响，主要包括投资者投资意愿等。”四川省高级人民法院（2018）川民终728号民事判决书。通常而言，只有信息投资者，例如私募基金或者证券公司自营部门等，才会收集、分析关于上市公司所有的公开和未公开信息并进行定价，从而利用这些信息来获取私人利益（信息套利）。相比之下，绝大多数中小投资者（又被称为“噪声投资者”）不会这样做，理由可能是专业能力不够或者是回报率过低等。相关讨论，参见 Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 Duke Law Journal 711, 726-732 (2006). 因此，在证券虚假陈述民事诉讼中，应当从信息投资者的角度去判断虚假陈述是否具有重大性。See John M. Newman, Jr. et al., *Basic Truths: The Implications of the Fraud-on-the-Market Theory for Evaluating the “Misleading” and “Materiality” Elements of Securities Fraud Claims*, 20 Journal of Corporation Law 571 (1995).

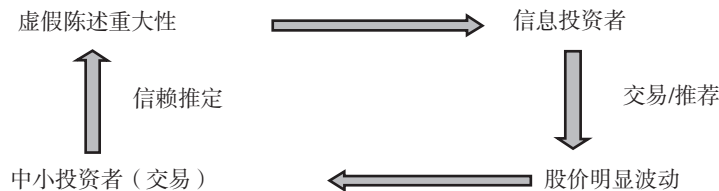
〔9〕对于投资人的损失与虚假陈述行为之间的因果关系，系以“推定信赖”为原则，投资人无须证明自己信赖了虚假陈述行为才作出投资，只要证明其所投资证券的价格受到虚假陈述行为的影响，即可予以认定。参见南京市中级人民法院（2015）宁商初字第161号民事判决书。在著名的美国 Basic 案中，美国联邦最高法院认为，因相信证券市场的正直性而依据市场价格购买股票的投资者被推定为信赖了虚假陈述。See *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

信息的存在,只要该虚假信息对股票的市场价格产生了影响,使其发生扭曲,也可认定相应虚假陈述行为与投资者损失间具有因果关系。”^{〔10〕}这便是《虚假陈述若干规定》的理论基础欺诈市场理论(fraud on the market theory)和信赖推定的核心思想。

此处被推定信赖的投资者主要是以自然人为代表的中小投资者。因为“自然人处于信息末端,由于资金弱小,许多规避风险的交易机制如股指期货和融资融券无权运用,他们在证券市场属于弱势群体。相反,机构投资人具有资金信息优势和研发优势,可以充分利用各种有利于自己的市场发行和交易机制,研究上市公司而做出投资决策和规避风险。……对虚假陈述行为人追究民事责任的因果关系适用了信赖推定原则,这主要是对自然人投资主体而言。对于机构投资主体,只有充分证明自己是善意投资人的前提下,才能适用信赖推定原则确定其损失与虚假陈述的因果关系。”^{〔11〕}司法实践对此也表示认可。^{〔12〕}此外,绝大多数中小投资者并非基于上市公司所披露的信息做出投资决策,其有可能是依据朋友的建议,或者是股评家的推荐,也可能是基于“追涨杀跌”的一般投资模式。因此,在民事诉讼中,如果要求中小投资者证明其依据虚假陈述而作出投资决策,那么绝大多数中小投资者都无法完成该举证义务,因虚假陈述而产生的投资损失也将无法获得赔偿。如此沉重的举证义务,对于中小投资者而言,显然是没有必要且不切实际的。^{〔13〕}

(二) 股价未发生明显波动与信赖推定的推翻

如前所述,经由信息投资者和股价作为中介,重大性要件与中小投资者交易行为之间建立起了信赖关系,中小投资者被推定为信赖了虚假陈述。两者之间的关系,可以用下图表示:



但是,“这种‘推定信赖’属于‘可抗辩的信赖’,如果虚假陈述行为人能够提出反证,证明投资者的投资决策并未受到虚假陈述行为的影响,则应当认定,投资者因该投资决策导致的损失

〔10〕 上海市第一中级人民法院(2017)沪01民初943号民事判决书。

〔11〕 贾纬:《证券市场侵权民事责任之完善》,载《法律适用》2014年第7期,第30页。

〔12〕 例如,“上海雨浩投资咨询有限公司与浙江祥源文化股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷上诉案”中,浙江省高级人民法院认为:“虚假陈述赔偿的规定采用‘市场欺诈’和‘推定信赖’原则确定因果关系的目的在于保护我国证券市场中不具备专业投资知识的中小投资者,而对于专业投资机构,因其应当具备高于普通证券市场投资人的投资技能和专业研究分析能力,不能仅凭其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。原审法院根据雨浩投资咨询公司主体身份的特殊性,认定在判断雨浩投资咨询公司‘推定信赖’能否成立的问题上,对其应适用高于普通证券市场投资人注意义务的标准,并无不当。该注意义务对外一般表现为对上市公司公开文件的分析、对上市公司进行实地考察和提出可行性研究报告等,对内则表现为按照公司章程规定履行了相应的审批、讨论、决策程序等。如果没有证据证明专业投资机构尽到审慎注意义务,则不能当然依据‘推定信赖’原则认定投资损失与虚假陈述之间存在因果关系。本案中,在尚无充分证据证明雨浩投资咨询公司运用了专业知识和技能对祥源文化公司股票的投资价值进行了判断并严格遵循了投资决策程序的情况下,可以认定雨浩投资咨询公司在投资祥源文化公司股票时未能尽到审慎对待虚假陈述信息的注意义务,并非基于对虚假陈述的合理信赖进行投资。”浙江省高级人民法院(2019)浙民终1414号民事判决书。

〔13〕 See Basic, Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224 (1988).

与虚假陈述行为没有因果关系”^{〔14〕}。因此，被告想要推翻信赖推定，除了前述所提及的投资者明知虚假陈述或者恶意操纵市场等特殊情形之外，其还可以抗辩虚假陈述没有重大性从而推翻信赖推定，即被告证明虚假陈述对股价没有产生影响，按照股价进行交易的中小投资者也就没有受到虚假陈述影响，从而信赖要件被推翻，这在美国法上被称为价格影响理论。^{〔15〕} 如果被告能够成功抗辩，那么除非中小投资者能个别地证明其确实因为相信了被告的虚假陈述而从事交易（例如确实阅读了被告所披露的年报等），否则其败诉是大概率事件。

三、美国法上的价格影响理论：缘起、分歧与实践

（一）价格影响理论的缘起

在著名的 Basic 案中，美国联邦最高法院根据欺诈市场理论，推定投资者因相信虚假陈述而从事了股票交易。^{〔16〕} 该判决所确立的信赖推定原则解决了投资者如何证明其信赖了虚假陈述的难题。同时，该判决也为投资者之间形成证券集团诉讼扫清了障碍。投资者由于被推定信赖了虚假陈述，其无需个别证明信赖要件，所以满足集团诉讼的成立条件之一：集团成员间的共同性超越其个别性。^{〔17〕} 在证券集团诉讼中，投资者适用该信赖推定的前提条件是：虚假陈述已经被公开（publicity）、虚假陈述具有重大性（materiality）、涉案股票在有效市场交易（market efficiency）以及投资者在虚假陈述实施日至揭示日之间买入股票（market timing）。^{〔18〕} 美国联邦最高法院同时也指出，该信赖推定可以被推翻。^{〔19〕}

在美国，不论是理论界还是实务界，对于欺诈市场理论和信赖推定的争议就一直存在，要求废止 Basic 案的呼声也没有中断过。不少学者指出，信赖推定极大地便利了投资者及其背后的律师起诉上市公司，造成这些公司背负沉重的赔偿压力。此外，公司赔偿给原告的钱最终又来源于公司现在的股东，因此从投资者整体来讲其实并没有获得赔偿，反而是原被告双方的律师获利颇丰。^{〔20〕}

〔14〕 辽宁省高级人民法院（2019）辽民终 456 号民事判决书；焦津洪：《“欺诈市场理论”研究》，载《中国法学》2003 年第 2 期，第 111 页。

〔15〕 See Allen Ferrell & Andrew Roper, *Price Impact, Materiality, and Halliburton II*, 93 Washington University Law Review 553 (2015).

〔16〕 See *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

〔17〕 See Federal Rule of Civil Procedure 23 (b) (3); Joseph A. Grundfest, *Damages and Reliance Under Section 10 (b) of the Exchange Act*, 69 Business Lawyer 307, 327 (2014).

〔18〕 See *Amgen Inc. v. Conn. Ret. Plans & Trust Funds*, 568 U.S. 455 (2013).

〔19〕 See Roger B. Greenberg & Zach Wolfe, *Halliburton II: Supreme Court Clarifies Longstanding Securities Fraud Class Certification Issue*, 46 Texas Journal of Business Law 17, 18 (2014).

〔20〕 相关的文献甚多，如：Donald C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 Washington Law Review 151 (2009); William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 University of Pennsylvania Law Review 69 (2011); James D. Cox, *Understanding Causation in Private Securities Lawsuits: Building on Amgen*, 66 Vanderbilt Law Review 1719 (2013); A. C. Pritchard, *Halliburton II: A Loser's Story*, 10 Duke Journal of Constitutional Law & Public Policy 27 (2015)。我国学者对于有效市场假说和欺诈市场理论的批判，参见耿利航：《欺诈市场理论反思》，载《法学研究》2020 年第 6 期；支持前述理论的观点，参见樊健：《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。

在2014年的Halliburton II案^[21]中,关于欺诈市场理论和信赖推定的争议,又一次摆在了美国联邦最高法院面前。对此,美国联邦最高法院认为,取消欺诈市场理论和信赖推定并不合适,因为Basic案是遵循已久的先例(long-settled precedent),即使被告认为该判决是错误的,也不能轻易被推翻。但是,该院认为,在证券集团诉讼形成阶段,被告可以举证虚假陈述没有对股价产生影响,从而推翻信赖推定。^[22]因为,与原告所需举证的公开性、重大性和效率性相比,股价是否发生明显波动是证明投资者是否受到虚假陈述影响的更直接、明显的证据。^[23]由于股价被虚假陈述所影响,投资者按照该股价进行交易即被推定为信赖了虚假陈述。相反,如果股价没有受到虚假陈述影响,相应地,投资者的交易也就没有受到虚假陈述的影响,因此信赖要件被推翻。^[24]这样,如果被告抗辩成功,投资者不仅需要自己证明确实信赖了被告的虚假陈述从事交易(显然对绝大多数投资者而言,几乎不可能证明这一点),而且,投资者之间也不能形成集团诉讼。所以,对被告而言,其赔偿或者和解的压力将大为减轻。^[25]

(二) 价格影响理论的学界反思

在Basic案中,美国联邦法院一再强调信赖推定可以被推翻,但是由于其没有给出如何推翻的具体指示,司法实践中真正被推翻的案例屈指可数。^[26]Halliburton II案明确指出了被告可以推翻信赖推定的一种理由,即股价没有被虚假陈述所影响。这不仅符合Basic案的裁判逻辑,也是对那些要求废止欺诈市场理论和信赖推定人士的一个正面回应。但是,就本案所构建的价格影响理论,还存在着以下一些值得讨论的理论问题:第一,重大性要件与价格影响理论的关系是什么;^[27]第二,被告如何证明股价没有受到虚假陈述影响;^[28]第三,在诉讼中,如果原被告双方提供矛盾的结论,法院如何来判断。^[29]

1. 重大性要件与价格影响理论的关系

依据美国联邦最高法院的相关判决,在证券集团诉讼中,对于重大性要件,法院只有在案件受理后,才在实体审理阶段对之进行裁判,因为重大性要件显然与全体投资者相关。^[30]对于价格影响争议,则在案件受理阶段(即集团诉讼形成阶段,class certification)进行审理。^[31]如果案件能被法院受理,那么几乎所有的案件都会经由和解结案。^[32]因此,法院受理或者不受理案

• 395 •

[21] See Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. 134 S. Ct. 2398 (2014). 本案的基本事实是:在1999年6月3日至2001年12月7日之间, Halliburton 从事了多项虚假陈述行为,包括关于石棉诉讼中的潜在责任、从某些建设合同中可能获得的预期收入以及与其他公司合并的预期收益。虚假陈述被揭示后, 公司股价下跌, 原告提出诉讼。

[22] See Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. 134 S. Ct. 2398 (2014).

[23] See Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. 134 S. Ct. 2398 (2014).

[24] See Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. 134 S. Ct. 2398 (2014).

[25] 参见前引 [19], Greenberg、Wolfe 文, 第 30 页。

[26] 参见前引 [17], Grundfest 文, 第 360 页。

[27] 参见前引 [15], Ferrell、Roper 文, 第 555 页。

[28] See Merritt B. Fox, *Halliburton II: It All Depends on What Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price*, 70 Business Lawyer 437, 448 (2015).

[29] 参见前引 [19], Greenberg、Wolfe 文, 第 30 页。

[30] See Amgen Inc. v. Conn. Ret. Plans & Trust Funds, 568 U.S. 455 (2013).

[31] See Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. 134 S. Ct. 2398 (2014).

[32] See John C. Coffee, Jr., *After The Fraud on the Market Doctrine: What Should Replace It?*, available at <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/01/21/after-the-fraud-on-the-market-doctrine-what-should-replace-it/>, last visited on Jul. 24, 2023; Matthew L. Mustokoff & Margaret E. Mazzeo, *Loss Causation on Trial in Rule 10B-5 Litigation a Decade after DURA*, 70 Rutgers University Law Review 175, 177 (2017).

件，对于原被告双方而言影响巨大。^{〔33〕}

司法程序上的不同处理虽然能够说明两者在证券集团诉讼中的不同功能，但是这依旧没有解释清楚虚假陈述重大性与价格影响理论的关系。有学者提出疑问，具有重大性的虚假陈述如何不会对证券价格产生影响？^{〔34〕}事实上，不少学者认为，虚假陈述是否具有重大性可以从股价是否发生明显波动来判断。^{〔35〕}因此，将两者在不同的诉讼阶段处理，并不令人完全信服。^{〔36〕}

2. 被告如何证明

被告有责任证明虚假陈述被实施或者被揭示后，股价没有发生明显波动，从而推翻信赖推定。那么，被告如何举证才能证明这一点呢？

从表面上看，如果被告能够证明其进行虚假陈述之后，股价没有发生明显波动，即完成其证明义务。但是，这样的证明义务对于被告来说过于轻松，不符合信赖推定原则保护中小投资者的规范目的，也不符合证券市场的实际情况。主要问题有二：第一，股价没有发生明显波动的原因可能是被告在进行虚假陈述的同时，有其他因素干扰，例如行业因素或者被告同时发布其他信息等。第二，如果被告的虚假陈述是针对市场预期确认，那么股价也不会发生明显波动。例如，市场预期被告第一季度收入增长至少5%，而被告实际上只增长了1%，但是被告对外依旧宣称增长了5%，由于虚假陈述并未改变市场预期，故股价未发生明显波动。那么，由谁来进一步证明除了虚假陈述之外，没有其他因素导致股价发生明显波动？从Basic案所确立的信赖推定原则看，应当由被告来进一步证明以上两点。^{〔37〕}就问题一，被告可以通过聘请专家证人，采用事件分析法（event study）来排除其他因素对于股价的影响。^{〔38〕}就问题二，被告可以证明虚假陈述被揭示后，在排除其他因素对股价影响的条件下，股价没有发生明显波动。^{〔39〕}

总之，被告可以通过虚假陈述被实施后或者被揭示后的股价未发生明显波动来证明虚假陈述对股价没有影响，但是其需要排除其他可能对股价产生影响的非虚假陈述因素，^{〔40〕}这并不容易。^{〔41〕}

〔33〕 See Wendy Gerwick Couture, *Answering Halliburton II's Unanswered Question: Burdens of Production and Persuasion on Price Impact at Class Certification*, 43 Securities Regulation Law Journal 167 (2015).

〔34〕 参见前引〔15〕，Ferrell、Roper文，第559页。

〔35〕 See Jill E. Fisch et al., *The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation*, 96 Texas Law Review 533, 562 (2018).

〔36〕 See Charles W. Murdock, *The Significance and Impact of Price Distortion in the Fraud-on-the-Market Theory after Halliburton II*, 46 Loyola University Chicago Law Journal 551, 559 (2015); Philip W. Spencer, *Price Impact & Halliburton II: An Update on Lower Court Interpretation*, 46 Securities Regulation Law Journal 253 (2018).

〔37〕 See *The Erica P. John Fund, Inc., et al. v. Halliburton Co., et al.* (Northern District of Texas, 2015).

〔38〕 简单来说，事件分析法是研究涉及上市公司的信息与股价波动之间关系的一种方法。在美国证券集团诉讼实践中，原被告双方都会聘请专家证人采用事件分析法来判断虚假陈述被实施或者被揭示后的股价波动情况。参见前引〔35〕，Fisch等文，第555页。

〔39〕 See Richard A. Booth, *What Counts as Price Impact for Securities Fraud Purposes?*, 10 Virginia Law and Business Review 37 (2015).

〔40〕 See Marc I. Gross, *The Road Map for Class Certification Post-Halliburton II*, 46 Loyola University Chicago Law Journal 485, 492 (2015).

〔41〕 See Victor E. Schwartz & Christopher E. Appel, *Rebutting the Fraud on the Market Presumption in Securities Fraud Class Actions: Halliburton II Opens the Door*, 5 Michigan Business & Entrepreneurial Law Review 33, 54-57 (2015).

3. 法院如何判断

在美国证券集团诉讼中,由于原被告双方都会聘请专家证人采用事件分析法来证明虚假陈述被实施后或者被揭示后,股价发生或者未发生明显波动。然而,在进行事件分析以确定虚假陈述对股价的影响时,由于专家证人所持有的不同立场和所采用的不同参数,就同一案件事实,原被告双方往往会得出截然不同的结论。^[42]那么,当原被告提供的结论出现矛盾时,法院如何判断?对此,一种可能是,只要被告证明股价没有出现明显波动(当然要排除其他非虚假陈述因素的影响),则信赖要件即被推翻。另外一种可能,在原被告结论矛盾的情况下,因为举证责任在被告,所以如果被告没有提供优势证据证明股价没有发生明显波动,例如证明原告所聘请的专家证人所采用的方法或者参数等明显错误,那么被告即承担举证不利的后果。^[43]

(三) 价格影响理论的最新司法实践

上述三个问题不仅在理论上引起广泛争议,在 Halliburton II 案判决生效后的司法实践中,也是美国下级法院案件审理中的焦点和难点。本部分介绍以下五个案件,并分析其中的争议问题。

1. Halliburton 案^[44]

美国联邦最高法院在 Halliburton II 案中,指令得克萨斯北区联邦地区法院(Northern District Court of Texas)按照本案的裁判结果重新审理本案,基本案情已如前所述。关于被告证明虚假陈述没有影响股价的问题,法院认为,被告应该比原告提供更为有力的证据来证明股价没有受到虚假陈述的影响。本案中,对于原被告双方各自提供的证据,法院逐一进行了分析与判断(例如扣除市场风险的指数选择、窗口期的确定等),最终认定只有一个虚假陈述行为被揭示后,股价产生了明显波动。

2. Best Buy Co. 案^[45]

2010年9月14日,百思买(Best Buy Co.)在媒体快报上发布了盈利预期,每股收益比预期增加10美分,公司股价增长7.5%。在随后和证券分析师的电话会上,百思买的首席执行官再次确认了这一预测。在当年12月14日,百思买对外披露每股收益将减少,公司股价下跌14.8%。投资者提出诉讼。本案涉及的虚假陈述是公司首席执行官与证券分析师在电话会上对盈利预测的确认,媒体快报上的盈利预测受避风港(safe harbor)原则保护而不被认为是虚假陈述。^[46]就被告证明虚假陈述没有影响股价的问题,法院认为,由于被告在电话会上的陈述是对前面预测的确认,

[42] 就事件分析法所存在的问题,参见 Alon Brav & J. B. Heaton, *Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias*, 93 Washington University Law Review 583 (2015).

[43] See Geoffrey Miller, *The Problem of Reliance in Securities Fraud Class Actions*, 57 Arizona Law Review 61, 67 (2015); Noah Weingarten, *Halliburton II at Four: Has It Changed the Outcome of Class Certification Decisions?*, 25 Fordham Journal of Corporate and Financial Law 459, 487-494 (2020).

[44] See *The Erica P. John Fund, Inc., et al. v. Halliburton Co., et al.* (Northern District Court of Texas, 2015).

[45] See *IBEW Local 98 Pension Fund v. Best Buy Co.*, 818 F.3d 775 (8th Cir. 2016).

[46] 关于预测性信息,如果行为人明确提示了风险(meaningful cautionary language),或者虚假陈述不具有重大性,或者原告不能证明行为人明知该预测是虚假的,则行为人免于承担 Rule 10b-5 下的民事责任。相关分析参见高振翔:《证券预测信息“安全港”制度:美国经验与中国镜鉴》,载《证券市场导报》2023年6月号。《虚假陈述若干规定》第6条规定:“原告以信息披露文件中的盈利预测、发展规划等预测性信息与实际经营情况存在重大差异为由主张发行人实施虚假陈述的,人民法院不予支持,但有下列情形之一的除外:(一)信息披露文件未对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示的;(二)预测性信息所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理的;(三)预测性信息所依据的前提发生重大变化时,未及时履行更正义务的。前款所称的重大差异,可以参照监管部门和证券交易场所的有关规定认定。”

故电话会之后的股价并没有发生明显波动，并且，公司对外披露每股收益减少后的股价明显波动并非由于电话会上的确认，而是由于媒体快报上的盈利预测。被告抗辩成功。

3. Barclays PLC 案^[47]

巴克莱金融服务集团（Barclays PLC）总部位于伦敦，在美国发行存托凭证（ADR），并在纽交所上市交易。其美国子公司巴克莱资本（Barclays Capital Inc.）从事暗池业务（dark pool）。^[48] 巴克莱资本对外宣称，其内部设置了多种措施，来保证进行暗池交易的投资者不会受到高频交易者的损害。但是，事实上，其内部措施并未像其宣传的那样有效。所以，购买美国存托凭证的投资者起诉巴克莱，认为其构成虚假陈述。针对被告的举证义务，二审法院认为，被告应当提供优势证据来证明股价没有受到虚假陈述的影响，换言之，被告需证明并非由于其他利好信息抵消了虚假陈述对股价的影响，才导致股价未发生明显变化。该法院认为，如果被告仅仅是提供了证据证明股价没有受到虚假陈述影响就被认为完成了举证义务，那么 Basic 案所确立的信赖推定原则也就没有什么价值了。相对而言，被告的举证义务较重。

4. Goldman Sachs 案^[49]

投资者认为，高盛（Goldman Sachs）在 2006—2007 年间发行 CDO 的时候，偏颇性地对待某些投资者，损害了购买这些 CDO 产品的其他投资者的利益。高盛的这一利益冲突行为与其向外界披露的对待投资者一视同仁的声明相违背。起诉高盛的并非购买 CDO 的投资者，而是购买高盛普通股的投资者。本案的争议焦点是，高盛需要举证到什么程度才能证明虚假陈述对股价没有影响。高盛认为，其只要提供证据证明股价没有受到影响即可。但是，二审法院认为高盛必须提供优势证据证明股价没有受到虚假陈述影响，而不是仅仅提供一些证据。^[50] 这与该院在前述巴克莱案中的观点一致。

5. Aeterna Zentaris, Inc. 案^[51]

Aeterna 是一家制药公司，其在研发一种新药 AEZS—130（主要治疗成年人的激素紊乱）。Aeterna 与美国食药监局（以下简称 FDA）签订了一份协议，该协议列出了 Aeterna 需要遵守的事项，如果 Aeterna 没遵守，那么 FDA 将不批准这个新药上市。在研发过程中，Aeterna 违反了该协议，但是其没有对外披露，反而宣传新药研发顺利。最终，该新药被 FDA 拒绝。关于被告的举证义务，法院认为，被告所聘请的专家证人没有独立进行事件分析，而是采用了原告所提供的事件分析报告来证明股价没有受到虚假陈述影响，因此，被告承担举证不利的后果（本案中，被告方的专家证人并未独立进行事件分析来确定虚假陈述对股价的影响，而仅仅是反驳原告方提供的专家意见）。

6. 简要总结

从美国的司法实践可以看出：第一，由于重大性要件是在案件受理后才进行审理，法院在受

[47] See *Waggoner v. Barclays PLC*, 875 F.3d 79 (2d Cir. 2017).

[48] 按照美国证监会规定，暗池交易属于另类交易市场，其主要功能是使大宗交易能够匿名化完成，并减少对公开市场价格的影响。See Kristin N. Johnson, *Regulating Innovation: High Frequency Trading in Dark Pools*, 42 *Journal of Corporation Law* 833 (2017).

[49] See *Arkansas Teachers Retirement System v. Goldman Sachs* 879 F.3d 474 (2d Cir. 2018).

[50] 一审法院的要求是，确凿性的或者是决定性的证据。本案的裁判观点也被美国联邦最高法院所接受。See *Goldman Sachs Group, Inc. v. Arkansas Teacher Retirement System*, 141 S.Ct. 1951 (2021).

[51] See *Bing Li v. Aeterna Zentaris, Inc.*, 324 F.R.D. 331 (D.N.J. 2018).

理时不讨论重大性要件与价格影响理论的关系；第二，被告可以通过前端（front-end，即虚假陈述被实施后）或者/和后端（back-end，即虚假陈述被揭示后）的股价是否发生明显波动来证明虚假陈述对股价的影响；第三，被告必须提供自己的证据，而不能仅仅利用原告所提供的证据；第四，被告不仅要证明虚假陈述被实施或者被揭示之后股价没有发生明显波动，而且要证明，没有其他因素导致股价未发生明显波动；第五，如果原被告双方提供矛盾的结论，除非被告提供优势证据来证明虚假陈述对股价没有影响，否则被告承担举证不利的后果。

四、价格影响理论在我国司法实践中的适用：争议与建议

虽然价格影响理论在2022年初才被新修订的《虚假陈述若干规定》所采纳，但是在之前的司法实践中，少数法院已经因虚假陈述对股价没有影响而认定投资者与虚假陈述之间不存在信赖关系，事实上采用了价格影响理论。我国证券虚假陈述诉讼并没有像美国那样，将重大性要件与价格影响争议分开审查，因此法院往往将价格影响理论与重大性要件联系在一起，认为虚假陈述被实施后或者被揭示后股价没有发生明显波动，因而虚假陈述不具有重大性，进而认定投资者与虚假陈述之间不存在信赖关系。例如，在“吴爱姣与黄石东贝电器股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案”中，湖北省高级人民法院认为：“虽然东贝股份公司未披露或未如实、充分披露相关关联交易，但从虚假陈述实施日以及揭露日前后十日东贝B股的股价及成交量对比表看出，虚假陈述行为对该股票的成交量以及股价均未产生重大影响，其股价以及成交量的走势平稳。故可认定，该虚假陈述行为不具有重大性。”^{〔52〕}

• 399 •

（一）价格影响理论在我国的司法实践

1. 虚假陈述在被揭示前已经被更正

如果虚假陈述被揭示前已经被更正，那么虚假陈述对于股价的影响也就被纠正了，所以股价不会出现明显波动，即所谓的“真相已经在市场中”（truth on the market）。^{〔53〕}

（1）海南海药案

最高人民法院在海南海药案中认为：“至揭露日2017年11月7日，构成本案虚假陈述的担保责任已经解除，关联交易资金已经返还。海药公司虚假陈述行为揭露日为2017年11月7日，但是11月7日、11月8日海药公司股价并未下跌，甚至存在小幅上涨，揭露日至海药公司股票停牌前一天即11月21日，股价跌幅为2.35%，跌幅并不明显。可见，虚假陈述揭露日之后几个交易日，股价并未因虚假陈述行为发生严重下跌。”^{〔54〕}

（2）烯碳新材案

辽宁省高级人民法院否认存在信赖关系的一个理由是，“在《2015年年度报告》更正披露信息时，烯碳新材的此项投资款已经全额收回，烯碳新材的投资虚假陈述行为并未造成投资者

〔52〕 湖北省高级人民法院（2017）鄂民终1855号民事判决书。

〔53〕 See Lucy Chang, *The Truth-on-the-Market Defense and Its Relevance in SEC Enforcement Actions*, 76 Law & Contemporary Problems 341 (2013).

〔54〕 中华人民共和国最高人民法院（2019）最高法民申4674号民事裁定书。

交易受损。”〔55〕

2. 虚假陈述不会影响公司的现金流

由于公司的股价主要取决于公司未来的现金流，如果虚假陈述对此没有影响，那么信息投资者也不会将该信息作为调整估值的因素。〔56〕

（1）恒邦冶炼案

青岛市中级人民法院认为：“虽然被告存在对大额资金往来未及时披露的行为，但该行为并非采取浮夸、利好的方式公布信息，从而诱导投资人做出积极投资的决定，被告总资产未发生变化，被告的行为不具有实质性资产变动内容，未对被告公司的业绩和利润造成影响，也并未导致企业资产虚增或减少，不是市场诱多行为。……股票在揭露日后首个交易日，被告股票走势，与深证成指、上证综指及同行业板块指数涨跌幅相符，且被告股票在揭露日至基准日期间下跌幅度亦低于上述指数下跌幅度，从中也可以看出，被告所受处罚的事实，不足以对投资人的投资决策或市场交易价格产生影响，不至造成投资人的实质性损害。”〔57〕

（2）游久游戏案

上海金融法院认为：“揭露日后大盘继续下跌，游久游戏股价反而出现小幅反弹，至根据司法解释规定计算的基准日，游久游戏股价仍在上涨中。从涉案个股股价走势可以看出，市场价格并未受到虚假陈述的影响，即遗漏披露的内容被更正、揭露后，并未对游久游戏股票的市场交易价格产生负面影响。”〔58〕

（3）界龙实业案

上海市高级人民法院认为：“涉案期间无论是界龙实业公司的第一大股东界龙集团公司增持的虚假记载还是两被借用账户自然人股东及其持股的虚假记载，均并未对理性投资者的投资决策和界龙实业股票价格产生实质影响。一审法院认定虚假陈述行为与投资损失之间没有因果关系依法有据，本院予以认可。”〔59〕

3. 虚假陈述对公司现金流的影响不好判断

虚假陈述性质具有特殊性，信息投资者可能就其对公司的股价有不同的看法，因此股价没有发生明显波动。

（1）烯碳新材案

辽宁省高级人民法院认为：“烯碳新材的投资虚假陈述行为虽然侵害了投资者的知情权，但所隐瞒未披露的对外投资信息并不会影响一般投资者的投资决定。因为受投资的对象、性质等多种因素的影响，投资行为并不会必然导致股票的涨跌。因此，该投资虚假陈述行为是一个既不会创造供求关系，也不会影响到股票价格的中性消息。换言之，投资虚假陈述行为不会影响一般投

〔55〕 辽宁省高级人民法院（2019）辽民终 550 号民事判决书。

〔56〕 参见前引〔15〕，Ferrell、Roper 文，第 567-568 页。

〔57〕 山东省青岛市中级人民法院（2016）鲁 02 民初 1005 号民事判决书。

〔58〕 上海金融法院（2018）沪 74 民初 1185 号民事判决书。

〔59〕 上海市高级人民法院（2019）沪民终 275 号民事判决书。

资者做出错误的投资决定。”〔60〕

(2) 亿晶科技案

南京市中级人民法院认为：“大股东溢价减持转让股份并转移控制权的行为，在证券市场上并不属于通常认知一定会导致公司股票价格下跌的因素，且本次股权转让及控制权转移的对象勤诚达投资公司系资本实力较强的企业，不能当然推定该信息完整公开披露后市场会对此作出负面评价。”〔61〕

4. 其他原因

由于证券市场价格形成机制的复杂性，有些虚假陈述虽然会对公司的现金流产生影响（例如财务造假等），但是不论是虚假陈述被实施后还是被揭示后，股价并未发生明显波动。原因可能是利空信息已经出尽，股价跌无可跌；或者信息投资者本来就认为该信息是虚假的；也可能是由于其他利好信息抵消了虚假陈述对于股价的影响。如果是后者，则应当采用较为精确的方法予以排除。

在博元投资案中，广东省高级人民法院认为：“上市公司的虚假陈述行为与投资者的损失之间是否存在因果关系，应考查投资者是否因上市公司的虚假陈述行为而产生合理信赖和对投资决策产生重要影响。从虚假陈述行为实施日2011年4月29日之后博元投资股票的走势看，2011年4月至2014年6月期间，博元投资股票与上证综合指数的涨跌幅度基本一致，投资者并没有因为虚假陈述行为而追买博元投资股票，博元投资股价没有出现异常上升情况。其次，博元投资虚假陈述行为被揭露后，即2014年6月19日之后至2014年8月期间，博元投资股票不仅未出现下跌，反而出现持续稳定上涨，可见，投资者信心并没有受虚假陈述行为被揭露一事的影响。”〔62〕

在中弘控股案中，安徽省高级人民法院认为：“从一审法院查明的中弘股份股价走势、深证成指以及深证地产指数的涨跌幅可以看出，中弘股份股价自实施日至揭露日期间一直处于下跌状态，揭露日2018年8月14日中弘股份开盘价1.04元，收盘价1.04元，较前一交易日波动0%，8月15日收盘价0.94元，至基准日9月20日收盘价0.93元，期间中弘股份股价小幅波动，并未因立案调查公告发布出现持续下跌的情形，而同期的深证成指为8月14日8784.9点，9月20日8233.89点，大盘呈现出浮动式下跌态势，深圳地产指数的波动过程虽出现一定上浮，但房地产开发板块亦出现下跌，并未明显看出中弘股份股价受到虚假陈述行为的影响。”〔63〕

5. 简要的总结

从目前的司法实践来看，有些法院会以股价没有发生明显波动而否认虚假陈述具有重大性，

〔60〕 辽宁省高级人民法院（2019）辽民终550号民事判决书。

〔61〕 江苏省南京市中级人民法院（2018）苏01民初3561号民事判决书。

〔62〕 广东省高级人民法院（2019）粤民终1464—1466号民事判决书。

〔63〕 安徽省高级人民法院（2020）皖民终1219号民事判决书。同样，在华信国际案中，合肥市中级人民法院认为：“本案中，从股价走势来看，华信国际股价并未因华信国际作出虚假陈述行为而上涨，反而在华信国际实施了虚假陈述行为后，连续跌停。华信国际的股价暴跌发生在揭露日之前，由于资产重组失败，控股股东上海华信所持股票质押、被司法冻结，以及上海华信出现资金问题等因素所造成的。揭露日后三天华信国际股价涨跌幅与大盘涨跌幅差别不大。揭露日至基准日期间，华信国际的股价上涨了9.45%，略高于石油行业同期涨幅6.57%，高于批发零售行业同期涨幅3.62%。综上所述，华信国际股价并未因其虚假陈述行为而上涨，也未因其虚假陈述行为被揭露而下跌，华信国际的虚假陈述行为未对其股价产生实质影响。”安徽省合肥市中级人民法院（2020）皖01民初1857号民事判决书。

进而推翻信赖推定。有些法院直接以股价没有发生明显波动推翻信赖推定。法院通常在虚假陈述被揭示后判断股价是否发生明显波动，主要是针对隐瞒信息的场合。也有法院同时在虚假陈述被实施后和被揭示后判断股价是否发生明显波动。

（二）我国法院适用价格影响理论所存在的问题

1. 缺乏理论的论证

少数法院虽然在事实上采用了价格影响理论来推翻信赖推定，但是没有论证为何股价没有发生明显波动就能推翻信赖推定。当然，在《虚假陈述若干规定》第10条明确采纳该理论之后，法院可以依据该条来进行裁判。接下来的工作便是如何较为科学地判断虚假陈述与股价波动之间的关系。

2. 被告的举证义务轻

在多数案件中，被告并没有充分举证股价没有受到虚假陈述的影响，甚至，即使被告没有举证证明，法院也直接认定虚假陈述没有影响股价。例如，在前述界龙实业案中，在被告没有提出虚假陈述被实施后或被揭示后股价没有发生明显波动，且没有其他因素影响股价的情况下，一审法院直接认为：“从2015年半年度报告发布日、行政处罚事先告知书公告日之后界龙实业股票的股价可以看出，其涨跌幅及走势与上证指数趋势基本相同，说明涉案虚假陈述信息的发布及虚假陈述行为被揭示，也并未对界龙实业股票的价格产生影响。”^{〔64〕}

这种对于被告举证义务的减轻，甚至无需被告提供证据，而由法院直接认定虚假陈述对股价没有影响的做法，有违《虚假陈述若干规定》信赖推定的规范目的，不利于保护中小投资者利益。

3. 认定方法不精确

法院认定虚假陈述是否影响股价的方法较为粗略，并不精确。在多数情况下，法院虽然会排除系统风险对股价的影响，例如在统计时间段内，将股价下跌程度与综合指数或者行业指数跌幅进行比较来判断系统风险的影响，^{〔65〕}但是，就其他非系统风险的影响，法院要么不予考虑，要么采用自由裁量的方法大概估计其影响程度。这种不精确的认定方法，可能会造成中小投资者即使真正受到虚假陈述的损害，也无法获得赔偿的局面。例如，在“刘光华与河北宝硕股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”中，石家庄市中级人民法院认为：“对比虚假陈述揭露日前后各十五个交易日的收盘价格发现，宝硕股份的股票价格在虚假陈述揭露日前十五个交易日的收盘均价为2.63元，而在虚假陈述揭露日后十五个交易日的收盘均价为2.995元。另外，本院根据公开

〔64〕 上海金融法院（2018）沪74民初978号民事判决书。

〔65〕 例如，在“顾华骏等与康美药业股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案”中，法院扣除系统风险的方法是，选取医药生物（申万）指数（801150）为系统风险扣除的参考指数，法院认为申万行业指数编制较早，且在证券市场具有较大影响力，可以被选取作为比对指数。就具体方法而言，法院采用“个体相对比例法”测算投资者证券市场系统风险扣除比例，即从投资者第一笔有效买入开始，假设投资者买卖案涉股票时，同时买入卖出相同数量的医药生物（申万）指数，每一笔交易均同步对应指数的买入卖出，并将每个投资者持股期间的指数加权平均跌幅与个股加权平均跌幅进行对比，扣除证券市场系统风险的影响。具体采用的计算公式为：市场系统风险扣除比例=证券买入与卖出期间指数加权平均跌幅/证券买入与卖出期间个股加权平均跌幅；指数加权平均跌幅=（指数卖出损失+指数持有损失）/（有效索赔股数×指数买入均价）；个股加权平均跌幅=（个股卖出损失+个股持有损失）/（有效索赔股数×个股买入均价）。参见广东省广州市中级人民法院（2020）粤01民初2171号民事判决书。

的宝硕股份的交易价格发现,宝硕股份的股票价格在虚假陈述揭露日前三个月的交易平均价为2.57元(2006年7月21日至2006年10月20日),而虚假陈述揭露日后十五个交易日的股票交易价格的均价为3.12元。基于以上事实,本院认为,宝硕股份的股票价格在其虚假陈述行为被揭露日并未出现较大幅度的下跌,反而有小幅上涨,在本案中,原告在虚假陈述实施日前买入的宝硕股份股票与虚假陈述不存在因果关系。”^{〔66〕} 本案中,法院没有就是否有其他因素影响宝硕股份的股价进行分析,而直接以虚假陈述被揭示后股价没有下跌反而上涨,就草率地认为虚假陈述对股价没有影响,显然过于简略。由于本案的原告是自然人投资者,其没有经济能力,可能也不一定想到聘请专家证人来分析虚假陈述被揭示后的股价上涨到底是虚假陈述对股价没有影响还是由其他因素所导致。所以,即使原告可能受到虚假陈述的损害,也因为法院不精确的认定方法而失去获得赔偿的机会。

此外,法院对于专家证人的使用并不充分。从美国证券集团诉讼的经验来看,基本上所有的案件,原被告双方都会聘请专家证人就专业问题提供意见。相比之下,在前述所举案件中,没有一起案件是通过专家证人来判断虚假陈述是否对股价产生了影响。就证券虚假陈述民事诉讼而言,“侵权行为是否具有重大性、侵权行为与投资者损失之间的因果关系等,这些问题的证明需要具备专门的知识。证据种类及对证据的解读,均需具备专门的知识”^{〔67〕}。《全国法院民商事审判工作会议纪要》也特别强调在证券虚假陈述民事诉讼中要引入专家证人,就专业性问题发表意见。^{〔68〕}

由于虚假陈述是否影响股价直接关系到原被告双方的巨大利益,这种不精确的认定方法,可能会导致不公平的结果,致使原被告双方皆不服。^{〔69〕}

(三) 本文的建议

本文认为,法院根据《虚假陈述若干规定》第10条适用价格影响理论时,需要把握两个原则:第一,保护中小投资者利益原则。如前所述,信赖推定的规范目的旨在保护中小投资者利

• 403 •

〔66〕 石家庄市中级人民法院(2016)冀01民初351号民事判决书。

〔67〕 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437页。

〔68〕 《全国法院民商事审判工作会议纪要》在第六章“关于证券纠纷案件的审理”中指出:“在案件审理过程中,对于需要借助其他学科领域的专业知识进行职业判断的问题,要充分发挥专家证人的作用,使得案件的事实认定符合证券市场的基本常识和普遍认知或者认可的经验法则,责任承担与侵权行为及其主观过错程度相匹配,在切实维护投资者合法权益的同时,通过民事责任追究实现震慑违法的功能,维护公开、公平、公正的资本市场秩序。”

〔69〕 例如,在“中国高科集团股份有限公司与胡泽玉等证券虚假陈述责任纠纷上诉案”中,上诉人提出二审请求的主要理由是:“一审法院曾委托中国证券投资者保护基金有限责任公司(以下简称投保基金)对曾光平等12个自然人投资者的损失进行测算,但未委托其对系统风险等因素影响情况进行一并测算。而中国高科曾向一审法院申请委托第三方专业机构对此影响进行测算,但最终一审法院未同意中国高科的申请,而是将本案系统风险影响比例酌定为30%。因此中国高科在二审程序中自行委托了第三方专业机构深圳价值在线信息科技股份有限公司(以下简称深圳价值在线公司)对本案系统风险进行精确测算,从而协助法院查明案涉时期系统风险因素的实际影响情况。在广州市中级人民法院审理的康美药业证券虚假陈述案件中,代表投资者的投资者保护机构中证中小投资者服务中心有限公司认可深圳价值在线公司的中立地位以及专业资质,故中国高科在二审中亦委托了深圳价值在线公司进行测算。根据深圳价值在线公司出具的测算报告显示,本案中系统风险扣除比例约为67%,远高于一审法院酌定的30%。在此情况下中国高科认为即便一审法院不委托第三方专业机构进行测算而是酌定扣除比例,也应考虑系统风险等因素对个股股价的实际影响情况进行酌定,酌定的比例也应趋近于事实情况。但根据目前第三方专业机构测算结果67%的扣除比例来看,一审判决将扣除比例酌定为30%,显然与客观事实偏差过大,属于事实认定不清且认定错误。”北京市高级人民法院(2021)京民终955号民事判决书。

益，因此被告应当承担相对而言较重的举证义务。这就要求被告提供优势证据来证明虚假陈述没有影响股价。法院对此不能越俎代庖，自己来判断虚假陈述是否影响股价。第二，精确计算原则。虚假陈述是否影响股价直接关系到原被告双方的巨大利益，因此应当精确计算以确保公平性。在司法实践中，这可通过专家证人采用事件分析法来完成。^{〔70〕} 质言之：

1. 被告应当提供优势证据证明虚假陈述没有影响股价

《虚假陈述若干规定》的信赖推定具有极强的政策性导向，即保护中小投资者利益。被告仅仅证明虚假陈述被实施或者被揭示后，股价没有发生明显波动，并没有完成其举证义务。其需要进一步举证证明没有其他因素（例如系统风险、公司自身经营风险等）影响股价。^{〔71〕} 在原告也通过专家证人提供证据表明虚假陈述确实影响到股价的情况下，法院应当判定被告承担举证不利的后果。

2. 运用事件分析法较为精确地计算虚假陈述对股价的影响

如前所述，科学地判断虚假陈述对股价的影响涉及原被告双方的巨大利益，因此应当采用更为精确的方法来计算虚假陈述对股价的影响，方能公平地解决纠纷。

这种精确的方法可以由法院或者原被告双方指定的专业机构或者原被告各自聘请的专家辅助人来提供。^{〔72〕} 当然，这些专家证人提供专业意见需要费用。对此，本文认为这并非聘请专家证人的障碍。理由在于：被告将面临巨额的赔偿责任，其有充分的经济动力去申请专业机构或者聘请专家辅助人提供专业意见。对于原告而言，由于我国证券代表人诉讼制度已经正式落地，申请专业机构或者聘请专家辅助人的费用将由所有受益投资者共同负担，平均下来也不会有太大的经济压力。如果原告胜诉，这些费用也可能由被告承担。^{〔73〕}

• 404 •

五、结 论

《虚假陈述若干规定》根据欺诈市场理论推定中小投资者因信赖了虚假陈述而作出投资决策。

〔70〕 对于事件分析法在我国证券虚假陈述民事案件中的运用，参见樊健：《论证券虚假陈述投资者损失计算的“事前观点”》，载《清华法学》2017年第3期。

〔71〕 例如，在“广东超华科技股份有限公司与王丽娟证券虚假陈述责任纠纷再审审查与审判监督案”中，最高人民法院认为：“超华公司申请再审还提交了案涉虚假陈述行为实施日至被揭露期间超华公司发布的一系列业绩下滑、合作失败、收购终止、控股股东减持公告等证据，用以证明超华公司自身经营不良因素影响了股价下跌，投资者损失与案涉虚假陈述违法行为没有因果关系。但影响证券投资者投资以及股价的因素非常复杂，超华公司提交的证据不能否定案涉虚假陈述违法行为与王丽娟之间损失的因果关系，亦未能证明其所主张的非系统风险因素对超华公司股价下跌产生的有效影响以及导致的具体损失数额等，该申请理由缺乏事实和法律依据，本院不予采纳。”中华人民共和国最高人民法院（2019）最高法民申6537号民事裁定书。

〔72〕 《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第24条第1款规定：“人民法院可以依当事人的申请，委托双方认可或者随机抽取的专业机构对投资损失数额、证券侵权行为以外其他风险因素导致的损失扣除比例等进行核定。当事人虽未申请但案件审理确有需要的，人民法院可以通过随机抽取的方式委托专业机构对有关事项进行核定。”在“许霞、叶小乔等与上海中毅达股份有限公司证券虚假陈述纠纷案”中，上海金融法院就依职权委托上海交通大学中国金融研究院对本案原告投资者因虚假陈述导致的投资差额损失进行核定。参见上海金融法院（2018）沪74民初615号民事判决书。本文认为，根据案情的需要，法院（或者原被告）还可以就虚假陈述与股价波动之间的关系要求专业机构进行鉴定，在损失核定的过程中，专业机构已经采用事件分析法等来测定虚假陈述与投资者损失之间的关系，其中也会涉及虚假陈述与股价波动的关系，因此即使法院（或者原被告）提出这样的要求，也不会增加诉讼成本。

〔73〕 《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第25条规定：“代表人请求败诉的被告赔偿合理的公告费、通知费、律师费等费用的，人民法院应当予以支持。”本文认为，此处的“等”字应当包括合理的鉴定费或者专家证人费用，因为这些费用也属于诉讼中合理且必要的费用。

当然，该信赖推定可以被推翻。在美国 Halliburton II 案中，美国联邦最高法院允许被告举证证明股价没有受到虚假陈述影响而推翻信赖推定，这被称为价格影响理论。从美国下级法院的司法实践看，被告只有通过聘请专家证人提供优势证据才能完成推翻信赖推定的举证义务。

《虚假陈述若干规定》第 10 条虽然采用了价格影响理论，但存在的问题是被告举证义务不明和没有提供科学的方法来判断虚假陈述与股价波动之间的关系。对此，基于保护中小投资者原则和精确计算原则，被告应当提供优势证据证明股价没有受到虚假陈述的影响。专家证人可以采用事件分析法来较为精确地计算虚假陈述对股价的影响。

Abstract: To protect ordinary investors, the judicial explanation presumes the existing of reliance based on fraud on the market theory. In the case of Halliburton II, the Supreme Court in the U. S. allows defendants to prove that the stock price is not affected by securities fraud so as to rebut the presumed reliance, which is called the price impact theory. From the judicial practice of lower courts, only defendants who provide preponderant evidence by hiring professional witnesses can fulfill their duties. The judicial interpretation adopts the same theory, clearly providing that a defendant may contest the lack of price impact in a misrepresentation to overturn the presumption of reliance. In the past judicial practice, a few courts have actually adopted the price impact theory. However, the problems are the lack of theoretical argument, the defendant's lesser duty of proof, and the lack of precise methods used. Based on the principle of protecting small and medium investors and the principle of accurate calculation, the defendant should provide preponderance evidence that the stock price was not affected by the false statements. Expert witnesses can use event analysis to more accurately calculate the impact of false statements on stock prices.

