



### □ 公司法

英国公司法改革及其对我国的启示·····	葛伟军	5
公司法自主性的建构和强化：理论反思和制度实现·····	夏小雄	24
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	40
董事勤勉义务制度的利益衡量与内涵阐释·····	王真真	60
公司董事合规义务的制度建构·····	陈洪磊	78
董事 ESG 监督义务的法理逻辑与规范构造·····	彭雨晨	93
商业判断规则在我国的适用研究·····	冯 琴	109
我国《公司法》下董监高赔偿责任规则之检视与完善 ——基于 691 起司法案件的实证分析·····	冯 曦	123
中国监事会真的可有可无吗？ ——以德国克服监事会履职障碍的制度经验为镜鉴·····	杨大可	140
商事受信人归入责任的法理逻辑与统一规范·····	邹星光	155
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	171
论 ESG 投资与信义义务的冲突和协调·····	刘杰勇	185
论公司对赌义务履行的绝对性 ——以反思“九民纪要”第 5 条为线索·····	山茂峰	202
《公司法》修改背景下股东表决权不统一行使规则·····	李建伟 林树荣	217
论股东会上股东质询的功能与实现·····	徐强胜 孙浩天	232
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	247
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	259

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	275
《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	290
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	305
授权资本制中不当发行停止请求权的建构与行使	李卓卓	321
国有企业走出公司法的新路径：以《国有资本投资运营公司		
法》建构为核心	王鹤翔	336
<b>□ 证券法</b>		
论债券预期违约救济的法理基础及分类构造	季奎明 陈 霖	349
债券契约变更的路径选择	李 敏	362
论我国公募 REITs 的混合型治理及其完善		
——基于首批 9 个试点项目的实证研究	刘东辉	380
证券虚假陈述中因果关系认定与损害赔偿数额计算的日本模式		
——以东芝案为例	朱大明	395
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	412
“参照”规则视角下的证券虚假陈述侵权适用范围之辨	杨 婷 王 琦	428
虚假陈述中介机构连带责任的检视与改革	任孝民	443
预测性信息披露责任与安全港制度探究	张保生 牛馨雨	460
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	477
论内幕交易民事责任之否定	吕成龙	492
内幕交易抗辩事由：实证分析与法律规制	齐 萌 刘 博	508
禁止操纵证券市场的理论基础：法律与金融的分析	樊 健	524
操纵市场民事索赔中因果关系推定的法理与适用	刘东辉	542
“双碳”背景下我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则构建论	季立刚 张天行	559

论证券监管和解合规制度·····	王由海	577
------------------	-----	-----

## □ 破产法

公司重整中债权交易的法律规制·····	谢肇煌	593
---------------------	-----	-----

论个人破产法上免责考察制度的法律构造·····	靳岩岩	610
-------------------------	-----	-----

个人破产制度中的信息披露规则研究·····	巴于茜	624
-----------------------	-----	-----

### 破产程序中数据权益之保护

——以信义义务为视角·····	程 威	639
-----------------	-----	-----





## 英国公司法改革及其对我国的启示

葛伟军\*

**内容提要：**英国《2006 年公司法》的制订及其规则，对于我国新一轮《公司法》修订具有一定借鉴意义。公司类型改革，应当与国际接轨，建立以股份公司为主的公司类型制度，并改造有限责任公司，与联合国贸法委有限责任组织相衔接。应当厘清公司章程、股东会决议和股东协议之间的关系，关注股东合意所呈现的不同层次，完善股东会决议的相关技术规则。认缴制在理论和实务上存在极大争议。资本制度的改革应当在澄清一些基本概念的基础上进行，考虑引入授权股份制及禁止财务资助制度。董事的概念具有一定的开放性。应当明确董事和股东、债权人等之间的关系，把握董事义务的双层结构，丰富董事义务的内容。

**关键词：**英国《2006 年公司法》 公司类型 公司决议 资本制度 董事义务

• 5 •

英国公司法具有悠久的发展历史。经过 8 年磨砺而成的《2006 年公司法》，是英国历史上最长的单行成文法，对英联邦国家和地区公司法产生了重大的影响。恰逢我国新一轮《公司法》修订之际，重温英国公司法改革，有助于加深对公司法精神和理念的理解。虽然孕育公司法的土壤各不相同，受到各国政治、经济、历史和文化等因素的浸染，但是一些商事属性的基本规则仍然具有共通性。

### 一、英国《2006 年公司法》概况

1998 年，英国政府（贸易工业部）<sup>〔1〕</sup> 成立公司法审议指导小组（Company Law Review

\* 葛伟军，复旦大学法学院教授。

本文为 2018 年司法部国家法治与法学理论研究项目“股权代持法律问题研究”（18SFB2036）、2021 年国家社科基金一般项目“受益股东的法律地位及权利保护研究”（21BFX096）的阶段性研究成果。

〔1〕 贸易工业部（Department of Trade and Industry）后来先后改名为商业、企业和管理改革部（Department of Business, Enterprise & Regulatory Reform, BERR），商业、创新和技能部（Department for Business, Innovation & Skills, BIS），目前，该部门称为商业、能源和产业战略部（Department for Business, Energy & Industrial Strategy, BEIS），其官方网站为 <https://www.gov.uk/government/organisations/department-for-business-energy-and-industrial-strategy>，最后访问时间：2021 年 9 月 11 日。

Steering Group), 肩负起提出全面修改意见的任务, 开始对以前公司法的实施情况进行综合审议。指导小组随即发布《现代公司法: 为了一个有竞争力的经济》, 列明了公司法审议的机制和时间表。公司法审议实质上是贸易工业部的项目。指导小组负责监督该项目的管理, 组长由贸易工业部公司法和调查理事会的理事长担任。还有一个咨询委员会, 由贸易工业部竞争和市场总监担任主任。指导小组是一个小型的委员会, 由资深律师、大公司和小公司的代表、各个工作小组的主持人、一位苏格兰代表以及项目主管组成。咨询委员会的成员包括一些主要团体的代表, 例如会计团体、律师协会、英国工业联合会 (CBI)、英国劳工联合会议 (TUC) 以及其他政府部门。此外, 还有各个工作小组从事政策和问题的分析, 在指导小组的督导下起草各类建议草案。<sup>〔2〕</sup>

公司法审议的主要指导原则是, 让英国公司更具竞争力。政府已决定, 此刻正是对核心公司法的框架进行基本审议的时候, 从而考虑为公司法核心如何现代化, 提供一个简要、高效和划算的框架。审议分成数个阶段并且在各个阶段发表了相关的报告。2006年11月8日, 公司法草案获得皇家御批, 即产生了《2006年公司法》。至此, 历经8年的这一轮公司法改革暂告结束。

从指导小组的报告、社会各界的反应以及最终形成的法律来看, 这次改革是英国150年来规模最大的一次公司法改革。其主要目的在于适应经济全球化发展的需要, 提升英国公司在世界上的竞争力。具体地, 这一轮公司法改革的目标被确定为: 促进股东参与, 营造长期投资的文化; 确保更好的规制和“小公司优先”原则; 使得设立、经营公司更加容易; 为将来的变化提供灵活性。<sup>〔3〕</sup>

《2006年公司法》一共1300条, 分成47个部分, 包括16个附件。该法主文的各个部分分别于2007年1月、4月和10月, 2008年4月和10月以及2009年10月生效。该法颁布之后, 几乎每年都有不少修订。目前该法共有48个部分。

费伦 (Ferran) 强调, “小公司优先”原则的含义, 是指立法的基本模式应当是小型私人公司, 并附加适用于大公司的规定。<sup>〔4〕</sup> 但是, 希利 (Sealy) 指出, 该法自始至终都没有真实的迹象显示, 曾经给予小公司特别的考虑, 更不会说小公司应当是常态, 而大公司是例外。小公司很少被提及, 即使被提到, 也经常是事后的想法 (马后炮)。他总结道: “真相是, 小公司优先仅仅是烟幕弹, 已被立法者完全忽视了。该法的大部分, 是未加批评地来自之前的公司法, 只有微小的打扮, 而这个打扮没有将小公司置于任何人的脑海中。”<sup>〔5〕</sup>

韦德伯恩 (Wedderburn) 法官在给《金融时报》的一封信中写道: “《2006年公司法》是一部体量巨大但实质谦逊的法律。即使是在工业和地区部部长玛格丽特·霍奇 (Margaret Hodge) 最近提出的关于披露的修正案之后, 其色彩也很难说是‘左翼煽动’的。……因此, 同样地, 将其董事义务以及股东派生诉讼的条款贴上极端激进之标签的早期尝试, 终于失败, 留下一部比传统的最佳实践好不了多少的法律。……十年以后, 下一轮公司法审议, 将有必要解释我们最近公

〔2〕 See Arad Reisberg, Corporate Law in the UK After Recent Reforms: The Good, the Bad, and the Ugly, in *Current Legal Problems*, Vol. 63, Oxford University Press, 2010, pp. 325-326.

〔3〕 See Company Law Reform, March 2005, p. 12.

〔4〕 See Eilis Ferran, Company Law Reform in the UK, 5 *Sing. J. Int'l & Comp. L.*, 516, 527 (2001).

〔5〕 Len Sealy, Sweet & Maxwell's Company Law Newsletter (2006) 18, 3. 转引自前引〔2〕, Arad Reisberg 文, 第345页。

司法争论的奇怪的结果。”〔6〕

阿拉德·瑞斯伯格（Arad Reisberg）认为，应当跳出固有思维模式。不要试图重塑旧的体制，同时试图使之更好（从而导致更多层坏的规制）。相反，改革者应当有不同的视角。他们应当聚焦于未来（例如，未来20年），而不是试图纠正或改进过去或现有的缺陷，正如英国公司法改革所经常发生的。〔7〕

英国《2006年公司法》的立法过程，具有如下特点。第一，制定过程较长，前后持续8年时间，经历了多个咨询文件及草案的颁布，公开向社会征求意见。第二，参与人众多，他们各自从不同视角对立法条款提出修改建议。立法本身是各方团体利益平衡和相互妥协的产物。第三，整个制定过程全透明，所有材料及时在官方网站上公开，供各界随时下载、查看及讨论。虽然内容庞杂，但层层推进，立法工作效率较高。

英国《2006年公司法》的立法文本，带来如下启发：第一，《公司法》应当具有可操作性。例如，在责任设置方面，摆脱了原则性、空洞化言辞，针对董事和高管违反公司法的行为，在具体条文中加入责任承担内容或方式。一旦违反义务，这些人的很多行为将导致自己和公司构成犯罪。第二，《公司法》应当具有适应性，及时跟上时代的发展。例如，通信方式的突飞猛进，不仅改变了每一个体的生活方式，也改变了公司运行的方式。该法很多地方提到了电子文本、电子格式。允许公司以电子方式提交或通过网站公布文件，可以极大地减少公司经营以及政府运作的成本。第三，《公司法》应当措辞严谨、定义明确。该法有非常详细的定义条款，对法律中出现的特定术语的概念作出解释。这些条款很有必要，有助于理解每一个概念的准确含义。当然，英国有体系庞大的普通法，即使该法没有定义，也可以在以前的判例中找到概念的解释。〔8〕

• 7 •

## 二、公司类型的划分

### （一）我国公司分类的弊端

我国公司的现有分类，无法与国际接轨。英美的公司类型比较接近，主要将公司定位于股份公司，并将其分为私人公司/封闭公司、公众公司/开放公司两大类。日本保留了股份公司，废除了有限公司，同时将无限公司、两合公司和合同公司纳入持分公司。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（四）（征求意见稿）》第29条（限制股权转让的章程条款的效力）〔9〕折射出了公司章程自治和股权自由转让之间的矛盾，充分反映了有限责任公司在我国公司法中的尴尬地位。一方面，只要内容不违反法律的强制性规定，章程可以根据需要作出安排；另一方面，股权可以自由转让是公司的基本特征之一，如果股权完全不能自由转让，那么其性质相当于合伙，而不是一般意义上的现代公司。换言之，对

〔6〕 前引〔2〕，Arad Reisberg文，第361-362页。

〔7〕 参见前引〔2〕，Arad Reisberg文，第373页。

〔8〕 参见葛伟军：《英国2006年公司法》，法律出版社2017年版，第13-15页。

〔9〕 该条规定：“有限责任公司章程条款过度限制股东转让股权，导致股权实质上不能转让，股东请求确认该条款无效的，应予支持。”

于公司而言,章程可以对股权自由转让作出限制,但是一定要留出一部分可以自由转让、不受流通限制的股权。实践中相当一部分有限责任公司,规模较大,股东人数众多,已经脱离了人合性,具有强烈的资合性质。如果用准合伙的思维去管制,不适合此类公司的发展,例如股份的优势就无法被此类公司所利用。而另外一部分真正意义上的准合伙公司,则应当强化人合性,用合伙的思维去管制。

## (二) 英国公司的主要类型

英国《2006年公司法》第1部分(一般导言条款)有4个条款涉及公司类型,具体包括:第3条(有限和无限公司)、第4条(私人和公众公司)、第5条(具有股本的担保有限公司)、第6条(社区利益公司)。

第一,有限公司和无限公司,这是按照股东承担责任方式的不同所进行的基本分类。有限公司的股东依法以其固定投资额或者公司章程载明的投资额承担有限责任。无限公司的股东对公司债务承担无限责任。

第二,股份有限公司和担保有限公司。按照公司是否具有股本,有限公司又可分为股份有限公司和担保有限公司。对于股份有限公司,股东的责任被限定在其所持有股份的未缴付金额的范围内。对于担保有限公司,股东承诺将在公司清算时按照章程所载明的固定数额向公司缴付出资,即在此类公司中,股东的责任受章程限制,股东承诺当公司清算时分担多少数额,公司即可成立。<sup>[10]</sup>

第三,公众公司和私人公司,这是按照公司股份是否向社会公开发行以及公司是否具有最低资本要求而进行的分类。公众公司,是指具有股本的、在公司章程中载明是公众公司的股份有限公司或者担保有限公司。私人公司,是指除公众公司外的任何公司。公众公司须标明“plc”,私人公司则是“ltd”。