Key Words: resumption of reliance, the case of Halliburton II, price impact theory, preponderant evidence, event studies

论内幕交易民事责任之否定

吕成龙*

内容提要：内幕交易民事责任是长期困扰我国证券法治的重要议题，除因果关系外，内幕交易的侵权客体也难以认定。究其原因，这与我们对内幕交易民事责任性质认识模糊、对规则存在路径依赖等因素有密切关系。在分析法学视角看来，司法审判机关塑造的“知情权”“公平交易权”无法经受法理证成的检验。霍菲尔德理论视域中权利与义务相伴相生，由此观之，证券信息披露义务的法定性与市场投资者的知情权利存在天然冲突，而公平交易权不仅面临概念内涵与内幕交易行为人“不交易义务”之间的悖论，而且在多层、多级、多向的内幕交易形势下，行为人往往无法识别自身是否承担该种义务。即便以纯粹经济损失论证内幕交易民事赔偿的合理性，依然面临法理证成的诸多难题。面向未来，我们应当考虑放弃内幕交易民事责任，转向以公权力规制作为内幕交易负外部性矫正的法律手段。

关键词：内幕交易 霍菲尔德 知情权 公平交易权 证券民事责任

2023年6月9日，最高人民法院审判委员会专职委员刘贵祥在第十四届陆家嘴论坛上表示，关于证券内幕交易和操纵市场民事责任的司法解释已经提上工作日程。^{〔1〕}但长期以来，内幕交易民事责任可谓证券法治中的“哥德巴赫猜想”，其责任的承担基础、因果关系论证和赔偿计算方法长期困扰着理论界和实务界。尽管内幕交易之侵权责任性质得到了法学理论界和实践部门的大致认同，^{〔2〕}但亦遭到不少质疑，^{〔3〕}赵旭东也认为现有的部分支持内幕交易民事责任的分析和主

* 吕成龙，深圳大学法学院院长聘副教授。

本文为吕成龙主持国家自然科学基金项目“证券监管介入上市公司治理的体系性构造研究”（21CFX077）的研究成果。

〔1〕 参见胥秀丽：《刘贵祥：关于证券内幕交易和操纵市场民事责任司法解释已进入最高法工作日程》，载 https://www.cs.com.cn/xwzx/hg/202306/t20230610_6349466.html，最后访问时间：2023年7月22日。

〔2〕 参见曾洋：《内幕交易侵权责任的因果关系》，载《法学研究》2014年第6期。

〔3〕 参见耿利航：《证券内幕交易民事责任功能质疑》，载《法学研究》2010年第6期；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。

张,在某种程度上带有简单化和情绪化的倾向。^{〔4〕}《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)(2019年修订)继续保留了内幕交易民事责任的设计。然而,“内幕交易究竟侵害了什么权”这一问题,仍付之阙如。内幕交易行为人究竟是侵害了其交易对手“善意同时反向交易者”之“以信息对称为核心的公平交易法益”^{〔5〕},还是侵害了投资者的“平等知情权”^{〔6〕},抑或是“违反证券法中公平原则的不公平交易行为”下的“公平交易权”?

光大证券公司2013年“乌龙指”所引发的内幕交易民事诉讼,为我们进一步解构此难题提供了实践参考。本案中,上海市高级人民法院借此机会对内幕交易侵权的法理进行阐述,提出“内幕交易直接侵害了交易相对方的知情权和公平交易权”^{〔7〕}。但是,此两项“权利”之合法性、合理性基础及法理证成过程等尚不清晰。为此,本文将从分析法学的维度,借助霍菲尔德(Wesley N. Hohfeld)基本法律概念的分析工具,^{〔8〕}详细解构内幕交易民事责任中的权利构建,并讨论纯粹经济损失证成等难题,以对内幕交易民事责任的主流学说提出新的质疑。最后,本文将论证内幕交易公法规制的内在原理与正当性基础,呼吁我国立法及司法转变内幕交易法律责任的承担形式。

一、内幕交易民事责任司法裁判的难点析出

(一) 我国内幕交易民事责任的司法现状

《证券法》(2019年修订)第53条第3款规定:“内幕交易行为给投资者造成损失的,应当依法承担赔偿责任。”此条款延续了此前《证券法》(2014年修正)第76条第3款的规定,仅删除“行为人”三字。回溯过往,内幕交易民事责任在我国已有一定历史。从早期规定来看,1993年《股票发行与交易管理暂行条例》概括规定了证券民事赔偿责任。之后,尽管《禁止证券欺诈行为暂行办法》《证券法》(1998年)及《证券法》(2004年修正)皆未对内幕交易民事责任作明确规定,但最高人民法院2000年发布的《民事案件案由规定(试行)》将证券欺诈纠纷和证券内幕交易纠纷等并列为民事案件案由。2005年《证券法》修订时,第76条第3款首次明确规定了内幕交易的民事责任,但没有对民事赔偿的属性与构成要件进行界定,不仅使学术界对此产生了一定理解差异,而且无法解答司法审判法律适用时面临的具体困惑。^{〔9〕}

据公开资料显示,内幕交易民事赔偿案件仅涉及四起(系列)案件,这构成了分析内幕交易民事责任的有益参考。其一,“陈某丰诉陈某良案”因其撤回起诉而终结诉讼,^{〔10〕}尽管该案具有

• 407 •

〔4〕 参见赵旭东:《内幕交易民事责任的司法政策与导向》,载《法律适用》2013年第6期。

〔5〕 前引〔2〕,曾洋文,第120页。

〔6〕 杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第26页。

〔7〕 上海市高级人民法院(2016)沪民终146号民事判决书。

〔8〕 See Wesley N. Hohfeld, *Some Fundamental Legal Conceptions as Applied in Judicial Reasoning*, 23 Yale Law Journal 16 (1913).

〔9〕 参见赵旭东:《内幕交易民事责任的价值平衡与规则互补——以美国为研究范本》,载《比较法研究》2014年第2期。

〔10〕 参见江苏省南京市中级人民法院(2008)宁民二初字第136号民事裁定书。

标志性意义，但当事人撤诉使得本案无从展开司法裁判的论理。其二，在“陈某灵诉潘某深案”中，不仅陈某灵买入时间与潘某深卖出时间存在显著差异，而且陈某灵交易的部分股票每股净盈利 7.37 元，自然被司法机关驳回诉讼请求；遗憾的是，司法机关未借此机会论证内幕交易民事责任的性质。^{〔11〕}其三，在“李某及吴某峰诉黄某裕内幕交易民事赔偿案”中，行为人是否相识依然是法院裁判的重要考量，但法院并未对侵权客体予以分析。^{〔12〕}其四，光大证券“乌龙指”内幕交易民事责任案，虽然中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）所作《行政处罚决定书》甫一发布就面临了不少质疑，^{〔13〕}但该案终以内幕交易违法定性而尘埃落定，最高人民法院《关于光大证券股份有限公司“8·16”内幕交易引发的民事赔偿案件指定管辖的通知》拉开了该案证券民事赔偿的帷幕。^{〔14〕}上海市高级人民法院裁判论理部分围绕“侵权法上的可责难性”“侵权诉讼”及“违法性和过错”等要素展开分析，^{〔15〕}尽管此系列司法判决主要援引《证券法》（2014 年修正）第 76 条第 3 款规定并根据一般侵权责任要件予以论证，但值得关注的是，在个别案件的判决中，法院对证券、期货市场内幕交易的责任性质也予以论理和分析，为我们分析内幕交易的侵权客体提供了参考对象，法院指出：

“内幕交易违背证券、期货市场公开、公平、公正的三公原则。内幕交易人利用内幕信息优势，与毫不知情的相对方进行交易，侵害了交易相对方的公平交易权，进而对交易相对方的合法财产权益构成严重威胁甚至造成实际损害，破坏证券市场交易制度的公平性，影响到一般投资人对证券市场公开、公正、公平的信赖，为证券、期货法律法规所禁止。对内幕交易期间投资者的损失赔偿是有条件的，当内幕交易与投资者的损失之间存在因果关系之时，投资者在内幕交易期间的交易损失才能够获得赔偿。由于内幕交易直接侵害了交易相对方的知情权和公平交易权……”^{〔16〕}

〔11〕 本案审理中并未明确内幕交易民事赔偿的性质，而是仅对因果关系稍加论证，认为诉讼双方在“本案诉讼前并不相识，陈某灵买卖大唐电信股票并非受到潘某深的引导”。参见北京市第一中级人民法院（2009）一中民初字第 8217 号民事判决书。

〔12〕 报道显示，吴某峰从 2007 年 9 月 21 日开始买卖中关村科技控股公司股票，截止到 2008 年 8 月 20 日，吴某峰共计损失 5528914.86 元，吴某峰认为该损失系由于黄某裕、杜某内幕交易行为所致。在本案裁定文书中，法院的裁判逻辑同样是先从吴某峰与黄某裕的私人关系出发，似乎想先从民法的一般欺诈原则出发予以论证，由于本案有效证据表明当事人之间互不相识，法院最终认为，虽然黄某裕等因为内幕交易而被科以了刑事法律责任，但这与吴某峰的证券交易损失之间不存在必然的因果关系，因为吴某峰是基于其个人过往的投资经验来决定是否买卖股票的，并未受到被告欺骗，应自行承担有关损失。参见北京市高级人民法院（2014）高民申字第 02751 号民事裁定书；北京市第二中级人民法院（2011）二中民初字第 20524 号民事判决书；田浩：《股民诉黄光裕证券内幕交易案一审宣判 损失与内幕交易间无因果关系 原告诉求被驳回自担交易风险》，载《人民法院报》2012 年 12 月 21 日，第 3 版。

〔13〕 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；李睿：《光大证券异常交易事件的刑法评析》，载《华东政法大学学报》2014 年第 5 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。

〔14〕 参见张先明：《最高人民法院就光大证券“八·一六”内幕交易引发的民事赔偿案件指定管辖 行政处罚确认的侵权纠纷应当受理 省会及计划单列市中级人民法院一审管辖》，载《人民法院报》2013 年 11 月 16 日，第 4 版。

〔15〕 参见上海市高级人民法院（2016）沪民终 334 号民事判决书；上海市高级人民法院（2016）沪民终 157 号民事判决书。

〔16〕 上海市高级人民法院（2016）沪民终 146 号民事判决书。此外，在“光大证券股份有限公司与李某晖证券内幕交易责任纠纷案”中，法院认定被上诉人在光大证券公司进行内幕交易的时间段内，进行了相同证券品种的反向交易并产生了交易损失，法院对内幕交易侵害“公平交易权”进行了说理。参见上海市高级人民法院（2015）沪高民五（商）终字第 58 号民事判决书。

在此,且不论法官可否通过司法裁判创设具体民事权利的问题,仅从规范技术层面来看,此所谓“交易相对方的知情权和公平交易权”的合法性基础在何处?可否得到彼时《证券法》《中华人民共和国侵权责任法》(以下简称《侵权责任法》)以至现今《中华人民共和国民法典》(以下简称《民法典》)的支持?在本案审理时,《侵权责任法》第2条第2款以列举加兜底的方式确定了18种代表性的“人身、财产权益”,但就内幕交易的侵权客体而言,皆无直接对应的权利类型。《民法典》相较于此前《侵权责任法》的一个重要变化是,其没有以列举加兜底的方式来界定“人身、财产权益”,而是在第1164条中概括规定“侵权责任编”调整对象为“因侵害民事权益产生的民事关系”。如此一来,《民法典》中的“民事权益”进一步失去了作为类比推理参考对象的可能。此种立法上“宜粗不宜细”的民事权益,在实务中,给内幕交易案件司法审判和法官们带来了切实难题。

(二) 内幕交易民事责任的法理切口

为解决上述问题,我们首先要界定何谓“民事权益”。从文义拆解的角度来看,其包括“权利”和“利益”,此种概念区分深受德国民法的影响,^[17]而德国之所以如此区分,目的在于为不同侵权责任设置不同的构成要件。从民法一般理论来看,具备归属效能、排除效能和社会典型公开性的为侵权法上的“权利”,反之则只能归于一种“利益”。^[18]与之相应,《德国民法典》第823条第1项规定了因过错不法侵害他人绝对权并造成损害的侵权责任,第823条第2项和826条则分别对违反保护他人的法律并造成损害、故意以违反善良风俗的方式施加损害于他人的情况进行了规范。^[19]不难发现,在我国现有侵权责任规范体系下,尽管从解释论上我们可以将“民事权益”拆解为“民事权利”和“民事利益”并作相应法律解释和论证,^[20]但此区分在具体司法实践中的意义相对有限。我们所面临的核心问题是,“交易相对方的知情权和公平交易权”能否被“民事权益”这一概念所涵摄。

诚如康德所言:“问一位法学家‘什么是权利?’就像问一位逻辑学家一个众所周知的问题‘什么是真理?’同样使他感到为难。”^[21]但也如边沁所述,我们总需要尝试“剥去其神秘的面具”^[22]。当今,权利泛化已成为现代社会公共论辩领域的一种突出现象,诸多新兴(新型)权利内容广泛且具有不确定性。^[23]逻辑分析是法学研究的生命力所在,面对纷繁复杂的理论学说与

• 409 •

[17] 参见朱岩:《违反保护他人法律的过错责任》,载《法学研究》2011年第2期;葛云松:《〈侵权责任法〉保护的民事权益》,载《中国法学》2010年第3期;于飞:《侵权法中权利与利益的区分方法》,载《法学研究》2011年第4期。

[18] 参见前引[17],于飞文。

[19] Vgl. BGB § 823, 826.

[20] 参见吕成龙:《错误出生的法理寻踪与新解》,载《清华法律评论》第8卷第1辑,清华大学出版社2015年版,第102-122页。

[21] [德]康德:《法的形而上学原理——权利的科学》,沈叔平译,商务印书馆2009年版,第41页。

[22] [英]H. L. A. 哈特:《实证主义和法律与道德的分离(上)》,翟小波译,载《环球法律评论》2001年第2期,第182页。

[23] 参见雷磊:《新兴(新型)权利的证成标准》,载《法学论坛》2019年第3期。

实践观点，最好的方法正是化繁为简，将复杂的法律问题化约为若干最为基本的法律关系，^{〔24〕}这是探讨内幕交易民事责任的法理切口。对此，作为分析法学巅峰之一的霍菲尔德的“司法推理中应用的基本法律概念”，可为我们理解法律关系提供基本的路线图。^{〔25〕}

鉴于有关霍菲尔德的理论研究日渐丰富，^{〔26〕}本文不再赘述，仅对该分析工具的核心概念稍作说明。在霍菲尔德基本法律概念理论中，权利（right）、特权（privilege）、权力（power）和豁免（immunity）统称为法律利益（legal interest）。^{〔27〕}尽管自耶林开始，作为权利本质的利益就被法学家发现，^{〔28〕}但权利却容易被不加区别地用以指称法律案件中的特权、权力或豁免等概念，并由此造成逻辑、表述甚至法律适用的混乱。为厘清不同法律利益的内涵及其相互关系，霍菲尔德归纳出司法推理中应用的基本法律概念及其相反、相依关系，并指出权利是一个人针对他人的肯定性要求权，特权是一个人免受他人的权利或要求权约束的自由，权力是针对他人的对特定法律关系的肯定性“控制力”，而豁免则是在特定的法律关系中，一个人免受他人的法律权力或控制力约束的自由。^{〔29〕}因此，在民事权利视域下，作为侵权责任法核心的“权利—义务”关系内涵一定是：我要求，你必须。^{〔30〕}我们可以此为出发点和解释路径，探求交易相对方的知情权和公平交易权能否构成一项法律上的权利，或者是其他法律上的利益形态，然后方可讨论可否及如何救济。司法推理中应用的基本法律概念请见表1。

表1 司法推理中应用的基本法律概念

法律上的相反方 (opposites)	权利 (right)	特权 (privilege)	权力 (power)	豁免 (immunity)
	无权利 (no-right)	义务 (duty)	无权力 (disability)	责任 (liability)
法律上的相依方 (correlatives)	权利 (right)	特权 (privilege)	权力 (power)	豁免 (immunity)
	义务 (duty)	无权利 (no-right)	责任 (liability)	无权力 (disability)

〔24〕 参见王涌：《法律关系的元形式——分析法学方法论之基础》，载《北大法律评论》第1卷第2辑，法律出版社1999年版，第576-577页。

〔25〕 参见熊静波：《法律“最小公分母”的证成——一个化简为繁的法律关系理论的内在逻辑及其意义》，载《法制与社会发展》2019年第3期。

〔26〕 参见王涌：《私权的分析与建构——民法的分析法学基础》，北京大学出版社2020年版；陈锐：《法律关系内容的重构：从线性结构到立体模型》，载《法制与社会发展》2020年第2期；陈锐：《法律关系理论溯源与内容重塑》，载《政法论丛》2020年第6期；张永健：《物权的关系本质——基于德国民法概念体系的检讨》，载《中外法学》2020年第3期。

〔27〕 整组概念的中文翻译有不同表述，参见王涌：《寻找法律概念的“最小公分母”——霍菲尔德法律概念分析思想研究》，载《比较法研究》1998年第2期；前引〔26〕，王涌书，第76页；〔美〕W. N. 赫菲尔德：《司法推理中应用的基本法律概念（上）》，陈端洪译，载《环球法律评论》2007年第3期。

〔28〕 参见前引〔26〕，王涌书，第43页。

〔29〕 参见〔美〕W. N. 赫菲尔德：《司法推理中应用的基本法律概念（下）》，陈端洪译，载《环球法律评论》2007年第4期。

〔30〕 参见前引〔27〕，王涌文。

二、司法裁判中内幕交易侵权客体的霍式解剖术

（一）内幕交易与知情权的关系

知情权来源于英文 the right to know。^{〔31〕} 由此观察，知情权当属于霍菲尔德理论下的“权利”范畴。目前，有关知情权的研究在公法与私法中已汗牛充栋。具体到经济法领域，知情权在消费者权益保护中价值较为突出，李友根教授提出，民事交易活动的当事人，对于与交易有关的信息所享有的特定利益，可称之为知情利益，申言之，在民事法律关系中，知情权主要通过告知义务的方式加以实现，告知义务则是基于诚实信用原则的一种附随义务。^{〔32〕} 如霍菲尔德所论：“即使最宽泛地使用‘权利’这个词和这个概念的人也习惯于将‘义务’作为其不变的对应物来思考。”^{〔33〕} 在认定知情权为一项私法权利（right）的前提下，一定对应着特定主体的告知义务（duty），这在一般商品交易场景下很容易理解，但在现代证券市场之中却面临重重困难。因为二级市场证券交易已不再是“面对面”交易，而是由计算机系统按照“价格优先、时间优先”的原则自动、匿名撮合而成。此种情形下，市场投资者是否有权利要求内幕信息知情人和非法获取内幕信息的人与其分享内幕信息呢？与之相应，内幕信息知情人和非法获取内幕信息之人，又是否有义务向其他交易者告知内幕信息？显而易见，在主体众多、交易量大、交易额高、换手率高及风险因素多样的证券交易中，^{〔34〕} 此种要求根本不具有现实可行性。也许有观点认为，由域外 *In re Cady, Roberts & Co.* 这一经典案件所演绎的“披露或戒绝交易原则”（disclose or abstain）已蕴含了法定知情人的义务，^{〔35〕} 即如果内部人拥有重要非公开消息，其必须在交易前进行揭露或戒绝交易直至消息已公开。对此，我们可以从以下两个方面分析。

一方面，从各主要资本市场信息披露法律来看，信息披露主体具有法定性、强制性和唯一性，只得为发行人本身。究其原因，根据有效市场假说（efficient markets hypothesis），股价对信息的反映程度可以作为测度有效市场的基础，^{〔36〕} 在弱势有效市场及半强势有效市场情况下，股票市场价格能够反映出关于公司运营前景的历史信息或所有已公开信息，^{〔37〕} 换言之，任何对内幕信息非法定渠道的公开披露都将渐次反映到股价之中，进而对上市公司的治理与股票价格产生影响。鉴于此，我国《上市公司信息披露管理办法》（2021年修订）第3条第3款后句规定：“任何单位和个人不得非法要求信息披露义务人提供依法需要披露但尚未披露的信息。”从这个意义上看，知情权利与上市公司的法定披露义务的唯一性之间，存在明显的规范与现实冲突。需稍作说明的是，上海市高级人民法院在前述裁判文书中提及“基于有效市场理论，假定证券及期货

• 411 •

〔31〕 参见汪习根、陈焱光：《论知情权》，载《法制与社会发展》2003年第2期。

〔32〕 参见李友根：《论经济法权利的生成——以知情权为例》，载《法制与社会发展》2008年第6期。

〔33〕 前引〔29〕，W. N. 赫菲尔德文，第115页。

〔34〕 参见前引〔4〕，赵旭东文。

〔35〕 See *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S. E. C. 907 (1961).

〔36〕 参见丁志国等：《有效市场的检验——行为金融对EMH理论的批判》，载《当代经济研究》2017年第3期。

〔37〕 See Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 *The Journal of Finance* 383 (1970).

市场的价格受所有投资公众可获知的公开信息的影响，交易时不披露内幕信息，会在极大程度上影响市场价格的真实性”〔38〕。该推理本身存在逻辑跳跃，尽管其注意到股价与信息之间的关系，但不仅忽略了证券市场信息披露义务的法定性与唯一性，而且没有仔细甄别虚假陈述与内幕交易的差异，因为内幕交易不仅不会影响价格真实性，反倒可能更有效率地促进真实股价形成，〔39〕更遑论其同时反向交易方乃基于自身判断作出交易决策。

另一方面，如“披露或戒绝交易原则”内涵所示，证券市场内幕信息知情人完全可以通过戒绝交易的方式来独善其身。换言之，在内幕信息知情人拥有内幕信息且没有交易的情况下，不仅其他投资者无法要求其披露任何信息，而且内幕信息知情人本身亦不负有任何法律上的责任（liability）。更何况，对于非法获取内幕信息情况，投资者无从知晓谁为非法获取内幕信息的人，更无从要求其分享内幕信息。此类内幕交易实行者不具备披露重大非公开信息的能力和义务，并不侵害其他证券投资者的“知情权益”。〔40〕

（二）内幕交易与公平交易权的关系

从上海市高级人民法院的裁判及前述学界的研究来看，证券市场“善意同时反向交易者”之“以信息对称为核心的公平交易权益”以及“违反证券法中公平原则的不公平交易行为”下的“公平交易权”，已经获得了一定共识。何谓“公平交易权”？从学理上看，有研究指出“在遵守法律法规及交易规则的前提下，所有投资者拥有均等的买卖证券的机会，均等交易机会的内核是公平的交易决策机制”〔41〕。遗憾的是，“均等交易机会”仰赖“公平的交易决策机制”之推论，恐怕依然没有精确地刻画出该权利之内容。本文认为，公平交易权在法理上与司法实践中皆难以证成，原因包括以下五项：

第一，证券市场中的公平从来不是纯粹私人交易法律关系视域下价值目标，而属于公法的价值追求，理性经济人追求经济利益最大化。因此，将“交易”一词冠以“公平”本身值得怀疑。即便我们将“公平交易权”纳入“金融消费者”这一时髦概念下讨论，依然存在普通“消费者”和“投资者”的区别。尽管金融消费者同样享受安全权、知情权、公平交易权等权利，但证券市场的投资者从发行主体处购买的是“投资产品”，应界定为“投资者”。〔42〕美国《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）也没有对金融消费者概念本身费太多笔墨，该法规定了金融消费者与投资者两个并列的概念，前者主要适用于银行领域，而后者主要适用于证券领域。〔43〕因而，在内幕交易的民事案件中，“公平交易权”实际上与日常消费者的“公平交易权”是不一样的。

第二，即便我们不考虑消费者与投资者的区别，将“投资者”置于“消费者”的概念下，反倒会遇到更大的实体法逻辑障碍。其中，《中华人民共和国消费者权益保护法》（2013年修正）

〔38〕 上海市高级人民法院（2016）沪民终146号民事判决书。

〔39〕 参见缪因知：《反欺诈型内幕交易之合法化》，载《中外法学》2011年第5期。

〔40〕 参见前引〔2〕，曾洋文。

〔41〕 前引〔2〕，曾洋文，第120页。

〔42〕 参见刘迎霜：《我国金融消费者权益保护路径探析——兼论对美国金融监管改革中金融消费者保护的借鉴》，载《现代法学》2011年第3期。

〔43〕 参见廖凡：《金融消费者的概念和范围：一个比较法的视角》，载《环球法律评论》2012年第4期。

(以下简称《消费者权益保护法》)第10条规定:“消费者享有公平交易的权利。消费者在购买商品或者接受服务时,有权获得质量保障、价格合理、计量正确等公平交易条件,有权拒绝经营者的强制交易行为。”如用霍菲尔德语言翻译该条文,则是指消费者在购买或接受服务时,有权(right)获得质量保障、价格合理、计量正确等公平交易条件,经营者有义务(duty)对此予以保障,否则消费者有权(immunity)拒绝经营者强制交易行为。如果我们把这一条的内容类比推理至内幕交易双方,那么,内幕交易的同时反向对手方是否有权获得质量保障、计量正确和价格合理的公平交易条件?证券市场是风险市场,不管是“风险越大收益越大”还是“买者自负原则”,都是为了强调自甘风险,具言之:(1)交易证券的质量仰赖于上市公司等发行主体,需自行研读各种信息公开文件,结合宏观经济与行业发展预测,分析发行主体的证券质量和价格趋势,与该证券的交易对象——内幕信息持有人——无关;(2)计量正确,我国证券实行集中结算制度,由中国证券登记结算公司统一处理,即便有错误也有相应赔偿机制;(3)价格合理,价格是否合理需要自行判断,正是因为交易双方对价格的判断存在差异,才有了交易的可能性,若认为价格不合理,投资者享有决定是否投资的特权(privilege)。因此,证券交易的双方一方愿卖/买,另一方基于对证券本身的价值判断而愿买/卖,很难说有违《消费者权益保护法》之公平交易的要求。

第三,也许会有观点继续类比消费者公平交易权的信息要素,主张“公平交易”最主要的意涵在于交易应当在充分的信息条件下自愿达成,在涉及内幕交易的事件中,双方应该在信息对称的条件下自愿交易。如知情权部分所论,证券市场本身就是建立在信息不平等基础上的,如果双方都有平等的信息量,证券市场不会有交易。退一步而言,如果主张这里“充分信息”是指防范不合理的信息优势(内幕信息),似乎能够证成内幕交易对手方的“公平交易权”,即对内幕信息持有方来说,其丧失了进行交易的自由(privilege),且有义务(duty)“不交易”。但如此一来,不仅“所有投资者拥有均等的买卖证券的机会”无从谈及,而且鉴于规范上根本不允许其达成交易,使之成为一项要求任何内幕信息持有人“不交易”的权利,以“公平交易权”这一语词概括变得名不符实。尽管内幕信息持有人事实上仍然可以交易,却完全丧失了交易上的责任豁免(immunity),这对被动获知内幕信息者而言尤不公平。譬如,在SEC v. Cuban案中,被告Cuban是Mamma.com公司持股6.3%的股东,在接到Mamma.com公司首席执行官电话后,Cuban首先承诺对电话内容进行保密,然而,其在知晓公司将进行投资并且被邀参加这一计划后,表示此计划会稀释股权且不喜欢该计划,但却只能无奈说道:“这下好了,我被卡住了,我不能卖了。”〔44〕

第四,也许有观点认为,抛开概念语词的表面问题不论,公平交易权完全可以“以要求对方不交易”而界定其权利内涵。我们可以假设证券交易者有权利要求任何持有内幕信息的人有不得与其进行交易之义务,那么,内幕信息持有者违背该义务的结果是与证券公司达成委托合同并完成股票交易,但缔结合同本身并不会对交易者造成任何侵害,否则,便会推导出订立合同是侵权

〔44〕 See SEC v. Cuban, 620 F.3d.551 (5th Cir.2010).

手段这样的诡异结论。至于该交易是否使得交易者“因祸得福”而盈利，或者遭受可能的财产损失已经是下一个层次的问题。退一步而言，现代证券市场交易由计算机集中撮合及匿名匹配完成交易，证券交易者在客观上无法要求内幕信息持有人不与其交易，因为交易系统无法事先识别何人是内幕交易行为人并将其排除在外。如果要实现此效果，只有证券交易者有权利要求内幕信息持有人不与任何所有人（anyone）进行交易，但是，这在“一对一”的私法关系下是无法实现的，否则便会突破平等民事法律关系基本范畴。

第五，目前设置公平交易权的真实社会价值十分有限，原因有二：一方面，从我国内幕交易违法行为的发展趋势来看，“泄密—受密型”内幕交易逐渐增多，^{〔45〕}信息在经过多层、多级、多向传递后，作为内幕信息的属性很容易逐层弱化，对于非法定内幕信息知情人等以其他合法方式获取内幕信息的交易者而言，难以发现自己将借此获得不合理的信息优势，即便知晓消息存在内幕信息的可能性，但层层传递之后消息的真实性、准确性和权威性亦已大打折扣，若仍然苛责其有“不交易”义务并且承担民事责任，没有正当性基础。另一方面，证券交易双方是复杂、模糊、动态的群体，交易者可能会买入利用内幕信息交易并随后流转至其处的股票。因而，究竟何人属于最终受害方实际上很难确定，这是域外拟制同期交易投资者作为“替代原告”的原因。^{〔46〕}此种情形下，立法为拟制的被侵权主体设置该公平交易权的意义，同样将变得比较苍白。综上所述，目前司法实践所塑造的“公平交易权”并非一项真正的权利，至多是一种朴素的、模糊的权利主张（assertion of rights）。^{〔47〕}

• 414 •

三、内幕交易民事责任的比较观察与重思

（一）内幕交易民事责任的比较观察

内幕交易民事责任侵权客体的确定已经面临不少困难，那么，我们为何还要设置民事责任？比较来看，美国是世界上较早对内幕交易进行规制的国家，其在规制过程中亦曾面临规则阙如的挑战。回溯历史，美国早期通过多数规则、少数规则和特定事实规则来追究高管或董事购买自身所在公司股票的法律責任，由于彼时规则演绎往往基于董事信义义务及相应股东派生诉讼机制而展开，所涉及民事责任情形往往较为局限。^{〔48〕}不管是1947年的Kardon v. National Gypsum Company案，还是Speed v. Transamerica Corporation案，法院面临的是当时“面对面”的交易时代，^{〔49〕}裁判论理负担较轻。例如，在Speed v. Transamerica Corporation案中，法官认为“内幕人，如大股东等，若不披露其因内部职务知道但出售股票小股东不知道、有可能影响出售者判

〔45〕 参见吕成龙：《内幕交易的“源头规制”：动因、经验与路径》，载《证券市场导报》2020年第9期。

〔46〕 参见周伦军：《从不当得利到损害赔偿：内幕交易民事责任的逻辑演进——〈证券法〉修订草案第92条之评析》，载《法律适用》2015年第8期。

〔47〕 参见前引〔23〕，雷磊文。

〔48〕 参见〔美〕路易斯·罗斯、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677—679页。

〔49〕 下述美国经典的内幕交易诉讼案件在国内外学术文献中已经达成了共识并已有较多阐述，不再展开。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。

断的、与股票价值有关的重大事实，其购买小股东股票的行为属于违法”^[50]。不过，随着证券市场规模发展及集中撮合机制的形成，内幕交易民事责任的法理证成显得愈加困难，美国法院亦不得不想方设法予以裁判并突破先例。

美国对内幕交易民事责任的演绎起始于欺诈（fraud）的概念。在普通法下，证成欺诈须满足虚假陈述、重大性、事实性陈述、故意（scienter）且为引诱原告信赖而进行此等陈述、合理信赖和遭受损失这六个条件，^[51]之后，再借由 SEC 规则 10b-5 的规定下欺诈、相关性、任何证券、证券买卖四个基本要素的论证而形成逻辑链条。^[52]由于内幕交易民事责任理论匮乏，法官只得想方设法在欺诈、披露义务与内幕交易之间建立联系。1961 年，美国司法机构在前述 *In re Cady, Roberts & Co.* 案中，首次提出内幕交易是一种证券欺诈行为。^[53]然而，由于内幕交易并非如虚假陈述一样具有主动性，单纯的沉默本身并不构成欺诈，除非在行为人有披露义务的情况下，不披露的行为可构成欺诈或通常所说的“故意隐瞒”。^[54]因此，要证成内幕交易为“欺诈”，需要首先论证存在披露义务。鲍威尔法官在 *Chiarella v. United States* 中给出了最为经典的逻辑：“在普通法中，为了引诱别人信以为真而虚假陈述，属欺诈行为。某人在交易完成前，没有披露重大信息，是否构成欺诈，决定于他是否有披露的义务。这种披露义务是否存在，在于交易对手方是否有权知道己方所掌握的信息。对手方是否有权知道，决定于双方之间是否存在信托或类似的其他信任和信赖关系。”^[55]概言之，是否具有披露义务是欺诈成立与否的前提，承担信义义务则是披露义务的基础，由此，内幕交易与信义义务紧密相连。

传统上，由于信义义务只存在于公司的内部人（insider）之中，只能解决传统内部人内幕交易的责任问题。美国联邦法院曾试图借助 *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* 案，将禁止内幕交易义务扩展至任何从事内幕交易之人，却遭到证券行业的强烈反对。正因如此，在 1980 年上述 *Chiarella v. United States* 案中，法院认为作为印刷工人的 *Chiarella* 不负有信义义务，^[56]其他人没有权利要求 *Chiarella* 不进行交易，更谈不上后续民事责任。在 1983 年 *Dirks v. SEC* 案中，尽管法院通过法律拟制的方式来推导信义义务传递，但逻辑前提仍在于泄密人本身的信义义务及受密人知晓其对信义义务的违背。^[57]九十年代之后，即便为解决信息盗取情形下内幕交易责任的证成难题，美国法院亦始终围绕信义义务进行论证，甚至不惜冒险对传统信义义务进行大幅扩展，最终，其在 *United States v. O'Hagan* 案中将信义义务扩展至公司外部人员对信息来源（source of information）之义务。^[58]

• 415 •

[50] 前引 [48]，路易斯·罗斯、乔尔·赛里格曼书，第 686 页。

[51] See Louis Loss, Joel Seligman & Troy Paredes, *Securities Regulation VII*, 4th Edition, Wolters Kluwer Law & Business, 2012, p. 427.

[52] 参见高西庆、夏丹：《证监会在解释和发展证券法中的作用》，载《证券市场导报》2006 年第 4 期。

[53] 参见前引 [3]，耿利航文。

[54] 参见许德风：《欺诈的民法规制》，载《政法论坛》2020 年第 2 期。

[55] 陈舜：《内幕交易理论的普通法基础》，载《证券市场导报》2005 年第 1 期，第 31 页。

[56] See *Chiarella v. United States*, 445 U. S. 222 (1980).

[57] See *Dirks v. SEC*, 463 U. S. 646 (1983).

[58] See *United States v. O'Hagan*, 521 U. S. 642 (1997).

（二）美国内幕交易责任认定的内在缺陷

在普通法中，欺诈将产生民事救济。在信义义务违背而引致欺诈之后，便可推导出内幕交易民事责任，但美国司法机构对信义义务的扩展在多个环节上存在逻辑跳跃，无法充分证立内幕交易民事责任，主要原因如下：

其一，不管是董事等传统内部人，还是基于受密而获知内幕信息的受密人，如在卖出型内幕交易中，尽管其背弃了对公司的信义义务，但其对市场上随机出现的潜在买受人并不负有此义务。换言之，此权利义务不存在于证券交易者之间，而是存在于传统内幕信息知情人与其所属公司之间，因而，理论上无从谈及证券交易者之间的披露义务与后续内幕交易民事责任。正如波斯纳法官在 *United States v. Dial* 案中所指出的那样，“在当事人之间有信赖关系或信义义务时，应认为一方已在交往之中‘购买’了‘诚实’（candor），而这是另一方承担披露义务的内在原因”^{〔59〕}，这一点在证券市场交易中是不存在的。其二，在 *O’ Hagan* 案所最终奠定的盗取理论下，内幕交易行为人与内幕信息来源之间信义义务的认定，本身较为牵强，由此种信义义务而推论欺诈的证成存在瑕疵。其三，对于其他参与内幕交易人士，诸如酒吧工作人员、出租车司机等各种道听途说者，其对公司、市场中相关股票的买受人和出卖人，不存在任何信义义务，也无需承担民事责任。其四，在当今证券交易所语境下由计算机匹配的匿名交易中，内幕信息行为人并无“引诱别人信以为真而虚假陈述”的可能性，亦无“披露重大信息”的可行性，传统欺诈理论难以直接适用。其五，内幕交易行为并不直接影响交易决策，^{〔60〕} 甚至有助于促进股价向真实股价变化。事实上，欺诈市场理论（fraud on the market theory）如同前述有效市场假说一样，在内幕交易民事法律关系中并无用武之地，且新近呈现出摇摇欲坠之态势。^{〔61〕}

美国侵权责任的论证逻辑是从“义务违反”（breach of duty）开始演绎推理，但如上所述，利用内幕信息从事交易者不仅不一定具有信义义务，而且法院在其他构成要件论理中亦存在诸多缺陷，导致义务违反与损害结果之间的因果关系变得扑朔迷离。尽管美国司法机构曾尝试解决此论证难题，但至今仍然没有实质进展。简言之，1974 年，*Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith* 案援引 1972 年 *Affiliated Ute Citizens v. United States* 案所确立的原则，推定内幕交易行为人与同时反向购买者损失之间的因果关系，^{〔62〕} 但这一案例迅速遭到反对，在 1976 年 *Fridrich v. Bradford* 案^{〔63〕} 中，法官认为 *Shapiro* 案中的因果关系推定是将面对面交易中对卖方信赖义务无根据地扩大。^{〔64〕} 但是，由于美国长期以来对民事诉讼制度充满热情，不断激发着立法者、投资者对内幕交易民事责任的憧憬，美国更是在 1988 年通过了《内幕交易和证券欺诈执行法》（Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act）并借此赋予反向交易者

〔59〕 前引〔54〕，许德风文，第6页。

〔60〕 参见前引〔4〕，赵旭东文。

〔61〕 参见耿利航：《欺诈市场理论反思》，载《法学研究》2020年第6期。

〔62〕 See *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith*, 495 F.2d 228 (2d Cir. 1974).

〔63〕 See *Fridrich v. Bradford*, 542 F.2d 307 (6th Cir. 1976).

〔64〕 关于内幕交易民事责任在美国司法诉讼中的发展情况，我国学者已进行了较为充分的阐述，达成了基本共识。参见前引〔3〕，缪因知文；前引〔3〕，耿利航文。

民事索赔权。^{〔65〕}遗憾的是,不仅该规则体现出“急用先行、事急从权”的意味,^{〔66〕}而且由于其并非理性逻辑的产物,依旧没有解决因果关系证立问题。^{〔67〕}这些因素导致该条在美国司法实践中效果平平。

(三) 内幕交易侵害民事权益的再审视

除却前述知情权与公平交易权,内幕交易是否会引致其他民事权益侵害?一方面,广义权利概念在霍菲尔德视域下分为四种样态,我们可再尝试逐一检验:(1)关于权利,内幕交易同时反向交易方最有可能证成为权利的“知情权”和“公平交易权”尚难以成立,恐怕已经无法找到其他有法理说服力的权利概念;(2)关于特权,内幕交易对手方交易的特权没有受到任何影响,且后期对霍菲尔德理论做出进一步发展的阿尔伯特·科克里克(Albert Kocourek)甚至指出特权并不是一种法律关系,他人“无权利”(no-right)干预本身没有法律意义;^{〔68〕}(3)关于权力,内幕交易对手方作为交易当事人,在交易双方意思自治及合约达致这一环节的法律关系中,权力并无存在空间;(4)豁免,交易双方根据交易规则达成股票买卖过程中,除非出现交易系统故障或错误,否则他人皆无权改变这一法律关系,交易对方也难以改变和控制,因而,豁免亦不受影响。可见,内幕交易不会侵害同时反向交易者的各种广义的权利状态,法院若以创设新型权利的方式来解决此法律难题,会面临极大理论风险。

另一方面,从“权益”的角度来看,内幕交易所引致相关损失是否为纯粹经济损失(pure economic loss)是值得进一步检验的问题。德国学者冯·巴尔(Christian Von Bar)曾对纯粹经济损失进行了界定,指出纯粹经济损失是侵犯了除法律保护的权利和利益之外的其他利益而造成的损害,然而,其所声称的“法律保护的权利和利益”却令人琢磨不透。^{〔69〕}在普通法下,纯粹经济损失被理解为非因对人的身体、情感精神、名誉、财产的实际侵害而引起的金钱或商业利益损失。^{〔70〕}不难发现,两大法系对纯粹经济损失尚没有明确统一的界定,葛云松提出我们可以将纯粹经济损失理解为“非因绝对权受侵害而发生的财产上的损害(不利益)”^{〔71〕}。申言之,对于纯粹经济损失是否可得侵权责任法保护的问题,欧洲绝大多数国家采取消极态度。^{〔72〕}即便在承认纯粹经济损失赔偿的法域,也采纳了原则上不予赔偿、例外赔偿的方案,以此保护人的一般行动自由、增强法的可预期性、防止诉讼闸门打开导致责任过度等。^{〔73〕}具言之,《德国民法典》通过第823条第2款和第826条确立了两条保护纯粹经济利益的一般通道,但同时,明确将过失侵害其他法律未保护的纯粹经济利益排除在外。在此基础上,德国在特别立法、学说、判例上发现应受保护的纯粹经济利益时,再个别予以承认。英美法与德国法相似,除故意及违反制定法义务

• 417 •

〔65〕 See Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, Pub. L. No. 100-704, § 1, 102 Stat. 4677 (1988).

〔66〕 参见前引〔46〕,周伦军文。

〔67〕 参见前引〔52〕,高西庆、夏丹文。

〔68〕 当然,科克里克对此恐怕存在一定的误读。参见前引〔26〕,王涌书,第102页。

〔69〕 参见陈磊:《普通法视角的纯粹经济损失》,载《清华法学》2010年第5期。

〔70〕 See Dan B. Dobbs, *An Introduction to Non-Statutory Economic Loss Claims*, 48 Arizona Law Review 713 (2006).