根据《2006年公司法》第7部分(作为变更公司地位之手段的再登记),公众公司与私人公司可以互相转化。两类公司之间的区别主要有二。首先,私人公司的股份不能向社会公众发行,也不能上市交易。公众公司的股份可以向社会公众发行。如果一个公众公司足够大,并且满足了上市的条件,那么可以在证券交易所通过发行股份而取得大量低成本的资本。其次,私人公司资本数额较少,法律不要求最低资本。而公众公司,则需要最低资本。英国法规定是5万英镑,但是只要缴纳了四分之一,公司就可设立。<sup>[11]</sup>

第四,社区利益公司。2004年《公司(审计、调查和社区企业)法》,加强了对审计师的监管、会计和报告要求的执行、公司调查等方面的规定。该法同时对设立社区利益公司作出规定。该类公司形式被纳入《2006年公司法》第6条。社区利益公司,作为社会企业的一种组织形式,是指那些利用企业盈利和资产来服务公共利益的社会企业。其成立手续简单,形式灵活。任何慈善组织及非政府组织都可以成立社区利益公司,并且可以选择(私人或公众的)股份有限公司或者保证有限公司的任何一种形式。

[10] 公司必须要有一个担保声明,其内容为:每一个股东承诺,如果公司清算而其为股东时,或者其停止作为股东后的一年内,那么该股东将向公司分担出资一个不超过担保声明所载明的数额。参见英国《2006年公司法》第11条。

[11] See Stephen W. Mayson, Derek French, Christopher Ryan, *Mayson, French & Ryan on Company Law*, Oxford University Press, 2009, p. 59.

### （三）我国公司类型的改革方向

现有的两分法类型，已在我国实行多年。如果要改革，势必考虑改革的成本、对商业社会可能带来的剧烈动荡以及社会公众对既往分类的依赖度等。关于公司类型改革，充满争议。要考虑的因素包括：现有类型的弊端、具体国情（公众对现有类型的接受度/路径依赖、改革的成本）、与国际接轨〔优化营商环境/吸引外资、联合国贸法委有限责任组织（UNLLO）立法指南的影响、股份的优势〕等。主流观点有三种。第一，激进派/改革派主张以股份公司为基础，在此基础上，股份公司分为公众公司、封闭公司；公众公司要区分不同的类型，包括上市公司、新三板公司、退市公司等。第二，折中派主张发起设立的股份公司与有限公司整合，依然称为有限公司（实践中数量大）；募集设立的股份公司作为另外一类。第三，保守派主张维持现状。<sup>〔12〕</sup>

首先，公司类型的改革，应当以社会实践需要为目的，不能被《民法典》条文所禁锢。《民法典》条文也处于动态发展之中。《民法典》关于营利法人部分的条文本来即来源于公司法的凝练。公司法改革，应当影响《民法典》条文的修改，而不是反过来，以《民法典》条文来固化、限制公司法的发展。

其次，公司法应当为大多数服务，应当首先应对数量最多、参与人数最多的公司类型。我国《公司法》在修改时，也应当坚持这个原则。首先要明确这个社会上最需要这部法律的是哪一种公司类型，然后主要针对这种类型的公司制定详细的规则。在立法体例上，以股份公司为主，其他类型公司参照适用。

最后，笔者支持改革派，其观点虽然激进，但是最为彻底和理想。现有的有限责任公司，应当将其分化，一部分归入合伙企业（或新设无限公司），一部分归入股份有限公司，与以发起设立的股份有限公司合为一类，类似于私人公司/封闭公司，将募集设立的股份有限公司归为另一类，类似于公众公司/开放公司。将国有企业等特殊类型的公司，排除于公司法之外。同时建立以类别股份/类别权利为中心的股份制度。

进一步而言，如果要保留“有限责任公司”的称谓，最佳之举是改造其内涵，引入联合国贸法委有限责任组织。联合国贸法委正在讨论制定该组织的立法指南。<sup>〔13〕</sup>其前身是美国的有限责任公司、日本的合同公司。股东/成员承担有限责任，但是组织的内部治理采取合伙架构。这些公司具有很强的灵活性，按照合伙企业单层征税，大大减轻了股东和公司的税负，契合大众创业、万众创新的时代背景。

• 9 •

## 三、公司决议的属性与规则

### （一）公司决议的商法属性

关于公司决议的性质，存在一些不同的理论，例如共同行为说、特殊多方法律行为说、意思

〔12〕 2020年10月31日-11月1日，在厦门举行了“公司法重大修订与商事法治现代化”研讨会暨中国法学会商法学研究会2020年年会。会上有关公司类型的观点主要区分为以上三种。

〔13〕 联合国贸法委有限责任组织立法指南的官方网站，参见 [https://uncitral.un.org/zh/working\\_groups/1/msmes](https://uncitral.un.org/zh/working_groups/1/msmes)，最后访问时间：2021年9月11日。



形成说等。公司法关于决议瑕疵的效力,从二分法(无效/撤销)发展为三分法(无效/撤销/不成立)。从商法的角度看,最终应当回归本源,从其本义探寻修改完善的思路与方法。

首先,公司决议是一种议事方式、解决问题的手段/方法,是一种找寻/识别大多数人意见的机制。公司主体(股东/董事等)充分表达意见,进行沟通交流,且在意见不一致时,形成最终能够约束各方主体以及公司之效果的必要途径。有学者指出,公司内部关系的基础是合作性博弈,不是竞争性博弈,所以公司决议旨在建立一种信息交流、沟通机制,重点不在决议本身,而在于交流和讨论。股东会/董事会应当成为一种“沟通的场所”,因此要淡化对表决权的授予及规制,要软化对公司决议的司法干预。<sup>[14]</sup>决议主要通过会议的方式作出。对会议的理解,判例法有一个演进的过程,结合科技的发展,其含义变得越来越宽:最早期,强调在同一个房间里,至少两个人面对面;后来,可以在不同场所,但是每个人可以看到/听到发生的事情,参与其中(视听设备连接);<sup>[15]</sup>再后来,没有可视设备的电话会议,也被认可;<sup>[16]</sup>现在,只要处在一个能和参会的所有人员沟通的位置上,有权说话和表决,就构成会议(如微信群开会)。

其次,决议不一定要通过会议的方式作出。例如,通过“书面决定”也可以(《公司法》第37条第2款)。在我国公司法中,决议形式二元化的机制已形成,但不完善。学者大多用“公司意思”或者“公司表意”等措辞。应当用“公司决定”来统合这些模糊的表述。公司的决定(或决策),包含了两层意思:一个是股东会决议/董事会决议(意思表示的形成);另一个是以公司名义作出的决定,一般由法定代表人、员工或者代理人代表公司作出(意思表示的作出)。《公司法》第37条第2款,应当单独抽取出来,并从以下三个方面进行修改。第一,建议将书面决定改为“书面决议”,从而与会议决议保持一致。决定,包含了决议,但是比决议的范围广大。第二,书面决议目前采一致决,要求太高,表决权数应当改为与会议决议的要求相同。第三,书面决议的相关规则过于简单,建议大大丰富内容,增加关于提议人(董事或股东)、除外事项(如任期届满之前罢免董事)、文件传阅、期限要求等条款。

最后,决议是一种公意。从其产生的约束力来看,也是一种合意。要注意合意在公司法中的各种呈现方式,以及彼此之间的关系。合意,是指意愿相同、共同的意愿。“协议/合同”常常就是指“合意”。大陆法学者通常用“意思表示一致”或“合致”的表述来概括这种合意。股东会决议,是股东合意的体现。合意的本质,并非在于合意主体对合意内容必须一致同意,而在于合意结果对全体合意主体产生了约束力,即合意的主体,依据法律规定或者自己事先承诺,受到合意结果的约束,即使一部分合意主体对结果持有反对意见。

## (二) 英国法关于股东会决议的主要规则

英国《2006年公司法》第13部分一共有7章,包括决议的一般条款、书面决议、会议决议、对年度股东大会的附加要求(公众公司和可交易公司)、对上市公司和可交易公司的附加要求、决议和会议的记录、补充条款。

第一,对于私人公司,英国法存在两种决议方式,即书面决议和会议表决。前者意味着,不

[14] 参见蒋大兴:《重思公司共同决议行为之功能》,载《清华法学》2019年第6期。

[15] See Byng v. London Life Association Ltd [1990] Ch 170.

[16] See Re Giga Investments Pty Ltd [1995] 17 ACSR 472.

需要召开股东会会议，即可以通过表决，但是如果表决的事项是在其任期届满之前罢免董事或审计师，则必须通过会议表决的方式。书面决议，既可以由董事提议，也可以由股东提议。书面决议的通过，采多数决规则。<sup>〔17〕</sup>书面决议，应当在章程所指定的期间内，或者（如无指定）自传阅之日起 28 日内通过，否则拟议决议失效。

第二，英国法对于会议决议，允许两种表决方式，即投票表决和举手表决。举手表决的场合，每个出席的股东享有一票，公司章程另有规定除外。举手表决的场合，如果代理人参与表决的，每个代理人享有一票；如果该代理人被数个股东委托，并且一部分股东指示投赞成票，而另一部分股东指示投反对票，那么该代理人享有一票赞成票和一票反对票。<sup>〔18〕</sup>

第三，英国法对于会议决议程序的规定非常详细，涉及召集会议、会议通知、股东声明、会议程序、代理人、电子通信等内容。

召集会议的主体包括董事、股东或法院。法院召集的前提是，通过正常途径召集股东会议变得不切实可行，且基于任何董事或有表决权的股东的申请。<sup>〔19〕</sup>

对于会议通知，英国法区分了私人公司（提前 14 日）和公众公司（提前 21 日或 14 日）分别加以规定，章程可以规定更长的提前通知时间，或者经股东多数同意，也可以采取更短的提前通知时间。会议通知的发出，可以通过纸质或电子格式，或者通过网站等方式。有权收到会议通知的人，包括公司每个股东（含因股东死亡或破产而有权取得股份的人）以及每个董事。<sup>〔20〕</sup>

关于股东声明，英国法赋予股东要求传阅声明的权力，即股东可以要求公司向有权收到股东大会通知的公司股东传阅不超过 1000 字的关于即将在会议上处理的拟议决议所指事项以及其他事务的声明。被要求传阅声明的公司，负有义务向每个股东发送该声明。<sup>〔21〕</sup>

对于会议程序，英国法规定得比较细致。（1）会议法定人数。对于股份或保证有限且只有一个股东的公司，法定人数为一个出席会议的合格的人；在其他情况下，受限于公司章程的条款，法定人数为两个出席会议的合格的人。<sup>〔22〕</sup>（2）投票表决的提前表决。章程可以规定，在会议上以投票方式对决议进行表决时，该表决可以包括提前表决的票数。但是，提前表决应当在（如果是召集之时起 48 小时后举行的投票表决）实行投票表决之前 24 小时内，或者（对于任何其他投票表决）召开会议之前 48 小时内。<sup>〔23〕</sup>（3）在会议上代表公司。如果 A 公司是 B 公司的股东，那么 A 公司可以授权一个人或数个人，作为其代表在 B 公司的股东大会上行事。如果 A 公司授权数个人，那么有两种情况。其一，举手表决的场合，每个被授权的人具有与 A 公司享有的表决权相同的表决权。其二，投票表决的场合，如果该数个人旨在以彼此相同的方式行使该权力，该权力视为

〔17〕 根据英国《2006 年公司法》第 284 条，表决的一般规则如下。对书面决议表决时，或者在会议上以投票方式表决时：（a）对于具有股本的公司，每个成员针对其持有的每一股份或每 10 英镑股额享有一票，并且（b）在任何其他情形下，每个成员享有一票。在会议上以举手方式对决议表决时，每个出席的成员享有一票。公司章程另有规定的除外。

〔18〕 参见英国《2006 年公司法》第 285 条。

〔19〕 参见英国《2006 年公司法》第 302 条至第 306 条。

〔20〕 参见英国《2006 年公司法》第 307 条至第 311 条。

〔21〕 参见英国《2006 年公司法》第 314 条和第 315 条。

〔22〕 参见英国《2006 年公司法》第 318 条。

〔23〕 参见英国《2006 年公司法》第 322A 条。

以该方式行使；如果该数个人并非旨在以彼此相同的方式行使该权力，该权力视为没有行使。<sup>〔24〕</sup>

关于代理人，英国法包含了任命代理人的权利。股东有权任命其他人作为其代理人，行使该股东全部或任何参加且在会议上发言以及表决的权利。代理人必须根据对其予以任命的股东所做出的任何指示表决。在会议上举行投票表决时，一个股东所有或任何的表决权，都可以由一个或数个代理人行使。当一个股东任命数个代理人时，该数个代理人集合起来行使的表决权，不得超过该股东亲自行使的表决权。<sup>〔25〕</sup>

此外，一般公司章程可以限制股东表决权的行使。但是，股东所持的表决权也可以因法律规定的原因受到限制。例如，如果私人公司的章程规定，当一项决议作为书面决议通过时以及在会议上以投票方式通过时，一个成员享有的与该决议相关的票数有所不同，那么应当以该成员在该决议以书面决议通过时的票数为准，即章程关于该决议以投票方式通过时享有多少票数的条款是无效的。<sup>〔26〕</sup>

### （三）我国法关于股东会决议及其规则的完善

首先，应当准确理解股东合意在公司法中的层次性。在公司法上，章程是股东合意的呈现结果，股东会决议和股东协议是股东合意的呈现路径。这三者各有功能和约束对象，彼此之间的关系可以表述为：决议不同于协议，协议在一定程度上具有决议的属性，章程的修改必须通过决议或协议。

对股东来说，能够表达其合意并对全体股东（甚至公司）产生约束力的方式，已经超越了“决议”的范畴。也就是说，决议以外的其他方式，也能产生类似决议的效力。例如，“全体股东约定”即为一例。<sup>〔27〕</sup>该表述其实并不准确，建议改为“全体股东一致同意”。无论全体股东以何种方式作出一致同意（不要求在相同地点或者相同时间；可以采取书面或任何其他方式），只要通知了公司或者被公司所知晓，就应当对公司具有约束力。换句话说，公司受到全体股东一致同意的约束。股东可以通过正式的股东会决议所做的事项，如果全体股东一致同意，也可以通过非正式的途径去做。<sup>〔28〕</sup>