〔71〕 葛云松:《纯粹经济损失的赔偿与一般侵权行为条款》,载《中外法学》2009年第5期,第692页。

〔72〕 参见前引〔69〕,陈磊文。

〔73〕 参见张新宝、李倩:《纯粹经济损失赔偿规则:理论、实践及立法选择》,载《法学论坛》2009年第1期。

所引致的侵权外，因过失所引致侵权成立的前提是“被告是否对原告有相应的注意义务（duty of care）”〔74〕，但至今在证券领域，也只有虚假陈述等少数情况才可得赔偿。基于此，本文认为纯粹经济损失不应成为内幕交易民事救济的对象，原因有二：

从规范目的角度而言，纯粹经济损失之所以在比较法上呈现为谨慎且保守的立法实践状态，与保护一般行动自由及避免过度责任是分不开的，若非如此，行为人责任将无穷无尽，因此才有了截断责任链条的法律规则设计。结合经济学的讨论来看，内幕交易行为人同时反向交易方是否可得救济，主要取决于该损失究竟是真实的社会成本，还是财富转移的私人成本。只有行为导致了社会成本，对纯粹经济损失进行救济才具有经济效率上的正当性，〔75〕否则不应予以救济。〔76〕对此，学界早先提出的反对监管内幕交易的理由可以提供一定参考。譬如，以亨利·曼尼（Henry G. Manne）为代表的学者提出内幕交易有助于给予内幕人以鼓励、有助于股价平滑与减缓波动，〔77〕缪因知亦曾论证反欺诈型内幕交易能更有效地产生真实股价、暴露欺诈、减少投资者损失，反倒有利于增加社会财富。〔78〕在此，即便不考虑此类完全或部分反对监管内幕交易的观点，证券市场投资者之间本身也存在“零和博弈”现象，即“所有投入市场的资源配置只存在主体间的移转，市场资源总量没有发生变化，卖方（最初的买方）的损失或利润就是买方（最后的卖方）相对应的利润或损失”〔79〕。内幕交易行为人与其同时反向交易者之间是一种财富的私人转移。耿利航也指出，内幕交易人借助于不正当的信息优势进行匿名交易并未对同期反向的交易者造成危害，因为不论其是否有内幕交易，同期反向交易者仍然会达成交易。〔80〕

从法律技术角度而言，内幕交易是否引致纯粹经济损失需进一步对三个具体操作问题进行检验：其一，内幕交易同时反向对手方是否遭到了损失，在对目前证监会所公布的《行政处罚决定书》实证观察之后，内幕交易行为人亏损的情况不在少数，甚至有的亏损至1600万之巨，〔81〕此种情形下，内幕交易相对方不一定遭到损失，更谈不上纯粹经济损失，这与传统情境下诸如挖断电缆导致餐厅营业损失之典型情形不具有可比性。其二，纯粹经济损失的救济原则上是建立在过错的前提下，但内幕交易行为人却不一定具有过错，尤其在多层级内幕信息传递的情况下，实际交易者不见得知晓其交易乃基于内幕信息，或只是听从他人的建议，或只是道听途说，这与传统董事、监事和高级管理人员等内部人依据内幕信息交易的主观状态完全不同，可能为无过错的主观状态。退而言之，即便是过失的主观状态，其亦需要内幕交易行为人对其同时反向对手方负有义务，鉴于前述信义义务难以证立，过失情况下内幕交易不能证成纯粹经济损失。其三，从比较

〔74〕 前引〔71〕，葛云松文，第697页。

〔75〕 参见张瀚：《纯粹经济损失的法经济学分析》，载《政法论坛》2020年第3期。

〔76〕 参见前引〔71〕，葛云松文。

〔77〕 参见前引〔48〕，路易斯·罗斯、乔尔·赛里格曼书，第675-677页。

〔78〕 参见前引〔39〕，缪因知文。

〔79〕 郑彧：《证券市场零和博弈与监管有效性的法经济学分析》，载《法制与社会发展》2011年第5期，第32页。

〔80〕 参见前引〔3〕，耿利航文。

〔81〕 参见吕成龙、范良聪：《“触不可及”还是“近在咫尺”？——证监会内幕交易执法的风格与逻辑》，载《证券法苑》第26卷，法律出版社2019年版，第286页。

法一般规范来看,证券领域因虚假陈述、专业人员及专业机构因过错而导致的损失已经达成一定共识,^[82]但对其他证券违法行为引起的损失目前并无广泛认可,不能盲目延伸内幕交易的民事责任链条。若放眼更广阔的视野来比较,结合韩国、日本和欧盟等立法继受地区的经验来看,其或对内幕交易民事责任规定笼统,或索性并无民事责任的规定,^[83]凸显了内幕交易民事责任证成的难度。因此,尽管坚持设置内幕交易的民事责任本身不失为一种法政策选择,但我们需要有更充分而有说服力的民事责任法理论证,尤其是侵权对象和因果关系问题。

四、秩序法益:公共执法作为内幕交易规制工具

从内幕交易规制的法理正当性而言,鉴于禁止内幕交易有助于证券市场公正、有助于消除内幕人推迟披露重大信息的动机、有助于保护公司财产权等优点,^[84]世界各主要资本市场的公法规范皆对内幕交易予以明确禁止,否则信息本不对称的市场将会演变成“柠檬市场”。由此而言,“秩序法益”是内幕交易规制中最为重要的考量。不过,负外部性的矫正一定要通过民事责任来实现吗?葛云松曾言:“在存在负外部性时,有时政府干预是比民事损害赔偿责任更好的机制。”^[85]仅从前述内幕交易侵权对象证成难题与因果关系论证难题出发,目前,民事责任很难成为矫正内幕交易外部性影响的工具。以霍菲尔德基本法律概念分析,规范上的权力(power)是国家实现主权意志的手段,^[86]借由法律赋予证券监管机构、检察及司法机关权力追究内幕交易行为人的行政及刑事责任(liability),使得公权力主体具备影响法律关系的能力,这不仅是现代政府有效运作的基石所在,同时也避免了前述权利(right)与义务(duty)之私法进路的法理障碍。

• 419 •

这里值得进一步讨论的是,公法规制下的证券市场是否追求绝对“公平”的秩序法益。从实证法来看,尽管《证券法》(2019年修订)规定“证券的发行、交易活动,必须遵循公开、公平、公正的原则”,但在诸多证券法规则中,市场参与者之间法律上的交易地位差异十分显著。譬如,《证券法》(2019年修订)第36条规定上市公司持有5%以上股份的股东、董事、监事、高级管理人员在转让其所持有的股份时,面临一系列涉及持有期限、卖出时间、卖出数量、卖出方式及信息披露的规定,普通市场投资者不受此限制;再譬如,《证券法》(2019年修订)第44条对上述人员及其配偶、父母、子女等在买入后6个月内卖出或在卖出后6个月内又买入所得利益有专门规定,要求将所得利益归于公司所有。类似规定并不鲜见。究其原因,《证券法》(2019年修订)第36条和第44条之所以对上市公司前述人员进行规制,除夯实董事信义义务等目的之外,也意在降低其利用职务信息优势进行利益输送的可能性。可见,尽管公平的交易秩序被认为

[82] 参见前引[73],张新宝、李倩文;满洪杰:《论纯粹经济利益损失保护——兼评〈侵权责任法〉第2条》,载《法学论坛》2011年第2期;程啸:《侵权责任法》(第3版),法律出版社2021年版,第193-194页。

[83] 参见前引[3],缪因知文。

[84] 参见前引[48],路易斯·罗斯、乔尔·赛里格曼书,第673-674页。

[85] 前引[71],葛云松文,第720页。

[86] 参见郑春燕:《现代行政过程中的行政法律关系》,载《法学研究》2008年第1期。

是证券市场运转的基石，但此“公平”是一种具有矫正性的公平，目的在于从实体规则上改善不同的交易能力者之间的过大差异，尤其倾向于保护一般市场投资者，^{〔87〕}这一点从行政监管的角度理解并无问题，但不应直接适用于私法关系之中。也许有观点指出，既然证券法上的公平是一种矫正性的公平，前述“公平交易权”是否也可以理解为一种矫正性的公平或索性命名诸如“公正交易权”？笔者对此同样持反对态度。如此表述不仅容易引发歧义，而且同样无法将其证立为一项“权利”。

从可行性和效率性方面来看，一如各主要发达市场和我国的实践所示，在内幕交易行为外部损害显现且行为模式高度标准化的情形下，以行政监管矫正市场行为有利于大幅降低社会成本，是一种富有效率的制度设计。^{〔88〕}尽管内幕信息持有者事实上仍可从事交易，但其违反禁止性规定的公法责任亦不能免除，由此可形成对内幕交易的法律威慑，促进形成有效的证券市场交易秩序。客观而言，我国在过去三十年内幕交易的规制中，证券监管取得了显著的效果，执法数量与执法水平不断提高。但需要注意的是，执法的有效性不仅体现为执法数量的增加，更要经受合法性与合理性的检验，尤其是行政调查与行政处罚环节，证监会应当制定更为清晰的调查规则、证据规则、听证规则和处罚规则，以精益求精的工作方法来实现精准执法的目标，笔者在此前研究中也尝试予以专门分析。^{〔89〕}在上述规则完善的情况下，证监会应尽力实现科学的规制策略并避免“运动式”执法，坚持根据证券市场本身的违法违规行为分布而适当地分配行政监管资源。^{〔90〕}在公司内部治理中，证监会应当进一步要求上市公司执行内幕信息知情人登记的要求，借助于更好的公司治理与内部控制规范来实现“由内而外”的内幕交易防治，尽力实现“源头治理”。当然，如若立法机关认为应当对因内幕交易遭受损失的投资者进行补偿，我们不妨参考美国公平基金（federal account for investor restitution fund）制度，^{〔91〕}将证监会内幕交易罚没款项用于奖励举报者或者补偿受损的投资者，这不失为一种矫正负外部性的有效方式。

五、结 语

没有民事责任的内幕交易总令人感到少了些什么，而美国法上内幕交易民事责任的设置又进一步佐证了我们的判断，在此两种因素交叠之下，内幕交易民事责任的设置似乎变得理所应当。但我们需要正视的是：自我国内幕交易民事责任设置以来，实践中没有发生一起被司法机关所肯定且经得起法理推敲的民事赔偿案件，比较经验同样显示了民事责任的捉襟见肘。本文认为，这一现象值得我们反思“内幕交易是否应当设置民事责任”这一经典话题，正视其内在权利与利益

〔87〕 参见朱锦清：《证券法学》（第3版），北京大学出版社2011年版，第116页。

〔88〕 See Katharina Pistor & Chenggang Xu, *Incomplete Law*, 35 New York University Journal of International Law and Politics 931 (2003).

〔89〕 参见吕成龙：《证监会行政调查制度的解构与重述》，载《证券市场导报》2018年第5期；吕成龙：《中国证监会内幕交易处罚的裁量之治》，载《法学评论》2021年第5期。

〔90〕 参见吕成龙：《证监会地方执法的绩效实证与机制改革》，载《行政法学研究》2021年第4期。

〔91〕 参见邢会强：《内幕交易惩罚性赔偿制度的构造原理与现实选择》，载《中国社会科学》2018年第4期；郭雳：《证券执法中的公共补偿——美国公平基金制度的探析与借鉴》，载《清华法学》2018年第6期。

证成的难题。公允地说,自从内幕交易民事责任被引介至我国后,我国学界作出了卓有成效的探索,但几十年的时间里,我国社会经济环境已经发生了显著的变化,多层、多级、多向的各类内幕交易不断演化,与经典的内幕交易情景已有很大不同。面向未来,我国立法要更加科学地规制经济社会活动,勇于接纳“内幕交易不宜追究民事责任”这一客观事实,集中精力借助于公共执法以更好地矫正内幕交易给市场秩序所带来的负外部性,这同样是我国证券法治为世界贡献的中国智慧与制度成果。

Abstract: The civil liability of insider trading is an important issue that has plagued the rule of law of our securities market for a long time. As the Securities Law fails to provide an accurate and clear basis for judicial judgments, except the causation problem, it is difficult to identify the infringement objects of insider trading. The reason why the civil liability of insider trading presents this kind of paper-based legislation phenomenon is closely related to some factors, such as our vague understanding of the nature of civil liability of insider trading and the reliance on rule path dependence. In practice, the so-called “right to know” and “right to fair transaction” shaped by our courts, from the perspective of analytical jurisprudence, cannot stand the test of legal proof. According to Wesley N. Hohfeld’s theory, rights and duties coexist. It can be seen from this that there is a natural conflict between the legality of securities information disclosure requirements and the right to know of market investors. The right to fair trading faces the paradox between concept connotation and the “non-trading obligation” of insider trading actors. Meanwhile, the actor often fails to recognize that he has undertaken this kind of obligation. Especially in the new situation of multi-level and multi-directional insider trading, the right to fair trading does not have theoretical and practical feasibility. Even if the rationality of civil compensation for insider trading is demonstrated by pure economic loss, it still faces various difficulties on its justification. Therefore, we should consider abandoning the path of civil liability of insider trading, and turn to use public enforcement as legal means to correct the negative externalities of insider trading.

Key Words: insider trading, Wesley N. Hohfeld, right to know, right to fair trading, civil liability for insider trading

• 421 •

(责任编辑:李 敏 赵建蕊)

操纵市场民事索赔中因果关系推定的法理与适用

刘东辉*

内容提要：操纵市场具有不同于虚假陈述的股价影响机理。以理性投资者及完全套利为前提的有效市场假说否定操纵行为与股价影响之间的关联，故欺诈市场理论无法证成操纵案件的因果关系推定，而且会产生“保护过度”和“保护不足”的适用困境。行为金融学表明，证券市场存在非理性投资者的系统性认知偏差和套利机制的失灵，操纵行为更可能干扰普通投资者的决策，从而影响股价。在受规制的证券市场，操纵案件的因果关系推定同样可以适用间接信赖的法理：投资者因合理信赖证券价格的真实性而交易，而操纵行为影响了证券价格。前者应由法律推定，而后者在操纵案件中具有不确定性，需由投资者举证证明。因操纵行为一般不影响公司内在价值，专业投资者的理性决策独立于操纵行为，原则上不适用因果关系推定。

关键词：操纵市场 欺诈市场理论 有效市场假说 间接信赖 行为金融学

一、问题的提出

操纵市场侵权责任构成要件中因果关系的认定问题长期困扰证券法理论与实践，成为投资者索赔的主要障碍。在匿名的证券市场，投资者通常难以证明因信赖操纵行为而交易的因果关系（简称“交易因果关系”）以及因操纵行为而遭受损失的因果关系（简称“损失因果关系”）。部分学者基于遏制操纵及保护投资者的立场，主张操纵市场案件应采用因果关系推定。这种观点虽符合证券法的原则，但在法理构成和具体适用上失之宽泛，可能导致民事责任成为投资者投机的“保险”工具。有学者从更具体的法理出发，认为我国虚假陈述民事诉讼借鉴有效市场假说基础

* 刘东辉，中国政法大学民商经济法学院讲师。

本文受中国政法大学青年教师学术创新团队支持计划（20CXTD08）资助。

上的欺诈市场理论,采纳了交易因果关系与损失因果关系的双重推定,操纵市场与虚假陈述具有相似性,同样应该适用欺诈市场理论,推定操纵行为与投资者损失存在因果关系。^{〔1〕} 欺诈市场理论也在司法实践中得到了部分法院的支持,如四川省成都市中级人民法院在“恒康医疗案”中认为,信息型操纵与虚假陈述具有类似性,应该参照适用虚假陈述案件中的欺诈市场理论。^{〔2〕} 而上海金融法院在“鲜言操纵市场案”中则进一步认为,在公开交易的证券市场中,亦应适用欺诈市场理论和推定信赖原则,来判断投资者的投资决策与操纵行为是否存在交易因果关系。^{〔3〕} 该案的说理将欺诈市场理论的适用范围扩张到交易型操纵案件。因缺乏具体的司法解释,操纵市场侵权责任案件中因果关系的认定问题仍然处于司法探索阶段,也有学者主张操纵市场不同于虚假陈述,对操纵市场民事责任的功能和适用提出了质疑。^{〔4〕} 因此,有必要进一步探究投资者保护与投资者自我负责在操纵案件中的边界,通过对操纵市场行为特殊性的剖析,探究欺诈市场理论能否适用于操纵案件的因果关系认定,操纵市场案件因果关系的推定是否存在其他法理基础,是否需要在因果关系认定中区分交易型操纵和信息型操纵,是否需要区分保护普通投资者与专业投资者。本文尝试从法与金融学的方法出发,构建操纵市场案件因果关系推定的法理基础和适用规则,为后续操纵市场案件的司法适用及代表人诉讼的展开提供理论支持。

本文集中探讨操纵市场侵权责任中的因果关系推定问题,而交易因果关系是损失因果关系的前提,而且在操纵案件中交易因果关系与损失因果关系的判断密切相关,因此本文主要聚焦交易因果关系的推定问题。首先,本文通过对欺诈市场理论相关前提与假设的分析,论证为何适用于虚假陈述案件的欺诈市场理论并不支持操纵案件的因果关系推定。其次,本文借鉴行为金融学的理论,论证在特定条件下,操纵案件同样适用间接信赖的法理。第三,本文重点分析了为何原告投资者适用信赖推定应以举证证明存在价格影响为前提。最后,本文论证了为何专业投资者原则上不应在操纵市场案件中适用因果关系推定。

• 423 •

二、操纵市场案件适用欺诈市场理论的困境

(一) 欺诈市场理论的适用前提及内在逻辑

欺诈市场理论认为,在一个有效率的证券市场,所有公开信息能够迅速反映在股价变化中,重大虚假陈述会导致股价失真,而投资者通常因信赖市场价格真实性(rely on the integrity of market price)而交易,因此,即使未曾阅读公告文件的投资者,信赖市价的投资决策同样受到了虚假陈述的影响,并且会因买入“虚高”的股票而遭受损失。欺诈市场理论由此为虚假陈述案件中交易因果关系和损失因果关系的推定提供了坚实的理论基础。但是,该理论成立的两个条件依赖于有效市场假说。首先,有效市场假说认为,虚假陈述产生价格影响(price impact)是一

〔1〕 参见贾伟:《操纵市场行为的认定及其民事责任》,载《人民司法》2007年第17期。

〔2〕 参见四川省成都市中级人民法院(2018)川01民初2728号民事判决书。

〔3〕 参见上海金融法院(2021)沪74民初2599号民事判决书。

〔4〕 参见缪因知:《操纵证券市场民事责任的适用疑难与制度缓进》,载《当代法学》2020年第4期。

种高概率事件。价格影响在因果关系推定中居于核心地位，若虚假陈述无法快速影响股价，则虚假陈述借由欺诈“市场”影响投资者决策的交易因果关系就无法成立，投资者因购买“失真”股票而遭受损失的损失因果关系也无法成立。^{〔5〕}其次，有效市场假说表明，投资者对市场价格真实性的信赖是合理的。在半强式有效的市场，无论投资者是否阅读公告文件，这些信息都已经反映在股价中。有效市场假说基础上的欺诈市场理论借助“被欺诈”的市场价格这一“中介”构建了间接因果关系的逻辑。^{〔6〕}

但是，有效市场发挥上述作用是有前提的。若所有投资者都不阅读和分析公司公告，虚假陈述不可能影响股价。有效市场假说奠基于三个相互关联的假定之上。假定一：投资者是理性的，可以理性、正确地估算出证券的基本价值。一旦市场出现与基本价值相关的信息，理性的投资者能够迅速做出正确的调整，使价格总是与基本价值保持一致。假定二：即使存在非理性投资者，他们的交易也是随机的，不同交易方向的非理性投资者对价格的影响可以相互抵消，故不会对价格产生影响。假定三：理性投资者的套利机制是完美有效的，即使非理性投资者会犯同样的错误，套利交易可以消除非理性交易对价格的影响，套利者的充分竞争使得证券价格不可能大幅度偏离其基本价值。“在有效市场中，金融资产的价格是由理性投资者决定的，非理性投资者的行为是微不足道的。”^{〔7〕}如图1所示，对于上市公司披露的重大虚假信息，正是理性投资者的竞争性交易及套利机制使得市场能够迅速、“准确”反映虚假陈述中所包含的与基本价值相关的信息，从而使得虚假陈述通常影响价格这一欺诈市场理论的前提得以成立。虚假陈述损害了理性投资者对公开信息的信赖，欺骗了知情交易者（informed trader）。

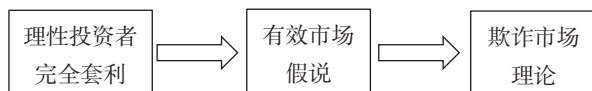


图1 欺诈市场理论的金融学前提

总之，在有效市场假说的图式下，理性投资者对于虚假陈述影响股价发挥了重要作用，理性投资者的力量越强，虚假陈述案件采用信赖推定越具合理性。^{〔8〕}

（二）欺诈市场理论与操纵案件中因果关系推定的矛盾

欺诈市场理论以虚假陈述误导理性投资者并导致价格失真为前提。那么，在有效市场假说下，操纵行为是否能够误导理性投资者呢？操纵市场通过制造交易活跃的景象或散布虚假、不确定消息，诱使他人产生认识错误而交易，从而人为抬高或压低证券价格，扰乱证券市场通过自然

〔5〕 美国最高法院在 Halliburton 案中也认为，价格影响是规则 10b-5 集团诉讼的核心前提，若被告能够证明虚假陈述事实上没有影响股票价格，可以反驳信赖推定。See Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. 573 U. S. 258 (2014).

〔6〕 See Charles R. Korsmo, *Mismatch: The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions*, 52 William & Mary Law Review 1111, 1128 (2011).

〔7〕 崔巍主编：《行为金融学学科地图》，北京大学出版社 2019 年版，第 25 页。

〔8〕 美国法院在判断某一市场或股票是否有效时，其中两个重要的考虑因素就是：（1）是否有相当数量的分析师对特定证券提出分析报告；（2）是否有套利者和做市商积极参与交易。由此也表明，理性投资者力量越强大，市场的效率程度就越高。参见樊健：《欺诈市场理论在公司债券虚假陈述纠纷中的适用》，载《财经法学》2020 年第 2 期。

的供求关系决定价格的机制。操纵市场大致可区分为“交易型操纵”与“信息型操纵”两大类，本文以此类型区分为前提，分析操纵行为是否足以误导理性投资者。

1. 对交易型操纵的分析

交易型操纵是指操纵者通过交易制造交易热络或价格走势等错误信号，诱导其他投资者跟风交易。无论是虚假还是真实的交易型操纵所制造的信号，本身并不包含任何与公司基本价值相关的信息，因而无法误导理性投资者。有效市场假说认为，证券价格反映证券的基本价值，如果没有影响证券基本价值的消息变化，就不会有价格变化。即使在弱式有效市场中，股价也已经反映了所有历史信息，投资者无法根据历史的交易量或价格走势等过时信息获取超额收益。因为这些信息并不会影响公司的风险和未来现金流，理性投资者不会依据交易量或价格趋势等历史数据做出投资决策。即使有部分非理性投资者被操纵者所制造的噪声所误导，引发股价上涨或下跌，根据有效市场假说的第三个假定，这种价格背离价值的现象也很快会因套利交易而消失。在有效市场中，证券价格通常不会受到供需关系的影响，不适用普通商品需求曲线向下倾斜的一般规律。操纵者很难通过影响供求关系扭曲价格，市场效率越高，操纵行为对市价的影响就越难。费希尔（Fischel）和罗斯（Ross）教授更是据此提出，交易型操纵具有自我阻滞（self-detering）效应，无须法律监管。^{〔9〕}

2. 对信息型操纵的分析

信息型操纵中操纵者通过公开发布与上市公司及其证券价值相关的错误信息或建议，诱使投资者对股票价值产生认识错误。实践中，信息型操纵主要包括“蛊惑交易”“抢帽子交易”和上市公司内部人利用信息优势操纵等案型。与交易型操纵类似，前两类操纵所提供的错误信息或意见难以误导理性投资者，因为这些信息或建议不是来源于发行人等信息披露义务人，具有高度不确定性，^{〔10〕}大多属于真伪不明的“小道消息”。^{〔11〕}以机构投资者为代表的理性投资者通常有独立的来源和专业的判断验证这些信息的真伪。他们甚至会揭穿这样的谎言，或者通过套利交易挫败这些操纵行为。因此，有效市场假说同样不能为这两类操纵市场的因果关系推定提供任何支持。

上市公司实际控制人等内部人利用上市公司发布信息的操纵则可能有所不同。这类操纵利用了上市公司的强制性信息披露制度，进行“不当披露”，披露的信息不一定是典型意义上的虚假信息，有些属于重复性的信息，有些属于上市公司制造的“热点”故事，一般也不足以误导理性投资者。但是，不排除有些信息属于很可能改变公司基本价值的新信息，如发布利好的资产重组等信息，这种信息型操纵与重大的虚假陈述行为在信息发布主体、信息内容、市场影响等方面具

〔9〕 See Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, 105 Harvard Law Review 503 (1991).

〔10〕 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57页。

〔11〕 例如，在“廖英强操纵市场案”中，证监会认定廖英强利用其知名证券节目主持人的影响力，在其微博、博客上公开评价、推荐股票，在推荐前使用其控制的账户组买入相关股票，并在荐股后的下午或次日集中卖出。参见中国证监会〔2018〕22号行政处罚决定书。

有相似性，可以称为准虚假陈述型的操纵市场，在特定情况下，这类操纵可能对理性投资者的价值评估和套利产生干扰，从而影响价格。在“恒康医疗案”^{〔12〕}这一单纯利用上市公司信息优势的操纵案件中，某些披露行为事实上已经构成典型的虚假陈述，如未披露收购三家医院需支付的3000万元中介费。在此意义上，“恒康医疗案”属于操纵市场与虚假陈述竞合的特殊案件，可以准用欺诈市场的法理。但是，也并非所有的信息型操纵都能影响股价，根据有效市场假说，这种操纵也仅发生在有效程度不高的市场，分析师与套利者越多，很多“忽悠式”的信息披露产生误导的难度就越大。而且，虚假陈述的民事赔偿需符合“重大性”要件，即相关信息很可能影响理性投资者的决策或者很可能影响股价。若信息型操纵要类推适用虚假陈述的因果关系推定规则，仍然需要由投资者证明信息型操纵中的信息符合重大性要件。

总之，除个别信息型操纵外，在有效市场假说的图式中，操纵行为通常无法欺诈理性投资者，不会产生价格影响，无法满足欺诈市场理论的适用条件。而且，与虚假陈述不同，市场效率程度越高，操纵市场的行为越不可能“欺诈”整个市场，可见有效市场假说不仅不支持操纵案件适用信赖推定，反而会成为推翻操纵市场案件因果关系的论据。司法裁判对欺诈市场理论的援引应严格限定在个别信息型操纵案件上。

三、操纵市场案件适用因果关系推定的法理重构

• 426 •

欺诈市场理论虽不适用于操纵案件，但对操纵案件中因果关系推定的证成仍具有方法论上的启示意义。在非面对面交易的证券市场，欺诈市场理论在一般欺诈的直接因果关系之外，运用了间接因果关系（indirect reliance）推定的方法。^{〔13〕}原告投资者除了证明直接受到欺诈影响而交易外，还可以在特定条件下推定间接受到欺诈的影响而交易并遭受损失。而且，与一般交易领域通过第三人实施间接欺诈不同，市场价格在间接因果关系的构成上发挥核心作用。在虚假陈述中，投资者即使不知虚假陈述的内容，仍然可以通过受扭曲之“市场价格”这个中介因素（agent）表明其间接受到了虚假陈述的影响。如图2所示，作为证券交易领域的欺诈行为，操纵案件同样可以适用间接因果关系的法理推定因果关系，核心是操纵案件是否能够像虚假陈述一样符合如下条件：（1）操纵行为影响了市场价格；（2）在操纵案件中，投资者通常信赖市场价格的真实性而交易。在满足上述前提时，即使投资者未直接信赖操纵行为制造的信号或信息而交易，仍然会因信赖失真的市价而间接受到操纵行为的影响。

若按照有效市场假说的逻辑，操纵案件显然无法符合上述前提。但是，就我国现实的证券市场而言，有效市场假说得以成立的假定显然过于理想化，不符合证券市场投资者决策的实际，也难以解释证券市场中的诸多价格异象。相较而言，行为金融学理论与实证分析对投资者的描述更加符合我国证券市场现状。行为金融学研究表明，在操纵市场案件中，除了有效市场假说强调

〔12〕 参见中国证监会〔2017〕80号行政处罚决定书。

〔13〕 在一般民事欺诈中，也存在间接信赖的情形。如欺诈方明知交易对手方的妻子会将相关信息传递给丈夫，而对妻子实施虚假陈述，最终导致交易对手方因间接知道相关虚假陈述而交易。

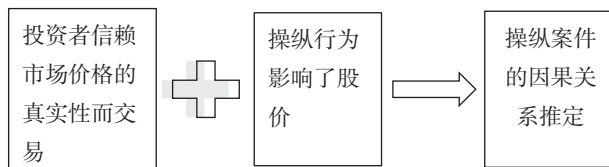


图2 操纵案件因果关系推定的逻辑

的知情交易者外，至少还有操纵者（manipulator）、非理性噪声交易者（noisy trader）及流动性交易者（liquidity trader）在价格形成中发挥作用。行为金融学理论能够解释操纵行为为何以及如何能够较容易地使股价长期偏离基本价值。下文将结合行为金融学的理论及我国证券市场的实际，论证我国操纵案件适用间接信赖推定的正当性及前提。

（一）投资者因信赖市场价格的诚实性而交易

间接信赖的第一个假定是多数投资者信赖市场价格的真实性而交易，因而间接受到欺诈行为的影响。^{〔14〕}在虚假陈述案件中，有学者认为这是司法优待（juristic grace）下赋予投资者的一种“特权”（entitlement），旨在维护证券市场的效率与公平。^{〔15〕}那么，在操纵案件中，投资者是否应该被推定为信赖市场价格的真实性而交易呢？借鉴行为金融学的理论，可以对流动性投资者和非理性投资者进行分别讨论。

1. 流动性投资者对市场价格真实性的信赖

除了理性的信息投资者和非理性投资者外，证券市场还存在大量流动性投资者。这类投资者既不像理性的信息投资者那样实时追踪证券市场信息而交易，也不像非理性噪声交易者那样凭借交易量或价格趋势而追涨杀跌，他们通常不会轻信操纵者人为制造的错误信号而跟风交易。换言之，流动性投资者通常对操纵信号或信息没有产生事实上的直接信赖。典型的流动性投资者有被动式指数基金、因风险偏好改变或消费需求等而调整证券组合的个人投资者。流动性投资者是价格的被动接受者，通常基于对市场价格真实性的信赖而依据市价买卖某一股票，他们并不期待战胜市场，获得超额回报，而只是想获得与某一股票风险相称的市场收益。他们相信，在一个公开的、组织良好且受到严格监管的证券市场，股票价格通常没有受到操纵行为的扭曲（price free of manipulation），自己购买之股票的价格是市场自然供求关系作用的结果，因而愿意快速依据市价购买相关股票，并根据自己的风险承受能力的变化随时调整投资组合。若流动性投资者以操纵之高价买入后股价下跌，将无辜遭受长期被套牢之风险。而且，在一个采用集中竞价或做市交易的公开证券市场，流动性投资者信赖市场价格的真实性而交易是合理的，应该得到证券法的保护。换言之，流动性投资者有权信赖市场价格的真实性，在操纵案件中，至少应该假定流动性投资者是因信赖“市价没有受到操纵”而交易的，除非被告能够举证

• 427 •

〔14〕 根据 Basic 案及美国各巡回法院的判例，这一假定也是可以推翻的，如被告证明即使投资者知道欺诈，仍然会选择交易。See Douglas A. Smith, *Fraud on the Market: Short Sellers' Reliance on Market Price Integrity*, 47 William & Mary Law Review 1003, 1014 (2005).

〔15〕 See Donald C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 Wisconsin Law Review 151, 195 (2009).

推翻这一假定。

首先，不同于一般商品买卖，公开证券市场的价格对于普通投资者的决定具有重要意义。普通商品的交易市场随处可见，即使个别价格虚高，也不会对市场整体构成影响，而证券并非必需品，证券市场的发展有赖于投资者的信任。有学者认为，在普通商品欺诈中，若一个行人向过往的司机欺诈性地推荐当地轮胎，导致当地出售轮胎的商店能以一个过高的价格出售商品（例如 100 元，若没有这种欺诈的话，该轮胎平时的售价是 50 元），那些没有直接或间接依赖行人的陈述而以 100 元价格交易的轮胎购买者无权主张 50 元的损失赔偿，因为普通民法欺诈规则预设，那些不喜欢这一价格的购买者可以去别处购买或进行价格协商，而且普通商品的购买理由是相当主观的，甚至可能和价格高低无关。但是，在公开证券市场，普通投资者面临的是单一证券市场，股票价格是市场给定的，无法协商，投资者购买证券的唯一目的就是获得投资回报。^{〔16〕}因此，不同于普通商品，普通投资者更加依赖证券价格没有受到人为操纵。

其次，流动性投资者对市场价格真实性的信赖是合理的，流动性投资者一般不知道市场价格已经被扭曲，也无法探查市场价格涨跌的原因，这种对市场的怀疑只会减弱市场流动性。而且，即使认为流动性投资者信赖市场无操纵存在不合理之处，相比于操纵者的恶意，流动性投资者的善意更值得保护。

最后，虽然不以有效市场为前提，在操纵案件中，证券法仍然有必要保护流动性投资者对市场价格真实性的信赖，以维护市场信心。美国联邦第二巡回法院在 Fezzani 案^{〔17〕}等判决中多次表明，操纵案件中投资者的信赖是指投资者相信一个有效的市场中不存在操纵的假定，而且这里的“有效市场”不要求存在一个实时公告价格的有效市场，而仅意味着投资者相信自己投资的是一个善意交易的无操纵市场。由此可见，在操纵市场案件中，即使不符合半强式有效市场，仍然应该保护公开交易市场中投资者对价格未被操纵的信赖。

流动性投资者是操纵活动破坏市场价格机制的主要受害者，因操纵行为遭受了额外风险。在操纵案件中，若流动性投资者知道该股票价格是因操纵而虚高的，很可能就不会选择购买此股票。对于操纵市场这一恶意欺诈，更应该在法律上推定流动性投资者信赖市场价格的真实性而购买了被操纵的股票。

2. 非理性投资者的信赖保护

非理性普通投资者通常对操纵所制造的信号存在直接信赖这是否意味着应该由非理性投资者通过举证证明直接信赖，否定信赖推定的适用呢？本文认为，虽然从理性投资者的标准而言，投资者对操纵信号或信息的信赖不一定具有合理性，但仍然应推定非理性投资者也是基于信赖市场价格的诚实性而交易。

首先，非理性投资者虽然错误地相信存在利好消息而交易，但另一方面，这种交易仍然是以其相信市场不存在操纵为前提的，准此而言，非理性投资者仍然可以被推定信赖市场价格的

〔16〕 See Nicholas Georgakopoulos, *The Logic of Securities Law*, Cambridge University Press, 2017, pp. 101–102.

〔17〕 See *Fezzani v. Bear, Stearns & Co.*, 716 F.3d 18 (2d Cir. 2013).

真实性,从而与流动性投资者适用一样的信赖推定规则。实践中非理性投资者与流动性投资者的界分并不像理论上那么清晰,而是需要考察投资者较长期间的投资策略,为了简化法律适用,司法上应该推定所有起诉的投资者都是流动性投资者,将识别非理性投资者的责任分配给被告。

其次,与虚假陈述不同,操纵市场民事赔偿必须以操纵者具有主观故意为前提,相比于交易相对人的非理性,故意欺诈者更具有可归责性。利用非理性投资者的认知偏差是行为人完全可以预见和积极追求的,法律对受害人的保护不会产生过度遏制的问题。因此,受欺诈者的信赖是否合理应采取主观标准,需结合交易者自身的认知、偏好和知识进行判断,而不是客观的理性人标准。民法理论也支持“某些时候,欺诈人的谎言可能相当拙劣,一般理性人并不会相信,但这一合理理性人的标准并不能适用于对欺诈的判断”^{〔18〕}。从主观标准看,缺乏专业能力的个人投资者信赖操纵制造的信号仍然是合理的。若担心信赖推定会造造成对非理性投资者的过度保护,完全可以从损失因果关系、损害赔偿范围等其他要件予以限制,如承认被告基于个案事实反驳非理性投资者对市场价格真实性的信赖,也可以对非理性交易者主张与有过失,减少操纵者的损害赔偿额。

最后,非理性投资者虽然从事噪声交易,但对于维持市场流动性仍然具有重要意义,完全没有噪声交易的市场将是一个流动性极差的市场,也无法吸引理性投资者的参与,假设投资者对股票定价不存在分歧,就不会发生任何交易。^{〔19〕}故我国证券法仍有必要保护非理性普通投资者对市场的信心。

(二) 操纵行为容易产生价格影响的行为金融学基础

1. 操纵者对非理性交易者系统性认知偏差的利用

在现实金融世界,普通投资者的决策难以达到完全理性、完全信息等标准金融学的严格假设。行为金融学将行为和认知心理学的成果运用到金融领域,对现实中投资者的交易行为进行了更加准确的刻画。心理学的实验表明,除了理性思维系统外,还有直觉思维系统,^{〔20〕}在复杂和不确定环境中做决策时,大脑通常不能满足贝叶斯概率方法所要求的准确评估和动态优化,而是大量采用启发法(heuristic)处理信息和做出决策。人类采用启发法做出决策时容易产生各种认知偏差,包括过度自信、代表性偏差、框架偏差、损失厌恶、锚定效应等认知缺陷。^{〔21〕}而且,这些认知偏差源于人类特有的思维方式,属于系统性偏差,表现出严重的趋同性,不能通过交易相互抵消。操纵者正是通过各种操纵手段利用和强化了非理性投资者的认知偏差,成功误导数量众多的非理性交易者,达到扭曲市场价格获利的目的。

交易型操纵就是操纵者通过利用非理性交易者的有限注意、过度自信、代表性偏差等认知缺陷,实现对非理性投资者的误导。首先,操纵者利用了个人投资者的有限注意,个人投资者的信

〔18〕 许德风:《欺诈的民法规制》,载《政法论坛》2020年第2期,第10页。

〔19〕 噪声交易使得理性投资者能够在纠正错误市价的过程中获得回报,可以说,非理性投资者的噪声交易为理性投资者的参与市场提供了补偿,而理性投资者的参与是市场效率的保障。

〔20〕 参见〔美〕理查德·塞勒、卡斯·桑斯坦:《助推:如何做出有关健康、财富与幸福的最佳决策》,刘宁译,中信出版社2018年版,第23-24页。

〔21〕 参见饶育蕾、彭叠峰等编著:《行为金融学》(第2版),机械工业出版社2018年版,第16-17页。

息获取和处理能力是有限的，无法在成千上万只股票之间进行理性选择，因而只关注那些能够吸引其注意的股票，有着极端高交易量的股票或极端高收益的股票在接下来的交易日里更可能被买入，^{〔22〕}有学者对 A 股市场 21476 个“股票交易龙虎榜”事件的实证研究也发现，上“龙虎榜”这一与公司价值无关的事件能够成功引起投资者的注意，影响股价，在个股上“龙虎榜”后 10 个交易日内，其累积超额收益率呈上升趋势。^{〔23〕}而在证监会查处的大多数交易型操纵中，操纵都造成了交易量或价格的异常，偏离行业和大盘可比指数，这些信号即使不如“龙虎榜”显眼，也足以在操纵期间引起个人投资者的广泛关注，尤其是那些以涨停价持续拉抬股价的操纵手法。其次，操纵行为利用了个人投资者的代表性偏差及过度自信的心理。代表性偏差是指在不确定情况下，人们的判断会依照“倾向于观测小样本”而形成的“小数定律”行事，忽视符合科学的大数定律。由于代表性偏差，投资者通常急于用有限的小样本去预测价格规律或趋势，将股价在一段时间内的上涨看作将来上涨的一种证据，对那些因操纵而成功引起个人投资者注意的股票，他们很容易相信股价会继续上涨，这种代表性偏差会因过度自信的存在而强化，个人投资者通常夸大或高估自己的判断能力及信息含金量，容易将操纵者制造的噪声误认为是有价值的信息，过度自信主要源于投资者的自我归因（self-contribution）偏差，即将自己的“成功预测”归因于自己的能力而非运气，认为这是自己早已预料之中的。此外，投资者的信念保持偏差能够固化这种偏见，即一旦形成对某事物的观点，就不愿意去寻找与自己观念相反的证据。正是这些系统性的认知偏差使得个人投资者很容易看到并相信操纵者所制造的错误信号是真实的、有价值的信息，并据此买入股票。行为金融学的实证研究也表明，非理性投资者的行为受到同样的认知偏差影响，表现出明显的正反馈交易（positive feedback trading），即通常所谓的“追涨杀跌”。

在以谣言为核心的信息型操纵中，操纵者同样利用了非理性交易者的代表性偏差和羊群效应。当投资者看到某个“股评人士”接连几次都言中了个股行情的走势，就倾向于认为这个分析师具有很高的水平，对其产生信赖，但实际上只是这个分析师的运气较好。非理性投资者在交易时容易受到市场情绪的影响，表现出明显的从众心理。有学者通过事件研究发现，我国股市的谣言主要是通过报纸和网络传播的，以利好谣言为主，谣言对股价能够产生显著的异常冲击。相比于英美市场平均不超过 2% 的 5 日累计异常收益率，我国股市谣言的 5 日累计异常收益率高达 3.5% 以上。而且，不管是传谣前还是上市公司辟谣后，换手率都比一个月前出现了显著的增加，传谣极大地提升了公司的短期关注度，显著地增加了交易的活跃程度。由此表明，谣言的确可以诱使投资者交易。

总之，行为金融学的理论与实证表明，操纵行为虽难以误导理性投资者，但能够利用非理性投资者的系统性认知偏差，通过制造错误信号或信息使非理性投资者跟风交易。证券市场短时期内的价格完全可能是由操纵行为及其影响下的非理性投资者的交易方向所主导的。在操纵期间，随着操纵者及非理性投资者需求的显著增加，操纵行为能够扭曲股价。而且，操纵者的操纵手法

〔22〕 参见前引〔7〕，崔巍主编书，第 136 页。

〔23〕 参见冯旭男：《注意力影响投资者的股票交易行为吗？——来自“股票交易龙虎榜”的证据》，载《经济学（季刊）》2017 年第 1 期。

越精巧,股价偏离越明显。

2. 理性交易者套利机制的局限性

有效市场假说认为,理性投资者的竞争性套利交易能使操纵行为对市场价格的扭曲被快速消除。但是,“在现实中,套利行为是有限的。用来修正错误定价的套利行为存在一定风险和成本,使得套利行为不再那么具有吸引力,导致错误定价得以长期存在”〔24〕。

行为金融学的研究表明,理性投资者套利交易发挥作用的前提是存在完全套利机制。但实践中,套利机制的作用是有限的,无法在短时间内纠正价格对价值的偏离。首先,完全套利以某一股票存在完全的替代品为前提,但是实践中找到具有相似风险与收益的股票的交易成本很高;其次,由于非理性交易的普遍及难以预测性,套利者面临“噪声交易者风险”〔25〕,套利者无法准确预测非理性交易的程度和持续时间,未来再次出让价格具有不可预知性,价格错误可能持续很长时间。例如,一个被高估的股票价格因投资者乐观情绪而持续走高,做空的套利者不得不面临暂时的账面损失,直至股价最终回归正常,若套利者的资金成本较高(如来自融资融券),在某些情况下甚至不得不强制平仓止损。很多机构套利者的资金存在业绩及期限压力,长期亏损会引发基金购买人的赎回清算,这些成本和风险大大削弱了理性投资者套利的意愿和作用。而且,在一些短期的操纵中,价格偏离价值的程度并不明显,套利交易就更不可能发生。

由于我国非理性交易的普遍性以及做空机制的不健全,经常出现单边行情,套利面临更高的风险和成本,很多机构投资者不仅不会选择套利机制使市场回归理性,而且会充分利用市场缺陷,把握追涨杀跌的趋势,在股价上涨时买入,下跌前卖出获利,机构投资者不仅不能成为反操纵的理性力量,而且会利用操纵者所制造的非理性价格谋利。有了机构投资者的推波助澜,操纵行为更容易影响价格。〔26〕

当然,在不同的投资者结构及市场环境下,操纵行为影响价格的可能性存在差异,就我国证券市场的现状而言,操纵行为影响股价的概率更高。第一,我国股市散户数量众多,个人投资者的认知偏差明显强于机构投资者。第二,股票市场实证研究也表明,我国证券市场尚未达到半强式有效的程度,机构投资者和分析师的理性投资力量有限,理性套利机制发挥作用的空间受到抑制,在这样的市场中,操纵行为长时间扭曲股价的可能性远大于有效程度高的英美证券市场。有学者通过对1998年至2016年证监会查处的80个操纵市场案件涉及的181只股票的研究发现,市场操纵案件主要发生在流通市值较小的股票。案例中的公司样本日均流通市值显著小于全部公司样本日均流通市值。〔27〕由此表明,被行政处罚的操纵市场案件多发生在效率较低的板块。操纵者的交易与股价短期内高度偏离之间的关联性强,证监会的行政处罚也是据此认定操纵行为影响了交易量或股价。在新三板市场这样有效程度更弱、成交量小的市场板块,单日或周的成交量

• 431 •

〔24〕 前引〔7〕,崔巍主编书,第109页。

〔25〕 前引〔21〕,饶育蕾、彭叠峰等编著书,第33页。

〔26〕 我国很多操纵市场行政处罚案例中,私募基金等机构投资者本身就是操纵的发起者或积极配合者。

〔27〕 参见李志辉、邹谧:《中国股票市场操纵行为测度与影响因素研究——基于上市公司特征角度》,载《中央财经大学学报》2018年第12期。

有限，即使操纵行为没能成功误导其他投资者，操纵者自身的大单交易就足以在短期内造成明显的流动性压力，从而显著拉抬股价。因此，在行为金融学框架下，市场有效程度越低，操纵行为影响股价的概率反而越高，此时适用信赖推定更具有合理性。概言之，在行为金融学的基础上，操纵市场案件同样可以满足间接信赖推定的两个前提，应该适用信赖推定。在此意义上，操纵案件的信赖推定与虚假陈述信赖推定在结构与功能上具有相似性，都借助欺诈“市场”证立了投资者因价格失真而受到影响。不同之处在于，虚假陈述对市价的影响是通过上市公司的重大信息对理性投资者的误导而实现的，在有效市场中属于高概率事件，可以推定价格影响甚至损失因果关系，而操纵行为对市价的影响是通过操纵策略对非理性投资者的诱导而实现的，还会受到市场结构及多空博弈的左右，直接推定价格影响的统计学依据不足，因而需要投资者在个案中对价格影响提供一定证据，以强化操纵市场案件信赖推定的正当性。因此，两个版本的“欺诈”市场在理论假设和适用条件上存在差异，不能等而视之。

四、操纵市场案件中因果关系推定的适用前提

不同于虚假陈述，操纵市场案件的因果关系推定有其特殊的法理构成，在具体规则上既需要考虑投资者的信赖保护及举证能力，也要避免操纵市场民事责任沦为非理性投机的工具。

（一）投资者主张因果关系推定的前提：证明价格影响

虚假陈述案件的双重因果关系推定以重大虚假陈述通常影响股价为前提，在有效市场中，虚假陈述影响股价具有类似民事证据法上“经验法则”的地位，因而无须原告举证。但是，对于操纵行为，虽然行为金融学理论支持操纵市场较容易影响股价的观点，但无法先验地确保达到一个很高的概率。实践中，市场价格是操纵者、非理性投资者与理性投资者共同博弈的结果，操纵者能否利用投资者的认知偏差影响股价存在个案差异，不同个案中，操纵者所采取的策略及强度不同，市场规模和流动性也存在差异，并非所有的操纵行为都能产生价格影响。无条件地推定投资者对操纵行为存在信赖，既不符合间接信赖推定的法理，也会造成操纵案件与虚假陈述案件法律评价上的不一致。事实上，虚假陈述的信赖推定也需以重大性要件及有效市场为前提。因此，应该要求原告投资者在个案中提供初步的证据证明操纵行为事实上产生了价格影响，从而补强操纵行为在价格影响方面的不确定性。首先，要求投资者举证证明价格影响可以减少非理性交易，操纵行为若只是增加了交易量而没有影响价格，即使非理性投资者跟风买入而遭受损失，此时也不能援引信赖推定，需要举证证明直接信赖，从而为操纵市场民事索赔设置必要的门槛，避免操纵市场民事索赔沦为投机者的保险工具；其次，从证据远近和举证能力的角度而言，操纵行为是否影响股价所需证据都是证券市场中公开可获得的数据信息，并非被告操纵者所专有，有些直接被证监会的行政处罚所认定，有些可以申请法院依职权向证券交易所调取，由原告投资者或投资者保护机构举证，不会产生过度负担；再次，新修订的《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）采取了“行为主义”的立法模式，操纵市场行政处罚不再以“影响交易量或价格”为前提。若完全由被告承担举证责任，可能造成一些因企业自身、行业变化或市场系统性风险所造成的股价变动也由操纵者承担损失的不合理情形；最后，在操纵案件中，操

纵行为是否产生价格影响是所有投资者的共同法律问题,要求原告承担举证责任不会影响特别代表人诉讼的成立。

那么原告如何完成对价格影响的举证责任呢?虚假陈述案件同样存在虚假陈述是否影响股价的问题,价格影响不是指简单的价格变动,而是指价格扭曲。这是一个相对概念,即投资者买入时的股价相比于若没有欺诈时的股价是否存在差异。在虚假陈述案件中,既可以观测虚假陈述做出时股价的涨跌状况(front-end impact)判断,也可以观测虚假陈述揭露或更正时股价的变动(back-end impact)判断。^[28]类似地,操纵市场行为是否影响股价同样应该采用相同的原则,即相比于无操纵时的股价,操纵行为是否拉抬或压低了股价。这是一个可以用证据证明的事实问题。为了符合信赖推定的价格影响要件,原告投资者无须证明操纵市场是引起价格上涨的唯一原因,只要提交初步的证据证明操纵行为是引起操纵期间股价异常的因素之一。换言之,只要达到优势证据标准即可,无须排除所有的怀疑。这也是我国证监会在过往操纵市场行政处罚案件中举证证明价格影响所采用的标准。在此标准下,操纵行为影响价格具有了高度盖然性,符合间接信赖推定所要求的价格影响。

在交易型操纵中,可以参照《证券法》修订前关于操纵市场“影响价格”的判断标准,要求原告在起诉时提供初步证据,证明在操纵期间,操纵行为与股价的变动具有同步性,而且交易价格出现了明显的异常。证监会在《证券市场操纵行为认定指引(试行)》^[29]及相关行政处罚案例已经概括了一些认定股价影响的标准,可资借鉴。例如:(1)相关证券当日价格达涨幅限制价位或跌幅限制价位;(2)相关证券的价格走势明显偏离可比指数;(3)相关证券的价格走势明显偏离发行人基本面情况等。借鉴上海证券交易所披露每日公开交易信息的标准,有价格涨跌幅限制的日收盘价格涨幅偏离值达到7%,非ST、*ST和S证券连续三个交易日内收盘价格涨幅偏离值累计达到20%就有资格上所谓的“龙虎榜”,就操纵案件中的价格影响而言,可以适当低于这一要求。原告投资者还可以提出,在操纵期间公司并未披露重大利好消息或存在其他基本面变化。此外,还可以通过观察操纵者暂停或结束操纵性交易后一段时间的股价变动情况进一步说明操纵对股价的拉抬和维持效应。通常而言,由操纵所引起的股价上涨缺乏基本面的支持,一旦结束操纵,股价就会有较明显的下降趋势。在“孟庆山、杨慧兴操纵梅花生物案”中,证监会提出的证据就足以证明操纵行为显著影响了股价:首先,在操纵期间,被操纵的梅花生物股价上涨71.48%,股价增幅偏离上证指数60.67%,同期,“梅花生物”股价增幅偏离中信、申万等一级食品饮料行业指数超过50%;其次,在操纵期间,操纵者曾几次暂停操纵性交易,股价就随之发生明显下跌,而当再次启动操纵性交易,股价又恢复到较高水平。^[30]这些数据足以说明操纵行为是引起股价上涨的重要原因。总之,原告可以提供综合的证据证明操纵市场影响了股价。

对于信息型操纵而言,原告除了提供直接证据证明价格影响外,相关信息的重要性或影响力也是考量价格影响的间接证据。具体而言,可以通过分析个案中信息发布主体的权威性,信息在

[28] See Wendy Gerwick Couture, *Price Impact Possibilities*, 44 Securities Regulation Law Journal 255, 258 (2016).