公司法上应当承认非正式的全体股东一致同意的决议属性及其效力，因为从终极意义而言，这意味着全体股东对决议程序的“豁免”。公司法关于决议程序的强制性要求，是用来对抗大股东滥用权利、侵害小股东权益的，而在全体股东一致同意“豁免”程序要求的情况下，程序正义应当让位于实质正义。按此逻辑，《公司法》第34条关于分红与出资比例脱钩的全体股东约定，理解为修改了公司章程条款的公司决议，可能更有意义。

综合起来，在公司法中，股东合意从上而下，分层递进如下：（1）股东会决议：会议决议；（2）股东会决议：书面决议；（3）全体股东签订的协议（全体股东约定）；（4）全体股东一致同

〔24〕 参见英国《2006年公司法》第323条。

〔25〕 参见英国《2006年公司法》第285条、第324条和第324A条。

〔26〕 参见英国《2006年公司法》第285A条。

〔27〕 参见我国《公司法》第34条、第41条，以及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（四）》（以下简称《公司法司法解释四》）第8条、第16条、第20条。

〔28〕 See *Re Duomatic Ltd* [1969] 2 Ch 365. 这一原则又称为 Duomatic 原则。



意（全体股东约定/非正式）。越往下，越重实质、轻程序。非正式的全体股东一致同意，可以治愈程序上的不规范，具有股东会决议之属性，并能产生类似之效果。

其次，在召集会议、会议通知、会议程序、代理人等方面，我国法应予完善。（1）召集会议的主体。目前仅提到有限责任公司的董事会（执行董事）、监事会（监事）、代表十分之一以上表决权<sup>〔29〕</sup>的股东，以及股份有限公司的董事会、监事会、连续九十日以上单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东<sup>〔30〕</sup>。建议扩大到法院召集。（2）会议通知。有3个条款涉及会议通知<sup>〔31〕</sup>，虽然规定了通知的期限，但是没有规定通知的方式。（3）会议程序。可以增加法定人数、投票表决的提前表决、在会议上代表公司等内容。（4）代理人。股东可以委托代理人出席股东大会会议，代理人应当向公司提交股东授权委托书，并在授权范围内行使表决权。<sup>〔32〕</sup>但是，代理人的权利义务，以及代理终止的效力等问题，并没有过多涉及。

最后，关于会议记录。《公司法》中共有20处“记录”。（1）《公司法》中有“股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议”的表述。会议记录与会议决议之间是什么关系？会议记录，是指对所议事项之决定的书面记录。会议决议，是指对某个事项作出的决议。会议记录的范围比较广，包括了会议决议。会议决议可以作为会议记录的必备附件或者主要内容。董事会和监事会，也有会议记录<sup>〔33〕</sup>，是否应当在第33条和第97条体现出来？两类文件的概念和功能各不相同，目前的条款，刻意区分措辞，并不合理。（2）置备义务不完整。其一，仅针对股份有限公司，在第96条有所规定。对于有限责任公司，并无提及。其二，即使第96条有规定，置备时间也不明确（上市公司另有规定/保存期限不少于10年），且“置备于本公司”的含义不清楚。本公司，到底是注册地址，还是实际经营场所，是否还包括其他地址？其三，要注意的是，置备义务的主要目的是为了股东行使查阅权。（3）如果违反置备义务，或者拒绝股东查阅，公司及高级管理人员的责任并不清晰。在英国法下，这一行为构成犯罪，较为严厉。

• 13 •

## 四、简化公司资本制度

### （一）我国认缴制的缺陷

公司资本制度，是指围绕股东向公司缴纳出资、公司在经营过程中将资本维持在一定水平以及公司向股东作出财产返还等一系列规则组成的总称。自2013年底《公司法》修订之后，我国实行的就是注册资本认缴登记制。该制度在理论和实践中充满争议，缺陷显著。

第一，对于股东而言，认缴制导致缴纳期限尚未到来、出资尚未缴清的股东，对公司将来缴纳出资的承诺，变成了一种对公司债权人真实的担保，而不是实缴制下那种虚幻的担保。任何试图减少已认缴、未缴纳的数额的想法，都是不可行的，因为必须要经过公司债权人的同意。这对

〔29〕 参见我国《公司法》第40条。

〔30〕 参见我国《公司法》第101条。

〔31〕 参见我国《公司法》第41条、第90条第1款、第102条第1款。

〔32〕 参见我国《公司法》第106条。

〔33〕 参见我国《公司法》第48条第2款、第55条第4款、第112条第2款、第119条第4款。

于债权人是好事,对于股东则不利。认缴制,束缚了股东的手脚,特别是股东缴资能力薄弱、但是基于债权人/市场/行政部门/行业准入等条件的要求,做出了一个远远超过其负担能力的缴资承诺,这相当于变相突破了股东有限责任的保护,让股东对公司债权人承担更大的责任。

第二,对于公司债权人而言,认缴制只有在破产情况下才能适用加速到期,这个思路不妥当。其后果,相当于将公司能否进入破产、何时进入破产的问题,交到了缴纳期限尚未到来的股东手中,对于其他已经缴纳出资的股东而言,他们可能希望让公司存续。事实上,也可能存在这样的情形,只要让该股东认缴的出资加速到期,公司可能得到拯救,无需进入破产。应当以成本更低的方式来解决破产问题。破产追求的是公司人格的消亡,且过程漫长、程序复杂,因此以破产的思路来解决加速到期,并非最好的选择。

第三,对于股东或公司而言,规定在章程中的条款相当于在股东和股东之间、股东和公司之间缔结了合同。股东之间以期限尚未到来为由进行抗辩,可以理解。但是,如果股东以此为由对抗公司,则显得并非合理,因为公司是资金的实际需求方和使用者,只有公司才知道自己什么时候需要资金,因此,如果公司因偿债能力减弱等原因,要求股东认缴部分加速到期,应当是合理的。需要确定哪些情况下是合理的,还是说,公司任何时候都可以提出(即通过董事向股东发出催缴通知)?

总而言之,(1)认缴制将注册资本对债权人的保护,由原来的虚幻变成了真真切切的保护,因为认缴制下,股东缴纳出资的义务还未到来。公司如果无法偿债,股东的承诺,某种程度上变成了对债权人的担保。(2)资本制度的核心,是资本真实/资本维持。股东应当按其承诺,及时、足额地缴纳出资。缴纳期限的约定仅能约束股东和公司,无法约束外部的公司债权人。允许加速到期,可以让股东对其承诺缴纳出资的数额予以认真对待,让其知道担保效果的存在。(3)传统的注册资本是僵硬的,不够灵活,忽视了股东也是社会中的商事主体,其缴纳出资的能力很有可能随着时间的经过而下降。是否保留注册资本的概念或者改造其内涵,将是未来资本制度改革的重要内容之一。

## (二) 英国法对资本制度的缓和

英国《2006年公司法》没有对资本制度进行激进改造,但是对于私人公司有所缓和。资本制度应当分为两个层面来看。一个是最低资本要求,一个是资本维持。<sup>[34]</sup>

第一,最低资本。最低资本要求包含两个部分:一个是在开展经营之前,股东必须投资的数额,即“有限责任的进入价格”;另一个是股东为取得股份而提供的对价衡量的措施,以确保公司收到适当的价值。

根据《2006年公司法》,公司不再要求具有授权资本。要求所有具有资本的公司,无论公众公司还是私人公司,必须向登记处提交一份资本和最初持股声明。<sup>[35]</sup>《1985年公司法》包含了“授权资本”的概念,即公司在设立的时候,必须在公司宪章(备忘录或章程)中载明公司可以发行的最高股本限额。在发行新股的时候,必须满足两个条件:一个是要有公司已授权但未发行股本,另一个是在该未发行股本的范围内,同意发行新股的股东授权。授权资本只是记载于公司

[34] See Jennifer Payne, Legal Capital in the UK Following the Companies Act 2006, University of Oxford Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series, Working Paper No. 13/2008, 2008, pp. 21-30.

[35] 参见英国《2006年公司法》第10条。

宪章的一个数字，其本身并不反映公司实际发行股份的情况，因此授权资本没有很大意义。《2006 年公司法》删除了“授权资本”的概念，不再要求公司具有授权资本。根据该法，董事根据公司授权（章程或决议）可以配售股份。章程并不需要规定具体的授权金额，而是公司授权应当载明授权的股份数额，可称之为“授权股份制”。<sup>〔36〕</sup>

对于公众公司，仍然有最低资本的要求，但是只要缴纳四分之一即可开展经营。<sup>〔37〕</sup>这与《1985 年公司法》第 117 条和第 118 条的规定相比没有变化。没有变化的还包括：私人公司不需要最低资本；为了确保收到适当的对价，所有股份必须要有固定的票面价值；<sup>〔38〕</sup>公司不得折价发行股份；<sup>〔39〕</sup>公司的股份可以以任何货币或数种货币计价；<sup>〔40〕</sup>票面价值仍然保留。《2006 年公司法》创新了一个新的法定程序，所有公司不经过向法院申请即可以对资本的币种重新计价。<sup>〔41〕</sup>

至于是否需要非货币对价进行强制评估也视不同类型公司而定。对于私人公司，这属于董事的商业判断。<sup>〔42〕</sup>对于公众公司，和《1985 年公司法》一样，《2006 年公司法》也要求非货币对价进行强制评估；<sup>〔43〕</sup>将来提供劳务或服务，不得作为对价；<sup>〔44〕</sup>独立评估人要在发行的 6 个月之前提供详细的报告；<sup>〔45〕</sup>该报告必须要支持公司收到的对价不低于股份的票面价值加上溢价的结论<sup>〔46〕</sup>。

第二，资本维持。《1985 年公司法》（根据第 2 号公司法指令）引入了资本维持规则，适用于所有类型的公司，很多条款要求必须维持公司资本。“资本维持”的目的，主要在于保护债权人。这些条款包括禁止提供财务资助、与分红相关的规则、公司溢价账户的使用、资本减少等。《2006 年公司法》的趋向是，缓和与私人公司相关的这些条款的规制。

最明显的例子是财务资助。原来私人公司有漂白程序，即法律原则上禁止，然后再规定一系列例外（即“漂白程序”）。但是这适用起来非常麻烦，私人公司首先要了解禁止财务资助的规则，再去认定是否符合例外情形，而且例外情形的措辞也并非简单易懂。《2006 年公司法》删除了针对私人公司的禁止财务资助规定，禁止财务资助仅仅适用于公众公司。<sup>〔47〕</sup>

对于资本减少，与《1985 年公司法》一样，《2006 年公司法》保留了经法院批准的资本减少程序，适用于公众公司和私人公司；<sup>〔48〕</sup>债权人有权提出异议；<sup>〔49〕</sup>如果债权人利益没有得到适

〔36〕 参见英国《2006 年公司法》第 549 条至第 551 条。英国法保留了票面价值，故只要确定增发股份的数量，乘以既定的票面价值，即可得出该次增发所募集的资本数额。

〔37〕 参见英国《2006 年公司法》第 763 条和第 586 条。

〔38〕 参见英国《2006 年公司法》第 542 条。

〔39〕 参见英国《2006 年公司法》第 580 条。

〔40〕 参见英国《2006 年公司法》第 765 条第 1 款。

〔41〕 参见英国《2006 年公司法》第 622 条至第 628 条。

〔42〕 See Re Wragg [1897] 1 Ch 796.

〔43〕 参见英国《2006 年公司法》第 593 条。

〔44〕 参见英国《2006 年公司法》第 585 条。

〔45〕 参见英国《2006 年公司法》第 596 条。

〔46〕 参见英国《2006 年公司法》第 108 条第 3 款。

〔47〕 参见英国《2006 年公司法》第 677 条至第 680 条。

〔48〕 参见英国《2006 年公司法》第 641 条。

〔49〕 参见英国《2006 年公司法》第 645 条和第 646 条。

当处理,法院有权决定是否确认资本减少<sup>[50]</sup>。但是,《2006年公司法》的创新之处在于,对于私人公司引入了一个崭新的关于资本减少的程序,即通过特殊决议加上董事作出的清偿能力声明。<sup>[51]</sup>该声明的内容,几乎与被废除的私人公司财务资助漂白程序所要求的“董事法定声明”相同,即需要载明:每个董事已经形成意见,对于作出该声明之日的公司状况,没有理由可以认为当时不能缴付或清偿其债务,同时也已经形成意见,如果自该声明之日起12个月内开始清算公司,自清算开始后12个月内公司将能够全额偿付或清偿其债务,以及在任何其他情形下,公司将能够偿付或清偿自该声明之日起1年内的到期债务;为形成这些意见,董事必须将所有的公司债务考虑在内。如果董事没有合理理由而作出清偿能力声明,将构成犯罪。<sup>[52]</sup>

董事控制公司资本之能力的缓和。根据《2006年公司法》,只有一个类别股份的私人公司的董事,具有发行该类别股份的授权,除非章程禁止这样做。而公众公司的董事,以及具有两个以上类别股份的私人公司的董事,只有经章程或公司决议的授权,才可以发行股份。<sup>[53]</sup>

股份的赎回和回购,<sup>[54]</sup>仍然得到允许。私人公司的可赎回股份,不再要求章程的事先授权,尽管这个要求仍然适用于公众公司。<sup>[55]</sup>《2006年公司法》引入了对于赎回条款和方式的一些缓和,允许公众公司和私人公司的董事,如果得到公司章程或普通决议的授权,可以确定赎回的条款和方式。<sup>[56]</sup>赎回条款不再要求赎回时缴付,可以在赎回后缴付。<sup>[57]</sup>类似地,拟议购买自身股份的公司,不需要章程的事先授权,但是受到章程条款的限制或禁止。<sup>[58]</sup>

对于分红,《2006年公司法》第23部分,大体上是对《1985年公司法》第8部分的重述。一个创新之处在于实物分红,消除了原来的一个疑问,即向股东转让资产是否构成分红。<sup>[59]</sup>

詹妮弗·佩恩(Jennifer Payne)主张,对于债权人保护而言,应当区分有偿债能力的公司 and 无偿债能力的公司。有偿债能力的公司,对于控制自己的资本,应当不受法定资本规则的限制。应当废除公众公司的最低资本要求。对所有公司来说,应当废除面额股。资本分配,包括分红、减少资本、回购和赎回,无论私人公司还是公众公司,都应当采用偿债能力测试,即如果公司能够在可预见的未来偿还债务,董事应当不受限制地向股东作出分配,或者以其他方式操控公司的资本,仅仅受到所列情形的限制。公众公司的财务资助条款也需要改革,也可以采用偿债能力测试。英国《2006年公司法》已使用该标准处理法定资本规制的某些特定方面。例如,《2006年公司法》第709条至723条关于私人公司可以从资本中回购股份,第642至第644条关于私人公司不用去法院即可减少资本。但是该标准如果更广泛地被成功用于规制公司,还需