[29] 因《证券法》的修订,该指引已被废止。

[30] 参见《中国证监会行政处罚决定书》([2020] 93号)。

媒体、网络的传播、转载情况等综合判断这些信息是否引起了非理性投资者的广泛关注。此外，与虚假陈述类似，相关虚假或不确定信息被揭露或被权威主体辟谣时的股价反映也是判断操纵行为是否影响股价的重要因素。

总之，在我国证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所（协议转让除外）这样公开的证券交易场所，善意的普通投资者在操纵期间买入或卖出股票等相关证券，并且能够通过直接或间接证据证明被告的操纵行为影响证券价格的，即可适用信赖推定，无须证明操纵行为与投资决定之间的交易因果关系。

鉴于我国操纵市场民事诉讼处于探索阶段，原告对于价格影响的证明标准可以适当降低，一般的原则是：所在市场的有效性程度越高，要求的股价偏离程度就越高。而且，操纵市场案件的行政处罚前置程序仍然有一定的意义。首先，证监会做出处罚的案件大多具有典型性，操纵者的主观故意较为明显；其次，证监会查处的案例大多属于价格变动异常明显的案件，而且处罚数量有限，法院在这些典型的操纵案件中适用信赖推定，不会产生过度保护投资者的问题，这与美国律师推动下的私人操纵市场诉讼存在较大差异。在我国，普通投资者缺乏识别和调查操纵案件的能力，集团诉讼也主要由投资者保护机构发起，操纵市场民事责任的追究很难发生滥诉的不利后果。中小投资者服务中心也可以从已经处罚的一些案件中选择股价明显被抬升的案件，提起证券支持诉讼或特别代表人诉讼，聘请金融领域专家证人就操纵市场是否影响股价发表专家意见，逐步通过司法裁判明确原告需要达到的价格影响标准。

（二）操纵者对信赖推定的反驳

鉴于操纵案件中原告对价格影响的证明标准不宜过高，即使原告完成了价格影响的初步举证责任，仍不排除操纵期间的股价变动源于其他因素的可能。正如美国最高法院在 Halliburton II 案中所言，虚假陈述可能对于公司的股价没有影响，也有可能真实信息已经通过各种渠道为理性投资者所知悉，应该允许被告通过证明虚假陈述没有产生价格影响反驳信赖推定。^{〔31〕}对于操纵市场案件，同样应该允许被告以更精确的方法证明股价没有受到操纵行为的影响，反驳信赖推定。

根据美国 10b-5 规则提起的证券欺诈集团诉讼，被告反驳信赖推定的关键是提供基于“事件研究法”的专家意见。即使虚假陈述在信息更正当日发生了股价下跌，也可能是其他因素所致，单纯凭借这一事实不足以证明价格影响。而事件研究法能够通过统计学的方法，剔除其他因素，判断信息更正这一事件对股价下跌的影响程度，若事件研究结果具有统计学上的显著性，有 95% 以上的概率表明虚假陈述影响了股价。

在操纵案件中，被告同样可以提供基于事件研究法的专家意见，但具体运用上有所不同。在虚假陈述实施日至更正日，即使公司经营情况发生变化，虚假信息在更正之前仍然包含在股价之中，可以用信息更正时市场的反应来判断虚假陈述是否对股价产生影响。但是，操纵市场缺乏明确的更正日，对股价影响的周期较短，在交易型操纵中，短期坐庄操纵可能只有几天，而虚假申报可能只有几分钟。操纵结束后，操纵者通常会套现，产生价格压力，理性交易者也能在事后通

〔31〕 See Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 134 S. Ct. 2398 (2014).

过交易纠正错误定价。因此,一般不能通过观察行政处罚作出之后股价变化判断操纵市场是否影响股价,而应该选取操纵期间及操纵前后一段时间作为事件研究法的窗口期,判断操纵期间的股价是否存在异常回报率,从而更精确地判断市场价格异常是否受到操纵的影响。

五、操纵案件因果关系推定的适用主体限制

操纵市场案件中信赖推定的目的是保护投资者对市场价格真实性的信赖,是否应将这种保护限于普通投资者,排除机构投资者的适用呢?这一问题同样存在于虚假陈述民事索赔中,下文将通过对比分析,说明机构投资者在操纵案件中适用交易因果关系的特殊性。

(一) 虚假陈述案件中机构投资者适用信赖推定的法理

有观点认为,机构投资者具有特别的经验和专业技能,在虚假陈述案件中适用信赖推定需以“合理信赖”为前提,要求机构投资者履行高于普通投资者的注意义务。^{〔32〕}“上海雨浩投资咨询有限公司、浙江祥源文化股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷”二审判决认为:“该注意义务对外一般表现为对上市公司公开文件的分析、对上市公司进行实地考察和提出可行性研究报告等,对内则表现为按照公司章程规定履行了相应的审批、讨论、决策程序等。”^{〔33〕}因雨浩投资咨询有限公司未能提供其决策相关的内外部证据,法院认定虚假陈述与投资损失不具有因果关系。有学者也认为机构投资者主张信赖推定,需提交投资可行性调研或分析报告、投资决策报告,以证明其投资行为是理性和善意的。^{〔34〕}

上述观点混淆了两种法律关系,即机构投资者与其委托人之间的受信关系以及虚假陈述侵权关系。在机构与委托人之间,其可能因为未履行内部决策程序等而构成重大过失,违反受信义务,但这不构成虚假陈述侵权关系中受欺诈方的过失。

对于信息披露义务人披露的重大信息,除了个别情形,机构投资者就算善尽注意义务,作为外部人,通常也无法识破骗局,要求机构投资者承担更高的注意义务并无意义,反而增加机构投资者的验证成本。因此,即使机构投资者未提交分析报告,其仍然可以根据欺诈市场理论适用信赖推定,除非个案的证据表明,该机构明知或应知存在虚假陈述。

美国虚假陈述的判例同样认为机构投资者应适用信赖推定。实践中,很多机构投资者是根据股价是否被低估或高估而进行交易的价值投资者(value investor),美国最高法院在 Halliburton II 案中认为,价值投资者虽然在进行交易时不认为市场价格准确反映了公开信息,但还是间接信赖了虚假陈述,因为他们仍然因信赖市场价格会在合理期间内准确反映公开信息而交易。^{〔35〕}而且,价值投资者通常要评估某一特定股票被低估或高估的程度,而这种评估会受到虚假陈述内容的影响。例如,A上市公司公布的年报虚增净利润5个亿,股价价格从10元涨到15元,而某价值投

• 435 •

〔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;浙江省高级人民法院(2019)浙民终1414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〕 参见贾伟:《证券市场侵权责任之完善》,载《法律适用》2014年第7期。类似观点参见樊健:《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。

〔35〕 See Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 134 S. Ct. 2398 (2014).

投资者基于公司净利润的增长率，认为市场对新信息反应不足，股价被低估了，准确的估值应该是20元每股，因而增持该股票。美国第二巡回法院在“GAMCO 投资者公司案”中认为，价值投资者同样适用信赖推定，但该案中发行人虚假陈述的内容主要涉及公司流动性问题，证据表明这不会影响原告对发行人的价值评估，而且原告预定的投资期限较长，虚假陈述也不会改变原告对股价最终走向的判断，即使原告知悉被告的虚假陈述内容，仍然会认为公司股价被严重低估而继续购买股票，因此被告反驳信赖推定的主张成立。^{〔36〕}

究其本质，上市公司发布的重大虚假陈述信息通常会影响到理性投资者对公司价值的评估，影响其决策。就上市公司欺诈而言，机构投资者虽具有更高的专业能力，但和个人投资者没有本质区别，亦很难识破虚假陈述。故机构投资者对市价未受到上市公司虚假陈述的信赖度很高。

（二）操纵案件中专业投资者不适用信赖推定的法理

不同于虚假陈述，操纵市场案件中的机构投资者一般不应该适用信赖推定。

首先，有无操纵行为通常不影响机构投资者对公司价值的评估。操纵行为通常是通过对非理性投资者的误导而影响股价的，本身不包含影响公司未来现金流或风险的有价值信息，无论机构投资者采用何种方法对公司进行估值，都不会受到操纵行为有无的影响。操纵所制造的信号或信息与上市公司发布的重大虚假信息对于理性投资者的影响存在本质差异。

其次，若机构投资者基于自己的估值模型，认为某公司的股价被低估，一段时间后股价能够回归到正常水平，从而决定以市价买入该股票，则意味着他们没有基于信赖市场价格的真实性而交易，而是根据个人信息作出独立的判断。换言之，即使知道存在操纵，他们仍然会选择交易。例如，操纵者通过交易或谣言，将股价从10元每股抬高到15元每股，机构投资者通过自己的估值，认为股价应维持在25元每股是合理的，而且未来两年，公司股价很有可能回归到25元，因而决定在15元的价位买入该股票，由此表明，股价上涨本身没有影响他们的判断，他们是根据独立的信息，认为股价在15元的市价仍然是低估的，因而决定买入。而且，机构投资者的投资周期较长，即使操纵结束后股价可能在一段时间内下跌，但由于操纵未从根本上改变机构投资者估值的基础假设，如果机构投资者的预期正确，股价仍然会在未来两年内跃升到机构投资者预估的25元。市场谣言或价量变化一般不影响机构投资者的决定。因此，机构投资者对“市价无操纵”的信赖度很低。

再次，我国非理性投资普遍、市场效率程度低，一些机构投资者在察觉股价显著偏离价值或基本面（高估）时，仍然选择买入，旨在利用操纵所制造的价格趋势，牟取超额收益，他们并不相信这些信号中包含利好消息，而是故意利用这样的信号，是一种自甘冒险的过度投机行为。不同于虚假陈述，鉴于机构投资者的专业能力和经验，可以要求机构投资者在识破操纵方面承担更高的注意义务，尤其对于谣言性质的信息型操纵，要求机构投资者善尽注意，并不会给其带来明显的负担，大多数机构投资者也能避免这种错误。因此，即使有机构投资者主张其对操纵所制造的信号或信息存在事实上的信赖，这种信赖通常也不符合理性投资者标准或者机构投资者的主观标准，不值得证券法的特别保护。

〔36〕 See GAMCO Investors., Inc. v. Vivendi Universal, S. A., 838 F.3d 214 (2d Cir. 2016).

最后,从证券法规范功能的角度而言,也不应该允许机构投资者推定信赖。机构投资者是准确评估公司价值、维护市场效率的“反操纵”力量。如果允许机构投资者较容易地在操纵案件中获得赔偿,他们将减少使股价恢复理性的套利交易,更青睐搭操纵者的便车,推波助澜,更加助长股市波动,有损市场效率。

操纵行为通常不会影响股票的内在价值和长远的价格走向,理性的机构投资者一般也不会对操纵制造的信号产生直接信赖,基于事实和法政策两方面的考虑,证券法应该假定机构投资者通常是独立进行交易,并未直接或间接受到操纵的影响。因此,操纵案件中机构投资者一般不应该适用信赖推定。

当然,这并非意味着操纵市场对所有机构投资者都没有影响。操纵市场对机构投资者的明显危害就是增加套利成本,这主要指与操纵者从事相反方向交易的机构投资者。例如,理性的套利者经过评估,认为50元每股的股价已经明显高估,股价在未来一段时间能恢复到30元,进而融券卖出该股票,但是紧接着遭遇操纵者通过连续交易或散布虚假利好消息误导非理性投资者,持续拉升股价,导致价格由50元上涨到75元,而套利者因融券杠杆交易无法提供足额保证金被证券公司要求平仓,不得不以损失25元每股的价格结束交易,虽然套利者对估值和最终股价走向的判断是正确的,操纵结束后股价确实回归到30元左右的正常水平,但由于操纵行为的介入,理性投资者不仅无法获得套利收益,而且不得不遭受每股25元的损失并承担融券利息成本。^{〔37〕}这是套利者因操纵行为额外承担的风险,具有不可预测性。在此情况下,从事相反方向交易的融资融券机构投资者的损失是由操纵行为造成的,且有利于市场恢复理性,应该允许这类融资融券的机构投资者适用信赖推定。此外,对一些明显采用被动性投资策略的机构投资者也应该区别对待,例如,被动型指数基金的机构投资者属于典型的流动性投资者,信赖市场价格的真实性而买入某一投资组合,若市场价格因操纵而失真,应该准其适用因果关系推定。

• 437 •

六、结 语

非面对面证券市场中证券欺诈的因果关系认定一直是证券法上的智识难题,我国操纵市场民事赔偿裹足不前的主要原因不是立法表达的抽象,而是操纵市场因果关系推定缺乏坚实的理论基础。操纵市场案件中因果关系推定的法理基础、适用前提及范围等重要问题既要正确借鉴金融学对证券市场价格机制的分析,也要考虑操纵市场侵权法律关系中操纵者故意及投资者的信赖合理性等要素,从而实现法律评价的科学化与精细化,避免对投资者的“保护不足”和“保护过度”。适用于虚假陈述案件的欺诈市场理论不能为操纵案件的因果关系推定提供理论支持,但可以采纳其关于间接信赖推定的方法内核。行为金融学理论表明,我国证券市场操纵案件采用因果关系推定是合理且必要的,这种因果关系推定以保护普通投资者(尤其是流动性投资者)对公开证券市场之价格真实性的信赖为目的,操纵市场涉及操纵者、非理性交易者、理性交易者及流动性交易

〔37〕 这种对套利者的损失类似于操纵期货市场中做多的操纵者对做空交易者的损害,其他的做多交易者不仅没有损失,还能意外获得收益。

者的复杂博弈，建立在间接信赖基础上的操纵市场因果关系推定应以投资者初步举证证明价格影响为适用前提。同时，操纵行为的特殊模式及机构投资者的专业性也意味着，操纵案件中的专业投资者一般不应该享有因果关系推定的“福利”。

操纵市场与虚假陈述行为同属证券欺诈，但存在明显差异，操纵市场因果关系推定的法理虽同样可以称为欺诈“市场”理论，但两者的理论基础和适用条件迥异。因此，在研究与完善操纵市场民事责任的损害赔偿计算以及是否设置赔偿上限等其他重要问题时，同样需要考察两者的差异性。

Abstract: Market manipulation has a different mechanism of stock price impact from misrepresentation. The efficient market hypothesis premised on rational investors and complete arbitrage denies the link between manipulation and stock price impact, so the fraud on the market theory cannot prove the presumption of causality in manipulation cases, and it will produce dilemma of “overprotection” and “under-protection”. Behavioral finance suggests that there are systematic cognitive biases of irrational investors and the failure of arbitrage mechanism in the securities market, and manipulation is more likely to interfere with the decision-making of ordinary investors, thus affecting the stock price. In regulated securities markets, the presumption of causation in manipulation cases can also apply the jurisprudence of indirect reliance: investors trade in reasonable reliance on the truth of the price of a security; manipulation affects the price of the security. The former should be presumed by law, while the latter is uncertain in manipulation cases and needs to be proved by investors. Because manipulation generally does not affect the intrinsic value of a company, rational decision-making by professional investors is independent of manipulation, and the presumption of causation does not apply in principle.

Key Words: market manipulation, fraud on the market theory, efficient market hypothesis, indirect reliance, behavioral finance

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)

论证券监管和解合规制度

王由海*

内容提要：随着行政任务的持续更新以及证券违法行为的日益复杂化，传统的高权证券监管模式难以实现对证券违法行为的有效治理。在提高证券监管效能、企业合规治理等政策术语的牵引下，证券监管和解合规制度成为证券违法行为治理的新道路，蕴含着从高权行政到契约行政、从政府监管到内部治理、从片面威慑到激励监管的范式转变。证券监管和解合规制度并非单个监管工具，而是由“标准制定”“过程监督”“效果反馈和验收”等内容构成的一整套制度体系，是企业自我规制与政府规制的统一。作为一种规制工具，证券监管和解合规制度本身也是对企业自主经营权的干预，证券监管和解合规协议必须从合规依据、适用范围和执行措施等方面置于行政法治的框架下加以控制。

关键词：证券违法行为 证券监管 行政和解 企业合规

• 439 •

当前，垄断协议、公司财务欺诈等违法行为日益频发，企业违法行为的治理成为全球性难题。^{〔1〕} 证券监管领域是企业违法行为集中爆发的高风险领域，为了提高市场主体的违法成本和惩戒力度，目前已形成“宽进严管”的政府监管框架。然而，传统的政府监管模式无法有效应对具有鲜明的专业性、复杂性和风险性特征的证券市场主体活动。数据显示，我国证券监管机构在2015—2018年间行政处罚案件量快速增长，其中95%以上案件采取罚款处罚的方式，以威慑式执法策略主导的行政监管方式并未达到理想的监管效果。^{〔2〕} 为了弥合日益膨胀的执法任务和有限的执法人员、手段之间的张力，行政执法和解作为一种相对柔性、高效的新型执法方式被引入证

* 王由海，南京师范大学法学院讲师。

本文为国家社科基金青年项目“行政视野下公共惩罚结构失衡之调适研究”（21CFX064）的阶段性成果。

〔1〕 See Paul E. McGreal, *Corporate Compliance Survey*, 66 The Business Lawyer 125 (2010).

〔2〕 参见吴小亮主编：《中国证券行政处罚研究报告（2015—2018）》，国家行政管理出版社2020年版，第2—12页；张红：《走向“精明”的证券监管》，载《中国法学》2017年第6期。

券监管领域。2014年4月证监会主席肖钢呼吁建立监管执法的行政和解新模式，^{〔3〕}一方面通过缴纳和解金的方式实现行政执法的惩治功能与救济功能；另一方面要求违法企业加强企业合规的“内控管理”，实现企业违法行为的合作治理。2015年《行政和解试点实施办法》（以下简称《办法》）对行政和解的条件、程序作出详细规定，但行政和解的适用条件和范围仍有限，行政和解的功能未完全发挥。在实践试点和经验总结基础上，2019年《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）第171条进一步放宽和解的适用条件和范围，并通过《证券法》第140条引入企业合规制度。为落实《证券法》的规定，2021年《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法》（以下简称《承诺办法》）第13条明确行政和解协议应当涵盖涉嫌违法事实、财产罚、投资者赔偿、企业合规等基本内容。所以，在证券监管领域，一种强调证券监管机构与违法企业在协商沟通基础上达成和解协议，协议内容围绕罚款支付、赔偿损失和合规整改的证券监管和解合规制度正在逐渐兴起。^{〔4〕}

在优化营商环境、公司治理转型背景下，证券监管和解合规模式以相对缓和、平等的方式实现企业违法行为的治理。其中，和解方式和企业合规的嵌套是该模式的主要创新。和解合规模式作为一种新兴的企业违法治理方式，对于克服执法威慑陷阱，帮助企业建立预防、控制违法违规风险的合规机制具有重要意义。企业合规是达成行政和解的前提条件，执法和解是促进企业合规的激励机制，二者共同服务于企业违法行为的治理和金融体系的稳定。^{〔5〕}然而，和解合规制度在我国仍处于起步阶段，无论是《办法》还是《证券法》都没有较为完整地引入和解合规激励机制，将企业合规制度作为达成行政和解的前提条件。理论上，已有研究更多集中于证券和解制度的域外介绍、实践困境和制度建构研究，缺乏企业合规视角。^{〔6〕}基于此，本文以证券和解合规制度建构为核心议题，在检讨传统高权证券监管模式的实践困境、分析和解合规制度兴起的成因、明确和解合规制度的体系构造的基础上，提出证券和解合规制度法治化的建构路径。

一、传统证券监管模式的困境与突围

当前，我国已经形成以《证券法》、《中华人民共和国证券投资基金法》（2015年修正）、《证券公司监督管理条例》（2014年修订）为核心，涵盖企业设立、证券发行、经纪、承销、投资咨询等业务领域的证券监管法律体系。在现有监管规范体系下，证券监管策略青睐于威慑式监管工具，即主要通过命令、审批、处罚等方式实现对证券业务主体的监管。此种过度依赖高权规制的手段未能有效监管互联网新经济业态衍生的新违法行为。究其原因，传统高权、单向执法方式的局限性与证券业务活动的复杂性、隐蔽性之间存在紧张关系。

〔3〕 参见肖钢：《积极探索监管执法的行政和解新模式》，载《行政管理改革》2014年第1期。

〔4〕 对于企业和解合规模式的探索，参见陶朗道：《论中国治理企业违法的和解合规模式》，载《东北大学学报（社会科学版）》2021年第2期。

〔5〕 参见陈坚：《企业合规改革研究》，法律出版社2022年版，第16-17页。

〔6〕 代表性的成果参见张红：《证券行政执法和解问题剖析》，载《行政管理改革》2015年第5期；席涛：《证券行政和解制度分析》，载《比较法研究》2020年第3期；高振翔、陈洁：《美国证券执法和解制度镜鉴》，载《证券市场导报》2020年第11期。

（一）传统高权监管模式的实践困境

在我国证券企业违法形式日益严峻的背景下，以威慑为基础的高权证券监管模式有其必要性。高权监管模式强调对违反规制行为的制裁，希冀通过威慑式手段来督促市场主体形成规制遵从（regulatory compliance）。这种监管策略以被监管的主体都是理性人为前提，能够对外界刺激作出理性选择，并笃定通过提升执法检查的频次和惩罚强度，能够激励被规制主体的合规意愿而不再违法。^{〔7〕}但高权证券监管模式未能很好地实现对企业违法行为的有效治理，以“杭萧钢构虚假陈述案”“唐建老鼠仓案”为代表的企业违法案件显现了传统高权监管模式的缺陷。

其一，单向监管模式导致执法有效性不足。行政监管实践中，单方性被认为是行政执法的基本特征，行政执法不是合同履约的双方行为，而是单方行为。^{〔8〕}所以，证券监管执法行为作为监管机构行使国家行政权的行为，具有单方性，可以无须与相对人协商自行决定就直接实施执法行为，被视为行政行为公定力的体现。但是，单向监管执法模式容易产生如下弊端：一是加剧监管信息的不对称性。市场机制下，监管的效率在很大程度上取决于事前掌握信息的数量和质量。传统理论认为，监管机构与被监管对象在监管法律关系中掌握相同的信息。但事实上，在政府监管活动中，行政机关与被监管企业之间广泛存在信息不对称的问题。^{〔9〕}监管机构常常依据不充分的信息或错误的分析采取行动，产生大量的问题。^{〔10〕}二是增加了监管机构被“规制俘获”的风险。由于我国法治传统的缺乏以及法律指令本身的模糊性，行政机关在执行宽泛的立法指令时，常常会偏向有组织的利益，而弱化消费者、贫困者等分散的、相对而言未有组织者的利益。^{〔11〕}三是引发强烈的官民对抗。在传统证券监管模式中，行政机关与企业的关系处于对抗状态，是一种零和博弈，双方缺乏协商合作精神。这反过来使得政府更依赖命令手段的使用，以威慑执法实现行政目的，进而使行政机关与被监管企业之间的矛盾和摩擦日益上升。

其二，高权监管模式导致执法和守法成本过高。证券监管的成本高低取决于两个因素：一是制定和执行证券监管的成本；二是监管措施的执行带来的守法成本。一方面，执法成本主要是证券监管机构为了执行法律以及执法过程中投入的人力和物力，譬如证券行政许可中处理企业大量的申报材料、行政处罚中为调查取证和执行耗费大量的人力、物力。“越是严厉、程序越是复杂的监管手段，成本越高。”^{〔12〕}近年来，证券领域违法案件频发，证券行政机关本着“全覆盖、零容忍”的执法原则，作出了大量的行政处罚决定。然而，金融领域违法行为呈现出的违法问题复杂隐蔽，传统的高权证券监管模式面临取证难、认定难和执行难的问题。数据显示，证监会的行政处罚主要集中在上市公司及高管的披露违规行为，而对市场操纵、内幕交易的处罚力度有限，并不同程度存在选择性执法问题。^{〔13〕}另一方面，守法成本是指社会为遵守法律规定而支付的成

• 441 •

〔7〕 See Peter J. May, *Compliance Motivations: Affirmative and Negative Bases*, 38 Law and Society Review 41 (2004).

〔8〕 参见刘平：《行政执法原理与技巧》，上海人民出版社2015年版，第8-9页。

〔9〕 参见〔美〕约瑟夫·E·斯蒂格利茨等：《政府为什么干预经济——政府在市场经济中的角色》，郑秉文译，中国物资出版社1998年版，第79-80页。

〔10〕 参见席涛：《〈证券法〉的市场与监管分析》，载《政法论坛》2019年第6期。

〔11〕 参见聂辉华：《政企合谋与经济增长：反思中国模式》，中国人民大学出版社2013年版，第3-19页。

〔12〕 〔美〕罗伯特·考特、托马斯·尤伦：《法和经济学》（第6版），史晋川、董雪兵等译，格致出版社2012年版，第379页。

〔13〕 参见周天舒：《中国公司治理的法与经济学分析》，中国政法大学出版社2018年版，第101-148页。

本，包括有形的守法成本和无形的守法成本。在证券监管中，有形的守法成本包括企业和个人为遵守法律直接支付的成本，包括企业直接缴纳给监管者的各种费用、为遵守法律而制定规章制度、关停企业的损失等成本。无形的守法成本是指遵守法律带来个人生活方式、企业价值观念等的转变，一般难以衡量。实践表明，证券立法活动的频繁、监管事项设置的冗杂繁复以及监管权的不规范行使导致被监管企业疲于应付，守法成本过高，企业倾向于选择不守法甚至违法。^{〔14〕}概而言之，从成本收益的角度分析，高权监管模式难以实现企业经营活动的帕累托最优，反而制定并执行间接干预证券市场的机制能够促进证券市场有效性的提升。

综上所述，高权证券监管模式偏睐于运用强制性、威慑式的监管工具，包括行政处罚、证券市场禁入以及其他证券监管措施，表现出对规制对象的不信任和公私主体的对峙关系，排斥企业参与证券监管的治理，不能激励市场主体形成合规意愿，容易出现“处罚过重”和“一罚了之”两个极端现象。传统政府监管模式难以适应金融监管的发展要求，出路在于“依法合规，加强金融法治建设”。面对企业违法行为，证券监管和解合规制度能够突破严格处罚、事后执法和单方执法的局限性，督促企业建立健全内部合规制度、提高监管效能。

（二）证券和解合规模式的实践探索

随着大数据、互联网等信息技术的发展，证券违法行为日益呈现出复杂化、隐蔽化和增量化发展趋势。面对监管资源短缺与监管任务繁重的现实矛盾，证券监管执法实践开始探索通过行政和解的方式来提高执法的行政效率、节约执法资源。2013年国务院办公厅进一步要求“探索建立证券期货领域行政和解制度，开展行政和解试点”^{〔15〕}。为此，2015年中国证监会发布《办法》，正式在证券监管领域试行证券行政和解制度。作为和解协议达成的激励手段，证券监管机构可以采取终止调查程序、不再实施行政处罚等激励措施。然而，《办法》对证券和解这一政策工具创新缺乏系统的认识，在和解承诺的适用条件、内容和程序上仍有很大不足，如和解范围局限于“事实或法律适用难以完全明确”，和解内容局限于“纠正违法行为、赔偿损失”，和解程序的公开性不足。以上种种原因导致和解的成功率过低，只达成了2起证券行政和解的案件。在“高盛行政和解案”中，高盛等9家企业与证监会达成行政和解协议，证监会责令申请人缴纳1.5亿元和解金，加强企业“内控管理”，并在和解程序结束后提交“书面整改报告”，作为和解激励手段，监管机关终止对违法行为的调查和审理程序。^{〔16〕}在“上海司度行政和解案”中，证监会与司度（上海）贸易有限公司等五家企业达成行政和解协议，五家企业合计缴纳超过6.8亿元和解金，并被要求加强企业的“内控管理”、提交“书面整改报告”。^{〔17〕}从这两起案例中可以看出，证券行政机关已经将企业合规因素作为行政和解的考量因素之一，将企业合规引入行政和解中。不足的是，中国证监会没有在这两个典型案例基础上发布专门的合规管理指南。

面对金融企业的违法行为，证券监管和解合规制度相比证券和解执法，能够更好地摆脱过去

〔14〕 参见柯湘：《中国证券监管权的行使与制约研究》，知识产权出版社2015年版，第55-57页。

〔15〕 《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》（国办发〔2013〕110号）。

〔16〕 参见中国证券监督管理委员会公告〔2019〕11号。

〔17〕 参见中国证券监督管理委员会公告〔2020〕1号。

“处罚—违法—再处罚”的恶性循环,从自我管理和源头治理的角度提高公司的治理水平和证券执法的监管效能。2019年修订的《证券法》在吸取、提炼行政和解试点经验基础上正式确立行政和解制度,并扩大行政和解的范围至“调查期间”。同时,《证券法》第130条、第140条创设企业合规制度,为证券监管和解合规制度提供规范依据。为了落实合规管理义务,随后中国证监会制定了一系列证券和解合规的配套制度。2020年修正的《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》(以下简称《合规办法》)(中国证券监督管理委员会令第166号)要求建立合规负责人、年度合规报告制度,有效的企业合规管理成为证券监管机关依法从轻、减轻处理的重要考量因素。2021年制定的《承诺办法》第13条明确了行政和解协议应当涵盖涉嫌违法事实、财产罚、投资者赔偿、企业合规等基本内容。2022年制定的《证券期货行政执法当事人承诺制度实施规定》(中国证券监督管理委员会令第194号)第15条规定,对当事人承诺认可协议的履行过程,由办公室组织监督、中国证监会派出机构核实验收等。整体而言,我国证券监管和解合规制度仍处于政策试验阶段,立法者并未在证券和解制度中完整引入企业合规作为激励机制。从域外证券监管实践看,美国证监会(SEC)在与公司达成证券和解协议过程中引入完整的企业合规制度,包括明确证券和解合规的考验期、企业合规的有效性标准、合规监督官的设置以及常态化的监管信息双向沟通等机制,并在和解协议履行过程中对合规计划进行独立监督。^[18]数据显示,在2004—2010年期间,美国司法部(DOJ)和SEC在处理企业违法行为过程中,超过40%的案件将设置或重构企业合规机制作为行政和解的前提或和解条款内容。^[19]

中国证监会对行政和解制度的试点,意味着行政监管部门对企业违法治理从原来单方、高权监管模式走向双向的公私合作监管模式,从原来依靠威慑的行政处罚走向事先缓和的主动预防。与此同时,通过合规激励机制,行政机关鼓励企业自我监管、自我整改,克服外部监管的局限性,降低了违法行为的治理成本,实现了对企业违法行为的积极预警,并在违法行为发生后可以持续不断地合规改进。监管(公共)政策形成过程是“一个开放的、深入调查研究的过程,在这个过程中还应该积极主动揭示意外发现的事物,这样才最有益于解决问题”^[20]。可见,企业合规和行政和解的耦合式发展,是行政机关对企业违法行为治理的规律不断深入了解的过程,是对企业违法行为治理的自我革命。

二、证券监管和解合规制度的兴起成因

“对涉嫌证券违法行为进行调查的目的主要不是处罚违法者,而是预防和制止证券违法行为,证券和解机制扮演关键作用。”^[21]由上述可知,证券监管和解合规制度是对证券行政执法和解制度的理念和功能的升华。证券和解合规制度作为一种新兴的内部管理型规制,它不直接干预证券

[18] See Serena Hamann, *Effective Corporate Compliance: A Holistic Approach for the SEC and the DOJ*, 94 Washington Law Review 851, 878-886 (2019).

[19] See F. Joseph Warin, Michael S. Diamant & Veronica S. Root, *Somebody's Watching Me: FCPA Monitorships and How They Can Work Better*, 13 University of Pennsylvania Journal of Business Law 321, 322 (2011).

[20] [德]韩博天:《中国异乎常规的政策制定过程:不确定情况下反复试验》,载《开放时代》2009年第7期,第44页。

[21] 王翔主编:《中华人民共和国证券法解读》,中国法制出版社2020年版,第441页。

企业的市场经营活动，而是要求其在法定管理框架内实施适于自身的内部经营计划、管理流程及决策规则来达成规制目标。证券监管和解合规模式的兴起具有深刻的发生逻辑和法理基础，包括从高权行政到契约行政的理念转向、从政府监管到内部治理的主体转型、从片面威慑到激励相容的范式转变。

（一）从高权行政到契约行政

传统行政法学理论认为，唯有通过单方、高权行政手段才能有效实现行政管理目的。行政处罚、行政许可等行政行为作为“单方意志的宣告”^{〔22〕}，获得行政机关的青睐。因此，在传统的政府监管法律关系中，行政机关与公民之间的关系体现为一种统治及服从的强制性支配关系。然而，在现代行政任务日益膨胀的背景下，高权行政模式对实体政策面向和监管实践面向的行政实践缺乏足够关注。^{〔23〕} 详言之，一方面，高权行政遵循严格的规则主义，对于监管手段与行政任务目标之间匹配度和监管效果问题则缺乏回应。另一方面，高权行政导致监管责任主体错位、行政监管成本巨大。具体到证券监管领域，单方强制执行模式下证券监管企业所具备的专业优势和信息优势无法体现，也无法有效参与证券监管的过程，导致企业的合规动力不足。同时，面对严格执法的高成本与金融监管活动复杂性间的张力，行政机关无法有效对企业展开持续性、全面性监管。换言之，高权行政模式由于监管形式的正式性、手段的强制性以及程序的严格性，难以适应复杂多变的政府监管活动需要。

当前证券监管正历经从高权行政向契约行政的转变，这是提高行政效能的必然要求。随着新公共治理运动的兴起，良好行政和善治政府成为各国行政改革和法治建设的核心追求，行政手段的高权性和强制性色彩减弱，民主性与协商性品格凸显。在这种背景下，公共行政范式逐步从高权行政到契约行政转型，行政契约作为一种替代以支配与服从为特征的高权行政的更加柔性、富有弹性的行政手段孕育而生。^{〔24〕} 契约行政体现从高权规制向公私合作的行政法策略变革，契约行政的有效成立，以公私双方的合意为前提，这与传统的单方性、强制性的高权行政完全不同。契约行政背景下，行政的公众参与得到迅猛发展，行政法律关系的双方主体日趋平等，行政机关和行政相对人的意志得以有效沟通。可以说，契约行政理念为证券监管和解合规制度奠定了理论基础。契约行政背景下，证券监管机构要增强服务和效能意识，自觉增强政府的公仆意识，树立金融市场主体的本位意识，与其协作参与金融治理活动。^{〔25〕} 而证券监管合规制度能有效激励企业积极参与自身违法行为的治理，在充分的协商、沟通过程中达成自我合规。

（二）从政府监管到内部治理

传统高权行政监管模式下，证券监管的主体具有单一性，主要为政府监管部门。这种以证券监管机构为单一中心的监管模式存在挂一漏万的缺陷，无法实现对证券市场活动的全方位监管。一方面，证券经营活动中的复杂法律关系被化约为证券监管机关与企业之间的对立关系，

〔22〕 〔奥〕凯尔森：《法与国家的一般理论》，沈宗灵译，中国大百科全书出版社1996年版，第306页。

〔23〕 参见朱新力、唐明良：《现代行政活动方式的开发性研究》，载《中国法学》2007年第2期。

〔24〕 参见余凌云：《行政契约论》（第2版），中国人民大学出版社2006年版，第2页。

〔25〕 参见刘俊海：《现代证券法》，法律出版社2011年版，第561页。

难以发挥企业的自我合规能力。另一方面,由于金融违法行为的隐蔽性、复杂性和专业性,单一监管主体模式下行政机关难以保障足够的行政资源投入。例如,随着融资融券制度和相关金融衍生产品的创新,内幕交易行为的隐蔽性和多元性更加凸显,行为人以不知情为由进行抗辩,对非法获取内幕信息的认定取证困难,已有监管工具难以适应金融发展的挑战。^{〔26〕}毋庸讳言,相对于监管机构而言,被规制企业了解更多的内部信息和监管风险点,更容易实现自我合规。

“实现规制目标的能力,首先掌握于被规制者而非规制者之手。”^{〔27〕}基于对威慑、事后、外部的传统政府监管策略之反思,内部管理型规制应运而生。所谓内部管理型规制,是指监管机构不对企业规定特定的技术要求或绩效目标,而是要求其在法定管理框架内实施适于自身的内部经营计划、管理流程及决策规则来达成规制目标。^{〔28〕}证券和解合规制度的引入,体现出企业违法行为的治理模式从外部规制走向内部治理。当然,这种取向于内部的治理模式与证券服务机构的自律治理模式并不同,被规制企业是“基于内部管理的规制”,具有遵从政府规制的义务,是政府规制与企业自我规制的结合,是一种旨在建立公私合作的合作治理模式。公司成为监管的合作主体,行政机关对企业的内部规范系统和企业自我规制进行间接控制。一方面证券监管机构为企业的内部治理设定一个规范框架、监管目标和最低要求,另一方面在规范框架内由企业开展自我监管,在遵守规范要求的前提性下,灵活的选择最符合效能的方式,改革内部合规管理,实施贴合实际的内部经营计划、管理流程及决策规则来达成监管目标。例如《合规办法》要求证券基金经营机构制定和执行合规管理制度,建立合规管理机制,发现违法违规行及时报告、整改,有效防范合规风险。

• 445 •

证券监管和解合规制度的内部治理取向,是回应型监管理念的体现。针对政府监管过度和监管失灵的弊病,回应型监管理论倡导多主体、多中心的体系化监管模式,强调统合多方主体的资源和手段来提高监管效能。这一理论主要包括两个层次,一是横向关注监管主体的治理权分配机制;二是纵向聚焦监管执法的“金字塔理论”。^{〔29〕}具言之,在监管主体方面,政府监管机构应情景化地思考,与被规制企业进行结构式的对话,基于管理体系监督理论应优先调动企业通过建立内部合规制度实现自我监管。^{〔30〕}对此,需要从行为规范上建立证券公司合规的行政监管激励机制。相较于片面威慑机制,激励型监管机制中行政机关和被规制企业不再处于对抗冲突的关系之中,而是鼓励被规制企业通过合作的方式参与到管制决策与管制实施之中,共同实现监管目标。在监管工具层面,证券监管机构应优先选择干预程度较低的监管工具,譬如自我监管工具,如果低干预手段失灵,监管者应逐步采取干预程度更高的监管手段。所以,证券监管领域出现以和解

〔26〕 参见中国证券监督管理委员会行政处罚委员会:《证券期货行政处罚案例解析》(第二辑),法律出版社2019年版,第56页。

〔27〕 宋华琳:《迈向规制与治理的法律前沿——评科林·斯科特新著〈规制、治理与法律:前沿问题研究〉》,载《法治现代化研究》2017年第6期,第190页。

〔28〕 参见谭冰霖:《论政府对企业的内部管理型规制》,载《法学家》2019年第6期。

〔29〕 See Ian Ayres & John Braithwaite, *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*, Oxford University Press, 1992, pp. 25-55.

〔30〕 参见杨炳霖:《监管治理体系建设理论范式与实施路径研究——回应性监管理论的启示》,载《中国行政管理》2014年第6期。

合规协议替代严格处罚的趋势。

（三）从片面威慑到激励监管

制裁的目的是让人们遵守规则，科以重罚本身并非其目的，尽量引导经营者等自主守法才是最有效率的。^{〔31〕}当前，证券监管规范体系为证监会配备了大量执法手段，但是，这些手段的高强制性和高干预特征往往会对相对人的权益产生巨大影响，且部分证券监管措施由于不受行政许可法、行政处罚法、行政强制法的约束，成为法律规范的盲点，继而引发企业形成“抵制规制的文化”。“没有一个监管机构会纯粹采用威慑式或者顺从式规制执法策略，往往是两种策略混合使用，同时对一种策略更有侧重。”^{〔32〕}在常规执法资源匮乏和从严打击证券违法活动背景下，证券和解合规制度凭借较低的行政成本、较高的监管效能而成为首选的监管方案。综上，证券监管和解制度是威慑式执法和顺从式执法两种策略的统一：一方面，达成证券和解方案时企业需要缴纳高额和解金，如后续无法有效履行和解协议还将面临行政处罚的威慑；另一方面，证券当事人和解协议作为一种柔性执法方式创新，在丰富监管工具箱的同时，能够促进企业主动纠正违法行为、遵守合规要求，更好地实现监管任务。

证券监管和解合规制度填补了片面威慑式执法的不足，通过将企业合规制度嵌入行政和解机制中，运用激励监管机制来延伸企业违法行为治理的深度。所谓激励型监管，是指行政主体使用经济诱因方式和手段间接引导市场主体作出或不作出一定行为，以实现其既定政策目标的行政活动方式。^{〔33〕}具体而言，证券监管和解合规制度具有内外双重激励的功能。从内部激励角度看，证券监管和解合规制度有助于良好企业形象的塑造，这为公司开展自我合规经营提供内部激励。早在“水门事件”发生后，美国调查发现近400家美国企业存在贿赂丑闻，严重破坏了美国企业的形象，为此通过了《美国反海外腐败法》（FCPA）、《内幕交易与证券欺诈施行法》等一系列法律推进企业合规制度建构。时至今日，“不注重合规的企业是非主流企业”的经营理念普遍确立，依法合规经营成为现代公司治理的共识。^{〔34〕}从长期、积极的角度看，证券监管合规有利于公司树立遵纪守法、契合商业伦理的良好企业形象。从外部激励角度看，证券监管和解合规制度的宽大处理机制为推行合规治理提供外部激励。具言之，当证券监管部门对企业违法行为启动调查程序时，企业建立合规计划的事实或者完善合规计划的承诺，可以成为证券监管部门对其减轻处罚、与之达成和解协议的条件。当然，相较于单纯的遵从式规制，证券监管和解合规的激励包括约束在内，是“一种胡萝卜加大棒”“投桃报李”（tit-for-tat）式的规制措施。^{〔35〕}一方面，证券监管机构通过终止调查程序、减轻行政处罚等方式激励企业配合调查和自我披露，并改进合规计划；另一方面，对于没有经过合规验收的企业，和解合规协议失效，企业将重新面临调查、行政制裁乃至刑事制裁的风险。

〔31〕 参见〔日〕佐伯仁志：《制裁论》，丁胜明译，北京大学出版社2018年版，第40页。

〔32〕 Neil Gunningham, *Negotiated Non-compliance: A Case Study of Regulatory Failure*, 9 Law And Policy 69 (1987).

〔33〕 参见李沫：《激励型监管的行政法思考》，载《政治与法律》2009年第10期。

〔34〕 参见张远煌等：《企业合规全球考察》，北京大学出版社2021年版，第4-5页。

〔35〕 参见〔英〕罗伯特·鲍德温、马丁·凯夫、马丁·洛奇：《牛津规制手册》，宋华琳等译，上海三联书店2017年版，第141页。

三、证券监管和解合规制度的体系构造

行政和解是政府监管的手段,企业合规才是监管的最终目的。目前,企业合规刚刚被引入我国行政监管体系,证券监管和解合规制度仍未形成完整的体系构造。因此,从激励企业建立内部合规、合作治理的角度来看,厘清证券监管和解合规制度的体系构造至关重要。按照规制法理论,标准制定、监督与执行三要素是任何一个有效规制体系的必备要素。^{〔36〕}也有学者将行政法上企业合规治理区分为合规治理的适用前提、合规计划的订立标准、合规计划的实施和验收三大制度体系。^{〔37〕}殊途同归,证券监管和解合规并非单一的监管工具,而是由合规标准制定、过程监督、效果反馈和验收等内容构成的行政合规制度。

(一) 标准制定

标准制定是证券监管和解合规制度的目标要素和适用前提。证券监管和解合规制度的有效实施,首先需要明确企业合规的标准。规制法理论中,标准具有多重含义,技术领域的标准是指专业机构制定的一般技术要求,法学意义上的标准则更靠近行政规则,是监管主体和对象应该遵守的行为准则。通过监管机构对技术标准的反复适用,以及所采取的一系列确保标准实效性的手段,间接地为私人设定权利义务,对私人产生外部的法律效果。^{〔38〕}所以,证券和解合规制度中的标准制定包括行政规则与企业规则两个层面,前者是指证券监管机构制定的合规指南,后者是指企业规则层面的合规计划,是企业根据合规指南在个案中形成的适合自身的具体管理标准。

• 447 •

其一,抽象层面合规标准的确立。证券监管部门通过发布合规指引,为证券和解合规提供参考和标准。政府介入标准制定过程体现为一方面通过公法手段制定合规标准,另一方面通过协议的方式,为企业施加标准约束。整体而言,规则层面的合规标准可以采取“框架立法+合规指南”的二阶模式,实现对企业内部管理干预的适度平衡。具言之,框架立法旨在对证券企业形成良好的内部管理基本制度作出提纲挈领的规定,例如《合规办法》作为合规的框架立法,为证券监管机构的具体实施细则提供牵引。同时,基于《合规办法》提供的规范框架,中国证监会可以根据实际情况制定和解合规的实施细则或专项合规指南,为企业建构合规机制提供牵引。当然,考虑到整齐划一的合规标准难以适应千差万别的企业个体情况,可以考虑将某些规则去实质化,在确立有效合规计划的最低标准基础上,采用“一般承认的技术规则”^{〔39〕}或领域通用的技术标准,引入开放、多元的技术标准供企业自主选择适用。例如,中国证监会制定的《证券公司风险控制指标管理办法》(2020年修正)(以下简称《风控办法》)第20条规定:“证券公司可以结合自身实际情况,在不低于中国证监会规定标准的基础上,确定相应的风险控制指标标准。”该条款作为一般承认的技术规则,能够在证券监管的灵活性和法的安定性间保持动态平衡。

〔36〕 参见〔英〕科林·斯科特:《规制、治理与法律:前沿问题研究》,安永康译,清华大学出版社2018年版,第90页。

〔37〕 参见解志勇:《行政法上企业合规治理制度体系的建构思路》,载《法律科学》2023年第3期。

〔38〕 参见宋华琳:《论技术标准的法律性质——从行政法规范体系角度的定位》,载《行政法学研究》2008年第3期。

〔39〕 王贵松:《风险社会与作为学习过程的法——读贝克的〈风险社会〉》,载《交大法学》2013年第4期,第174页。

其二，具体层面合规标准的形成。在证券监管机构与企业和解过程中，企业合规计划的制定至关重要。企业在违法之前、期间和之后的合规计划是证券监管机构是否进行证券和解、和解合规计划是否执行的关键因素。实践中，证券监管机构与申请行政和解的企业需要在和解协议中达成专项的合规内容，要求企业按照监管部门的要求，全面改进专门的合规计划。和解合规协议的核心问题是企业合规计划如何建立或重建，证券监管机构需要依据《合规办法》以及证券合规指南来细化个案中的具体管理（合规）标准，这事关证券监管机构的介入程度，或者说证券企业享有多大的合规自主权。企业合规计划不存在统一模式，整体而言，证券监管机构主要从合规管理架构、政策与程序、定期风险审核、适当监督、培训和指南、内部报告和调查、纪律惩戒等方面，提出企业重建合规体系的要求。^{〔40〕}对于企业提出的合规计划，主要存在审批制和备案制两种方案，具体情形中需要考虑合规文本的规范密度、信息披露的透明度、原来企业合规计划的完备程度等因素。对于合规管理体系符合《ISO 19600 指南》的，监管机构通常会放松规制标准。^{〔41〕}《合规办法》第12条规定，合规管理的基本制度应当明确合规管理的目标、基本原则、机构设置及其职责、违法违规行及合规风险隐患的报告、处理和责任追究等内容。当然，基于被监管企业自身的专业优势和信息优势，证券监管机构鼓励企业作出高于监管要求的“合规承诺”，实现自我规制。

（二）过程监督

过程监督是证券监管和解合规制度的监督要素，意指证券监管机构对证券企业的行政合规执行情况的过程性检查。从证券监管实践看，合规监督包括企业内部监督、监管机构监督和第三方监督三种模式。

其一，企业内部监督。内部监督途径主要通过专设合规监督员（合规官），对本公司内部管理行为的合规性进行监管。在企业合规理论中，合规计划中引入“独立监管人”被视为一种制裁，由企业独自承担监管费用。^{〔42〕}基于此，美国司法实践将企业聘用监管人视为一种制裁，纳入案件的处置协议之中。除了要求企业作出改进合规计划的承诺外，还要求企业聘请独立的合规监督员，持续监督和审查企业合规的改进和完善情况，并向监管机构作出定期汇报。^{〔43〕}就我国语境下，证券监管机构在行政和解过程中，可以要求企业根据《合规办法》第11条规定专设合规负责人，承担监督者的保证人义务。易言之，证券和解合规制度中，合规监督员的首要职责是评估和监督被告企业遵守协议条款的情况，包括和解协议所确立的重建合规计划的义务，并有权就企业遵守监管法律、合规计划的有效性等问题进行审查，并向监管机构提交后续报告。

其二，监管机构监督。从发达国家的企业合规经验看，证券监管和解合规协议中通常会设置三年或更长的考验期，并由专门监督机构考察企业合规义务履行情况，从而决定是否派驻监督员或合规协调员，定期对企业建立合规体系的进展情况进行检查和督促。^{〔44〕}易言之，行政和解期

〔40〕 参见陈瑞华：《企业合规视野下的暂缓起诉协议制度》，载《比较法研究》2020年第1期。

〔41〕 参见胡国辉：《企业合规概论》，电子工业出版社2018年版，第194-213页。

〔42〕 参见马明亮：《论企业合规监管制度——以独立监管人为视角》，载《中国刑事法杂志》2021年第1期。

〔43〕 参见李本灿：《合规官的保证人义务来源及其履行》，载《法学》2020年第6期。

〔44〕 参见陈瑞华：《企业合规基本理论》（第2版），法律出版社2021年版，第208页。

内,证券监管机构会对企业重建合规计划的进展情况进行持续不断地监控。行政机关的监管方式主要是由证券监管机构实施行政检查,通过调整行政检查的频次或方式来激励证券企业自觉遵守合规规定。行政检查的形式包括文本检查和实体检查两种类型,文本检查主要指证券监管机构对证券企业按要求报送的申请材料或报告进行合规审查,尤其是对违法企业纠正违法行为、消除或减轻违法行为后果的方案进行严格审查。实体检查是确保合规协议有效性的过程检查,意指通过走访、实地抽样等方式,跟踪和评估监管要求和合规计划的落实情况。当然,对于高度配合监管调查的企业,行政机关可以要求企业定期提交监管报告和年度合规报告,而不采取频繁的行政检查。

其三,第三方监督。相对于第一方监督(企业对自身合规的内部检查)和第二方监督(监管机构的检查),第三方监督可以充分利用各方主体的资源,有效缓解执法资源稀缺的困境,实现公私合作监管的治理样态。传统以监管机构为中心的监管方式的高效运转需要耗费大量的执法资源,尤其对于企业合规而言,传统监管模式在投入大量执法资源的同时,却存在监管成本高昂、效能低下等短板制约。与政府单方监管模式不同,第三方监督更具有专业性、独立性、可问责性等特征,第三方通过介入企业的市场活动而更容易与被规制者实现信息共享、获取更多的信息,它们利用合作的方式、秉持同行评审的态度,更容易发现和纠正被规制者的不遵从行为。例如,美国 SEC 在证券和解合规实践中,经常会聘用具有专业资质的外部专业机构对公司合规管理的有效性进行评估。^[45] 行政和解过程中,证券监管机构可以要求证券公司选择符合资质条件的第三方监督主体对企业合规改进的有效性和整改方向进行评估和指导。当然,第三方监督也存在“委托—代理”难题,为了增加市场竞争力而放宽检查标准、因长期雇佣关系而产生合谋现象,从而削弱第三方监督的中立性。^[46] 对此,可以强制性要求被规制企业定期改变所雇佣的第三方监督机构。

• 449 •

(三) 效果反馈与验收

效果反馈是证券和解合规协议的调整要素,意指证券和解过程中监管机构通过一定的监管措施对行政合规的执行情况进行反馈和纠正,以激励企业积极执行合规计划。结合证券监管实践的情况总结,可以提炼出行政处罚、证券监管措施、行政检查等监督反馈工具。

其一,行政处罚。行政处罚凭借减损权益或者增加义务的后果设置,能够激励和威慑行为人事前放弃违法行为。在证券和解合规制度中,行政处罚成为企业合规机制建构的重要执法威慑手段。一方面,根据和解协议,企业对合规计划执行的完备程度成为行政处罚的构成要件。《证券法》第 218 条将证券公司配合证券监管机构行使“监督检查、调查职权”作为行政处罚的构成要件。在行政和解过程中,证券企业对于企业治理结构、内部控制的重建没有达到监管要求的,证券监管机构可以恢复行政执法程序,对企业予以行政处罚。另一方面,企业合规计划的实施情况成为行政处罚的裁量要件。一则,违法行为发生前的企业合规制度有效性成为是否进行严格处罚的重要裁量因素。因为企业内部合规是企业自身尽到合理注意义务的一种标志,如果企业已尽到

[45] See Lisa C. Wood, John W. R. Murray & Christian A. Garcia, *Securities and Exchange Commission Year in Review: Enforcement Actions and Issues from 2019*, 27 The Investment Lawyer 21 (2020).

[46] 参见高秦伟:《论政府规制中的第三方审核》,载《法商研究》2016年第6期。

合理的注意义务，仍无法有效避免危害的发生，则其不具有进行责难的基础。^{〔47〕}二则，证券监管中，企业主动作出高于监管要求的合规承诺将会换取监管机构减轻处罚的“回报”，同时和解过程中监管机构按照合规承诺获得法定权力之外的约定权力，企业对合规计划的执行情况也成为是否采取行政措施的裁量要件。

其二，证券监管措施。证券监管措施是证券监管机构依据证券监管权，针对证券期货市场各类主体存在违法或不当行为所采取的监督管理措施的总称。^{〔48〕}证券监管机构通过证券监管措施来促进企业合规的积极执行，类似于行政法上的“行政机关优益权”的行使，被实践证明是行之有效的执行策略。这主要体现在证券监管措施的种类丰富性、执法灵活性和监管全覆盖三个方面。首先，证券监管措施种类丰富，能够填补传统监管手段不足的弊端。据统计，目前几十部证券立法规范规定了约114种证券监管措施，其中，《证券期货市场监督管理措施实施办法（征求意见稿）》第2条列举了16项证券监管措施，范围涵盖申戒型、限制财产型、限制行为型和限制资格型等多元监管措施。其次，证券监管措施具有灵活性。不同监管措施可以选择或共同使用，监管谈话、责令定期报告、市场禁入等创新规制工具及其组合，能够适应“回应性监管”的需要。最后，证券监管措施能够实现监管全覆盖。相比证券处罚的高权性、侵益性和事后性，证券监管措施作为一种事中监管措施，对企业合规性和审慎性监管过程中违法违规行为进行过程性矫正和补充监管。

其三，行政检查。行政检查是行政机关为实现监管目标或职能而采取的方法，证监会的行政检查程序是行政处罚与证券市场监管的重要环节，其结果能够课予相对人一定的程序性义务或负担。规制法理论认为，行政检查不仅仅是行政事实行为，而且其本身可以成为调控工具，通过调整行政检查的频次或方式激励企业自觉履行合规计划。例如，美国的SEC借助《执法手册》（Enforcement Manual）所赋予的全方位的调查手段，通过评估证券公司违法行为的具体情况以及合规制度的完善程度，决定是否与企业进行和解或采取其他监管措施。^{〔49〕}我国证券监管合规实践中，《合规办法》第38条规定将“增加现场检查频率”作为一项重要的行政监管措施。在放管服改革背景下，“双随机、一公开”监管与“信用风险分类监管”等监管装置的联动给行政检查方式带来重大变革，能够更好地实现证券企业合规的差异化、精准化动态监管。

此外，合规计划的验收是证券监管和解合规制度的结果要素。在行政和解协议中，证券监管机构在作出中止调查决定的同时通常会设置一个证券公司履行合规承诺的期限，这一期限也被称为合规考察期。证券监管机构在合规考察期结束后对企业合规计划的整改情况进行评估和验收，并根据合规整改的效果作出最终的执法决定。一般而言，对于合规计划的评估和验收需要综合考虑证券公司是否根据合规承诺建立起有效、成熟的合规体系，已经建立合规体系的企业是否有效排除了原有的法律风险，企业违法行为产生的法律后果是否获得及时的消除等因素。对于通过合规计划验收的证券公司，证券监管机构可以结合企业缴纳承诺金和采取补救措施的情况，做出终

〔47〕 参见李本灿：《企业犯罪预防中合规计划制度的借鉴》，载《中国法学》2015年第5期。

〔48〕 参见张红：《证券行政法专论》，中国政法大学出版社2017年版，第71页。

〔49〕 参见吕成龙：《证监会行政调查制度的解构与重述》，载《证券市场导报》2018年第5期。

止调查的决定。而对于未通过合规计划验收的企业，证券监管机构可以终止执法承诺程序，恢复行政执法程序，并对其采取证券监管措施。

四、证券监管和解合规的法治进阶

证券监管和解合规制度以和解为手段来实现合规建构的目的，对于改善公司的治理结构、完善合规管理与风险控制具有重要意义。与此同时，作为一种规制工具，和解合规协议本身也是对企业自主经营权的干预，且依契约行政和依法行政之间的张力冲击着法治国家的基石。“自我管制缺乏公共利益之正当性，有效的自我控制，必须辅以其他机制为配套，包括特定法律框架秩序的健全、程序的透明化和特定结果的监督等。”^[50]因此，证券和解合规活动必须接受行政法治的调控。

（一）合规依据的法律控制

政府监管对经营自主权的介入应受法律保留原则的调控。证券公司依法享有自主经营的权利，其合法经营不受干涉。《中华人民共和国公司法》（2018年修正）第5条规定：“公司从事经营活动，必须遵守法律、行政法规。”所以，在合规依据上，证券和解合规制度首先要受到法律保留原则的约束。《证券法》第130条要求证券企业建立内部合规制度，“证券公司的业务活动，应当与其治理结构、内部控制、合规管理、风险管理以及风险控制指标、从业人员构成等情况相适应”。因此，就宏观立法授权链条而言，目前的证券和解合规协议中的合规标准设计具有法律依据。当然，证券监管机构通过订立契约的方式来形成合规标准条款，必须符合《证券法》《合规办法》《风控办法》等规则标准，不违反法律的强制性规定。

• 451 •

一项政府监管决定的作出除了要符合法律保留原则的约束外，还需要符合成本收益分析的要求。从企业制度建构的角度看，一套完善、成熟的合规制度的成本往往价格高昂，从合规人员配置、建章立制以及资源配套，到认证和执行成本，均需要大量资源投入。因此，证券监管机关在制定合规依据或指南时应当遵循行政效能原则和成本收益分析的要求。成本收益分析要求政府规制必须证明收益是正当的，且社会的成本负担是最少的。如果存在多种可供选择的手段，应选择最大限度地提高净效益的方法。同时，科林·戴夫（Colin Diver）认为规制标准等行政规则制定，要符合透明性（transparency）、可及性（accessibility）和一致性（congruence）三个标准。^[51]合规标准的制定同样要符合透明性、可及性和一致性的要求。具言之，透明性意味着合规规则应当按照“定义明确且普遍接受的含义”原则来使用词句，从而能为受众理解；可及性意味合规规则的制定要以较为简便的方式适用于监管企业；一致性则意指合规规则的制定与促进潜在政策目标实现之间具有正相关性。

（二）适用范围的法律控制

证券监管和解制度适用范围的妥当厘定事关证券监管的效能发挥。《办法》受传统行政法理

[50] 林明锵：《欧盟行政法：德国行政法总论之变革》，新学林出版股份有限公司2009年版，第41页。

[51] See Colin S. Diver, *The Optimal Precision of Administrative Rules*, 93 Yale Law Journal 65 (1983).

下“公权力不得处分”观念影响，将证券执法和解的范围限定在“情况难查”且“经过必要调查程序”的案件。该条件设置体现了严格限制证券行政处罚权、防范公权力滥用的形式法治主义立场，但严格拘束模式也带来无法适应执法实践需要、当事人和解承诺动力不足等问题，导致和解制度被高高挂起、无法落地。《承诺办法》第7条在此基础上作出调整，将证券和解的范围以负面清单的形式限定在涉嫌犯罪移送司法机关、违法行为情况严重和恶劣、证券监管机构认为不适用执法和解的其他情形，仍显得过于保守。但如果无限扩张和解的适用范围，又容易消解依法行政所建立起的法治根基。从域外证券行政执法实践观察，主要存在严格限制和自由裁量两种模式。前者以德国为代表，基于依法行政原则的约束和对权力滥用的隐忧而严格限定行政和解的范围，根据证券行政处罚程序指引，当事人仅能就行政处罚的数额与金融监管局协商达成和解协议。^[52]后者以美国和英国为代表，美国《联邦行政程序法》《行政争议解决法》和SEC《行为规范》，英国《金融服务与市场法》均授予证券监管部门广泛的自由裁量权，由其在授权范围内结合个案展开行政和解。^[53]

基于行政协议的法律属性和提高证券行政执法效能的现实需要，证券和解合规协议适用范围应采取自由裁量模式，同时通过备案审查等机制压缩自由裁量空间。行政和解的形成空间，很大程度上取决于行政机关享有的职权处分权和在此基础上的自由裁量权。进言之，证券和解合规协议的适用范围应当受限于证券监管机关职权处分的裁量空间，亦即取决于在证券监管事项上享有的行政行为形式选择自由的边界。具言之，一方面，证券和解合规协议的适用应当建立在职权处分基础上，并加以严格的法律控制。为了控制行政和解的自由裁量权，在证券和解合规过程中，美国执法部门将和解协议以书面备忘录的形式提交SEC相关委员会进行审查。^[54]对此，我国证券和解合规协议也可以设置备案审查程序，通过行政自制的方式控制行政和解权的滥用。另一方面，行政和解需要在行政裁量空间范围内，因此证券和解合规协议需要在裁量范围内遵循公正裁量之义务。行政裁量权并非“法外之地”，证券监管机构在行使行政行为形式选择自由裁量空间内要受到比例原则、依法行政原则的拘束。在行政法治原则之外，行政和解的运行还应当遵循自愿原则和不违反公共利益原则。^[55]

（三）执行措施的法律控制

证券监管和解合规制度的有效实施依赖监管机构的各种监督反馈工具对企业改善合规机制的进展情况进行持续不断的监督和审查。然而，各项监管措施容易对私主体的权利义务关系产生直接的影响，也应受到行政法治的调控。

1. 行政处罚措施。证券监管和解合规制度中适用行政处罚措施存在如下两种情形：（1）成熟的合规机制成为行政处罚的构成要件，这种情形属于创设行政处罚，应当符合《中华人民共和国行政处罚法》（2021年修订）第10—16条规定的层级化保留规则。当然，合规计划的完备程度

[52] 参见高振翔：《比较法视野下证券行政执法当事人承诺制度的关键问题研究》，载《经贸法律评论》2022年第2期。

[53] 参见黄江东、施蕾：《证券法治新图景：新〈证券法〉下的监管与处罚》，法律出版社2022年版，第66—67页。

[54] 参见郭雳：《美国证券监管执法中的调查与和解制度》，载杨紫烜主编：《经济法研究》（第5卷），北京大学出版社2007年版，第375页。

[55] 参见王由海：《论行政和解制度的规范建构——基于行政过程论视角的分析》，载《河南财经政法大学学报》2021年第4期。

与守法效果之间没有直接的等价关系,有的企业虽然已经建立成熟、完善的合规机制,但可能因为其他原因而产生不理想的守法效果。因此,对于守法效果瑕疵但已经建立较为成熟合规机制的企业可以适用过罚相当原则,适当减轻行政处罚的幅度,以激励企业建立完备的合规机制。(2)企业合规计划的实施情况成为行政处罚的裁量要件。此时,当企业没有履行和解协议所规定的“合规承诺”时,证券监管机构可以重新开启执法程序,作出行政处罚。但行政处罚应当遵循公正裁量的义务,在法定的处罚行为、种类和幅度内作出决定。

2. 证券监管措施。证券监管措施主要源于英美法系的证券监管经验,与来源于欧陆的行政行为类型属于不同的逻辑和话语体系,二者很难直接“通分”,证券监管措施把欧陆法系高度概念化的“行政行为”拆解成分散化的行政活动,以服务行政任务实现的需要。易言之,这些具有侵益性的监管措施对于预防市场风险、防止风险扩大虽然必要,但往往由于不受行政许可法、行政处罚法、行政强制法的约束,容易成为证券监管的盲区。规制法理论认为,任何一项规制工具都应受到合法性和程序性控制,具备可审查性(reviewable)。^[56]因此,实体内容上,证券监管措施的设定必须符合依法设定原则,同时,对于侵害企业合法权益的,应当允许企业依据《中华人民共和国行政诉讼法》(2017年修正)第2条、第12条的规定提起行政诉讼。程序上,实践中存在部分监管措施不适用法律正当程序,引发监管俘获、政府失灵和侵害合法权益的弊端。^[57]对此,证券监管措施应当遵守法律上的正当程序原则,赋予当事人陈述申辩、听证等程序权利。

3. 行政检查措施。传统理论认为,行政检查不属于行政行为,仅涉及相对人的程序性权利,未变动实体权利义务关系。^[58]行政检查仅被视为行政主体依职权收集证据的活动,相对人无法主动参与程序,行政检查程序启动的任意性、检查方式的随意性、检查对象以及检查内容的选择性等非法治化现象十分严重。“一行为一法”的立法模式无法满足行政检查的实践发展需要,法律亦无法事无巨细地规定何时对何事采取何种方式进行检查。对此,行政检查应当恪守程序公正,从程序上规范各类行政检查行为。一方面,行政检查程序应当符合依法行政原则、比例原则、全面收集证据原则、公开公正和平等原则、利害关系人参与原则、司法审查原则等程序原则。^[59]另一方面,通过具体的程序规制和制度细化保障相对人的程序权利。在行政检查前,调查人员应事先告知相对人并表明其身份,并通过陈述、申辩、听证等正当程序听取当事人意见。

五、结 语

“政府监管企业,首要目的在于监管风险而不是规制。”^[60]面对日益复杂的社会利益和行政任务,以命令与控制为特征的传统证券监管模式难以实现对企业违法行为的有效治理。随着证券法治的发展,证券监管机构舍弃了单方、强制的证券监管模式,而是以合作治理的方式介入证券

• 453 •

[56] 参见〔英〕安东尼·奥格斯:《规制:法律形式与经济学理论》,骆梅英译,中国人民大学出版社2008年版,第114-120页。

[57] 参见邢会强:《金融监管措施是一种新的行政行为类型吗?》,载《中外法学》2014年第3期。

[58] 参见章志远:《行政法学总论》(第2版),北京大学出版社2022年版,第320-321页。

[59] 参见黄学贤:《行政调查及其程序原则》,载《政治与法律》2015年第6期。

[60] 〔英〕罗杰·布朗斯沃德等主编:《牛津法律、规制和技术手册》,周辉等译,中国社会科学出版社2021年版,第8页。

公司内部的运行过程，要求和鼓励企业围绕合规标准建立、完善内部合规制度，实现政府规制与企业自我规制的统一。在这种背景下，证券和解合规制度通过在行政和解过程中导入企业合规机制，成为重要的证券监管激励机制。行政和解制度与企业合规机制的耦合，意味着证券监管从高权管制走向双向协商、从政府监管走向内部治理、从片面威慑走向激励监管。合规激励机制的嵌入，以放弃部分行政处罚权为代价，鼓励企业重建合规机制，实现对企业内部违法违规行为的积极预警和源头治理。

Abstract: With the continuous renewal of administrative tasks and the increasing complexity of securities violations, it is difficult for the traditional high-powered securities regulation model to achieve effective governance of securities violations. Under the pull of policy terminology such as improving the effectiveness of securities regulation and corporate compliance governance, the securities regulation and compliance system has become a new path for the governance of securities violations, implying a paradigm shift from high-powered administration to contractual administration, from governmental regulation to internal governance, and from unilateral deterrence to incentivized regulation. Securities regulation and compliance system is not a single regulatory tool, but a whole set of institutional system consisting of “standard setting” “process supervision” “feedback and acceptance”, etc. It is the first step in the development of a system of self-regulation and governmental regulation. It is the unification of enterprise self-regulation and government regulation. At the same time, as a regulatory tool, securities regulation and compliance system itself is also an intervention in the autonomy of the enterprise, therefore, securities regulation and compliance agreement must be placed in the framework of the administrative rule of law in terms of the basis for compliance, the scope of application and implementation measures to control.

Key Words: securities violations, securities regulation, administrative settlements, corporate compliance

(责任编辑：刘 权 赵建蕊)

操纵市场类型化认定的理论审思与制度构造

孙宝玲*

内容提要：操纵市场行为损害证券市场效率和公平，应予禁止。但识别操纵市场的难点在于，某些操纵的外观表现为正常的交易，很难将其与对市场有利的健康交易活动相区分。目前对操纵市场的认定主要有以欧盟为代表的“行为+后果”模式、以美国为代表的“意图”模式及我国的“影响”模式，但皆存在困境。以行为手段与获利模式为基础将操纵市场分为欺诈型与交易型，并将交易型进一步分为公开交易型与外部利益型，是区分操纵市场与合法交易的有效路径。欺诈型、公开交易型与外部利益型操纵有不同的行为模式和违法性根源，应设计不同的认定标准，以更好识别和打击操纵市场，同时可为投资者民事求偿奠定侵权行为认定的理论基础。

关键词：操纵市场 欺诈型操纵 交易型操纵 不对称价格反应理论

• 455 •

“恒康医疗”案于2019年12月27日宣判，作为操纵市场民事赔偿胜诉第一案，在操纵市场民事审判领域迈出了历史性步伐。但其赔偿金额与投资者起诉请求相差甚远，在如何区分操纵市场与虚假陈述的行为特征、主观意图、损害后果、市场影响以及行政处罚等方面，亟须在今后的民事审判实践中探索完善。在操纵市场行政执法实践中也缺乏清晰、可操作性强的操纵行为认定标准，执法公信力不强，缺乏说理。^{〔1〕}虽然我国在2019年《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）修订之时修改了操纵市场基本规范，但现有规范尚存在缺陷，无法区分正常的交易行为与操纵市场。^{〔2〕}而目前关于操纵市场行为的研究多为零散、具体的分析，缺乏对操纵市场行为认定标准的框架性研究。早期研究操纵市场行为类型化的学者提出操纵市场行为大致有虚伪交

* 孙宝玲，首都经济贸易大学法学院讲师。

本文为首都经济贸易大学新入职青年教师科研启动基金项目“类型化视角下算法交易中的操纵市场认定研究”（XRZ2023012）的阶段性成果。

〔1〕 参见彭冰：《交易型操纵民事责任的因果关系界定——朱雀投资诉阿波罗公司、邵某案分析》，载《中国法律评论》2023年第4期。

〔2〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》（〔2016〕70号）。

易、实际交易操纵、散布谣言或不实资料、违反政令而实施的安定操作等类型。^{〔3〕}但未说明此分类的原理及规范意义，大体可认为是从操纵手段角度进行的归纳性分类。也有学者提出了信息型操纵与交易型操纵的类型划分，但对于信息型操纵的范围，学界并无统一的观点，且信息型操纵与交易型操纵并非操纵市场两大逻辑周延的基础性分类。^{〔4〕}其他现有研究多聚焦于对某一操纵行为的具体研究，如对信息型操纵、跨市场操纵、抢帽子交易操纵、幌骗交易的研究等，缺乏对操纵市场行为的系统性类型化研究。^{〔5〕}

本文溯源而上，从禁止操纵行为的核心理论中寻找规制基础，从类型化角度切入，以欺诈市场理论、市场的微观结构理论等分析不同操纵市场类型的认定标准，为操纵市场的认定提供理论定义明确、行为认定明晰、因果关系一致的逻辑基础，以厘清操纵市场规制的理论基本面，为指导监管实践提供坚实的法理基础。

一、现行操纵市场的认定模式与困境

操纵市场通过影响价格准确性与流动性损害市场效率与公平，阻碍证券市场正常发挥功能，是应予禁止的交易行为。考察现行操纵市场认定模式可为分析操纵市场的具体构成要件提供基准。^{〔6〕}

（一）以欧盟为代表的“行为+后果”认定模式

行为与后果认定模式是指，通过定义操纵手段的违法性及其产生后果的危害性区分操纵市场与正常的交易行为。这一模式的典型代表是欧盟对市场操纵的认定。为了应对市场中金融产品交易的自动化及可能出现的新型市场滥用行为，欧盟于2014年颁布了《反滥用市场条例》（Market Abuse Regulation）用以取代2003年的《反滥用市场指令》，为反市场操纵提供更为明确的认定规则。该条例扩大了市场操纵的定义，增加了操纵行为示例，如算法交易和高频交易中的市场操纵等。

《反滥用市场条例》在第12条第1款规定市场操纵包含以下手段：第一，向市场释放虚假或误导性信息，或导致人为定价的行为；第二，采用虚伪策略或其他欺骗诡计的行为；第三，向市场释放虚假或误导性信息，或导致人为定价的信息传播行为，且传播者知道或应当知道信息是虚假或误导性的；第四，金融基准操纵，即行为人传播虚假或误导性信息，或提供与金融基准相关的虚假或误导性输入数据，或从事其他操纵金融基准计算的行为，且该行为人知道或应当知道信息或数据是虚假或误导性的。第一种和第二种活动是关于欧盟市场操纵行为的概括性规定，对于这两个活动的认定，该条例附件中列出了一些具体的指标。第三个活动是第一个活动的具体化，如果行为人是通过信息传播的形式向市场释放虚假或误导性信号，或产生了人为定价的影响，则

〔3〕 参见张晨颖：《股市中操纵市场行为及防范的法律对策》，载《法学》2000年第5期。

〔4〕 参见缪因知：《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；程红星、王超：《美国期货市场操纵行为认定研究》，载《期货及衍生品法律评论》第1卷，法律出版社2018年版，第79-102页；高海涛：《试论信息型操纵的违法性及防控对策》，载《证券法苑》第22卷，法律出版社2017年版，第456页。

〔5〕 参见缪因知：《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；程红星、王超：《跨市场操纵立法与监管研究》，载《证券法苑》第22卷，法律出版社2017年版，第472-486页；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；谢贵春：《证券市场如何规制幌骗交易——以美国为例》，载《证券法苑》第21卷，法律出版社2017年版，第191-207页。

〔6〕 参见樊健：《禁止操纵证券市场的理论基础：法律与金融的分析》，载《财经法学》2022年第3期。

还应证明行为人的主观状态,即行为人知道或应当知道其传播信息的虚假性或误导性。第四个活动是新增加的操纵行为,即操纵金融基准行为。如2015年全球多家银行交易员合谋影响伦敦银行间同业拆放利率(LIBOR),通过操纵该利率谋利的行为即属于金融基准操纵。^{〔7〕} LIBOR是伦敦主要银行从其他银行借款时预计收取的平均利率,也是许多证券利率的基准,约450万亿美元的金融交易以该利率为估值基础。^{〔8〕} 对该利率的操纵行为导致数万亿美元的金融工具以错误的利率定价,严重损害了金融市场的功能与信誉。该案在全球范围内已致多家涉案银行被处以总额超90亿美元的罚款,也为欧盟金融基准操纵的认定提供了例证。

《反滥用市场条例》第12条第2款列举了五种操纵行为的具体表现形式,包括:(1)利用市场优势地位,造成人为定价或其他不公平市场条件的效果;(2)通过尾市交易,造成误导其他投资者的效果;(3)通过算法或高频交易等申报订单,导致交易系统的运行受到干扰、识别真实订单的难度增加或向市场释放虚假或误导性信息;(4)抢帽子交易操纵,即通过媒体发表对金融产品的意见,同时持有该金融产品头寸,并随后从对该产品价格的影响中获利,而未同时以适当有效的方式向公众披露该利益冲突;(5)温室气体排放配额操纵,即在竞价前买卖二级市场中的温室气体配额及衍生品,导致该产品的人为定价或竞价中的误导性交易等。

总体而言,欧盟《反市场滥用条例》中规定了两类市场操纵行为:第一类是向市场释放虚假或误导性信号,或导致人为定价的行为;第二类是采用虚伪的策略或其他欺骗手段影响金融产品价格的行为。第12条第1款中的后两种行为都可以包含在第一类中,第2款中列举的操纵行为也是这两类市场操纵的具体化,该条例附件中也分两类列举了市场操纵行为的认定参考指标。其中,第一类市场操纵从行为的效果角度认定其违法性,若行为产生了向市场释放虚假或误导性信号的效果,或产生了人为定价的效果,则为市场操纵行为;第二类从行为本身认定其违法性,即行为本身具有虚伪性、欺骗性,则应认定为市场操纵行为。

该认定模式具有一定合理性,但总体而言较为严格,认定标准较高,且未明确操纵意图在操纵市场认定中的作用。首先,该认定模式中要求信息传播操纵与金融基准操纵中的行为人知道或应当知道信息的虚假性,实质上提高了行为人的操纵意图这一构成要件的认定标准。其次,操纵手段的认定标准不清晰,构成要件之间的逻辑关系模糊。如向市场释放虚假或误导性信息、采用虚伪策略或欺骗诡计的行为与虚假的信息传播行为等可能存在重合。^{〔9〕} 这三个操纵手段之间的区别未予明确,可能导致在认定标准的具体适用上存在混乱。在虚假的信息传播操纵中,行为人知道或应当知道信息或数据是虚假的,而在第一种操纵手段,即向市场释放虚假信息的操纵中,行为人的操纵意图在认定中的作用及标准却未予明确。

(二)以美国为代表的“意图”认定模式

意图认定模式是指以操纵意图作为操纵市场与正常交易区分标准的认定模式。美国证券法中

〔7〕 See Deirdre Ryan, *Dealing with the Market Abuse Regulation: A Case for Modernisation*, 8 King's Inns Student Law Review 60, 60-87 (2019).

〔8〕 See Alexandra Youngblood, *Aftermath of the LIBOR Scandal*, 35 Review of Banking and Financial Law 57, 57 (2015).

〔9〕 See Mathias M. Siems, *The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis*, 2 Law and Financial Markets Review 39, 43-44 (2008).

的操纵市场认定规则是这一模式的典型代表，主要规定在其《证券交易法》的第9(a)和10(b)条。^{〔10〕}第9(a)(1)条规定了禁止洗售、对敲等争议较小的典型操纵行为，第9(a)(2)条则是更概括性的规定，禁止进行以下证券交易：该交易将导致实际或表面的活跃交易或影响证券价格，且行为人进行该交易的目的是诱导他人购买或出售此证券。^{〔11〕}这一规则具有实际意义的关键在于定义了何为非法目的。因为正常的交易活动也会造成证券交易活跃的现象，从而影响证券的价格；但除非法律另有规定，若行为人进行一系列证券交易的目的是诱导他人购买或出售此证券，则应认定为操纵市场而非正常的交易。第10(b)条禁止行为人在证券交易中使用操纵性或欺骗性手段。^{〔12〕}这是一条概括性的反欺诈条款，并没有指出操纵性手段的具体含义。

美国《证券交易法》第9(a)(2)条对如何区分操纵市场与正常交易指出了具体认定标准，即行为人的操纵意图。虽然在欧盟“行为+后果”认定模式中的某些具体操纵行为中也存在意图这一构成要件，但其并非区分操纵行为与正常交易活动的根本标准。而在美国“意图”认定模式中，若行为人进行交易的目的是诱导他人交易，则应认定为操纵市场，该构成要件是区分表面正常的操纵行为与其他正常市场交易活动的根本标准。但作为区别标准的操纵意图在实践中很难认定，且规制只有意图没有损害后果的行为也缺乏坚实的规范基础。^{〔13〕}此外，认定操纵意图的更具困难之处在于被视为操纵市场的客观行为与正常的市场活动是一致的。如连续高价交易可能被认定为操纵市场，因为集中资金优势连续买入是我国连续交易操纵的表现形式之一。但如果连续更高的出价不是出于操纵意图，可能的一个合理解释是：在行为人购买的同时，由于其他原因而导致证券的价格在上涨，而非行为人的操纵；或行为人通过勤勉地研究，得出某证券价格最终会上涨的结论，因而提前连续买入。^{〔14〕}美国的GAF案和米尔肯案中也存在同样的客观证据不明困境，对这两个案子中的交易行为都可以进行其他解释，而这种解释与将其解释成操纵市场至少同样合理。^{〔15〕}因此，确定操纵意图的具体证明标准及其在操纵市场认定中的作用力是意图认定模式的应予完善之处。

(三) 我国的“影响”认定模式

根据我国证券法，操纵市场是指影响或意图影响证券交易价格或交易量的行为。有学者将之称为价量操纵，即价格操纵或交易量操纵。^{〔16〕}操纵市场的构成要件是“行为手段+影响”或“行为手段+意图影响”，因而可将我国操纵市场的认定模式归纳为“影响”模式。此外，证监会的执法实践中采用的也是基于影响的认定模式。^{〔17〕}在该认定模式下，如果能够证明所交易证券的价格或

〔10〕 See Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel Rauterberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 Yale Journal on Regulation 67, 67-126 (2018).

〔11〕 See 15 U.S.C. § 78i(a)(2) (2012); *Anchor Bank, FSB v. Hofer*, 649 F.3d 610, 616-17 (7th Cir. 2011).

〔12〕 See 15 U.S.C. § 78j(b) (2012).

〔13〕 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（西北政法大学学报）》2012年第3期。

〔14〕 在行政执法实践中，已有当事人提出相关申辩意见，如《中国证监会行政处罚决定书》（〔2022〕49号）、《中国证监会行政处罚决定书》（〔2022〕70号）等。

〔15〕 See *United States v. GAF Corp.*, 928 F.2d 1253 (2d Cir. 1991); *United States v. Milken*, 759 F.Supp. 109 (S.D.N.Y. 1990).

〔16〕 参见谢杰：《证券合规：市场操纵的法律规制与风险管理》，法律出版社2022年版，第38-44页。

〔17〕 See Sun Baoling, *An Empirical Analysis of Regulation on Open-Market Manipulation in China: An Effect-Based Approach*, 18 US-China Law Review 109, 109-121 (2021).

数量受到交易行为的影响,或交易者意图对证券的价格或数量造成这种影响,则构成操纵市场。

这种影响认定模式背后的逻辑是,如果交易者的行为影响了所交易证券的价格或数量,则本质上是试图扭曲市场中的自然供求关系、损害市场定价机制的行为。交易者采取该种行为后,便可通过市场效率的失灵,或市场公平的损害,或两者同时受损而获利。^{〔18〕} 由于真实的合法交易也可能对所交易证券的价格或数量产生影响,因此,区分表面合法的交易与正常交易行为的关键是意图或损害要素。在这一点上,欧盟的“行为+后果”认定模式与影响认定模式的区别在于对损害后果的举证责任不同。在“影响”认定模式中,原告只需证明其行为影响了证券交易价格或交易量即可,而无须证明是否导致人为定价。美国的“意图”认定模式与“影响”认定模式的区别在于对操纵意图的举证责任不同。在“影响”认定模式中,原告的举证责任已减少到仅证明意图影响价格或数量即可,而不是意图造成人为价格的特定意图标准。

虽然“影响”认定模式在操纵市场构成要件的证明中较为容易,但仍存在适用困境。首先,该模式无法区分正常的交易与操纵市场,投资者在证券市场中的正常交易也可能导致所交易证券价格或交易量的变化。该模式未从本质上阐明为何操纵市场与正常的交易不同,无法应对不断变化的操纵手段。其次,该模式提到了认定操纵市场的行为模式、损害后果与操纵意图三个构成要件,但没有明确这些构成要件之间的关系以及如何在实践中认定。是否某交易只要影响了价格或交易量,就构成操纵市场,或行为人只是意图影响价格但未成功也应承担操纵市场责任?《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)第55条中所列举的各具体操纵手段与影响或意图影响价格或交易量的关系如何并不明确。

• 459 •

二、类型检讨：基于违法性根源的行为模式认定

操纵市场的现行认定模式存在理论与实践缺陷,是因为没有认识到不同操纵市场类型的构成要件与认定标准有所差异。单层次的认定模式无法实现不同类型操纵行为的识别功能,因此,应构建操纵市场类型化理论,以对应多层次的构成要件与认定标准体系。此处的类型化理论并非对于操纵实践中行为模式的归纳与总结,而是从规范性视角对操纵手段的本质概括。实践中操纵人可能混合多种操纵手段以达到其操纵目的,但不同操纵手段作用于市场的逻辑不同。以行为认定为目的、以最小操纵手段公因式为视角,探究不同操纵手段的违法性根源,可为相应操纵市场行为的认定提供理论依据与实践指引,也可为人工智能背景下高频交易等算法交易中新型操纵手段的认定与解释提供理论依据。^{〔19〕} 根据行为人操纵证券市场的手段不同,可把目前实践中的操纵市场分为两类,即欺诈型操纵与交易型操纵,二者的区分标准是行为模式中是否有洗售、对敲、利用虚假的重大信息等欺诈性手段。操纵市场行为的表现形式多样,从行为模式上而言,欺诈型操纵与正常的交易行为明显不同,而交易型操纵与正常的交易行为表面上一致,难以区分。因

〔18〕 See Gina-Gail S. Fletcher, *Legitimate Yet Manipulative: The Conundrum of Open-Market Manipulation*, 68 Duke Law Journal 479, 479-493 (2018).

〔19〕 参见邢会强:《数字经济视角下的新〈证券法〉——修订解读、实施支撑与未来展望》,载《浙江工商大学学报》2020年第4期;刘艳红:《人工智能的可解释性与AI的法律责任问题研究》,载《法制与社会发展》2022年第1期。

此，该分类标准有利于首先从行为模式上对操纵市场的表现形式进行区分，为不同认定难度的操纵手段制定不同的认定标准。

（一）欺诈型操纵的违法性根源

对于欺诈型操纵的违法性根源，除了行为人对整个证券市场的欺诈，还可通过市场的微观结构理论予以阐释。禁止欺诈型操纵的主要原因是这种交易策略降低了市场的流动性，而非对市场中的其他交易者不公平。^{〔20〕} 根据市场的微观结构理论，解释市场价格形成的重要模型之一是信息模型，即信息在市场价格的形成过程中发挥着重要作用。^{〔21〕} 信息模型将市场参与者分为内幕交易者、信息交易者、噪声交易者、流动性交易者及做市交易者五类。^{〔22〕} 如果流动性交易者出售所购买股票的平均价格超过其购买时的价格，那么该流动性交易者就会获利。但流动性交易者在与知情交易者（包括内幕交易者、信息交易者）进行交易时，平均会亏损，因为知情交易者只有认为股票的真正价值高于流动性交易者的出价时，才会从流动性交易者处购买股票。^{〔23〕} 因此，知情交易一方面使股价平均朝着更准确的方向调整，但另一方面鉴于其对流动性提供者的不利益，会降低市场流动性。^{〔24〕} 因而有必要在股价准确性提高带来的积极影响与流动性下降带来的负面影响之间进行权衡。通常而言，基于股票的基本价值信息进行交易对市场是有利的，而基于披露的信息、来自发行人或非发行人的内幕信息进行交易对市场是有害的，因为这些交易在导致流动性下降的同时不会提高价格准确性，或会导致对交易对手的不公，损害市场公平。

从本质上而言，欺诈型操纵是一种特殊的知情交易。欺诈型操纵者根据他知悉而市场不知的信息进行交易，即他所作出的压低或抬高股价陈述的虚假性，或他所知悉的洗售、对敲、虚假申报等交易的非真实性。欺诈型操纵者的知情交易在总体上降低了证券的流动性而又未提高价格准确性，是一种损害证券市场的行为。

（二）交易型操纵的违法性根源

根据获利方式的不同，交易型操纵可进一步分为公开交易型操纵与外部利益型操纵。公开交易型操纵行为人通过预测市场中存在不对称的价格反应，以低买高卖的方式获利；外部利益型操纵行为人通过独立于交易但与市场价格相关联的外部利益获利。该分类标准的意义在于通过区分不同获利方式的交易型操纵，厘清交易型操纵不同的违法性根源与获利可能性，分别对公开交易型操纵与外部利益型操纵中行为人的目的与动机进行解释，有利于相应操纵市场行为的认定。

1. 再类型化之一：公开交易型操纵

美国证券法学者费舍尔（Fischel）和罗斯（Ross）在其开创性论文中认为，公开交易型操纵行为人不可能得到预期利润，无动力去从事这类违法行为，该行为本身具有自我抑制性。^{〔25〕} 此

〔20〕 See Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel Rauterberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 *Yale Journal on Regulation* 67, 67-126 (2018).

〔21〕 参见〔美〕莫琳·奥哈拉：《市场的微观结构理论》，杨之曙译，中国人民大学出版社2007年版，第43页。

〔22〕 参见孙宝玲：《证券信息披露简明性与有效性探析》，载《中国政法大学学报》2022年第5期。

〔23〕 See Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel Rauterberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 *Yale Journal on Regulation* 67, 90 (2018).

〔24〕 参见孙宝玲：《证券信息披露简明性与有效性探析》，载《中国政法大学学报》2022年第5期。

〔25〕 See Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, 105 *Harvard Law Review* 503, 503-553 (1991).

外,没有客观可考察的行为将操纵交易与基于其他目的的交易区分开来。若法律基于主观目的禁止公开交易型操纵,会阻止对市场有价值的交易。基于以上两点,费舍尔和罗斯认为法律不应禁止操纵。但该观点并不完全正确,因为行为人可能预测其交易的盈利性,且实际上也存在客观可观察的行为以区分操纵性交易与对社会有利的交易。

对于为什么公开交易型操纵不可能盈利,费舍尔和罗斯提出的重要论点在于,试图进行操纵的行为人买入证券时会导致证券价格上涨,而卖出时又会导致证券价格下跌,无法实现低买高卖,且存在执行交易的成本等,平均而言会亏损。因而从长远来看,试图操纵的行为人必定会无利可图。但该论点的问题在于,市场中还可能不存在不对称的价格反应,市场对股票新订单的价格反应实际上会不断变化,买入订单增多导致证券的价格上涨,可能高于卖出订单增多导致的价格下降。行为人若能够提前预测到这种市场条件的存在,有合理的理由相信不对称的价格反应可以足够大,使其交易成本低于交易收益之时,公开交易型操纵策略就可产生正收益。^[26]通过公开交易型操纵获利的关键在于行为人买入证券时对价格产生较大的影响,而卖出证券时对价格产生较小影响,或在卖出时产生较大影响,而在买入时产生影响较小,以总体实现低买高卖而获利。

证明行为人在交易之前有充分的理由相信市场会产生不对称的价格反应,是区分公开交易型操纵与正常交易的标准。若在证券市场实践中,行为人有能力预测到虽然他的购买行为可能会推高价格,但他随后的销售行为却不会相同幅度地拉低价格,则随后的买入后卖出行为很可能是操纵市场。因此,对于认定公开交易型操纵而言,更重要的是行为人是如何作出这种预测,即是否存在某种市场条件,使市场更容易产生不对称的价格反应。以下是关于此市场条件的三种情形。^[27]

第一,价格反应会异常不确定的时期,即市场在某个时期可能比平时对价格的反映更强烈。例如,可以预计某发行人将在某个日期公布其收益情况,但公布的内容尚不确定,可能高于也可能低于预期。而在公布之前,流动性提供者若发现任一方向的订单不平衡,都可能反映更高的价格上涨或下降的可能性,因为发行人的内幕人或受密者在此时进行交易的可能性都会高于平常。因此,如果操纵者在这段额外的不确定期间下单买入或卖出该公司股票,造成了这种订单簿的不平衡,更可能促使流动性提供者对其出价和报价进行比平常更大的调整。^[28]第二,寻找止损订单,即当前市场中存在异常大量的止损订单,则市场可能产生不对称价格反应。在卖方一侧,止损订单是在价格超过一定水平的情况下买入证券的订单,这种订单通常由处于卖空头寸的人为限制潜在损失而设。若股价超过某个点,其再继续卖空可能损失的更多,若设置了止损订单,则当股价持续上涨到达某个点时,就会自动买入,从而为其卖空行为止损。若报价侧有大量止损单,则操纵者在股价上涨过程中的购买行为会对价格产生增压效应,随着其订单推动价格上涨,止损单被触发,从而引发更多的买单;而当操纵者转而卖出时,随着市场价格的下落,市场价格平均

[26] See Franklin Allen & Douglas Gale, *Stock Price Manipulation*, 5 Review of Financial Studies 503, 505 (1992).