[50] 参见英国《2006年公司法》第648条。

[51] 参见英国《2006年公司法》第642条。

[52] 参见英国《2006年公司法》第643条。

[53] 参见英国《2006年公司法》第550条和第551条。

[54] 参见英国《2006年公司法》第684条至第708条。

[55] 参见英国《2006年公司法》第684条。

[56] 参见英国《2006年公司法》第685条。

[57] 参见英国《2006年公司法》第686条。

[58] 参见英国《2006年公司法》第690条。

[59] 参见英国《2006年公司法》第845条。



要谨慎的适用。<sup>〔60〕</sup>

### （三）授权资本制或授权股份制的引入

首先，资本制度的一些基本概念需要进一步明确和统一。例如，认缴和实缴。两者并非对立，而是前后承接。先有认缴，再有实缴。认缴制和实缴制的区分是简单粗暴的。目前的认缴制导致缴纳期限延长，缴纳出资变得不确定或不稳定，因为股东资信能力随时发生变化。这个延长其实不科学、不合理。

其次，应当准确认识授权资本及授权资本制的含义，并在此基础上考虑规则的引入。

通说认为，资本制度可分为法定资本制和授权资本制。<sup>〔61〕</sup>法定资本制等同于资本确定原则，是指公司设立时股东必须充分、确实地认购公司的全部股份，公司才能合法成立。与之相对应的概念是授权资本制，是指公司章程预先确定公司的资本总额，并授权董事会在公司成立后作出决议，发行资本总额中尚未发行的股份。<sup>〔62〕</sup>法定资本制的核心是确保并维持一个固定的数额，以作为对公司存在的认定依据和对债权人的保护。授权资本制是法定资本制的对照。授权资本制下，公司资本的筹集、发行的控制权都掌握在董事会手中；而法定资本制下，这些权力集中在股东手中。<sup>〔63〕</sup>

然而，在英美法文献中，只有法定资本和授权资本的界定，而无法定资本制和授权资本制的区分。授权资本仅是一个概念，与其相对应的是已催缴资本、已缴纳资本（全额缴纳/部分缴纳/未缴纳），并无对应的授权资本规则一说，更谈不上授权资本制。<sup>〔64〕</sup>英美法文献反而存在法定资本的措辞和论述。<sup>〔65〕</sup>所谓法定资本，仅仅是指发行的股份数量乘以每股票面价值的总额；公司可以在需要的时候发行股份，向股东融资，但是每次发行股份而获得的资本总额，相加起来不得超过章程所规定的授权资本。<sup>〔66〕</sup>

对于资本制度的整体性修改，观点不一。第一种观点认为，适当修正认缴制即可。认缴期限交给股东在章程中自由约定，这并不妥当。应当通过法律限定更短的期限，由股东及时按照其该次认缴的数额缴纳。第二种观点认为，注册资本改为授权资本，同时制定配套制度。第三种观点更为激进，主张取消注册资本，采授权股份制，由股东在章程中授权董事会将来可以发行的股份数量。公司章程没有必要规定与资本相关的任何数额。按照授权股份+实收资本+及时披露的方

〔60〕 参见前引〔34〕，Jennifer Payne文，第36-38页。

〔61〕 有些学者还提出了折中资本制。参见冯果：《现代公司资本制度比较研究》，武汉大学出版社2000年版，第22-25页。

〔62〕 参见刘俊海：《现代公司法》，法律出版社2011年版，第133-134页。

〔63〕 参见邓峰：《普通公司法》，中国人民大学出版社2009年版，第311-319页。

〔64〕 See John Armour, Legal Capital: an Outdated Concept, 7 (1) *E.B.O.R.*, 5, 6-7 (2006).

〔65〕 参见前引〔64〕，John Armour文，第5页；Luca Enriques, Martin Gelter, Regulatory Competition in European Company Law and Creditor Protection, 7 (1) *E.B.O.R.*, 417 (2006)；Reinier Kraakman, Concluding Remarks on Creditor Protection, 7 (1) *E.B.O.R.*, 465 (2006)；前引〔34〕，Jennifer Payne文，第21-30页；James J. Hanks, Legal Capital and the Model Business Corporation Act: an Essay for Bayless Manning, 74 *Law & Contemp. Probs.*, 211 (2011)。英美法关于法定资本的一本重要著述是：Bayless Manning, James J. Hanks, *Legal Capital*, Foundation Press, 1990。

〔66〕 See Paul Davies, Sarah Worthington, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, 2012, p. 285。而在我国，法定资本是指章程所规定的注册资本，要求股东在公司设立时全部认购完毕。由此观之，对于法定资本的含义，我国法和英美法之间存在差异。

式,构建新的资本制度。第四种观点主张同时规定认缴制和授权资本制,让投资者可以选择其一。从长远来看,第三种观点符合国际潮流,应予仔细考虑。

最后,关于财务资助的规定,我国法可以总结如下:第一,早在1993年和1994年,<sup>[67]</sup>我国相关文件就已经出现财务资助的措辞。究其含义,与英国法相一致。第二,目前关于财务资助的规定,主要适用于上市公司、非上市公众公司或者国有企业。<sup>[68]</sup>受到限制的资助主体的范围比较广泛,包括公司、控股股东或者实际控制人,以及保荐机构、承销机构等。财务资助的目的涉及发行证券、转移公司资金、购买企业股权等。<sup>[69]</sup>第三,财务资助的含义并未统一。有些作了限缩,将其与保底收益、补偿、垫付费用等并列,有些则比较泛泛,并未予以限定。我国法律法规没有对财务资助的含义、范畴及例外等内容进行明确的规定。

英国法和我国法相比,共同点在于,财务资助制度主要适用于股份公司/上市公司,该制度通常不适用于有限责任公司。不同点则主要体现在下述几个方面:第一,提供财务资助的主体。英国法限于其股份拟被取得的公司本身,我国法则除了公司本身以外,还包括控股股东、实际控制人、保荐机构/承销机构等。第二,财务资助的目的。英国法强调财务资助必须是为了取得股份之目的,而我国法关于财务资助的目的,更为宽泛,适用于证券发行/取得证券,包括股票、股权和债券等。第三,财务资助的方式。英国法规定得比较详细,还包括兜底条款。我国法则比较散乱,没有在《公司法》中规定,散见于多个文件,且缺乏统一。第四,财务资助的例外。英国法有完整的例外情形,包括一般例外和特定例外。我国法没有规定。第五,违反财务资助的后果。英国法规定了刑事和民事责任等后果。我国法没有规定。