[27] See Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel Rautenberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 Yale Journal on Regulation 67, 104 (2018).

[28] 参见〔美〕拉里·哈里斯:《交易与交易所:从业者市场微观结构指南》,上海证券交易所产品创新中心译,格致出版社、上海人民出版社2021年版,第247-254页。

将远高于买入方的止损指令。第三，订单簿的脆弱性，即操纵者可能检测到市场一侧或两侧的订单簿是否比平常脆弱。订单簿的脆弱性是指在一方下达大量待执行的订单时，市场中没有足够相反方向的订单满足此执行交易的请求。如对浮动价格可转债的卖空行为或通过高频交易进行的抢先交易策略都属于这种情形。^{〔29〕}对于后者，亚当·克拉克-约瑟夫（Adam Clark-Joseph）的研究为美国的 eMini S&P 500 期货市场中的公开交易型操纵提供了间接证据。^{〔30〕}克拉克-约瑟夫分析美国商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission）的交易数据后发现，有八个高频交易者在一系列小额的订单中亏损，而这同一批人也经常从一系列大额订单中取得大额收益。克拉克-约瑟夫认为，这些小额订单是试探性的，高频交易者设计并施行这些小额订单的目的是测试买盘或卖盘的订单簿是否“单薄”。订单簿单薄是指以最佳报价为成交价格的股票数量相对较少，并且在可见订单需要执行的时候无法马上补足。在这种情况下，执行此侧的大额订单会导致股票价格的大幅变动。如果高频交易者通过试探性交易得知报价侧的订单簿较为单薄，他可以通过大额买入订单抬高股价。且此高频交易者通常有能力预测是否将有大量买入订单进入市场，他便可在抬高股价后很快出手股票而不会导致类似幅度的股价下跌。高频交易者通过算法可以预测市场对某一证券是否会产生不对称的价格反应而获利，是公开交易型操纵的一个典型例子。^{〔31〕}

2. 再类型化之二：外部利益型操纵

外部利益型操纵是指行为人可通过某一证券的价格变动获得经济利益，此利益独立于其在公开市场中通过交易差价获得的利益，因此称为“外部利益”。换言之，外部利益驱动市场操纵下，行为人的主要获利方式并不直接来自证券价格的涨跌。^{〔32〕}一个典型的例子是董事薪酬激励计划。若计划中规定在某一特定时间公司的股票价格达到规定的水平，则给予董事薪酬奖励。在此特定时间之前，行为人购买一定数量的股票，从而推高股票价格，使之达到规定的价格水平；一旦过了该特定时间，则卖出之前购买的用于推高股价的股票。与公开交易型操纵不同的是，在外部利益型操纵中，行为人不需预测市场是否会对交易产生不对称的价格反应，且这种不对称反应的幅度大到可以覆盖交易成本，而只需外部利益比交易成本高，即可获得收益，这是一个较容易达到的条件。

当存在外部利益的行为人恰在证券价格决定此利益之前购买了股票，应推定其实施了外部利益型操纵而受到处罚，除非有相反证据证明存在其他情形。外部利益型操纵会导致证券价格的暂时扭曲，但是这类暂时性证券定价的不准确不会严重削弱股价对实体经济的引导作用，其真正的违法性根源在于对外部利益合同相对方的不公平。如以董事薪酬激励计划为例的外部利益型操纵中，行为人的违法性根源在于其对所任职上市公司的不公平。董事所任职的上市公司之所以会与

〔29〕 See Pierre Hillion & Theo Vermaelen, *Death Spiral Convertibles*, 71 *Journal of Financial Economics* 381, 381–415 (2004).

〔30〕 See Adam D. Clark-Joseph, *Exploratory Trading*, available at <http://www.nanex.net/aqck2/4136/exploratorytrading.pdf>, last visited on Jun. 20, 2023.

〔31〕 参见王天龙：《市场操纵犯罪与抢先交易行为的本质探讨——以高频撤单为视角》，载《商丘职业技术学院学报》2021年第6期；徐文鸣、张玉美：《新〈证券法〉、程序化交易和市场操纵规制》，载《财经法学》2020年第3期；钟维：《基于价格影响的期货市场操纵规制理论：反思与重构》，载《法学研究》2022年第1期。

〔32〕 参见张超、甘培忠：《市场操纵的规范解构和分析框架维度构建》，载《暨南学报（哲学社会科学版）》2019年第9期。

该董事签订薪酬激励计划,是为了激励该董事,提高本公司的经营业绩。但该董事却操纵股价,通过买入公司股票推高股价达到公司期待的标准,而非通过尽心的管理提高公司的经营水平,这种行为与对合同相对方的欺诈没有本质上的区别,也是应予禁止的操纵市场行为。^[33] 外部利益型操纵的本质与合同欺诈一致并非否定其操纵市场责任,正如内幕交易的违法性根源在于对信义义务或信任关系的违反,即使是通过合同建立的信任关系,也可通过证券法予以规制。操纵市场或内幕交易都利用了证券市场,都是在证券市场的特殊环境下发生的欺诈,受到证券法的特殊规制也在情理之中。^[34]

三、适用考量:类型化视角下的认定标准

传统操纵市场的规范基础是欺诈,据此有观点认为,若无法证明一个行为是证券欺诈,则不应认定其构成操纵市场。这是典型的美国证券法学界或司法界对操纵市场的认知,有其历史原因。美国证券法中关于操纵市场的认定标准过高、适用范围过窄,因而私人原告或执法机构另辟蹊径,以反欺诈条款作为起诉操纵人的规范基础。^[35] 反欺诈条款中确实有禁止“操纵性”手段的规定,因此从证明操纵故意的欺诈角度出发对操纵人课以责任,反而更易成功。而我国证券法中并没有类似的统合式反欺诈条款,没有必要将操纵市场行为的认定完全建立在证券欺诈的基础之上,没有必要将所有类型的操纵市场都解释为证券欺诈行为,类型化的认定规则建构反而更清晰且更具可操作性。对于操纵市场行为的认定以现行认定模式为基准,操纵市场的构成要件主要有行为模式、操纵意图与损害后果三个方面。在类型化理论之下对操纵市场认定规范的再造,应首先明确不同操纵类型的构成要件,将操纵市场与正常交易行为的区分难题转化为不同构成要件的具体认定标准问题。

(一) 欺诈型操纵的认定

由于欺诈型操纵的行为模式具有明显的虚假性、欺骗性,关于欺诈型操纵认定的主要问题并非其与正常交易行为的区别,而是各个构成要件的具体认定。欺诈型操纵行为人通常采用的是具有欺骗、虚假性质的手段,如虚假交易操纵中的对敲、洗售,蛊惑交易操纵中的编造、散布虚假信息,抢帽子交易中的公开作出投资建议后反向交易等。带有欺诈性质的行为本身即可为欺诈型操纵的认定提供规范性基础,而损害只是论证其违法性的非必要条件,意图只是论证欺诈型操纵违法行为的辅助性构成要件。^[36] 换言之,交易型操纵采取以结果为导向的认定思路,而欺诈型操纵则应采取以行为为导向的认定思路。^[37] 行为模式是欺诈型操纵认定的核心构成要件。行为

[33] 参见谢向英、黄伟文:《新型操纵市场犯罪行为研究》,载《中国检察官》2019年第22期;陈景善:《商事自由中的行政监管与司法判断界分》,载《行政法学研究》2021年第4期。

[34] See Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel Rauterberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 Yale Journal on Regulation 67, 98 (2018).

[35] 参见彭冰:《交易型操纵民事责任的因果关系界定——朱雀投资诉阿波罗公司、邵某案分析》,载《中国法律评论》2023年第4期。

[36] 参见谭冰霖:《行政处罚构成要件法定原则的逻辑展开》,载《政法论坛》2022年第4期。

[37] 参见程红星、王超:《美国期货市场操纵行为认定研究》,载《期货及衍生品法律评论》第1卷,法律出版社2018年版,第88-89页。

人只要从事了不当行为，如虚假交易、向市场释放虚假信息等，且主观上为故意，就应认定其从事了欺诈型操纵。此处故意的证明达到一般标准即可，而无须证明特定的操纵意图，操纵人的行为模式本身足以说明其违法性。

（二）交易型操纵的认定

交易型操纵是指采用表面上合法的交易进行操纵的行为。与欺诈型操纵相比，交易型操纵的行为模式在表面上与正常的交易没有区别，因而损害后果与操纵意图就成为认定一个行为是否构成交易型操纵的关键。

1. 公开交易型操纵的认定方法

在公开交易型操纵中，可以市场条件为基础判断其损害后果。公开交易型操纵对证券市场的损害主要表现为危害了市场中自然的供求关系，制造人为价格。人为价格通常指非自然的供求力量所产生的价格，或偏离历史或资产价值的价格。^{〔38〕} 行为人可通过表面合法的交易创造人为价格，尤其在其拥有市场优势地位、市场异常波动与市场流动性低等条件下。虽然这些因素本身不能证明此时的资产价格是人为的，但若市场中存在这些因素，则监管机构应加强对行为人交易合法性的审查，以确定其交易是否导致了证券的价格扭曲而具有操纵性。

第一，行为人能够操纵市场的表现之一是其占据市场优势地位。如美国的马斯里案和阿玛兰斯案都是短期控制市场的例子，行为人利用短期的市场优势地位导致了人为价格。^{〔39〕} 在马斯里案中，被告的交易占该资产最后一小时内所有买入量的 94%，占当天所有买入量的 75%。马斯里的市场优势地位仅持续了一天，但其交易对资产价格施加了人为影响，使资产价格对行为人有利以便从期权合约中获利。同样，在阿玛兰斯案中，被告的市场优势地位也只持续了几分钟，行为人在收盘窗口的最后四分钟内卖出量占比达到 99%。即使行为人只有短暂的优势地位，也能够扭曲资产价格达到操纵市场的效果。我国执法实践中对于连续交易操纵的认定也遵循了该逻辑，行为人的资金优势、持股优势或信息优势皆为占据市场优势地位的表现。^{〔40〕} 市场支配地位是认定价格人为性的有力指标，不论行为人是拥有绝对的市场支配地位，还是相对的交易支配地位，执法机构都应更为严格地审查其从事的交易。

第二，严重的市场异常波动也可能表明证券价格是人为的。一般而言，随着市场条件的变化、投资预期的调整以及新信息的出现，市场确实会存在一定程度的波动。^{〔41〕} 但是，若交易者退出市场，资产价格就暴跌，则可能表明之前的价格是因为交易者的人为支撑。如在美国的马可夫斯基案中，一旦被告无法支撑涉案证券的价格，证券价格在一天内就暴跌了 75%。^{〔42〕} 在穆勒

〔38〕 See Rosa M. Abrantes-Metz, Gabriel Rauterberg & Andrew Verstein, *Revolution in Manipulation Law: The New CFTC Rules and the Urgent Need for Economic and Empirical Analyses*, 15 University of Pennsylvania Journal of Business Law 357, 357 (2013).

〔39〕 See CFTC v. Amaranth Advisors, L. L. C., 554 F. Supp. 2d 523 (S. D. N. Y. 2008); SEC v. Masri, 523 F. Supp. 2d 361 (S. D. N. Y. 2007).

〔40〕 See Sun Baoling, *An Empirical Analysis of Regulation on Open-Market Manipulation in China: An Effect-Based Approach*, 18 US-China Law Review 109 (2021).

〔41〕 See David C. Donald, *Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation*, 6 National Taiwan University Law Review 55, 64 (2011).

〔42〕 See Markowski v. SEC, 274 F. 3d 525 (D. C. Cir. 2001).

伦案中,被告交易之前,所交易证券的价格以0.125美元小幅度变化;在证券价格因穆勒伦的交易而上涨之后,被告一停止交易股票就下跌了1.375美元。^[43]在这两个案子中,资产价格的急剧下跌都不是因为市场中出现了新的消息或事件等,市场中最重要变化是被告不再交易该资产。在我国执法实践中,有行为人提出的申辩意见是市场价格波动并非完全因自己的操纵行为所致,对于该意见的反驳,可从行为人退出市场后所交易证券的价格异常波动角度切入。^[44]若市场中存在这种价格的异常波动,则某行为即使表面上合法也应因可能存在公开交易型操纵而受到严格审查,尤其若行为人的交易构成公开交易型操纵,将既导致市场的不稳定,又导致人为价格,对市场造成双重危害。

第三,若关于某资产的市场规模很小且流动性不足,而关于另一资产的市场活跃且流动性高,则行为人更可能在前者的市场条件下利用表面合法的交易操纵市场。^[45]流动性强效率又高的证券市场的特点是交易者能够迅速执行订单而不太可能导致资产价格向对其不利的方向移动。如某行为人想快速出手其持有的大量上市公司股票且此股票的交易活跃,则该卖出行为不会导致股价的大幅下降。^[46]而即使在没有操纵的情况下,市场参与者进行交易更可能对较小市场的价格产生影响,因为可供交易对手方较少,且进行大宗交易和尾市交易等策略在较小的市场中更容易对资产的价格产生影响。因此,在较小市场中的交易应受到更为严格的审查,以确定行为人表面合法的交易是否构成操纵市场。

2. 外部利益型操纵的认定方法

外部利益型操纵本质上是一个合同问题。^[47]除了上文中提到的董事薪酬激励计划,在衍生品和类似的金融工具中,也常常存在“外部利益”。在这些合同中,支付金额通常参考金融基准或其他客观市场指标而确定,如资产在指定日期的收盘价等。^[48]合同当事人依赖特定市场中客观的估值方法以确保任何一方都无法控制或影响其合同安排的估价方法。若交易者干扰商定的估价基础,就损害了这些估价工具应为合同各方提供的均等获利的机会。若证券期货市场中长期存在此实践,会导致以证券期货市场价格作为估值标准的合同成本极大提高,不利于证券市场整体作为重要经济指标发挥功能。^[49]如在阿马兰斯案中,阿马兰斯与其交易对手达成了互换协议,商定了一种客观的估值方法,即纽约商品期货交易所的收盘价。^[50]而被告通过一系列交易扭曲了纽约商品期货交易所的收盘价,其在掉期协议中获得的收益是从掉期交易对手到被告的不公平财富转移。鉴于阿马兰斯对其交易对手的不公平行为及该交易成本提高对整体市场公平造成的损

• 465 •

[43] See *United States v. Mulheren*, 938 F.2d 364 (2d Cir. 1991).

[44] 参见《中国证监会行政处罚决定书》(〔2022〕72号)。

[45] See Matthijs Nelemans, *Redefining Trade-Based Market Manipulation*, 42 Valparaiso University Law Review 1169, 1169-1220 (2008).

[46] See James Peck & Karl Shell, *Liquid Markets and Competition*, 2 Games and Economic Behavior 362, 363 (1990).

[47] See Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel Rauterberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 Yale Journal on Regulation 67, 67 (2018).

[48] See Gina-Gail S. Fletcher, *Benchmark Regulation*, 102 Iowa Law Review 1929, 1929 (2017).

[49] 参见许德风:《欺诈的民法规制》,载《政法论坛》2020年第2期; Jill E. Fisch, Jonah B. Gelbach & Jonathan Klick, *The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation*, 96 Texas Law Review 553, 560 (2018).

[50] See *CFTC v. Amaranth Advisors, L. L. C.*, 554 F. Supp. 2d 523 (S. D. N. Y. 2008).

害，阿马兰斯应对该外部利益型操纵承担责任。

外部利益型操纵人的证券交易行为与市场中其他从事真实交易的投资者无异，不会导致人为价格。但该行为会导致市场中不公正的财富转移，损害市场公平，因而具有操纵性。有观点认为如果外部利益型操纵只是损害了特定的合同相对人，如互换对手，而非市场价格，并非损害市场公平，以民法规则解决即可。但证券法中的许多规则都是同理。如在非发行人内幕交易中，收购人的内幕人以其在工作中获得的重大非公开信息进行了内幕交易，因而违反了《证券法》第50条的规定。在该种情形下，内幕人行为的违法性在于其利用职务盗用了本属于公司的有价值信息。该内幕人受到惩罚并非因违反了对证券市场中交易对手的诚实信用义务，而是因违反了对信息来源的诚实信用义务。^[51] 在这一情形中，证券法也是贯彻了更为一般的代理规则，即禁止代理人利用从本人处获得的信息谋取私利，只是证券交易恰好是牟取私利的方式。换言之，证券法并非只针对特定的证券问题，即使是民法中合同不得欺诈规则的细化，在证券法中予以规定也具有重要意义。^[52] 总之，除了证明行为人故意导致人为价格损害市场效率，若能证明行为人为获得外部利益而故意从事证券交易损害市场公平，也应认定其构成操纵市场。

四、规则反思：类型化理论的法律构造

我国操纵市场司法实践较少，证监会的执法实践是研究操纵市场认定现状与相关规范适用的良好样本。自2001年至2022年证监会公布了197个操纵市场行政处罚决定书，其中有167个涉及欺诈型操纵，有139个涉及交易型操纵，表明行为人通常综合利用欺诈型与交易型操纵手段影响或意图影响证券交易价格。^[53] 我国的“影响”认定模式对某些操纵市场行为的证明标准较低，较容易认定当事人构成操纵，但却可能打击范围过大，甚至打击对社会有利的正常交易活动。^[54] 应通过优化操纵市场行为认定规则设计，提高我国操纵市场的监管效率。

（一）欺诈型操纵认定规则反思

在证监会2001年至2022年所作出的167个涉及欺诈型操纵的案例中，当事人与执法机构在78个案例中对操纵行为的认定产生了争议，其中仅有2个涉及约定交易操纵的认定问题。约定交易操纵的认定难点在于行为人串通的证明。对于该问题，证监会一般是通过当事人操纵前后及操纵当日通讯、联络情况与两人控制账户交易情况等证明事前存在意思联络。对于交易约定，证监会一般是从交易的时间、价格和方式等方面进行认定。如在〔2018〕51号“王某宏、陈某”案中：在交易时间上，当事人控制的账户在特殊时点对对方做市账户低价卖出的股票进行买入；在交易价格上，行为人买入股票情况与对方做市账户重点减仓股票清单高度重合；在交易方式上，

[51] See *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997).

[52] See Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel Rauterberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 *Yale Journal on Regulation* 67, 110–111 (2018).

[53] See Sun Baoling, *An Empirical Analysis of Regulation on Open-Market Manipulation in China: An Effect-Based Approach*, 18 *US-China Law Review* 109, 109–121 (2021).

[54] 参见王乐兵：《资产收益权视角下资管交易的穿透式规范》，载《政法论坛》2022年第5期。

买入顺序与重点减仓清单的排序完全一致。^{〔55〕} 据此认定行为人构成约定交易操纵, 较为典型。

此外, 洗售操纵是一种常见的欺诈型操纵, 在执法实践中争议较多。在 78 个争议案例中有 48 个是关于洗售操纵手段的认定争议, 比例高达 61.5%, 主要争议在于当事人是否在自己实际控制的账户之间进行交易。对于该问题的认定, 执法机构主要是通过涉案账户之间成交量占当日总成交量的比例, 或账户间交易的成交量占同期该品种市场成交量的比例予以认定。如在〔2018〕118号“北京新华汇嘉投资管理有限公司、王某东”案中, 涉案账户之间成交量占当日总成交量的比例高达 97.31%, 因而认定行为人是在账户之间进行交易, 构成洗售操纵。^{〔56〕} 在〔2019〕2号“福建道冲投资管理有限公司、李某开、张某丽”案中, 账户间交易的成交量占同期该品种市场成交量的比例超过 5%, 因而认定行为人具有操纵市场的主观目的, 构成洗售操纵。^{〔57〕} 虚假申报操纵是较为新型的操纵市场手段, 其争议案例数仅次于洗售操纵, 占比接近三分之一。在执法实践中, 对于该操纵手段的认定主要是根据客观行为和操纵意图认定其行为的违法性, 而最终是否导致人为价格并不影响对虚假申报操纵的认定。如在〔2014〕3号“赵某波、赵某林”案中, 证监会指出, 股价是否偏离行业指数并不影响对操纵行为的认定。^{〔58〕} 即作为一种欺诈型操纵, 损害后果并不是判断行为人是否构成虚假申报操纵的必要构成要件。

总体而言, 我国目前欺诈型操纵的认定标准是“操纵意图+操纵手段+影响证券价格”。操纵意图主要是通过客观的行为手段推定操纵的主观故意, 具有一定合理性。至于操纵行为对证券价格或交易量的影响, 在欺诈型操纵的认定中并非必要, 因此在某些执法案例中, 监管机构正确地指出即使未对所交易证券的价格造成显著影响, 只要有影响证券价格的可能性, 也应认定构成操纵市场。^{〔59〕} 总之, “故意+欺诈性手段”即可认定行为人构成欺诈型操纵。

（二）交易型操纵认定规则反思

交易型操纵认定中最根本的问题是表面合法的交易活动为何具有操纵性。2019年《证券法》第55条在此问题的解决上提供了一定的思路, 即在判断交易是否属于被禁止的操纵手段时增加了意图要素。但意图不具有客观可观察性, 若市场上没有不当行为或负面后果, 仅以一般的操纵意图惩罚交易者是不公平的。从类型化角度而言, 目前我国证券法中明确的交易型操纵手段包括连续交易操纵和跨市场操纵, 这两种操纵手段分别属于公开交易型操纵和外部利益型操纵两种类型, 但认定规范中行为模式、损害后果与操纵意图三个要素之间的逻辑关系模糊。例如, 判断行为是否构成操纵市场, 应证明该行为影响了所交易证券的价格, 且行为人意图造成这种影响, 还是只证明其中之一即可, 我国《证券法》第55条中并未阐明。

对此, 基于损害的认定模式可应对交易型操纵的理论与实践难题。该认定模式要求原告证明操纵意图和损害后果两方面。与证监会目前基于影响的认定模式相比, 其将操纵意图这一构成要件的证明标准从中等标准“意图影响证券交易价格或交易量”降低到一般标准“故意”, 将损害

〔55〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》(〔2018〕51号)。

〔56〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》(〔2018〕118号)。

〔57〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》(〔2019〕2号)。

〔58〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》(〔2014〕3号)。

〔59〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》(〔2008〕42号)。

后果这一构成要件的证明标准从一般标准“影响证券交易价格或交易量”提高到特定标准“导致人为价格”。将损害后果这一构成要件的认定标准提高是因为即使是正常的交易行为，也可能影响所交易证券的价格或交易量，因而基于影响的认定模式无法很好地区分正常交易与交易型操纵。而基于损害的认定模式将人为价格作为损害后果的认定标准，可有效识别操纵市场，也明晰了交易型操纵的违法性。^{〔60〕}

与美国基于意图的认定模式或欧盟基于后果的认定模式相比，基于损害的认定模式有一定优势。首先，基于损害的认定模式使交易型操纵的认定规则更加明确，提高了市场确定性。目前反操纵立法中的混淆主要源于以意图或影响为中心的认定模式。对于操纵意图的证明，除非有短信、邮件等直接证据，根据间接证据推断行为人的操纵意图有其困难性与不确定性，市场参与者也无法确定他们的行为是否会被监管机构视为操纵市场。而以影响为核心的认定模式无法说明操纵市场的违法性根源，正常的交易行为也可能对所交易证券的价格造成影响，市场参与者无法确定自己的交易是否会被认定为交易型操纵。基于损害的认定方法降低了含糊不清的意图标准，并明确表面合法的交易可能被认定为操纵性的违法性根源。该认定模式并非单独考虑行为人的操纵意图，而是将责任建立在操纵意图认定标准与损害结果认定标准之上，二者结合认定行为人是否构成交易型操纵，交易者可明确何时他们的行为可能被视为操纵。该模式与我国证监会正在执法实践中适用的以影响为核心的认定模式有异曲同工之处。证监会目前从“意图影响证券交易价格或交易量”的角度证明操纵意图，从“对证券交易价格或交易量造成影响”的角度证明损害，试图从意图与损害两个角度认定交易型操纵。

其次，基于损害的认定模式可有效提高监管机构证明交易型操纵的能力。在美国以意图为基础的认定模式中，司法实践多聚焦于原告对被告意图的证明，而意图难以证明又说服力低，法院经常对涉嫌交易型操纵的指控持怀疑态度。^{〔61〕}将损害纳入责任基础以构建交易型操纵认定理论更易说服司法机构，该理论解释了为什么看似合法的交易仍具有操纵性，即该行为导致了人为价格或对合同相对方不公平等损害后果，使交易型操纵的监管规则趋于一致。对于操纵意图这一构成要件，达到“意图影响证券交易价格或交易量”这一中等意图的证明标准难度较高，证监会在执法过程中也没有很好地证明。而本文提出的一般操纵意图证明标准，只需证明行为人的故意性与有意性，降低了执法机构与私人原告的举证负担。

总之，基于损害的认定模式通过操纵意图与损害后果之间的互动关系，既为打击交易型操纵提供了符合其违法性根源的认定标准，也在举证方面利于对交易型操纵行为人的精确打击，并提供客观且可验证的方式识别交易型操纵，有利于提高监管效率。

五、结 语

证券市场的社会功能、市场效率与市场公平、价格准确性与流动性是分析操纵市场违法性根

〔60〕 参见刘宪权：《涉证券、期货犯罪研究》，上海人民出版社2021年版，第167页。

〔61〕 See Hillary A. Sale & Donald C. Langevoort, “We Believe”: Omnicare, Legal Risk Disclosure and Corporate Governance, 66 Duke Law Journal 763, 785–786 (2016).

源的三重维度。在目前操纵市场的“行为+后果”认定模式、“意图”认定模式及我国的“影响”认定模式中，操纵市场认定难题的症结在于现有规则无法区分表面合法的操纵交易与正常的交易活动，且行为模式、操纵意图与损害后果等构成要件之间的逻辑关系不清、认定标准不明。以客观可区分的欺骗性行为作为操纵市场类型建构的逻辑起点，在类型化基础上设计操纵市场的构成要件及其具体认定标准，可打通操纵市场认定的区分难题与逻辑难题，实现操纵市场类型化理论对规则设计与监管实践的法理支撑。故意以欺骗性或虚假性手段影响证券交易价格或交易量、故意进行一系列交易导致人为价格或存在相关外部利益而进行影响价格的交易构成操纵市场行为。

Abstract: Market manipulation harms the efficiency and fairness of the securities market and should be prohibited. But the difficulty in identifying market manipulation is that some manipulative behavior manifests itself as ordinary trading, and it is difficult to distinguish it from healthy trading activity that is beneficial to the market. At present, the identification of market manipulation mainly includes the “action+consequence” mode represented by the European Union’s securities law, the “intent” mode represented by the United States’ securities law, and the “effect” mode of China’s securities law, but all of them have difficulties. Dividing market manipulation into fraudulent manipulation and open-market manipulation, and further dividing open-market manipulation into naked open-market manipulation and open-market manipulation with an external interest based on behavioral means and profit models is an effective way to distinguish market manipulation from healthy transactions. Fraudulent manipulation, naked open-market manipulation and open-market manipulation with an external interest have different behavioral patterns and illegal origins so that different identification standards should be formulated to better identify and combat them. At the same time, it can also lay a theoretical basis for the determination of torts for investors’ civil claims.

Key Words: market manipulation, fraudulent manipulation, open-market manipulation, asymmetric price response theory

公司重整中债权交易的法律规制

谢肇煌*

内容提要：作为市场力量影响重整程序、塑造重整制度的典型体现，公司重整中的债权交易从利益分配和公司治理两个层面撼动了公司重整原有的制度逻辑。债权交易同时为各方利害关系人带来收益与风险：一方面，债权交易能增进市场上资本分配的效率，促进重整的成功；另一方面，债权交易也可能会破坏公司重整中的分配秩序和治理机制，造成营运价值被侵蚀，损害利害关系人共同利益。由破产法和证券法组成的法律规制体系，能有效防范债权交易在利益分配和公司治理两个层面带来的风险。防范利益分配层面的风险，主要通过破产法和证券法上的信息披露制度来实现；防范公司治理层面的风险，主要通过对法院的概括授权以及重整计划投票规则来实现。我国发展破产债权市场具有必要性与可行性，应当鼓励公司重整中的债权交易，推动破产债权市场的发展，同时完善相应的法律规制体系。

关键词：公司重整 债权交易 公司治理 破产债权市场

一、问题的提出

公司重整制度不是一个封闭的、自足的体系，它起源于公司调整自身资本结构和业务结构的特殊需求，同时又时刻受到资本市场的影响和塑造。重整中的公司也不是一个封闭的“王国”，除了受到行政监管和司法监督，外部投资者有时会“入侵”重整中的公司，改变各方利害关系人之间原有的关系，影响公司重整的运行秩序，甚至决定公司的命运。公司重整中的债权交易正是市场力量影响重整程序、塑造重整制度的典型体现。在美国，破产债权市场的产生和发展，被认为是1978年《美国破产法典》制定以来破产法领域最为重要的变化。^{〔1〕} 尽管由于统计的难度无

* 谢肇煌，外交学院国际法系讲师。

〔1〕 See Glenn E. Siegel, Introduction: ABI Guide to Trading Claims in Bankruptcy-Part 2 - ABI Committee on Public Companies and Trading Claims, 11 *American Bankruptcy Institute Law Review* 177, 177 (2003).

法得知有关破产债权市场的准确数据，传闻证据亦可证明美国存在规模达几百亿美元的破产债权市场。交易标的包括银行债权、非公开发行的担保票据和债券、贸易债权、损害赔偿债权，有时债权会经过2~3次交易，甚至出现了银行债权的二级市场。^{〔2〕}破产债权的收购方包括现有的大债权人、债务人及其关联方、债务人的竞争对手以及专门从事困境债权投资的“秃鹫投资者”等。出售方包括以中小债权人为主体的各类债权人。绝大部分破产债权交易发生在《美国破产法典》第11章商事重整程序中，而在第7章破产清算程序中债权交易十分罕见。这是因为第11章程序中的债权附带有控制权，收购方能运用控制权参与重整谈判，推动其支持的重整计划通过，从而获得高于收购价的分配，甚至取得公司的长期控制权。相反，第7章破产清算程序中的债权只是消极地等待分配的权利，同时由于债务人已经失去挽救机会，债权人获得的清偿非常有限，第7章中的破产债权交易因此十分罕见。

公司重整中的债权交易从利益分配和公司治理两个层面撼动了公司重整原有的制度逻辑。在利益分配层面，收购方通过收购债权改变了原有的营运价值分配秩序。债权交易构成实质上的重整计划的一部分，但债权交易的当事人在交易中却并未受到重整计划制定及批准制度的约束，这使得重整中的分配公正遭到了有力的挑战。在公司治理层面，收购方通过收购债权成为公司利益共同体的一分子，改变了各方利害关系人之间原有的利益关系和力量对比格局。当收购方以获取控制权为目的介入重整程序，原本错综复杂的控制权配置格局可能更增混乱。美国破产理论界与实务界对公司重整中债权交易的观点和态度不尽一致：有的学者强调其积极影响，主张对其放松规制；^{〔3〕}有的学者强调其消极影响，主张加强规制以作出应对。^{〔4〕}对于规制路径的选择及具体机制的构建，亦存在诸多争论。^{〔5〕}我国公司重整实践中已经出现债权交易现象。例如，在上海华源企业发展股份有限公司重整程序中，债务人的关联公司在表决之前与小额债权人协商，表示愿意将其债权全额或者高折扣收购，条件是这些小额债权人必须投票同意重整计划草案。^{〔6〕}更多的债权交易既未受市场的检验，也游离于法律规制之外。面对公司重整中的债权交易问题，应当对债权交易的收益和风险作出系统的反思，并借鉴美国法的规则与实践，立足我国实际构建

〔2〕 See Chaim J. Fortgang & Thomas Moers Mayer, Trading Claims and Taking Control of Corporations in Chapter 11, 12 *Cardozo Law Review* 1, 3 (1990).

〔3〕 See e.g. Robert K. Rasmussen & David A. Jr. Skeel, The Economic Analysis of Corporate Bankruptcy Law, 3 *American Bankruptcy Institute Law Review* 85 (1995); Paul M. Goldschmid, More Phoenix than Vulture: The Case for Distressed Investor Presence in the Bankruptcy Reorganization Process, 2005 *Columbia Business Law Review* 191 (2005); Adam J. Levitin, Finding Nemo: Rediscovering the Virtues of Negotiability in the Wake of Enron, 2007 *Columbia Business Law Review* 83 (2007).

〔4〕 See e.g. Frederick Tung, Confirmation and Claims Trading, 90 *Northwestern University Law Review* 1684 (1995 - 1996); Harvey R. Miller & Shai Y. Waisman, Is Chapter 11 Bankrupt?, 47 *Boston College Law Review* 153 (2005); Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, Antibankruptcy, 119 *The Yale Law Journal* 648 (2010).

〔5〕 例如，有的学者主张适用证券法对债权交易作出规制。See e.g. Michael H. Whitaker, Regulating Claims Trading in Chapter 11 Bankruptcies: A Proposal for Mandatory Disclosure, 3 *Cornell Journal of Law and Public Policy* 303 (Spring 1994); Thomas Donegan, Covering the “Security Blanket”: Regulating Bankruptcy Claims and Claim—Participations Trading Under the Federal Securities Laws, 14 *Bankruptcy Developments Journal* 381 (1998); Robert D. Drain & Elizabeth J. Schwartz, Are Bankruptcy Claims Subject to the Federal Securities Laws, 10 *American Bankruptcy Institute Law Review* 569 (2002). 有的学者则反对适用证券法对债权交易作出规制。See e.g. Anthony Michael Sabino, No Security in Bankruptcy: The Argument Against Applying the Federal Securities Laws to the Trading of Claims in Bankruptcy, 24 *Pacific Law Journal* 109 (1992).

〔6〕 参见高长久、汤征宇、符望：《上市公司重整中的法律难题——以“华源股份”重整为例》，载《证券法苑》第3卷，法律出版社2010年版，第687-688页。

公司重整中的债权交易规则。

二、公司重整中债权交易的收益与风险

（一）公司重整中债权交易的收益

公司重整中的债权交易究竟是有益还是有害，并不能一概而论。有的债权交易能增进市场上资本分配的效率，促进重整的成功；有的债权交易会破坏公司重整中的分配秩序和治理机制，造成营运价值被侵蚀，损害利害关系人共同利益。^{〔7〕}理论上，公司重整中的债权交易能从以下几方面为各方利害关系人带来收益：

首先，债权交易市场的存在能为债权人提供退出重整程序的通道，有助于降低债权人的投资风险，进而从总体上降低信贷成本。如果没有这一退出通道，债权人就会担心被困在重整程序里，其借贷意愿就会下降，信贷成本随之提升，进而导致更多债务人走向破产。^{〔8〕}

其次，债权人出售债权作为“用脚投票”的一种方式，能加强对经营控制权人（管理人或自行管理的债务人）的约束。这与公司控制权市场对于正常状态下公众公司的经营控制权人施加的约束是基于同一原理。^{〔9〕}若债权人认为经营控制权人的行为不符合债权人利益，债权人可以向外部机构投资者出售债权。机构投资者收购大量债权后即可控制重整程序或促使债务人走向破产清算。为避免此种情形的出现，经营控制权人必须忠实而负责地为债权人利益服务。

再者，通过收购债权进入重整程序的机构投资者能凭借其知识、技能和经验为重整计划的制定提供有益的建议，并加强对公司经营控制权人的监督。同时，机构投资者还可能凭借其财力为债务人提供重整融资。^{〔10〕}因此，机构投资者的加入可能是促进重整成功的最重要的积极因素。

另外，债权交易导致债权人共同体成员的变更，有时能解决重整程序中的“反公地问题”，^{〔11〕}从而加快重整谈判进程，提高重整效率。贸易债权人（特别是缺乏参与破产程序经验的小型企业）和公共债券持有人的债权额较少，因而他们往往对重整程序持“理性冷漠”的态度，集体行动问题也因此产生。机构投资者经过对债务人的调查和评估，认为值得对债务人作出投资，因而收购分散的债权，以大债权人的身份深度参与重整程序。随着债权的集中，集体行动问题得到化解，重整程序的效率也得以显著提高。^{〔12〕}并且，若债务人与部分债权人之间或者债权人群体内部存在敌对关系，这时由机构投资者收购部分债权，就能避免这种敌对关系对重整进程

〔7〕 See Adam J. Levitin, Bankruptcy Markets: Making Sense of Claims Trading, 4 *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 67, 97 (2009).

〔8〕 参见前引〔3〕，Adam J. Levitin 文，第 89 页。

〔9〕 See David A. Skeel, Jr., Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance in Chapter 11, 152 *University of Pennsylvania Law Review* 917, 921 (2003).

〔10〕 参见前引〔7〕，Adam J. Levitin 文，第 105 页。

〔11〕 “反公地问题”即所有权利持有人都有能力阻止其他人使用资源，无人拥有使用资源的排他性权利，导致资源使用不足。See Michael A. Heller, The Tragedy of the Anticommons: Property in The Transition from Marx to Markets, 111 *Harvard Law Review* 621, 624 (1998).

〔12〕 See, e.g., *In re Automatic Equip. Mfg. Co.*, 106 F. Supp. 699, 706 (D. Neb. 1952), appeal dismissed, 202 F.2d 955 (8th Cir. 1953).

的消极影响。^{〔13〕}近年来美国公司重整实践中重整计划强制批准适用率降低^{〔14〕}与大型公众公司重整案件时间缩短的主要原因之一就是破产债权市场的发展。^{〔15〕}

最后，大多数债权人都愿意接受现金清偿，而不愿意接受证券清偿，因为他们并无对债务人做长期投资的意愿，且债务人的证券难以出售。银行、保险公司等债权人更是被限制持有债务人的证券。但是机构投资者一般都愿意甚至热衷于接受证券作为清偿。^{〔16〕}机构投资者通过收购债权加入重整程序，能使重整计划更易达成，且能降低重整后公司的债务负担，避免公司再次进入破产程序。

（二）公司重整中债权交易的风险

然而，公司重整中的债权交易也能给各方利害关系人带来风险。这些风险主要体现在利益分配和公司治理两个层面。

利益分配层面的问题在于，公司重整中的债权交易本身是否程序严谨、信息透明、对价公允。由于债权交易中的出售方与收购方在财力、知识、技能、经验等方面的差异，出售方可能遭到收购方的欺诈。债权交易与重整计划一同构成了公司重整中的营运价值分配秩序，或者说债权交易就是实质上的重整计划的一部分，但是债权交易的出售方并未享有重整计划制定和批准程序的保护。在重整计划投票之前，债务人或管理人必须向利害关系人提供经过法院批准的信息披露报告，使利害关系人能掌握作出投票决策所必需的信息。^{〔17〕}然而，当债权人在收到信息披露报告之前收到了债权收购要约，这时债权人并无充分的信息能用来判断债权收购要约的价格是否合适。^{〔18〕}因此，收购方可能利用出售方在知识、经验上的不足，对出售方隐瞒有关债务人前景的真实情况，或者编造虚假的情况欺骗出售方，从而以低价购入债权，再通过参与重整谈判争取在重整计划中获得高额清偿，或者以高价将债权再次转出。

公司治理层面的问题在于，因为公司重整中的债权交易伴随着控制权的移转，这种控制权配置格局的变化可能会破坏公司重整的基本秩序。首先，机构投资者与债务人之间并无长期关系，因而往往追求最大的短期投资收益，为此不惜牺牲债务人的长期盈利能力。有的机构投资者在债务人还未完全恢复盈利能力时就迫使债务人结束重整程序，这是导致债务人再次进入破产程序的主要原因之一。^{〔19〕}其次，如果多个机构投资者同时谋求对债务人的长期控制权，重整程序就将异化为激烈的控制权竞争，此时债权交易不但不能解决“反公地问题”，还会使其加剧。^{〔20〕}再者，债务人的竞争对手也可能收购债权，有时是为了获取有关债务人的信息，^{〔21〕}有时是为了拖

• 473 •

〔13〕 See, e.g., *In re Apex Oil Co.*, 92 Bankr. 847 (Bankr. E. D. Mo. 1988); *In re Celotex Corp.*, 224 B. R. 856, 856 - 57 (Bankr. M. D. Fla. 1998).

〔14〕 See Douglas G. Baird & Donald S. Bernstein, Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, 115 *Yale Law Journal* 1930, 1932 (2006).

〔15〕 参见前引〔9〕，David A. Skeel, Jr. 文，第921页。

〔16〕 See Herbert P. Jr. Minkel & Cynthia A. Baker, Claims and Control in Chapter 11 Cases: A Call for Neutrality, 13 *Cardozo Law Review* 35, 36 (1991).

〔17〕 See 11 U. S. C. § 1125.

〔18〕 See Robert A. Benjamin, Fiduciary Responsibilities of Creditors' Committee Members with Respect to Securities and Commodities Transactions, 10 *American Bankruptcy Institute Law Review* 493, 493 (2002).

〔19〕 参见前引〔4〕，Harvey R. Miller, Shai Y. Waisman 文，第153页。

〔20〕 See *In re FiberMark, Inc.*, 330 B. R. 480, 489 - 93 (Bankr. D. Vt. 2005).

〔21〕 See Robert P. Enayati, Note, Undermining the Trading Wall: The BAPCPA's Affront on the Creditors' Committee's Duty of Confidentiality in Chapter 11 Bankruptcies, 21 *Georgetown Journal of Legal Ethics* 703, 706 (2008).

延重整进程,阻止重整计划获得批准,从而迫使债务人走向破产清算。最后,活跃的债权交易将使债权人群体的组成处于频繁变动之中,这本身就会破坏重整成功的基础。公司重整制度鼓励各方利害关系人在法律框架下通过谈判与合作进行集体决策,在这个过程中,各方利害关系人都获得了与公司利益共同体有关的知识 and 经验,各方之间形成了一种紧密的合作关系,这些是重整成功不可或缺的要素。若任由债权人随意进出重整程序,利害关系人之间的关系就必须不断重组,债权易手之前积累的知识、经验以及谈判成果都将付诸东流。甚至债权的流动性本身都有可能阻碍重整进程,因为如果债权人能过于便捷地退出重整程序,债权人就会缺乏建立长期关系的激励,不愿为参与重整程序投入资源,各方将因此失去合作的基础。^[22]

三、公司重整中债权交易的风险防范机制:以美国法为例

(一) 公司重整中债权交易的规制路径

债权作为一种财产本身具有可转让性,并且,考虑到债权交易能为利害关系人带来的收益,不应一概禁止公司重整中的债权交易。然而,为防范债权交易带来的风险,需要构建债权交易的法律规制体系。美国法上对公司重整中债权交易的规制存在两种路径,一为破产法的规制,二为证券法的规制。前者在制定法和判例法上都有丰富的体现;后者在理论上尚有争议,但相关理论观点已经对司法实践产生了重要影响。

1. 公司重整中债权交易的破产法规制

破产法是否应当对公司重整中的债权交易作出规制?这个问题的背后,存在对破产法目的的不同认识,以及对破产程序中市场与法院之间关系的不同认识。传统观点认为,破产法的目的在于保护债务人的营运价值,支持债务人复兴,以此增进各方利害关系人共同利益。^[23] 破产程序作为相对于市场的“安全港”,旨在保护公共利益不受市场力量的任意侵蚀。从传统观点上看,公司重整中的债权交易会动摇甚至摧毁各方之间的长期共生关系,从而有害于各方共同利益,因此债权交易应当受到法律的严格限制。^[24] 与此相反,法经济学观点认为,破产法与非破产法下的债务清理制度一样,其目的都是使债权人得到最大限度的清偿。其他利害关系人的权利应通过其他法律如劳动法、消费者法等得到保护。除了通过概括清偿的方式应对债权人之间的“公共鱼塘”问题,破产法不会影响债权人在非破产法下的权利。^[25] 破产程序不过是市场的延续,商业决策本身应由市场主体作出,法院的责任是通过对不法行为的监督控制市场的外部性。从法经济学观点看来,公司重整中的债权交易是市场力量活跃的表现,有助于资本分配效率的提升,法院应当鼓励而非限制或禁止。^[26]

[22] 参见前引[4], Frederick Tung 文,第1718页。

[23] See Elizabeth Warren, Bankruptcy Policy, 54 *University of Chicago Law Review* 775, 777 (1987).

[24] See Harvey R. Miller & Shai Y. Waisman, Does Chapter 11 Reorganization Remain a Viable Option for Distressed Businesses for the Twenty-First Century?, 78 *American Bankruptcy Law Journal* 153, 181 (2004).

[25] See Thomas H. Jackson, Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements and the Creditors' Bargain, 91 *Yale Law Journal* 857, 867-868 (1982).

[26] 参见前引[3], Paul M. Goldschmid 文,第193页。

这两种观点本身都有一定片面性。传统观点没能认识到能高效地清理债务的破产程序有助于增进利害关系人共同利益。^{〔27〕}另外，传统观点在一定程度上夸大了司法权力在破产程序中的作用，忽视了市场力量的主观能动性。^{〔28〕}法经济学观点没能认识到能周全地保护利害关系人共同利益的破产程序有助于增进债权人长远利益。同时，法经济学观点在一定程度上忽视了现实的破产程序中错综复杂的利益关系，特别是债务人陷入财务危机导致各方利益冲突激化的事实。^{〔29〕}这两种观点对债权交易的看法同样是片面的。为充分发挥市场力量，增进重整程序的效率，破产法应当为债权交易提供充分的制度空间。同时，为防止债权交易的外部性损害利害关系人共同利益，债权交易本身以及相关的公司治理实践也应受到立法和司法上的适度限制。

美国破产法是一个综合了实体法与程序法、行为法与组织法、制定法与判例法的体系，这使得美国破产法在功能上呈现出多元性和灵活性。然而，由于立法者在制定 1978 年《美国破产法典》时并未预料到债权交易的迅猛发展及其带来的诸多问题，美国破产法对债权交易的规制主要依靠对已有法律规则的扩张解释以及判例法上的法官造法机制。这使得美国破产法对债权交易的规制带有缺乏系统性的弱点，存在一定的疏漏。因此，破产法规制需要以高度发达且具有扩张适用性的证券法规制作为参照和补充。^{〔30〕}一方面，破产法上相关制度的适用与改进应当以证券法作为参照；另一方面，证券法也能凭借其扩张适用性填补破产法规制的疏漏。有学者提出，为控制同时适用破产法和证券法带来的不确定性，从长远来看应当参照证券法修改破产法，从而形成一套统一的债权交易规则。^{〔31〕}

2. 公司重整中债权交易的证券法规制

证券法是否应当对公司重整中的债权交易作出规制？若要回答这个问题，首先应当明确破产债权是否属于证券。在美国的制定法和判例法上，都能找到将破产债权认定为证券的依据。由于破产程序和债权交易市场改变了债权的实现方式，即使在破产程序外不属于证券的债权，如贸易债权、侵权债权，在成为破产债权后也会具备证券的特征。

在制定法上，美国 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》以列举的方式对证券作出了非常宽泛的定义。1933 年《证券法》第 77b (a) (1) 节的定义中有一项“债务凭证” (evidence of indebtedness)，^{〔32〕}破产债权可被认为属于“债务凭证”的一种。1934 年《证券交易法》第 78c (a) (10) 节的定义中虽无“债务凭证”这一项，但其中包含了“购买证券的权利”。^{〔33〕}因为重整计划的安排往往是将破产债权换作重整后公司的证券，所以破产债权也可被认为属于“购买证券的权利”。

判断破产债权是否属于证券的更重要的标准来自判例法。为实现证券法的立法目的，美国法

〔27〕 See Robert K. Rasmussen, An Essay on Optimal Bankruptcy Rules and Social Justice, 1994 *University of Illinois Law Review* 1, 42 (1994).

〔28〕 参见前引〔3〕，Robert K. Rasmussen、David A. Jr. Skeel 文，第 91 页。

〔29〕 参见韩长印：《企业破产立法目标的争论及其评价》，载《中国法学》2004 年第 5 期。

〔30〕 参见前引〔5〕，Robert D. Drain、Elizabeth J. Schwartz 文，第 606 页。

〔31〕 See Joy Flowers Conti, Raymond Kozlowski Jr. & Leonard S. Ferleger, Claims Trafficking in Chapter 11-Has the Pendulum Swung Too Far?, 9 *Bankruptcy Developments Journal* 281, 353 (1992).

〔32〕 See 15 U. S. C. § 77b (a) (1).

〔33〕 See 15 U. S. C. § 78c (a) (10).

院认识到在解释“证券”一词的时候,应当忽略形式、注重实质,以适应市场主体在创造各式各样的使用他人的金钱来获取利润的计划时体现出的独创性。^[34] 一个重要的标准就是美国判例法上著名的 Howey 测试,即如果涉案投资工具是“一种合同、交易或者计划,一个人用以将他的钱投资在一个普通企业,并且希望借此从主办者或者第三方的努力中获得收益”,这种投资工具便属于“投资合同”,进而属于 1933 年《证券法》下的“证券”,无论这种“投资合同”采用的是什么样的法律术语。^[35] 依据 Howey 测试,可以将破产债权解释为一种证券,理由如下:第一,收购债权需要投入金钱;第二,债权是在破产财团这样一家“普通企业”内部;第三,债权交易是基于对利润的合理期待;第四,利润是通过他人的努力产生的,包括债务人管理层或管理人、委员会、法院,等等。^[36]

另一个重要的标准是 Reves 测试,该测试提出了四个因素用以判断涉案投资工具是否属于证券。第一是各方的动机:如果发行该工具是为了一般商业用途而筹资,或者资助一项重大投资,买方主要对将要产生的利润感兴趣,则它更可能是证券;如果发行这个工具是为了帮助购买一项次要的资产或消费品,或者增加现金流,或者为了另外的消费者的或商业的目的,则它更可能不是证券。第二是分配计划:如果有以这种投资工具为客体的,以投资或投机为目的的常规交易,或者这种投资工具面向广大公众出售,则它更可能是证券。第三是公众投资者的合理期待:如果公众合理地期待这种投资工具属于证券并受到证券法的保护,则它更可能是证券。第四是另一个规制体系的存在:如果有另一种规制体系很大程度上降低了这种投资工具所蕴藏的风险,且如果没有这种规制体系,这种风险就要受到证券法的规制,则它更可能不是证券。^[37] 依据 Reves 测试,同样可以将破产债权解释为一种证券,理由如下:第一,收购方将破产债权视为投资工具,希望从债权交易中获得利润,因为他们预测到最终给债权人的分配;第二,美国的破产债权市场已经形成,债权交易已经常规化;第三,公众投资者认为破产债权应当受到证券法规制,他们认识到有一个困境债权市场,得到许可的经纪人、投资银行等主体在以标准的形式进行债权交易;第四,破产法不是一个可以让证券法不必适用的替代性规制体系,一些证券法上的规制在破产法上并无对应物,且修改后的《联邦破产程序规则》第 3001(e) 节削弱了对出让人的保护,因此更需要证券法来填补规制体系中的疏漏。

上述将破产债权认定为证券的理由皆为形式上的理由,而实质上的理由在于证券法的立法目的。美国 1933 年《证券法》规制证券的公开发行。该法禁止没有在证券交易委员会(SEC)获得登记的证券出售或交易(某些特定情况除外),保证公众能接触到充分、可靠的信息,并且禁止任何证券发行或出售中的欺诈行为。^[38] 1934 年《证券交易法》适用于证券发行后的交易。该法要求参加证券交易的人提供报告,防止与证券交易有关的欺诈行为,并对公众公司中的内幕交

[34] See Tcherepnin v. Knight, 389 U.S. 332, 336 (1967).

[35] See SEC v. W. J. Howey, 328 U.S. 293, 299, reh'g denied, 329 U.S. 819 (1946).

[36] See Thomas Donegan, Covering the “Security Blanket”: Regulating Bankruptcy Claims and Claim —Participations Trading Under the Federal Securities Laws, 14 *Bankruptcy Developments Journal* 381, 401 (1998).

[37] See Reves v. Ernst & Young, 494 U.S. 56, 67 (1990).

[38] See Alan R. Palmiter, *Securities Regulation: Examples and Explanations*, Aspen Publishers, 2005, p. 20.

易作出特别规制。^{〔39〕}特别值得一提的是1934年《证券交易法》的最为重要的修正案“威廉姆斯法”(The Williams Act)，该法对公司控制权变更特别是要约收购施加了额外的实体规制和信息披露要求，旨在为股东提供评估收购要约的方法，并在收购战中维持收购方与管理层之间力量的平衡。^{〔40〕}基于证券法的立法目的，至少应当在以下两种情形下将破产债权视为证券：首先是债权交易活跃的情形，特别是当收购方是内部人，掌握内部信息时；其次是收购方想要通过收购债权控制债务人的情形。

(二) 利益分配层面的风险防范机制

1. 《联邦破产程序规则》相关条款

利益分配层面的风险防范机制主要是制定法下围绕债权交易的信息披露制度。就破产法规制而言，《联邦破产程序规则》第3001(e)节针对债权交易提供了基本的程序规则。在1991年8月1日前，《联邦破产程序规则》第3001条(e)节规定，在债权申报之后，将受让人认定为债权持有人，需要法院经公告和听审后批准。受让人必须就债权转让事宜对出让人和利害关系人作出正式的通知，第三方可以反对转让。无论是否有人反对转让，转让条款都必须向法院披露，由法院来判断出让人有没有得到关于债权价值的充分信息。该条规则在1991年被修订，修订后的第3001(e)节规定，如果债权交易发生在债权申报之前，交易当事人不用说明交易的对价，或者提交交易的其他证据。如果债权(除了证券)交易发生在债权申报之后，若出让人不反对，则受让人取代出让人成为债权人。交易当事人无需披露交易条款。如果出让人及时提出反对，法院的作用就是认定是否存在一个在非破产法下可执行的交易。^{〔41〕}修订后的第3001(e)节限制了对债权交易的司法审查，并禁止第三方介入债权交易，显著地提高了债权交易的效率，增强了破产债权的流动性。但是，由于修订后的第3001(e)节取消了债权交易条款的披露要求，这使得法院无法通过审查债权交易条款弥补信息不对称，从而削弱了对出让人的保护。^{〔42〕}

为弥补1991年修订《联邦破产程序规则》第3001条(e)节造成的债权人保护方面的缺失，2011年，美国国会对旨在规制《美国破产法典》第9章和第11章中债权人和股东权益披露的《联邦破产程序规则》第2019条作出了重大修订。修订后的第2019条扩张了信息披露义务主体的范围以及信息披露的内容。该条规则下的信息披露义务主体包括任何由多个债权人或股东组成的，或是代表多个债权人或股东的群体、委员会或其他实体，这些债权人或股东是为增进他们的共同利益而联合行动，且并非完全是子公司或内部人之间的联合。^{〔43〕}信息披露内容包括非官方委员会的组成、每个债权人或股东的名称和地址、每一笔与债务人有关的可披露的经济利益的性质与数额、收购每一笔可披露的经济利益的日期(除非在破产申请前一年以上就已收购)，等等。^{〔44〕}

〔39〕 参见前引〔38〕，Alan R. Palmiter书，第261页。

〔40〕 参见前引〔38〕，Alan R. Palmiter书，第287页。

〔41〕 See Fed. R. Bankr. P. 3001 (e).

〔42〕 See W. Andrew P. III Logan, Claims Trading: The Need for Further Amending Federal Rule of Bankruptcy Procedure 3001 (e) (2), 2 *American Bankruptcy Institute Law Review* 495, 504 (1994).

〔43〕 See Fed. R. Bankr. P. 2019 (b).

〔44〕 See Fed. R. Bankr. P. 2019 (c).

如果披露的事实发生了重大变化,该实体、群体或委员会还应提交补充陈述。^{〔45〕}对于违反信息披露义务的情形,法院可以拒绝批准该实体、群体或委员会在案件中得到听审或者介入案件,或者将其获得的授权或征集的投票认定为无效,或者提供其他合适的救济。^{〔46〕}《联邦破产程序规则》第2019条使得利害关系人可以及时获知债权交易的发生及其所导致的债权人群体的变化,从而采取相应的对策。

2. 《美国破产法典》相关条款

《美国破产法典》虽然没有直接规制债权交易的条款,但有的条款经由解释可以用于防范利益分配层面的风险,例如第1125条。第1125条(b)节规定,在向债权或股权的持有人征集对重整计划的接受或反对意见之时或之前,必须将重整计划或其摘要以及信息披露报告递交给上述债权或股权的持有人。上述信息披露报告必须由法院经公告和听审后认定为包含了充分信息,从而得到法院的批准。第1125条的立法目的在于为中小债权人及股东提供充分的信息,防止其受到老谋深算的管理层、大债权人或大股东的欺诈。在债权收购的情形中,第1125条旨在解决的信息不对称问题同样存在。更重要的是,重整程序中的债权收购行为实际上具有“征集对重整计划的接受或反对意见”的效果。债权收购要约对象的范围越广泛,对重整计划的影响就越大。因此,有的判例对“征集对重整计划的接受或反对意见”作宽泛的解释,认为其包括债权收购行为,从而使收购方负有第1125条下的信息披露义务。如果收购方有意在收购债权后提出重整计划并推动其表决通过,收购方还应向出售方递交重整计划。在 *Revere Copper and Brass* 一案中,机构投资者收购了至少28笔对 *Revere* 的无担保贸易债权,但并未对出售方作出信息披露。虽然出售方并未反对此次收购,法院却拒绝批准收购,并且认为如果出售方没有获得充分的信息,出售方就有权在30天内撤回出售。^{〔47〕}

另一个条款是第1123条(a)(4)节。该节规定重整计划必须为同一组别的债权或股权提供同样的待遇,除非特定的债权人或股东同意就其债权或股权获得更低的待遇。有的判例认为,收购债权的行为实际上对出让债权的这部分债权人作出了分配,属于实质意义上的重整计划的一部分,因此债权收购的对价应当受到第1123条(a)(4)节规定的平等对待要求的限制。在 *Allegheny International, Inc.* 一案中,机构投资者未经法院批准,在债务人提交重整计划之后,法院批准信息披露报告之前,对次级债券和一个子公司的债券发动要约收购,价格低于重整计划支付给这部分债券持有人的价格。法院以债权收购行为违反了第1123条(a)(4)节提出的平等对待要求而拒绝批准收购。^{〔48〕}

3. 证券法相关条款

就证券法规制而言,1934年《证券交易法》中有关要约收购和控制权交易的部分即“威廉姆斯法”同样构成利益分配层面的风险防范机制的一部分。如果将破产债权认定为证券,且机构投资者收购债权的行为构成要约收购,收购债权的行为就应当受到威廉姆斯法的约束。在

〔45〕 See Fed. R. Bankr. P. 2019 (d).

〔46〕 See Fed. R. Bankr. P. 2019 (e).

〔47〕 See *In re Revere Copper and Brass, Inc.*, 58 Bankr. I (Bankr. S. D. N. Y. 1985).

〔48〕 See *In re Allegheny Int'l., Inc.*, Ch. 11 Case No. 88-00448 (Bankr. W. D. Pa. July 12, 1990).

Wellman v. Dickinson 一案中，法院列举了要约收购的 7 个特点：面向公众证券持有者的积极而广泛的征集；征集的是相当大的一部分发行人的股份（虽然这部分可能小于 5%）；要约的价格高于市场价格；要约的条款是固定的而不是可谈判的；要约以固定的最低股份数目和/或上限为条件；要约在一段有限时间内保持开放；受要约人是迫于压力出售他们的股份。^[49] 当机构投资者收购债权的行为满足这 7 个特点时就构成要约收购，应当受到威廉姆斯法的约束。威廉姆斯法第 13 条（d）节规定，任何持有 5% 以上依据 1934 年《证券交易法》第 12 条登记的证券的人或群体，必须在收购之日起 10 日内向发行人以及 SEC 披露以下信息：收购者的背景；用于收购的资金来源；收购的目的；拥有的股份数目；任何有关的合同、安排或协议。^[50] 第 14 条（d）节对任何想要对 5% 以上依据第 12 条登记的证券发出征集要约的人或群体提出了类似的要求。^[51] 任何与上述证券有关的错误陈述或省略重要事实的行为，以及任何欺骗性、迷惑性或操纵性的行为都为非法。^[52] 和《美国破产法典》第 1123 条（a）（4）节一样，威廉姆斯法也禁止对要约收购的对象作出区别对待。^[53] 美国法院将原本不属于证券的破产债权认定为证券的典型判例，适用的就是威廉姆斯法。该案中，在重整计划批准之后，重整后的债务人发行股票之前的 4 个月内，收购方对大约 20000 名债权人发起要约收购，获得了一部分债权，由此在重整后的股票发行时掌握了控制权。虽然收购方在要约上附加了详细介绍要约条款、重整情况和重整计划条款的征集材料，SEC 还是以收购方违反威廉姆斯法为由，针对收购行为启动了禁止令与衡平救济。州地方法院作出简易判决，批准了 SEC 的动议，并明确指出威廉姆斯法适用于该案中的要约。^[54]

（三）公司治理层面的风险防范机制

1. 法院的衡平权力

公司治理层面风险的防范也就是防止债权交易带来的控制权配置格局的变化对公司重整的基本秩序造成破坏。一方面，上述信息披露制度是防范公司治理层面风险的基础；另一方面，由于破产程序是一种司法程序，法院的权力也是实现这一目的的关键。在破产程序中，经营控制人人和利害关系人的任何行为都只有在法院作出相应行为后才有意义。各方利害关系人的相互竞争的利益应当由法院作出综合评判。

首先，《美国破产法典》第 105 条赋予了法院宽泛的衡平权力，使得法院能够采取措施防范债权交易带来的公司治理层面的风险。这些衡平权力内生于破产法院的管辖权，可以用来应对各种不同的紧急情况。依据该条，法院有权力发布任何必要或适当的命令、传票或判决来执行该法的条款，或者阻止对程序的滥用。^[55] 法院还可以依职权或依当事人请求召开临时会议，或者在临时会议上发布命令（只要不违反该法其他条款和《联邦破产程序规则》）来保证案件得到迅

[49] See Wellman v. Dickinson, 475 F. Supp. 783, 825 (S. D. N. Y. 1979), affirmed on other grounds, 682 F.2d 355 (2d Cir. 1982), cert. denied, 460 U.S. 1069 (1983).

[50] See 15 U.S.C. § 78m (d); 17 C.F.R. § 240.13d-1 (a).

[51] See 17 C.F.R. § 240.14d-2 to d-4, d-6.

[52] See 17 C.F.R. § 240.13e, 14e.

[53] See 15 U.S.C. § 78m (d), (e).

[54] See SEC v. Texas Int'l. Co., 498 F. Supp. 1231, 1239-40 (N. D. Ill. 1980).

[55] See 11 U.S.C. § 105 (a).

速、经济的处理。^[56] 在 *Am. United Mut. Life Ins. Co. v. City of Avon Park* 一案中, 法院运用衡平权力拒绝批准涉案第9章和解计划, 因为一个受信人在征集投票之前并未披露它收购债券的行为, 而法院认为受信人收购债券是为了使其关联方持有这些债券, 从而促成和解, 但这可能会使受信人处于利益冲突之中。^[57] 在 *Ionosphere Clubs* 一案中, 法院认为大型案件中债权交易导致监控成本、管理成本大量增加, 消耗了破产财团的资源, 可能阻碍重整进程, 因而限制债权交易。^[58] 在 *Pan Am Corp.* 一案中, 经债务人申请, 法院禁止所有普通无担保债权的转让以及重要的公开交易债券的转让。^[59]

法院衡平权力的另一个体现是衡平居次原则 (doctrine of equitable subordination), 即《美国破产法典》第510条(c)(1)节规定的“在破产分配中, 将一项经确认债权的全部或部分劣后于另一项经确认债权的全部或部分, 或将一项经确认股权的全部或部分劣后于另一项经确认股权的全部或部分”。在 *Mobile Steel Co.* 一案中, 法院指出适用衡平居次原则必须满足以下条件: 权利人实施过特定种类的不公平行为; 该行为损害了破产债权人的利益, 或使权利人取得了不合理优势; 对债权的衡平居次不违反破产法。^[60] 在 *Clark Pipe and Supply Co.* 一案中, 法院指出上述“不公平行为”包括欺诈、违法或违反受信义务的行为, 资本不足以及权利人对债务人纯粹工具式的运用或权利人与债务人存在人格混同。^[61] 另外, 在债权交易的情形中, 有的法院运用衡平权力判决收购债权的内部人只能以收购价受偿。^[62] 这种做法与衡平居次原则有异曲同工之处, 都是通过限制债权回报的方式对滥用权利的行为进行制约和威慑。

2. 重整计划投票规则

另外, 许多机构投资者以及债务人的竞争对手收购债权的目的是为获得对重整计划的投票权, 而《美国破产法典》中规定重整计划投票规则的第1126条本身就包含了防止投票权滥用的机制。第1126条(e)节规定, 经利害关系人请求, 以及公告和听审, 对于“非善意地”接受或反对重整计划, 或者接受非善意或者不合法的征集投票的任何主体, 法院可以认定其投票无效, 也就是将这些票数排除在计算之外, 无论是分子(赞成票)还是分母(总票数)。^[63] 该节旨在应对出于损人利己的目的阻止重整计划通过的投资者, 他们往往在重整计划已经过充分谈判之时突然发动“钳制”(hold-up), 从而攫取更多收益, 而这种手段往往与债权收购相结合。依然是在 *Allegheny International Inc.* 一案中, 在重整计划已经提交, 信息披露报告也已经获得法院批准之后, 机构投资者分别以66%和80%~95%的价格收购了高级无担保债权和银行债权, 从而在这两个组中获得了重整计划的否决权。法院认为该机构投资者在这两个组中的投票是非善意的, 并依据第1126条

[56] See 11 U. S. C. § 105 (d).

[57] See *Am. United Mut. Life Ins. Co. v. City of Avon Park*, 311 U. S. 138, 145 (1940).

[58] See *In re Ionosphere Clubs* 119 B. R. 440 (Bankr. S. D. N. Y. 1990).

[59] See *In re Pan Am Corp.*, 125 B. R. 372 (Bankr. S. D. N. Y. 1991), *aff'd sub nom.*

[60] See *In re Mobile Steel Co.* 563 F. 2d 692, 700 (5th Cir. 1977).

[61] See *In re Clark Pipe and Supply Co.*, 893 F. 2d 693, 699 (5th Cir. 1990).

[62] See *In re Gladstone Glen*, 739 F. 2d 1233, 1237 (7th Cir. 1984).

[63] 参见〔美〕查尔斯·J·泰步:《美国破产法新论》(第3版)(下册), 韩长印、何欢、王之洲译, 中国政法大学出版社2017年版, 第1233页。

(e) 节认定其无效。^{〔64〕} 在 Macleod Co. Inc. 一案中，债务人的竞争对手收购债权，企图阻止重整计划通过以摧毁债务人的营运事业，法院依据第 1126 条 (e) 节认定其投票无效。^{〔65〕}

与此同时，第 1126 条 (c) 节规定的投票通过标准有时阻碍了通过收购债权操纵投票结果的企图。该节规定，只有当一组内拥有 2/3 以上债权额且人数超过 1/2 的债权人接受或反对重整计划时，该组才能被认定为接受或反对重整计划。有时收购方掌握了 2/3 以上的债权额，但却无法满足 1/2 以上人数的标准。在 1978 年《美国破产法典》颁布之前就有先例认为，若某个债权人收购了许多其他债权人的债权，在判定是否满足人头多数时，也只能算作一个债权人。^{〔66〕} 并且，收购方不能通过将债权拆分后由多个主体持有来规避上述规定，因为同样有先例指出通过拆分债权规避法律是无效的。^{〔67〕}

四、对我国的启示

(一) 我国发展破产债权市场的必要性

首先，随着我国经济进入下行周期，增长速度逐渐放缓，我国金融机构不良资产增长过快的的问题愈发凸显。当前我国金融企业债权人主要运用集中清收、内部分账经营、批量转让、招标采购、坏账核销等方式处置不良资产。^{〔68〕} 在我国，仅有资产管理公司能作为批量转让的受让人，其他主体无法受让金融企业的不良资产。总体而言，相较于发达国家，我国在不良资产处置领域存在市场化不足、竞争不充分、信息不透明、流动性较差、交易手段和品种缺乏等问题。市场主体参与不良资产处置的广度和深度都显著不足。^{〔69〕} 公司重整中的债权交易能通过引入专业机构投资者增进重整谈判的活力，提高重整效率，从而使公司重整成为市场化处置金融企业不良资产的有力手段。因此，应当逐渐放开不良资产处置领域的市场准入限制，鼓励市场主体通过债权交易深度参与重整程序。

其次，我国重整制度的实施现状也要求发展破产债权交易市场。美国破产债权市场的发展部分地促成了重整计划强制批准制度适用率的降低，因为债权交易能有效应对重整程序中的“反公地问题”。与此相反，我国重整计划强制批准制度适用率一直较高，引发诸多争议，表明我国重整程序深受“反公地问题”的困扰，重整谈判效率较低。利害关系人之间相互牵制、掣肘，无法合意通过重整计划，只能诉诸法院强制批准。然而法院强制批准重整计划一方面意味着持反对意见的利害关系人要被迫做出一定牺牲，另一方面往往不能彻底解决利害关系人之间的纷争，可能对重整后公司的继续经营造成负面影响。^{〔70〕} 发展破产债权市场，鼓励债权交易，有助于维护利

〔64〕 See *In re Allegheny Int'l, Inc.*, 118 B. R. 282 (Bankr. W. D. Pa. 1990).

〔65〕 See *In re MacLeod Co., Inc.*, 63 B. R. 654 (Bankr. S. D. Ohio 1986).

〔66〕 See e. g. *In re Frank*, 9 F. Cas. 704, 705 (N. D. N. Y. 1871); *In re Messengill* 113 F. 366 (E. D. N. C. 1902).

〔67〕 See e. g. *Leighton v. Kennedy*, 129 F. 737, 741 (C. C. D. Mass. 1904); *Emerine v. Tarault*, 219 F. 68, 69 (6th Cir. 1915); *In re Tribelhorn*, 137 F. 3, 4 (2d Cir. 1905).

〔68〕 参见《金融企业不良资产批量转让管理办法》(财金〔2012〕6号)。

〔69〕 参见刘向民、武卓、牟田田：《不良资产市场化处置机制研究》，载李曙光、郑志斌主编：《危困企业并购艺术》(第1辑)，法律出版社2017年版，第91页。

〔70〕 See Lynn M. LoPucki & William C. Whitford, *Bargaining Over Equity's Share in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies*, 139 *University of Pennsylvania Law Review* 125, 161 (1990).

害关系人之间的和谐关系,提高重整谈判的效率,降低重整计划强制批准适用率,并将我国重整制度改造为以当事人自主谈判为核心的困境企业拯救机制。

(二) 我国发展破产债权市场的可行性

首先,破产债权是一种私有财产,可转让性是私有财产的基本属性,只有在少数例外情形下才能限制私有财产自由转让。破产法不能任意改变进入破产程序前权利的实体内容,否则将放任当事人滥用破产程序牟取非法利益。^{〔71〕} 破产债权的转让同样应当适用《民法典》第三编第六章“合同的变更和转让”的规定。《民法典》第545条明确规定债权人可以将债权的全部或部分转让给第三人,除非根据债权性质、按照当事人约定或依照法律规定不得转让。根据债权性质不得转让的情形主要包括:债权人的变更会使权利的行使发生显著的差异,例如在重整谈判中发挥重要作用的大债权人的债权;出于保障债权人生活的目的而使之享有的债权,例如破产企业职工的退休金债权;等等。^{〔72〕} 按照当事人约定不得转让的情形,在重整程序中表现为债务人与特定债权人签订“锁定协议”,这些债权人有义务支持债务人的重整计划,并限制或禁止这些债权人转让其债权。^{〔73〕} 依照法律规定不得转让的情形,对于公司重整中的债权交易而言并不存在。《企业破产法》及其司法解释并无任何规定禁止债权交易。鼓励破产债权交易,发展破产债权市场,在我国并不存在法律上的障碍。

其次,《企业破产法》及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定(三)》(以下简称《企业破产法解释三》)赋予了债权人较为全面的参与重整程序的权利,这为收购方通过收购债权参与重整程序创造了制度激励,进而为破产债权市场的发展奠定了坚实的制度基础。公司重整中的债权交易意味着破产债权中的经济权利和参与权利同时发生移转。破产债权中包含哪些种类的参与权利,则取决于法律如何规定。依据《企业破产法》,债权人在重整程序中拥有以下参与权利:在债权人会议上询问债务人及管理人的权利;申请人民法院更换管理人的权利;监督管理人的权利;参加债权人会议并作出表决的权利;组成债权人委员会并行使债权人委员会职能的权利;对重整计划草案进行分组表决的权利;对债务人的法定代表人和其他直接责任人员、管理人提起损害赔偿诉讼的权利。在世界银行营商环境指标中“办理破产”指标的指引下,^{〔74〕}《企业破产法解释三》进一步赋予债权人以下参与权利:对债权表记载的债权提出异议以及提起诉讼的权利;查阅参与破产程序所必需的债务人财务和经营信息资料的权利;采取非现场方式进行债权人会议表决的权利;申请人民法院撤销债权人会议决议的权利;通过债权人会议和债权人委员会监督管理人处分《企业破产法》第69条规定的债务人重大财产的权利。最高人民法院民二庭在2019年11月14日发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(简称“九民纪要”)第111条中还指出,若自行管理的债务人存在严重损害债权人利益的行为或者有其他不适宜自行管理情形,而管理人未申请人民法院作出终止债务人自行管理的决定的,

〔71〕 See Douglas G. Baird, Loss Distribution, Forum Shopping, and Bankruptcy: A Reply to Warren, 54 *University of Chicago Law Review* 815 (1987).

〔72〕 参见韩世远:《合同法总论》(第4版),法律出版社2018年版,第602-603页。

〔73〕 See David A. Jr. Skeel & George Triantis, Bankruptcy's Uneasy Shift to a Contract Paradigm, 166 *University of Pennsylvania Law Review* 1777, 1808 (2018).

〔74〕 参见韩长印:《世界银行“办理破产”指标与我国的应对思路——以“破产框架力度指数”为视角》,载《法学杂志》2020年第7期。

债权人等利害关系人可以向人民法院提出申请。

（三）完善公司重整中债权交易的法律规制体系

我国公司重整实践中已经出现债权交易现象，既有投资人集中收购多笔债权，也有债权人将一笔债权分拆给多方。^{〔75〕} 由于全球商业实践具有共通性，美国公司重整实践中债权交易带来的风险，在我国同样会存在。只是由于资本市场发展程度的不同，上述风险在我国还只是初现端倪。随着我国多层次资本市场的发展，特别是机构投资者的壮大，公司重整中债权交易带来的风险及相关的投资者保护问题将日益凸显。与《美国破产法典》一样，《企业破产法》在制定时也并未将破产债权交易纳入考虑范围。在现行《企业破产法》及其司法解释的规则体系下，债权交易带来的风险无法得到有效防范。因此，应当借鉴美国法的规则与实践，立足我国实际，完善公司重整中债权交易的法律规制体系。

1. 我国公司重整中债权交易的法律规制路径

构建我国的破产债权交易规则，同样应当遵循破产法和证券法的双重规制路径。从当前来看，证券法能为破产法中的债权交易规则提供参照和补充；从长远来看，最终可从破产法和证券法中提取出一套统一的破产债权交易规则。

一方面，应当在《企业破产法》及其司法解释中植入破产债权交易规则。如前所述，《民法典》第545条规定债权可以转让，破产债权作为债权的特殊形态，其可转让性原则上不受影响。《企业破产法》及其司法解释也并无任何规定禁止债权交易。根据私法上“法无禁止即可为”的原则，在我国开展破产债权交易具有充分的合法空间。但对于破产债权交易相关风险的防范，《企业破产法》及其司法解释尚待进一步完善。就立法技术而言，《企业破产法》及其司法解释集实体法与程序法、行为法与组织法于一体，将破产债权交易规则纳入其中不存在立法技术上的障碍。就价值理念而言，我国破产法具有民商法与经济法双重性质，既强调公平调整债权人与债务人、公司股东之间的利益关系，又注重为维护社会整体利益而由公权力适度介入。^{〔76〕} 出于上述价值理念，《企业破产法》及其司法解释应以“兴利除弊”的立场，既为破产债权交易保留合法空间，又注重防范破产债权交易带来的风险。

另一方面，应当借鉴美国制定法上对证券的定义以及判例法上的 Howey 测试与 Reves 测试，扩大我国证券法对“证券”的定义，将破产债权纳入“证券”的范围，从而使证券法的规则能适用于破产债权。现行《证券法》第2条规定的证券定义较之美国法要远为狭窄。扩大证券的定义，进而扩大《证券法》的调整范围，有利于消除监管漏洞、保护投资者合法权益、提高法律的科学性和有效性、扩大直接融资、促进多层次资本市场的发展，进而促进我国经济的转型升级。美国判例法上的 Howey 测试与 Reves 测试可归纳为证券的投资性、横向共同性以及风险裸露性三大本质特征。^{〔77〕} 在破产债权交易的情境下，破产债权成为一种投资工具，投资者的收益取决于重整的成败，而《企业破产法》及其司法解释并未对破产债权交易带来的风险作出充分有效的应对。因此，破产债权符合证券的本质特征。将破产债权认定为证券，亦符合《企业破产法》和

〔75〕 参见郑志斌、张婷：《公司重整：角色与规则》，北京大学出版社2013年版，第285页。

〔76〕 参见王欣新：《论破产立法中的经济法理念》，载《北京市政法管理干部学院学报》2004年第2期。

〔77〕 参见邢会强：《我国〈证券法〉上证券概念的扩大及其边界》，载《中国法学》2019年第1期。

《证券法》的立法目的。随着破产债权市场进一步发展,机构投资者更为广泛而深入地参与重整程序,破产债权的证券特征得到更充分的显露,相关的投资者保护问题日益突出,将破产债权交易纳入证券法规制势在必行。

2. 完善利益分配层面的风险防范机制

首先,应当完善破产程序中的信息披露制度。完整的信息披露制度既包括利害关系人的查阅权,也包括掌握信息者的主动披露。总体而言,《企业破产法》及其司法解释并未充分强调债务人和管理人负有的主动信息披露义务。^[78]对于管理人、债务人的主动信息披露义务,《企业破产法》所使用的都是较为原则性的表述,如“向债权人会议报告职务执行情况”“对其职权范围内的事务作出说明或者提供有关文件”“向债权人会议就重整计划草案作出说明”等。为防止破产债权交易中的欺诈行为,应当借鉴证券法上的信息披露制度,从以下几方面系统地完善我国破产程序中的信息披露制度:(1)信息披露的主体不限于管理人和债务人的有关人员,还应包括债务人的控制股东、实际控制人、具有控制地位的大债权人以及债权人委员会。^[79](2)信息披露的标准应当是真实、准确、完整、及时、公平、合法、易得、易解,其核心是足以使理性的投资者能够作出明智的决定。(3)信息披露的内容应当包括与投资者利益相关的一切信息,在破产债权交易中,应当包括债权交易的时间、种类、数额、对债权人群体组成的影响、收购方的主体资格和诚信情况、收购债权的意图,等等。(4)信息披露的时间应当借鉴证券法上的规定,要求重整中的公司向法院和监管机构报送并公告年度报告、中期报告,以及在发生可能对重整进程产生较大影响的重大事件(例如大额的、重要的债权交易)、利害关系人尚未得知时报送并公告临时报告,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。(5)明确和强化违反信息披露义务的法律后果,特别是规定违反信息披露义务的债权交易本身及相关的投票无效。

其次,应当扩大证券定义,将破产债权纳入其中,使得证券法上的相关规则可以适用于破产债权交易。适用于破产债权交易的证券法规则主要是有关上市公司收购的规则。当收购方以要约或协议方式,从数量众多的债权人手中收购债权,此时的债权人群体和上市公司的公众投资者一样面临信息不对称问题,因而需要上市公司收购规则的保护。在这一认识基础上,第一,可以借鉴 *Wellman v. Dickinson* 一案中对要约收购实质特征的界定,将符合条件的收购债权行为认定为要约收购,适用证券法上要约收购的相关规则,包括《证券法》《上市公司收购管理办法》规定的权益披露规则、慢走规则、持有股份(债权)比例超过30%时的要约收购义务规则、公平对待所有股东(债权人)的规则,等等。第二,次对于以协议方式从数量众多的债权人手中收购债权的行为,可以适用证券法上协议收购的相关规则。最为理想的立法模式,是将证券法上的上市公司收购规则适当改造后融入破产法,从而将破产法和证券法上的相关规则整合为一套统一的破产债权交易规则。考虑到立法成本的问题,通过扩大证券定义,在规制破产债权交易时以证券法作为破产法的必要补充,此种改革路径在当前更具有可行性。

[78] 参见高丝敏:《破产法的指标化进路及其检讨——以世界银行“办理破产”指标为例》,载《法学研究》2021年第2期。

[79] 债权人委员会应对其所代表的债权人负有信息披露义务。若我国引入股东委员会制度(现行《企业破产法》及其司法解释并无规定),股东委员会也应对其所代表的股东负有信息披露义务。

3. 完善公司治理层面的风险防范机制

首先，应当概括性地赋予人民法院防范重整程序被滥用、维护重整中的公正和效率的权力，人民法院可运用此种权力对债权交易作出限制或禁止。人民法院可从时间和范围两方面限制债权交易：就时间而言，应当在破产申请后最初一段时间允许自由的债权交易，使债权人能够通过评估债务人的前景决定是退出还是继续参与重整。在这段“自由交易期”过去后，利害关系人应当有权请求法院禁止数额较大的债权交易，以防止重要债权人随意进出重整程序，保护各方利害关系人的谈判成果与合作基础。就范围而言，法院应当对债权交易的潜在收益和成本作出衡量，有可能损害利害关系人共同利益的债权交易应当受到限制，明显严重损害利害关系人共同利益的债权交易应当被禁止。例如，对于在重整谈判中发挥重要作用的大债权人出售全部或大部分债权的行为，法院应当严格审查其对重整程序的影响，必要时予以限制或禁止，以维持债权人之间的利益格局，保护重整谈判的成果；^{〔80〕}而对债权人之间的利益格局没有重大影响的小额债权交易，例如大债权人仅仅为增加利益份额而收购小额债权的行为，则不应被禁止。^{〔81〕}另外，应当引入衡平居次原则，通过限制受偿的方式惩戒和遏制债权人滥用权利的行为。当控制股东、实际控制人或具有控制地位的大债权人的不公平行为损害了利害关系人共同利益时，人民法院可对其债权适用衡平居次原则，使其劣后于普通无担保债权受偿。适用衡平居次原则时应当实行举证责任倒置，即由控制股东、实际控制人或具有控制地位的大债权人证明自己行为的正当性。^{〔82〕}

其次，应当从以下两方面完善重整计划投票规则：（1）借鉴《美国破产法典》第 1126 条（e）节的规定，增设关于恶意的投票或征集投票行为无效的规则，防止债权人出于恶意推动或阻止重整计划通过。可认定为恶意的情形，通常包括有能力决定其所在的表决组的表决结果的债权人纯粹为了将作为竞争对手的债务人挤出市场，或者为了获得优于组内其他债权人的待遇而投反对票的情形。被认定无效的投票不纳入计算范围，这可能改变该组投票的结果。相较于《企业破产法解释三》第 12 条规定的债权人会议决议撤销制度，关于恶意的投票或征集投票行为无效的规则具有更高的效率，因为后者的适用不必然需要重新表决。（2）完善重整计划分组表决通过标准的配套规则。《企业破产法》第 84 条第 2 款设定了与《美国破产法典》第 1126 条（c）节相同的重整计划分组表决通过标准。这一标准本身就能阻碍通过收购债权操纵投票结果的企图，因为满足了 2/3 以上的债权额多数的收购方不一定能满足 1/2 以上的人头多数。为应对规避这一标准的行为，还应当完善配套规则，即明确规定收购方集中收购债权后在人数上只能算作一人，以及债权人不得通过拆分债权规避法律。

• 485 •

五、结 论

公司重整的基本精神在于市场力量与规制力量的动态平衡。这种动态平衡，因经济社会发展

〔80〕 若被禁止出售债权的大债权人对重整进程作出了突出贡献，法院应当允许各方当事人约定在重整计划中给予该大债权人适当优待。若该大债权人依据重整计划获得股份清偿，其可以在重整计划执行完毕后通过股份转让、回购等途径退出公司。

〔81〕 参见前引〔4〕，Frederick Tung 文，第 1751-1752 页。

〔82〕 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。

特征和制度环境的差异而呈现出不同的现象。在本国的问题初现端倪之时未雨绸缪,借鉴域外法治经验,立足本国实际,划定明确的合法空间并构建全面的风险防范机制,或许有助于维持这种动态平衡,消除规制失灵的隐患,不至于在问题充分暴露之时手足无措。公司重整中债权交易的发展及其对重整基本秩序的冲击反映了市场力量的深化和扩张,更多的市场主体加入交易,对债务人的利益份额和控制权都成为交易标的。这为利害关系人提供了更多选择,增强了重整谈判的活力,提升了重整程序的效率,从而为各方带来了收益。然而,市场固有的弊端决定了债权交易具有外部性,不仅交易当事人可能在交易中遭到欺诈,利害关系人整体利益也可能因特定交易而受损。为控制债权交易的外部性,必须在鼓励债权交易的同时完善相应的法律规制体系。破产法集实体法与程序法、行为法与组织法于一体,可充分容纳有关债权交易的法律规则。若将破产债权纳入证券的范围,证券法上的相关规则也可适用于破产债权交易,从而使证券法能为破产法提供参照和补充。整个法律规制体系主要包括破产法和证券法上的信息披露制度、对法院的概括授权、重整计划投票规则等。为提高我国重整制度的市场化水平,将我国重整制度改造为以当事人自主谈判为核心的困境企业拯救机制,我国应当鼓励公司重整中的债权交易,推动破产债权市场的发展,同时完善公司重整中债权交易的法律规制体系。

Abstract: As a typical embodiment of the market power that effects reorganization procedures and shapes the reorganization system, claims trading in corporate reorganization has shaken the original logic of corporate reorganization system in both aspects of interest allocation and corporate governance. Claims trading brings benefits and risks to parties in interest simultaneously. Claims trading in corporate reorganization can improve the efficiency of allocating capital in the market, thus facilitate the success of reorganization. But it may also destroy the allocative order and governance mechanism in corporate reorganization, thus make going-concern value be eroded and damage the common interest of all parties in interest. The legal regulation system composed of bankruptcy law and securities law can prevent the risks caused by claims trading in both aspects of interest allocation and corporate governance. The risks in interest allocation are mainly prevented by the information disclosure system in bankruptcy law and securities law. The risks in corporate governance are mainly prevented by general authorization of the court and the voting rule of reorganization plans. It is not only necessary but also feasible to develop the market of bankruptcy claims in China. China should encourage claims trading in corporate reorganization, promote the development of the market of bankruptcy claims and perfect the corresponding legal regulation system.