• 18 •

从英国法的角度看(提供者为公司本身),财务资助导致公司和第三人之间发生交易,且该交易的内容是为了帮助第三人取得公司股份。对公司利益的损害并不是财务资助构成的必要条件。即使该交易对公司有利,也是不允许的,因为这容易产生控制股价、操纵市场的后果。我国《公司法》是否已有条款规制公司与第三人的交易?答案是肯定的。《公司法》中的一些条款,或者司法解释,或者最高人民法院颁布的司法解释性文件,已涉及公司与第三人的交易,例如公司对外担保、对赌协议、公司对董事/经理的贷款、公司对第三人的赠与等。纵观这些条款,我国法的特点是“无目的限制性”。公司法强调公司的一些交易,必须要经过股东会/董事会的批准;如果公司利益受损,公司可以起诉,或者股东可以提起派生诉讼。这些条款并没有特别提到,第三人从公司获得财产用于购买股份的特定场合。

我国法需要思考的问题是:第一,现行散见于各类文件的财务资助规定,目的是什么?将提供财务资助的主体扩展到控股股东、实际控制人、保荐机构和承销机构等,证券法上是否有充分

[67] 参见《到境外上市公司章程必备条款》第五章(购买公司股份的财务资助);《到香港上市公司章程必备条款》第2.2条(购买股份的财务资助)。

[68] 参见《上市公司收购管理办法(2020修正)》第8条;《非上市公众公司收购管理办法(2020修正)》第8条;《非上市公众公司监督管理办法(2019修正)》第16条;《上市公司股权激励管理办法(2018修正)》第21条第2款;《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》;《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》第20条。

[69] 根据上交所的《上海证券交易所信息披露公告类别登记指南》:财务资助一般指一个主体直接或间接地将自有的货币资金或其他形式的资产以一定的方式或条件提供给其他主体的行为,且所收取的使用费低于行业一般水平。深交所《上市公司规范运作指引》规定:上市公司及其控股子公司有偿或者无偿对外提供资金、委托贷款等行为是对外提供财务资助。

的理论依据？对于目前散乱的规定，能否提炼且统一？第二，如能提炼且统一，那么有没有必要在我国《公司法》中加以规定？第三，区分公司类型的意义在哪里？为什么有限责任公司可以提供，而股份公司/上市公司不能提供？第四，如何在我国公司法中建立类似规则？我国公司法是否已有类似的替代制度？

## 五、董事义务的法律框架

### （一）我国法关于董事义务的规制

首先，我国公司法并未对董事的概念作出界定。<sup>〔70〕</sup>学者大多也不会尝试对董事的概念作出完整、全面的定义，取而代之的是，从董事的身份与资格、选任与解任、权利与义务等方面出发，勾画出董事的内涵和外延。例如，有些学者认为董事作为董事会的构成人员，是公司法定、必备、常设之业务执行机关。继而在概念上，董事可以分为机关董事和个人董事。前者系公司组织之一部分，与公司互为一体，其行为即为公司之行为，其本身并无权利能力可言。后者具有权利能力，与公司属于委任关系。<sup>〔71〕</sup>

其次，我国《公司法》第147条第1款参照两大法系的观点，将董事义务一分为二。一为忠实义务，是指董事对公司负有忠诚尽力，殚精竭虑，个人利益服从公司利益的义务。该义务禁止背信弃义和自我交易。无论何时，经营权行使主体都应代表公司的利益，当个人利益同公司利益相冲突时，应将公司利益置于首位。<sup>〔72〕</sup>二为勤勉义务，要求董事在作出决策时，其行为标准必须是以公司的利益为出发点，以适当的方式并尽合理的注意履行职责。<sup>〔73〕</sup>在判断董事是否尽到勤勉义务的时候，通常采取一个双重标准，既要看该董事是否具有一个处在其位置上的适格第三人应该具有的知识、经验和技能（客观标准），也要看该董事本身所具有的知识、经验和技能（主观标准）。<sup>〔74〕</sup>

再次，关于董事责任，我国《公司法》上有两个比较重要的条款，即第149条和第152条。<sup>〔75〕</sup>第149条强调“执行公司职务时”。而第152条，少了这几个字，理由是什么？是作为一般意义上的讨论吗？表面上看，董事的行为，如果在一般意义上（并非强调执行公司职务），损害了股东利益，那么股东可以起诉。董事和股东之间，是什么关系？董事对股东负有义务吗？如果负有，这个义务是否是公司法上的义务？董事的行为，如果是执行公司职务时，那么应当视为公司的行为，股东利益受损的，股东应当起诉公司，而不是董事。此外，为什么仅仅是股东，债权人、雇员或者其他呢？

〔70〕 根据我国《民法典》第81条，董事会或执行董事被定性为营利法人的执行机构。

〔71〕 参见柯枝芳：《公司法论》，中国政法大学出版社2004年版，第240-241、560页；王文宇：《公司法论》，中国政法大学出版社2004年版，第278页。

〔72〕 参见赵旭东主编：《新公司法制度设计》，法律出版社2006年版，第162页。

〔73〕 参见前引〔72〕，赵旭东主编书，第160页。

〔74〕 参见姜惠琴：《英美董事的注意义务及其对我国的立法启示》，载《中国人民大学学报》2006年第6期。

〔75〕 《公司法》第149条规定：“董事、监事、高级管理人员执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定，给公司造成损失的，应当承担赔偿责任。”《公司法》第152条规定：“董事、高级管理人员违反法律、行政法规或者公司章程的规定，损害股东利益的，股东可以向人民法院提起诉讼。”

此外,董事未依法履行职责,导致公司未依法制作或保存法律规定的文件材料,给股东造成损失的,该股东可以请求负有相应责任的公司董事承担民事赔偿责任(《公司法司法解释四》第12条)。股东知情权行使的对象,是公司,而不是董事。董事未依法履行职责行为的后果,应当由公司来承担。因此给股东造成损失的应当是公司。股东为什么可以直接要求董事承担赔偿责任?股东怎么知道到底是哪一个董事的责任?行事成本,是否大大增加?

简言之,股东可以直接起诉董事,但是要明确该类诉讼的性质是什么,股东直接诉讼还是股东派生诉讼,董事侵害的是股东个体性权利,还是股东集体性权利。

## (二) 英国法下董事义务的法典化

首先,《2006年公司法》没有对董事作出明确的定义。根据该法,“董事”包括处在董事职位上的任何人,不管其称呼。<sup>[76]</sup>董事是根据某个人的功能或作用,同时结合公司的性质、公司章程、董事的服务合同等等来判断的,而不是看他有没有董事这个头衔。公司可以把董事称为管理人、受托人或咨询人等等,但这不会影响这个人作为董事的法律地位。英国法下,董事的类型非常丰富,包括执行董事、非执行董事/独立董事、影子董事、事实董事、公司董事、提名董事、替代董事以及常务董事等。<sup>[77]</sup>

其次,普通法关于董事义务,确立了双层结构:一是董事对谁负有义务,二是董事义务的内容包括哪些。基本原则是,董事必须善意地以公司的利益行事。董事只对公司负有义务,对股东、债权人和雇员不负有义务。这是个主观性标准,只要董事自己认为符合公司的利益就可以,而不是以法院可能认为符合公司的利益作为判断标准。<sup>[78]</sup>

普通法上的传统观点认为,董事的受信义务包括:(1)善意地(good faith)为了公司的利益而行使的义务,具体地,例如董事必须善意地以公司的利益行事,诚实、适当地行使权力和履行义务;董事必须为正当的目的而行使权力。(2)熟练和谨