Key Words: corporate reorganization, claims trading, corporate governance, the market of bankruptcy claims

(责任编辑:周游 赵建蕊)

个人破产制度中的信息披露规则研究

巴于茜*

内容提要：信息披露在破产制度体系中担当着重要角色，完善信息披露规则就是在筑牢破产制度体系的“四梁八柱”。个人破产制度中的信息披露要求是平衡债权人与债务人利益冲突、维护社会公平正义秩序的必然选择，也是解决信息不对称问题、促进破产双方博弈的重要工具。个人破产程序中承担信息披露重任的主体为债务人、破产管理人及第三方征信机构，其中债务人的信息披露义务是其适用个人破产制度清理个人债务的程序性负担，是衡量债务人是否诚信的重要参照；破产管理人与第三方征信机构对债务人个人财产信息、信用信息的披露应当控制在合理限度内，个人信息保护理念是现代破产制度的应有之义。

关键词：个人破产 信息披露 个人信息保护 社会公平正义

• 487 •

一、问题缘起：个人破产制度中个人信息利用的争议

在科技革命与技术变革持续推进的数字经济高速发展浪潮中，信息数据成为能与有形资产比肩的重要社会资源。2020年3月30日中共中央、国务院发布的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》就已经将数据与传统生产要素并列，肯定其作为一种新型生产要素的地位。信息数据源于个人的生产生活，且个人数据因包含可识别的个人身份信息或隐私而与人格尊严、人格利益产生关联，^{〔1〕}因此信息数据价值的勘探开发必须以妥善数据治理为前提。换言之，任何以个人信息利用为基础构建的制度规范都必须将个人信息保护考虑在内，个人破产制度也不例外。建立健全个人破产制度是一项复杂的工程，个人破产法律制度稳健运行离不开个人财产申报制度和社会信用体系建设等配套措施保驾护航。数字经济时代海量便捷的信息数据于个人破产

* 巴于茜，甘肃政法大学民商经济法学院副教授。

本文为教育部人文社会科学青年基金项目“我国个人破产制度构建研究”（20YJC820001）的阶段性成果。

〔1〕 参见高富平：《个人信息使用的合法性基础——数据上利益分析视角》，载《比较法研究》2019年第2期。

制度的应用发展是一把双刃剑,原因在于:一方面,个人破产制度以救济债权、解救诚实但不幸的债务人,从而以最大限度维护社会公共利益为目的,^{〔2〕}因此,全方位收集并披露与债务人财产、信用有关的个人信息有助于快速甄别潜在道德风险、顺利推进债务清理程序;另一方面,对债务人个人的信息利用应当被控制在合理限度内,否则个人破产制度将会被贴上侵害个人信息权益或诱发破产歧视的标签,妨碍社会公众破产法意识的培育。^{〔3〕}

个人破产制度体系中常见的信息利用场合是披露债务人的个人信息,因此,本文以个人破产程序中信息披露规则为研究对象,在深刻剖析信息披露的正当性基础之余,系统阐述不同主体所负担的信息披露义务,聚焦破产制度中信息充分披露要求与个人信息保护框架内个人信息适度利用原则之间的冲突,最终立足我国个人破产法律制度构建背景,为个人破产程序中信息披露规则构造探寻妥适出路。

二、正本清源:个人破产制度中信息披露的正当性基础

(一) 信息披露制度的价值意蕴解析

信息披露规则是破产制度体系中不可或缺的存在。我国企业破产实践已经证实,信息披露制度缺失将会颠覆社会公平正义,债权人合理的财产权益诉求被裹挟在真伪难辨的信息浪潮中,债权人往往因处于信息劣势地位而丧失合理的救济机会甚至会因债务人的违规操作而遭受更严重的经济损失。^{〔4〕}在个人破产情形中,信息披露规则短缺同样会使个人破产制度救济债权人利益的目的落空,甚至沦为破产欺诈的培养皿,彻底颠覆个人破产制度的初衷。因此,信息披露规则在破产制度的价值体现为维持债权人与债务人利益平衡,进而保障社会公平正义秩序之实现。

第一,于债权人而言,必要且详尽的信息披露是最大化救济财产权利的前提。个人破产制度在不同程序推进阶段都赋予债权人主动选择权,而只有全面了解债务人的真实财产状况,债权人才能做出谨慎的选择。当债务人出现资不抵债等明显缺乏清偿能力的情形时,债权人应当根据所获取的信息做出是否启动个人破产程序的决策,即向法院提出破产申请只是债权人救济财产权利的备选项之一,并非所有债权人都只能通过破产程序救济其财产权利,尤其对那些已经获得财产担保或取回权的债权人而言,个人破产程序反倒会影响其最终受偿的程度。当然考虑到个人破产程序启动之前债务人主动披露的信息十分有限,债权人只要提出证据证明债务人已经停止支付或者不能对其清偿到期债务,就可以提出破产申请。进入个人破产流程之后,债权人在选择具体债务清理方式上享有多重选择空间,^{〔5〕}不仅可以充分利用庭外磋商机会选择以低成本、高效率的方式处理债权债务关系,而且能够在法院主导的和解、重整及清算程序中掌握一定程度的话语权,通过对债务人披露的和解协议或重整计划草案行使表决权来决定债务人“经济重生”的具体方案。在破产程序推进的全流程及破产程序终结后,债权人均享有追踪、撤销债务人个别清偿行

〔2〕 参见韩长印:《破产理念的立法演变与破产程序的驱动机制》,载《法律科学》2002年第4期。

〔3〕 参见张善斌、钱宁:《论个人破产制度构建的痛点——公众法意识的转型》,载《商业研究》2021年第2期。

〔4〕 参见王欣新、丁燕:《论破产法上信息披露制度的构建与完善》,载《政治与法律》2012年第2期。

〔5〕 参见贺丹:《个人破产程序设计:一个新思路》,载《法律适用》2021年第9期。

为的主动权，因此，债务人必须如实披露其在具备破产原因后仍旧实施个别清偿行为的合理性，否则就难逃构成破产欺诈的质疑。

第二，于债务人而言，必要且详尽的信息披露是其获得破产免责待遇的合理对价。个人破产制度为负债累累的债务人规划出一条合理且可行的免除余债路径，而适用该制度的前提为债务人须符合“诚实但不幸”的标准。其中，法院可以通过债务人的收入证明、财产债务清册及银行账户流水等客观记录研判其是否构成“不幸”，而债务人“诚实”与否则是一个非常主观化且容易被误导的问题。引入信息披露制度之后该问题便能迎刃而解，即只要债务人能够全面、如实地向法院、破产管理人或债权人披露其财务信息和信用信息，就能够证明债务人系“诚实”。此外，从维护债权债务利益平衡的维度来看，债务人履行信息披露义务是对其自由行为设置的程序性负担，〔6〕且该负担的程度与债务人获得破产免责的难易程度呈现负相关性。具体来讲，在个人破产程序中若债务人积极申报个人财产及信用信息、配合管理人与法院的调查询问，将不会招致法院的否定性评价与惩罚性后果，并有可能在后续财产分配和破产免责考察环节获得一定程度优待；反之，若债务人在履行信息披露义务时表现出被动消极的一面，则其获得的法院或破产管理人的信用评价将会大打折扣，并且这种否定性评价会直观体现在法院为破产人留存自由财产、设置免责考察条件、失权期限及复权条件上。换言之，为债务人施加信息披露的负担是为维持债权人的心理平衡，毕竟债权人更乐意向积极配合破产调查的债务人展示出宽宥之心。总之，债务人信息披露得愈发充分，债权人救济财产利益的目的便会愈发被满足，债权债务双方的关系再次回归到实质平等的平衡中。

（二）信息披露制度的工具属性识别

健全的信息披露制度是提高破产程序流畅度、提升债务清理计划实施效率的重要依托。其工具效益体现在以下两个方面：

第一，克服信息不对称问题。从我国诸多企业破产实践来看，制约破产程序顺利推进的关键因素之一是信息不对称问题，尤其在企业进入破产清算或者重整程序时，掌握信息的破产债务人会利用信息优势阻挠债权人及时行使合法权益，从而引发道德风险和逆向选择。〔7〕个人破产制度中的信息不对称问题更甚。相较于企业财产需要及时办理登记手续的强制性要求，个人财产能够自由灵活转移且其转移踪迹难以为一般债权人获悉，而且即便存在个人财产申报制度也不足以涵盖自然人的所有动产，再加上个人财产与家庭财产不能泾渭分明，债务人发出的任何虚假消息都会误导破产管理人与法院的判断，阻碍破产程序，债务人甚至可以轻易规避信息披露要求而实施隐匿财产、虚假清偿等破产欺诈行为。解决信息不对称问题的关键在于信息的透明与充分披露，〔8〕因此，为参与到破产程序中的特定主体施加信息披露义务便是符合该逻辑的应有之策。而且同时设置多个信息披露义务人有助于促成多元信息供给与甄别机制，弥补债权债务双方信息落差，为债权人谨慎行使表决权奠定基础。

〔6〕 参见吴桐、庄清岚、李悦：《基于功能适当的个人破产征信机制回应研究》，载《征信》2021年第12期。

〔7〕 参见张晓冉：《构建个人信用机制的理论研究——基于信息经济学的视角》，载《征信》2020年第5期。

〔8〕 参见费国平、万磊、徐家力：《公司重整》，中国时代经济出版社2005年版，第109页，转引自前引〔4〕，王欣新、丁燕文。

第二,充当破产博弈工具。对个人破产制度中承担主要信息披露义务的债务人而言,信息披露甚至可以作为其与债权人、破产管理人乃至法院博弈的工具。一项针对信息披露的经济学研究显示:“尽管信息发送者希望接收者拥有的信息尽可能少,但是在面对接收者可以从其它渠道获取信息的威胁下,他会先发制人地披露一些信息,以防止接收者自己去获取更加精确的信息。”〔9〕从纯粹工具属性来看,无论债务人是主动还是被动介入破产程序,其或多或少会有以最少代价换取经济重生的主观意志,因此,债务人与其消极应付立法者为其设定的信息披露要求,倒不如主动释放部分个人信息,防止其他信息披露义务人或债权人公开更多信息,而后者可能会与其付出最少代价的初衷背道而驰。如上文所言,债务人的信息披露义务是一项程序性负担,但主动的信息披露不仅能够化解债务人的尴尬处境,而且能产生相应的制度红利。具体来讲,债务人主动披露个人信息时会以关联性为主要筛查因素,那些与个人财产、个人信用无关的信息或隶属于个人隐私范畴的敏感信息将不会被披露,且债务人会因主动提供有效信息而获得债权人、破产管理人和法院的积极评价。与此相反,破产管理人或其他提供个人信息的征信机构为落实充分披露个人财产信息、信用信息责任,倾向于先全方位收集债务人的个人信息,并在筛查之后公开与个人破产案件有关的信息。如此信息整理策略难免会有过度收集的嫌疑,而且个人隐私等敏感信息一旦进入破产管理人和征信机构经营的数据池,就会平添被泄露、被滥用的风险。

三、比较考察:个人破产制度中的信息披露义务

• 490 •

在发达信息技术加持下,信息披露作为一种重要的规制工具被广泛运用在社会治理的各个方面。信息披露从其实现方式而言具有主动与被动之分,但当其被设定为特定主体的法律义务时仅指后者,即强制性信息披露。大陆法系将强制性信息披露作为对义务人自由表达权利的限制,因此,根据法律保留原则,强制性信息披露必须要有法律的明确授权,否则其合法性将受到质疑。〔10〕个人破产制度中,除处于居中裁决地位的法院外,所有与破产案件有关的自然人或组织都应负担信息披露重任,因此,广义上的信息披露义务人包括债务人、破产管理人、第三方机构和专门破产管理机构。然而与前三者纯粹的信息披露义务相比,专门破产管理机构承担的信息披露职责集权力义务属性于一体,且该职责的履行阶段与内容表现为,破产管理机构在破产程序终结后将破产信息予以登记并公开。鉴于此,本文将个人破产制度中的信息披露义务人限缩为债务人、破产管理人和第三方征信机构。

(一) 债务人的信息披露义务

债务人在破产程序中承担信息披露义务是世界各国个人破产立法的共识。英国《破产法》规定,所有破产人都有义务向官方接管人提供信息。具体而言,债务人应当向官方接管人履行下列信息披露义务:(1)向官方接管人提交其占有或控制的、与其财产或事务有关的所有账簿、文件及其他记录,其他程序中免于披露的材料也包括在内;(2)按照官方接管人的合理要求提供信息

〔9〕 胡珉、傅培轩:《信息披露的经济学分析:预防性动机视角》,载《产经评论》2022年第2期,第36页。

〔10〕 参见朱春华:《强制信息披露的权力滥用与法律约束——以比较法为视角》,载《宁夏社会科学》2021年第3期。

和资料，否则会被施以惩治措施；（3）亲自回答官方接管人的问题，并在官方接管人提出合理要求时陪同调查。^{〔11〕}破产人主动提出破产申请的，应当在申请书中附随一份清算式资产负债表，且该经过宣誓核明的负债表上应当载明破产人财产和债务的详尽信息。^{〔12〕}美国破产法也为债务人设定了强制信息披露的义务，其具体实现路径分别为：第一，债务人必须接受法院的质询并如实提交法院所要求的信息和材料，如在重整程序中只有当债务人履行充分披露义务且法院对其披露内容予以批准以后才能启动对重整方案的投票程序；^{〔13〕}第二，债务人有必要向非委员会成员的债权人提供报告或披露消息，以确保所有债权人在接收债务人信息方面是公平的。^{〔14〕}目前我国破产立法没有明确规定债务人的信息披露义务，而只是在破产申请的有关条款中将债务人主动提交个人财产信息作为破产申请的必备要件之一。如《中华人民共和国企业破产法》第8条第2款规定：“债务人提出申请的，还应当向人民法院提交财产状况说明、债务清册、债权清册、有关财务会计报告、职工安置预案以及职工工资的支付和社会保险费用的缴纳情况。”如此立法模式被我国首部个人破产立法《深圳经济特区个人破产条例》（以下简称《条例》）沿用，后者第8条载明债务人向法院提出破产申请以启动破产清算、重整、和解程序的，需要向法院提交个人收入状况、社保证明、纳税记录、个人财产及夫妻共同财产清册、债权债务清册等材料，以便破产程序启动以后法院与破产管理人、债权人就债务人的财产与信用情况形成全面了解、推进破产程序进程。

在审查债务人所披露的信息时，法院应侧重信息的真实性与关联性，而该审查结果恰好能反映债务人是否符合“诚实而不幸”标准以及能否适用个人破产制度处理个人债务危机。然而从监管角度来看，债务人以信息披露为博弈工具所预防性释放的信息不一定是真实、有效、完整的，尤其是在强制信息披露重压下，债务人可能会有操纵披露、错误披露的主观动机，并试图通过多种方式规避披露要求。^{〔15〕}因此，法院仍旧有必要借助破产管理人、第三方征信机构的力量启动调查程序，以充实和完善债务人的个人财产信息与信用信息，为债权人决策提供坚实参考依据。当然，考虑到一经启动个人破产程序债务人的个人信息必将被公开，法院应当结合具体情况对部分信息做匿名化处理，在不泄露债务人敏感信息的前提下向已知或未知的债权人发布通知、公告。作为信息主体的债务人是保障个人信息安全的第一责任人，享有访问、更正、限制处理、撤回同意等基本数据权利，因此，在个人破产程序中债务人的无关信息被不当披露的，法院及其他组织应当及时纠正、止损，债务人可以追究不当披露人的法律责任。

（二）破产管理人的信息披露义务

德国破产法学家波克教授强调，法院为财产变价创造的程序框架第一步就是启动破产程序并

〔11〕 参见英国《破产法》（1986年）第291条。

〔12〕 参见〔英〕费奥娜·托米：《英国公司和个人破产法》，汤维建、刘静译，北京大学出版社2010年版，第225页。

〔13〕 参见美国《破产法典》第1125条、第1126条。

〔14〕 参见美国《消费者保护和破产程序滥用防止法》中的“债权人取得信息”条款。

〔15〕 美国沙哈尔教授主持的实证研究表明，信息披露义务人会采取的规避策略包括：完全无视披露的法令，或是用言辞对披露进行装扮、美化，或是把披露内容放到小字格式条款中，或是故意披露大量信息使接收人信息过载。参见〔美〕欧姆瑞·本·沙哈尔、卡尔·E.施奈德：《过犹不及：强制披露的失败》，陈晓芳译，法律出版社2015年版，第179页。

任命破产管理人。^{〔16〕} 设置破产管理人之所以成为个人破产程序中的必要环节,是出于对司法系统承载力、社会信用水平和社会公众对破产观念的接受程度等综合因素的考量。^{〔17〕} 在个人破产程序中,管理人建构起了债务人、债权人、法院三者之间的对话机制,因此,其有必要在行使调查权限后将所获悉的债务人财产信息与信用信息披露给法院与债权人。具体而言,破产管理人履行信息披露义务的主要路径有三:第一,通过执行法院赋予的破产调查权履行该义务。如英国《破产法》对所有集中破产案件规定了收集信息的权力并将这种权力授予作为政府官员的清算人、代管人以及行政接管人,要求其承担起调查每个破产人的行为和事务的义务,并在适当时向法院提交报告。英国科克委员会把公开调查程序“视为满足商业道德要求的手段”^{〔18〕},它所描绘的公开调查旨在达成的目的愿景无一不与信息披露有所关联:“首先,公开调查将形成官方接管人向工商部提交的、关于破产人事务的报告的基础;其次,公开调查将提供获得关于资产管理的实质性信息的机会,而这种信息无法通过私人渠道获得;最后,公开调查可以向债权人和社团宣告与破产相关的显著事实和特殊性质,为其提供详细的信息。”^{〔19〕} 第二,通过向债权人和债务人提供信息咨询服务履行该义务。与存在天然信息差距和知识壁垒的债权人以及已经负债累累的债务人相比,被选任的破产管理人的个人素质与资质过硬,对破产案件的处理流程也更加熟悉,^{〔20〕} 所以个人破产程序中管理人还能作为咨询服务顾问,为债权人、债务人出谋划策。如美国《消费者保护和破产程序滥用防止法》将信用咨询作为债务人申请破产的前置程序,债务人在向法院提出破产申请时必须出具已经从受认可的、非营利性信用咨询机构接受咨询和帮助的证明;德国《破产法》也有类似规定,破产管理人负有义务向债权人会议详尽阐明债务人的经济状况及原因,以及管理人作为破产专家对破产案件中具体问题的专业性判断等。^{〔21〕} 第三,通过对债务人实施监督履行该义务。管理人对债务人的监督融贯在管理人履职的全过程,管理人提交的监督报告构成法院或债权人会议为债务人设置免责考察条件、复权条件的重要参考资料。如德国《破产法》规定,债务人在免责考察期内积极遵守还款约定且行为良好的,考察期经过后可以向法院申请免责,而法院裁决的主要依据就是考察期内管理人对债务人行行为的持续性监督,甚至债务人是否谋得一份良好工作都要被记录在案。除此之外,在债权人选任破产管理人的立法例中,管理人有义务向债权人会议披露债务人的经济状况、破产原因和债务清理方案,定期汇报案件进展和执行情况等,并在职务终结时提出财务报告,充分保障债权人的知情权。

(三) 第三方征信机构的信息披露义务

建立健全个人征信体系是构建个人破产制度的应有之义。目前在世界各国普遍的个人信息保护

〔16〕 参见〔德〕莱因哈德·波克:《德国破产法导论》(第6版),王艳柯译,北京大学出版社2014年版,第19页。

〔17〕 尽管破产管理人制度已经为大部分国家的破产法所接受,但仍有学者对设置破产管理人的必要性提出质疑,主张与其另行选择破产管理人,不如缩减经费支出,由经债权人、债务人协商一致并由债务人或债权人会议推选的债权人代表负担起管理人的职责,充分尊重当事人的自治权。另有学者则认为破产案件中是否需要选任管理人,应当根据破产案件的具体情况确定,若债务人无任何财产,便没有必要引入破产管理人。持此观点的学者将破产管理人的职责限定为接管和分配财产,但其实破产管理人真正承担的职责任不止如此。See James Angell MacLachlan, *The Title and Right of the Trustee in Bankruptcy*, XIV Rutgers Law Review 653, 653-677 (1960).

〔18〕 前引〔12〕,费奥娜·托米书,第223页。

〔19〕 前引〔12〕,费奥娜·托米书,第231页。

〔20〕 参见杜若薇:《个人破产程序中的管理人设置》,载《中国政法大学学报》2021年第4期。

〔21〕 参见德国《破产法》第156条。

立法趋势的推动下，多个经济体的个人征信体系建设日臻完善，有力推动着个人破产制度的应用与发展。在个人破产程序中引入第三方征信机构是数字信息时代破产法治的必然要求，理由在于：一方面，第三方征信机构可以向法院提供其所收集整合的债务人金融信贷、民间借贷、消费、教育、税务等多重个人财产信息、信用信息，^{〔22〕}为法官判断债务人是否属于“诚实但不幸”提供客观依据，击退任何企图实施破产欺诈、滥用个人破产制度的债务人。另一方面，破产宣告后第三方征信机构对债务人个人财产信息与信用信息的动态收集整合构成破产后监管的重要方式，而该监管结果将会作为法院设置破产人免责条件、复权条件等的重要参考依据，破产人的信用修复机制也建立在第三方征信机构的动态监管之上。总之，第三方征信机构对债务人经济能力丧失与恢复的全过程记录，构成个人破产制度旨在实现的债务人债务清理与信用修复之双重功能的基础。当然，并不是所有的征信机构都有资格介入个人破产程序中为法院或债权人提供债务人个人信息，考虑到信息筛查与数据运营的客观屏障，只有经过认证的第三方征信机构才被授予信息披露的重任。环顾域外国家的信用制度体系，如德国的联邦银行信贷登记中心和个人征信局等，都被允许在个人破产案件中披露债务人的有关信息，^{〔23〕}美国则构建起市场化的个人信用制度体系，由多个信息提供商组成信用制度框架，且信息提供商各司其职、相互配合。我国目前被认证的商业征信机构数量有限，且其实施的信息收集、整理、加工和分析行为必须符合《征信业管理条例》和《征信机构管理办法》的有关规定，尤其要注意规避对个人信息的过度收集及不合理披露引发的安全风险。

不同于债务人自主披露信息不会存在“过度”之嫌疑，破产管理人与第三方征信机构履行信息披露义务应当据守“适当”准则，既不能过度收集与债务人个人财产与信用无关的信息，也不能泄露与破产案件无关的个人敏感信息。欧盟《通用数据保护条例》尖锐地指出了个人数据泄露的安全风险：个人数据发生泄露，若不及时妥善处理，可能会对自然人产生人身的、物质性或非物质性的损害，例如丧失对其个人数据的控制或者使其自由或权利受到限制、歧视，遭受身份盗用或诈骗、财务损失、未经授权的假名化移除、名誉损害、具有职业保密性的个人数据被公开或任何其他重大的经济或社会不利影响。^{〔24〕}因此，无论是行使调查职权的破产管理人抑或是以市场化模式运作的商业征信机构，都必须以债务人知情且同意为信息收集的底线原则，明确设计信息收集的算法规则，将不利于进入信息数据池的个人敏感信息排除在外；在信息披露之前，破产管理人与第三方征信机构应当履行信息筛查职责，借助区块链等新兴技术将与破产案件无关的个人信息作匿名化处理，^{〔25〕}仅公开与破产案件有关的债务人个人财产信息和信用信息。

• 493 •

四、现实检视：我国个人破产制度中的信息披露实践

构建个人破产法律制度成为新时代市场经济体制建设完善的重要任务之一。2020年5月，中共中央、国务院发布的《加快完善市场主体退出制度改革方案》明确提出：“研究建立个人破产制度，

〔22〕 参见马学荣：《论新时代个人信用制度的完善——基于个人破产制度的视角》，载《征信》2020年第9期。

〔23〕 参见冯春晓：《关于德国社会信用体系建设模式的若干思考》，载《北方经济》2014年第8期。

〔24〕 参见《通用数据保护条例》（2016）第85条。

〔25〕 参见闫晴、马苗：《区块链赋能个人破产后信用监管的理论阐释与制度创新》，载《征信》2022年第9期。

重点解决企业破产产生的自然人连带责任担保债务问题。明确自然人因担保等原因而承担与生产经营活动相关的负债可依法合理免责。逐步推进建立自然人符合条件的消费负债可依法合理免责,最终建立全面的个人破产制度。”2021年3月,《条例》正式施行,拉开我国个人破产制度发展新篇章。截至2022年11月,深圳市中级人民法院已经启动160余次个人破产审查,综合运用破产重整、和解、清算等各种程序审理个人破产案件,^[26]为“诚实但不幸”的债务人争取到经济重生的机会。《条例》积极吸收我国企业破产司法实践经验和域外国家破产法实施经验,成功探索出个人破产案件审理权与事务管理权相分离的进路,构建由法院裁判、政府监管、管理人执行、公众监督的“四位一体”破产办理体系,^[27]并通过持续改革试点补齐个人破产制度的相关配套措施,为个人破产实践提供明确遵循。关于个人破产制度中的信息披露问题,《条例》及其相配套制度已经做出如下部署。

(一) 建立个人破产管理人制度,规定破产管理人信息披露义务

《条例》第十一章第二节专门规定了破产管理人制度,其中第161条列举了破产管理人勤勉、忠实履职的一般行为样态。^[28]尽管“信息披露”义务并未直接体现在法律条文中,但管理人的诸多法定职责落实无不经由信息披露环节实现:无论是在破产程序进程中调查债务人的财产、信用状况,抑或是在破产程序终结后对债务人进行持续跟踪、监督,管理人都需要将其整理的资料、信息呈报给法院或债权人会议,作为法院裁决、债权人行使表决权的决定性参考。当然,管理人并不是不加甄别地公开所有信息,《条例》为管理人履行信息披露义务设定了可探寻的边界:第163条规定管理人负责保管相关材料以备债权人和利害关系人查阅,且当存在正当理由时管理人可以拒绝债权人、利害关系人的查阅请求,而所谓正当理由一般是指相关材料涉及商业秘密且查阅人不做出保密承诺、相关材料涉及个人隐私或国家秘密。因此,个人信息中与人身自由、人格尊严有关的隐私信息始终是信息披露的禁区,破产管理人在信息采集阶段就应当注意避免触碰个人隐私信息,即便存在过度收集情形也应当在信息整合过程中剔除与债务人财产或信用状况无关的其他信息。《条例》设计的破产管理人制度表明,个人破产案件中法院、债权人及债务人对管理人的专业性提出较高要求,因此,有必要对破产管理人选任、管理、培训等作出具体规制。2022年8月11日深圳市破产事务管理署践行《条例》安排的“确定管理人资质,建立管理人名册”职责,印发《深圳市个人破产管理人名册管理办法(试行)》,开辟个人破产管理人制度专业化梯队建设、夯实个人破产办理机制的新局面。破产管理人是破产案件中各方良性沟通的媒介,其专业化程度与破产案件办理质效存在正相关关系,管理人妥善履行信息披露义务既是其专业性的外在表征,亦是契合破产程序中法院、债权人、债务人期许的合理行径。

[26] 参见《回访|境内个人破产制度改革试点一年来近况》,深圳市中级人民法院微信公众号2022年11月10日发布。

[27] 参见曹启选、景晓晶、叶浪花:《个人破产制度先行先试中的实践示范与体系构建》,载《人民司法(应用)》2022年第22期。

[28] 《深圳经济特区个人破产条例》第161条规定的管理人职责包括:(1)调查核实债务人及其所扶养人、雇用人员的基本情况;(2)通知已知债权人申报债权并审查债权情况;(3)接管与债务人财产状况相关的财产清单、凭证以及债权债务清单等资料;(4)调查债务人财产状况和人民法院裁定受理破产申请之日起前二年的财产变动情况,制作债务人财产报告;(5)提出对债务人豁免财产清单的意见,调查、接管债务人可供分配的财产;(6)拟定破产财产分配方案并实施分配;(7)代表债务人提起、参加涉及债务人财产的诉讼、仲裁等活动;(8)提议、协调召开债权人会议;(9)管理、监督、协助重整计划或者和解协议的执行;(10)管理、监督债务人在考察期的行为;(11)人民法院、破产事务管理部门依照本条例以及其他规定要求管理人履行的其他职责。

（二）确立个人破产事务管理机构，明确破产管理机构的法定职责

《条例》的一大创举就是前瞻性地考虑到处理个人破产需要专门行政机构加持，^[29]故在第十一章第一节专门规定了破产事务管理部门的有关职责。《条例》颁布后不久，深圳市设立破产事务管理署填补了破产事务管理部门的空缺。在破产事务管理署主导下，深圳市相继出台《关于建立破产信息共享与状态公示机制的实施意见》《深圳市个人破产信息登记与公开暂行办法》，对个人破产信息公示与共享的功能作出有益探索。

1. 在个人破产信息共享、破产状态公示、信用修复等方面建立常态化、高效率的协同机制。信息共享是数字经济的心脏，^[30]信息价值因为共享而无限放大，构建信息共享机制是信息数据利用的必由之路。2021年8月，深圳市中级人民法院、深圳市市场监督管理局、深圳市破产事务管理署联合发布《关于建立破产信息共享与状态公示机制的实施意见》（以下简称《意见》），要求三方根据各自职能，分别负责以市场主体信用为重点的破产信用信息公开、以破产案件为核心的破产司法信息公开、以债务人为中心的破产事务信息公开，而且破产信用信息经一方登记，多平台联动，实时、高效、精准公开公示企业和自然人等市场主体的破产信息、破产状态。具体措施有三：其一，实行信息共享与公开清单制度，推动破产信息进入公共信用信息资源目录，并通过政务信息资源共享平台公开、共享个人破产信息，动态记录破产人的个人财产信息与信用信息，尤其是契合破产失权、复权制度的要求，及时更新破产人与“准破产人”在任职资格上的限制与恢复情况，^[31]疏通公众对破产制度运行的了解、监督渠道。其二，向社会公众公开债务人、破产管理人在破产程序中作出的诚信承诺，使其与公共信用信息管理系统形成联动，并由市场监管局协助核查债务人信用信息，出具《个人公共信用报告》推进个人破产案件侦办程序。其三，从优化营商环境、完善市场主体退出机制的维度出发，开拓信用修复与权益救济进路，帮助破产人实现“信用重生”与“经济再生”。

2. 制定个人破产信息登记与公开制度。2021年12月31日，深圳市破产事务管理署发布《深圳市个人破产信息登记与公开暂行办法》（以下简称《办法》），作为《条例》的配套规则，为破产信息从归集到登记再到公开提供环环相扣的规范性指引。《办法》建构的信息披露规则体系如下：其一，个人破产数据的来源与履行信息披露义务或职责的主体基本一致。《办法》第6条第1款指出，破产事务管理部门应当编制个人破产数据的归集目录，目录所涉数据源于法院出具的法律文书，破产事务管理部门履行职责形成的数据以及管理人、债务人和金融、征信等第三方机构报送、申报、提供的数据。上述数据来源除法院外，恰好均在个人破产事务处理过程中承担着信息披露的义务或职责。其二，明确个人破产数据登记和公开的行为准则。在《办法》第3条言明个人破产信息登记与公开的基本原则^[32]的基础上，《办法》对数据登记、公开环节设置了

[29] 参见王欣新：《迎接个人破产时代的制度绸缪》，载《人民司法（应用）》2022年第22期。

[30] 参见雷瑞鹏、白超：《数据保护与数据共享的平衡——数据共享伦理学》，载《医学与哲学》2021年第7期。

[31] 《关于建立破产信息共享与状态公示机制的实施意见》第7条规定：“企业董事、监事或者其他高级管理人员违反忠实义务、勤勉义务，致使所在企业破产，被人民法院判令承担相应责任的，破产管理人凭生效法律文书向市市场监管局登记相关人员的任职资格限制。”第8条规定：“个人债务人因宣告破产被限制任职资格或者任职资格限制被依法解除的，市市场监管局应当根据人民法院推送的生效法律文书，及时登记或者解除登记个人的任职资格限制。”

[32] 《深圳市个人破产信息登记与公开暂行办法》第3条规定：“个人破产信息登记遵循合法、及时、客观、准确原则；个人破产信息公开遵循合法、正当、必要、诚信原则。”

不同的行为准则:《办法》第6条第2款要求各数据报送主体“向市破产事务管理部门报送、提供的有关数据应当及时、准确、完整”;第10、11、12、15、16条则设置了数据公开环节中的前置审查程序、列举了需要隐匿处理后才能公开的信息和完全不予公开的信息、设计了终止信息公开的有关规则等。上述规则表明破产事务管理署对数据登记与公开“宽进窄出”的态度,以维系个人破产信息利用和保护之间的平衡。一方面,个人破产数据登记需要采取“宽口径”,按照“编制个人破产数据目录—数据归集—个人破产信息登记”的流程将所有与破产案件有关的数据纳入破产管理署监管的数据池中,最大程度压缩破产欺诈情形的生存空间;另一方面,个人破产数据公开则要采取“窄口径”,不仅通过前置数据审查环节将涉及国家秘密、个人隐私和商业秘密的个人破产数据排除在公开序列之外或为其公开设置限制性条件,而且还为债务人主动公开的个人破产信息设置了1年到3年不等的公开期限,兼顾信息公开与债务人信用修复、经济重生等目的。其三,在个人破产信息监管方面施行信息档案管理和信息安全管理制度,建立错误信息纠错机制,充分保障债务人的个人信息在披露后仍保持完整、准确,避免信息误用或篡改对信息资源质量的贬损,最大限度释放个人破产信息披露的制度红利。

《条例》及其配套制度紧紧围绕法院裁判、政府监管、管理人执行、公众监督的“四位一体”破产办理体系设计信息披露规则。正如上文所言,在法院主导的个人破产案件审理过程中,破产管理人在公开调查后妥善披露债务人的财产信息和信用信息,构成法院裁决、债权人行使表决权的基本前提,同时又是对债务人勤勉、忠实履职的体现,因此加强破产管理人专业化建设成为《条例》对破产管理人制度的合理期许。同样被寄予厚望的还有破产事务管理部门——深圳市破产管理署。在《条例》及其配套制度设计的个人破产信息共享、登记与公开规则中,破产管理署承担着筑牢信息安全防线、优化信息治理进路的双重责任,而维持二者平衡则是对破产管理署工作的一项重大考验。对此,笔者认为,我国破产管理制度优化可以从以下三方面着手:第一,个人破产信息管理机制有待健全。破产管理机构因办理个人破产信息登记而治理数据池的,应当构建良好的破产信息管理体制机制,^[33]既要履行好信息公示前的前置审查职责,将涉及国家秘密、个人隐私和商业秘密的个人破产信息剔除在外或设置限制性条件,又要采取多种措施吸纳数据管理领域的高质量人才,形成个人破产数据治理的强大合力。第二,统一破产立法应当考虑构建统一的破产事务管理体制。在我国统一的个人破产中,应当考虑形成中央与地方破产行政管理体制,在各级政府设置专门的破产管理机构,实行全国统一的办理破产标准。第三,形成由政府主导、社会辅助的破产事务管理格局。^[34]在建立健全破产行政管理体制之余,有必要充分发掘社会资源,设立指导、援助办理个人破产的社会化机构,为个人破产制度蓬勃发展积蓄后备力量。

五、优化路径:个人破产制度中的信息披露规则构造

近些年来,理论界与实务界对我国制定《个人破产法》的呼声愈发高涨,立法条件日臻成

[33] 参见张建新:《加强政务数据精细化管理的实践路径》,载《人民论坛》2020年第2期。

[34] 参见前引〔29〕,王欣新文。

熟，立法设想愈发向精细化发展。^{〔35〕} 汤维建教授指出“制定我国个人破产法应当处理好十种关系”，而“处理好个人破产立法与破产配套制度之间的关系”^{〔36〕} 便赫然在列，可见，建立健全个人破产制度并不能拘泥于个人破产立法，相关配套制度与规则也是保障《个人破产法》良好运行的关键，其中就应当包括信息披露规则。信息披露在破产制度体系中担当着重要角色，完善信息披露规则就是在筑牢破产制度体系的“四梁八柱”。笔者认为，我国个人破产制度中的信息披露义务规则构造应当遵从以下路径。

（一）信息披露的前提：优化信息采集规则

个人破产制度作为现代信用制度的内容之一，深刻践行着个人信息保护的法治理念，而位于信息披露前端的信息收集规则，也自当如此。如上文所言，除债权人外，个人破产程序中尚有破产管理人和第三方征信机构会主动收集债务人的有关信息，其中破产管理人为践行履职中立性的承诺，^{〔37〕} 应当对债务人承担忠实与勤勉义务，其行为和决策不能有损债务人的合法权益。因此，破产管理人在收集债务人的财产信息时，应当坚持“最少必要”的原则，避免囫圇收集信息后招致的额外信息处理成本与信息安全风险。况且破产管理人自被选任后介入债务清理程序，始终有机会和途径对所收集的债务人财产信息有针对性地进行补充收集。个人征信机构对债务人信息的收集整合并不是以启动破产程序为起点，现代社会中所有与市场经济活动有牵连的自然人都会不自觉地成为征信机构的追踪对象，且当个人因为负债累累濒临破产时，征信机构才获得介入破产程序的契机。对征信机构而言，收集个人信息之前应当把握三项“明确”。第一，明确信息收集范围。征信机构收集的信息为个人信用信息，其内容涵盖了个人基础的身份信息、居住信息、职业信息以及个人征信挂钩的信贷信息、负债信息、税务记录、社会保障记录等。换言之，非个人信用信息不属于征信机构的收集目标，个人敏感信息更是属于征信机构信息采集的“禁区”。各国征信立法都会明确列举不可被收集的个人信息。如我国《征信管理条例》规定，征信机构不得收集与个人宗教信仰、基因、指纹、血型、病史等有关的信息；德国信用制度体系要求征信机构只能收集与个人信用活动直接相关的信息，诸如个人收入、资产、纳税情况等属于收集对象，而个人的种族、宗教、信仰、健康情况、刑事犯罪记录等情况应该被排除在收集范围之外。^{〔38〕} 第二，明确信息收集原则。征信机构收集个人信用信息应恪守“知情同意”原则与“最少必要”原则。前者要求征信机构的收集行为须取得信息主体同意，保障信息主体对当前信息收集行为和后续信息利用行为的知情权；后者则是征信机构信息收集的“红线”，即外部力量主导的信息收集行为应当被控制在对个人信息妨害的合理限度内，尽可能降低信息主体的不适感。第三，明确信息收集方式。毋庸置疑，征信机构的信息采集行为应当以合法合理方式进行，任何有欺骗、胁迫、诱导信息主体之嫌的行为，或从非法渠道采集信息的行为，或向信息主体收费以及其他侵害信息主体合法权益的行为都非征信机构信息采集的正当方式。之所以对信息采集方式设定要求，

• 497 •

〔35〕 参见李帅：《论我国个人破产制度的立法进路——以对个人破产“条件不成熟论”的批判而展开》，载《商业研究》2016年第3期。

〔36〕 汤维建：《制定我国个人破产法应当处理好十种关系》，载《团结》2022年第5期，第37页以下。

〔37〕 参见张旭东：《债权人选任管理人与中国破产法的演进》，载《中国政法大学学报》2021年第4期。

〔38〕 王晓明：《征信体系建构：制度选择与发展路径》，中国金融出版社2015年版，第303页。

是因为信息采集方式一定程度上影响着信息内容的真实性与合法性,如非法证据排除规则一般,非法采集的信息数据不足以成为法院裁量破产案件的客观参考。

(二) 信息披露的内容及方式

以个人信息保护为出发点,个人破产程序中债务人、破产管理人及第三方征信机构披露的信息应当为债务人的个人财产信息与信用信息,其他与债务人破产无直接关联的信息不应当被纳入信息披露范畴中来。然而,按照全面清理债务、最大程度救济债权的破产制度设想,信息披露的内容应当不受限制,凡是对债权人利益产生影响的信息都应当被披露。如德国《破产法》规定,债务人应当按照破产法院的命令向债权人会议告知与破产程序有关的一切情况。^[39]“一切情况”的解释应当是,债务人有义务满足债权人对债务人个人信息的好奇,而“与破产程序有关”这一限定词实在不能阻挡债权人对债务人其他无关信息的窥探。另一种较为成熟的立法模式是美国破产法,不仅明确划定信息披露的范围,而且还根据不同破产程序的要求对信息披露清单做了调整。其一,在清算程序中债务人和破产管理人应当按照债务人提供的财产目录披露个人财产信息,^[40]并且债务人应当出席债权人会议,回答破产管理人和债权人围绕债务人财产范围和价值提出的问题。^[41]其二,在重整程序中,信息披露又被细分为“进入重整程序的首次披露”与“重整计划提交后表决权的披露”两类:前者要求债务人提交债权人名单、资产负债表、财产收支记录等材料并接受法院质询,如实提交法院认为有必要提交的其他个人财产信息和材料;后者则在司法实践中确立了披露破产原因、可用财产及其价值说明、有关债务人未来管理的信息、对债务人财产主张权利的信息、非破产诉讼的存在和胜诉的可能性、重整计划的税务分析等内容的惯例。^[42]

美国《破产法典》的上述做法值得借鉴。我国在构建个人破产制度中的信息披露规则时,应当根据破产程序的具体环节定制信息披露清单的内容,既能为各信息披露义务人提供明确指引,又可以避免不合理披露对债务人合法权益的侵害。在清算程序中,债务人的收入证明、社保证明、纳税记录、个人财产及家庭财产清册、债务清册、所抚养的未成年人或丧失劳动能力且无其他生活来源的成年亲属的有关资料、为合法雇佣的职工支付劳动报酬缴纳社会保险的有关资料等为必需信息。而在重整程序中,信息披露义务人还需额外提交证明债务人具备重整意愿、符合重整条件且有重整成功可能性的有关资料文件,在重整计划表决之前,信息披露义务人根据实际需要有必要提交信息促成重整计划被表决通过,包括债务人的资产清单和现值估算、各类债权的重整清偿方案、行使撤销权可能追回财产的合理价值、债务人的未决诉讼和预期诉讼以及诉讼结果预测等。

以信息披露的内容为标准,可以将信息披露方式划分为自主披露和按需披露两种形态。自主披露包括向法院或债权人发出通知、报告和公告等,债务人主动披露的信息一般附随在破产申请中,作为破产申请书的附件呈报给法院,并由法院或管理人转交给债权人。破产管理人的自主披露一般发生在首次公开调查之后,即管理人在行使法院或债权人会议授予的调查权限后有必要向

[39] 参见德国《破产法》第97条。

[40] 参见美国《破产法典》第521条。

[41] 参见美国《破产法典》第343条。

[42] See Mark S. Scarberry, Kenneth N. Klee, Grant W. Newton & Steve H. Nickles, *Business Reorganization in Bankruptcy (cases and materials)*, Second Edition, West Group, 2001, pp. 708-709.

其选任主体做汇报，而披露的内容则取决于管理人对债务人个人财产信息和信用信息的收集整理与独立判断。按需披露是指信息披露义务人应法院或债权人会议的要求提供相应的信息，信息披露的内容、程度等由法院或债权人会议决定。按需信息披露一般以法院调查权和债权人会议质询权的方式呈现：前者通常又被法院授予破产管理人，由破产管理人按照法院的指示和要求对债务人的有关信息予以收集、整理、公示，以弥补管理人自行披露的不足；后者作为债权人、债务人、破产管理人之间的对话机制，便于债权人提出针对性问询，充分保障个人破产程序中债权人的知情权。第三方征信机构一般都是经由法院或破产管理人准许介入个人破产程序，其披露信息的方式通常表现为根据法院和管理人的要求提交债务人的个人信用的报告，即按需披露。

（三）信息披露的程度及效果

所谓信息披露的程度就是要回应信息披露的限度与频率这两个问题。其一，信息披露的限度是在衡量信息披露内容的具体化程度，信息披露的限度要与法院审理个人破产案件的需求相适应，即信息披露义务人所提供的信息与材料足以帮助法院厘清案件事实和债务人的财务状况，足以帮助债权人做出合理谨慎的选择，且不至于对债务人的其他合法信息权益造成侵害。一般而言，信息披露的限度标准应当为真实、准确、充分、完整。其中前二者是对所披露信息质量的要求，即信息披露义务人提供的信息是对债务人财务状况与信用水平的如实反映，不存在虚构或真假参半的情形；后二者是对所披露信息数量的要求，即信息披露义务人提供的信息完整揭示了债务人财务状况与信用水平的全貌，不存在短缺或不足之处。各国个人破产立法倾向于对债务人信息披露义务的限度做出明确规定，盖源于相较于其他披露主体，债务人承担信息披露重任的成本较低且债务人履行义务的限度能够反映出债务人在破产程序中是否“诚实”。如德国《破产法》提出，债务人承担信息披露义务的限度为将其所知的全部内容据实以告，且破产法院在必要时可以命令债务人对其陈述内容宣誓承诺并制作成笔录。我国《深圳经济特区个人破产条例》第8条要求债务人申请破产的，应当随破产申请书和信息披露材料一并提交诚信承诺书，以诚信承诺书为债务人所披露信息的真实性、准确性、充分性、完整性背书。其二，信息披露频率是对个人破产程序中信息披露次数的考察，是衡量各信息披露义务人责任是否履行到位的另一重标准。通常情况下，债务人、破产管理人和第三方征信机构都是完整参与破产案件审理的全过程，其均有机会在破产程序中随时主动或应法院、债权人会议要求披露债务人的财产信息与信用信息，因此，没必要对破产程序中的信息披露频率作强制要求。然而在破产程序终结以后，为推进债务人经济重生与信用修复的进程，破产人须及时向监管部门反映其财产、信用的恢复情况，以争取免责和复权优待，破产管理人和第三方征信机构则要继续履行监督职责，动态追踪记录债务人的财产、信用变化情况，为法院裁量提供参考依据。

为提高信息资源的利用效率，增进个人破产后的监督力度，法院及专司破产事务的行政部门有必要建立健全个人破产信息的共享机制，将个人破产实践与社会征信体系完善联动起来。王利明教授指出：“数据共享概念主要是在机构、平台层面上使用，它是指不同机构、平台之间的数据交换。”〔43〕信息披露是构建信息共享机制的前提和基础，且信息一旦经披露环节融入共享数据

〔43〕 王利明：《数据共享与个人信息保护》，载《现代法学》2019年第1期，第46页。

池中,所有信息处理者都应当以个人信息保护为基本共识。是故,法院或破产管理机构在构建个人破产信息共享平台时需要承担如下职责:第一,登记、公示个人破产信息虽不必经信息主体“知情同意”,但为避免信息共享瑕疵,法院或破产管理机构仍有必要向破产人发布信息共享通知,载明个人破产信息将被依法公开、共享,以及信息共享的对象及信息利用的方式等内容,^[44]以示对信息主体知情权的尊重;第二,法院或破产管理机构应严格遵循信息处理的“目的限制”原则,采取对债务人权益影响最小的方式公示个人破产信息,充分利用发达的技术措施将信息共享的风险控制在合理限度内,保障信息主体对个人信息滥用的救济权利。

(四) 违反信息披露的法律后果

在研究违反信息披露义务招致的法律责任时,有必要回归到各个主体承担信息披露义务的法理基础上。首先,债务人承担信息披露义务既是维护社会公平正义秩序的必然要求,也是债务人经由个人破产制度处理余债、修复征信的程序负担,是获得经济重生的合理对价,因此,若债务人在信息披露环节出现纰漏,则会被法院、破产管理人和债权人评估为“不诚信”而排除适用破产制度;即便破产程序已经启动,也会被打上破产欺诈的标签或者被处以失权惩戒,甚者会被施加强制措施或刑事责任。^[45]如英国《破产法》规定:无合理理由违反信息披露义务的人将会被处以罚款,且该罚款会持续叠加直至违反情形消失;^[46]债务人没有如实向接管人披露财产信息或未经告知接管人处分破产财产的,构成破产犯罪。^[47]其次,破产管理人是由法院或债权人会议选任的、管理债务人破产事务的受托人,法院或债权人会议对管理人具有监督职责,在必要时可以更换不适格的管理人、对管理人罚款乃至从管理人名册上除名。^[48]管理人应当忠实、勤勉履职,不能损害债务人的合法权益,倘若破产管理人过度收集、不当披露债务人的个人信息,债务人可以向其主张损害赔偿;^[49]当然考虑到破产管理人执业行为专业性与风险性并存,债务人不能过分苛求管理人“临床”处置行为的合理性,所以破产管理人可以借鉴“商业判断规则”的逻辑为其在破产程序中的行为、决策辩护。^[50]最后,第三方征信机构在履行信息披露义务时出现失误的,可能会招致以下法律责任:一方面若征信机构急于向法院或破产管理人提供债务人信用

[44] 参见邢会强:《政务数据共享与个人信息保护》,载《行政法学研究》2023年第2期。

[45] 《中华人民共和国刑法》(2020年修正)(以下简称《刑法》)第161条设置“违规披露、不披露重要信息罪”,规制负有信息披露义务的公司和企业向股东和社会公众提供虚假信息、提供隐瞒重要事实的材料或不按照法定方式披露其他重要信息,严重损害股东或者其他利益的行为;第162条设置“虚假破产罪”规制企业破产清算程序中出现的隐匿财产、承担虚构债务或者以其他方法转移、处分财产,实施虚假破产,严重损害债权人或者其他利益的行为。个人破产制度中债务人实施破产欺诈或者违反信息披露义务的,尚不能直接适用上述规定追究刑事责任,因此,我国在出台《个人破产法》之后,有必要对《刑法》的有关法条做出调整。

[46] 参见英国《破产法》第22条。

[47] 参见英国《破产法》第353条。

[48] 《最高人民法院关于审理企业破产案件指定管理人的规定》第39条规定:“管理人申请辞去职务未获人民法院许可,但仍坚持辞职并不再履行管理人职责,或者人民法院决定更换管理人后,原管理人拒不向新任管理人移交相关事务,人民法院可以根据企业破产法第一百三十条的规定和具体情况,决定对管理人罚款。对社会中介机构为管理人的罚款5万元至20万元人民币,对个人为管理人的罚款1万元至5万元人民币。管理人有前款规定行为或者无正当理由拒绝人民法院指定的,编制管理人名册的人民法院可以决定停止其担任管理人一年至三年,或者将其从管理人名册中除名。”

[49] 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定(二)》(2020年修正)第9条第2款规定:“管理人因过错未依法行使撤销权导致债务人财产不当减损,债权人提起诉讼主张管理人对其损失承担相应赔偿责任的,人民法院应予支持。”

[50] 参见宋辉:《破产管理人民事责任:现状、问题与完善》,载《人民论坛·学术前沿》2020年第22期。

信息或者设置不合理商业条件限制信息使用，经合理催告程序后仍不改正，可能会被其主管机关罚款；另一方面，征信机构未经信息主体知情同意后收集个人信用信息，或者利用个人信息的行为侵害信息主体合法权益的，需要向信息主体承担损害赔偿责任，严重者会被其主管机关罚款、责令暂停或者终止提供服务。

六、结 论

信息披露规则融汇于个人破产制度及其配套制度中，应当契合现代破产法治与个人信息保护法治的价值意蕴与现实需求。个人破产制度中对个人信息的利用与保护究其本源是破产惩戒主义与破产保护主义交锋的新领域，尤其在发达数字信息技术的加持下，法院和有关行政部门通过灵活处理个人信息体现破产法治对债务人的“严管与厚爱”。一方面，为顺利推进破产程序进程、提高债务清理计划的实施效率，债务人义务向法院、破产管理人及债权人披露其个人财产信息，展现债务人对适用破产制度的配合意愿；另一方面，为落实债权救济的实质平等、维护交易安全，法院及破产管理人应当向债权人及社会公众公开债务人的个人财产信息、信用信息，同时借助破产管理人的调查监督与第三方征信机构的持续追踪记录，为债务人构建个人信用恢复机制与渠道，实现个人破产旨在培育破产人经济再生能力的宗旨。

Abstract: Information disclosure plays an important role in the bankruptcy system. Improving information disclosure rules is to strengthen the “four beams and eight pillars” of the bankruptcy system. The information disclosure requirement in the personal bankruptcy system is an inevitable choice to balance the conflict of interests between creditors and debtors, maintain social fairness and justice order, and also an important tool to solve the problem of information asymmetry and promote the game between the two parties in bankruptcy. In the personal bankruptcy procedure, the subjects who bear the heavy responsibility of information disclosure are the debtor, the bankruptcy administrator and the third party credit bureau. The debtor’s information disclosure obligation is the procedural burden of its application of the personal bankruptcy system to clear up personal debts, and is an important reference to measure whether the debtor is honest. The disclosure of personal property and credit information of the debtor by the bankruptcy administrator and third-party credit reporting agencies should be controlled within reasonable limits, and the concept of personal information protection is an inherent part of modern bankruptcy systems.

Key Words: personal bankruptcy, information disclosure, personal information protection, social fairness and justice
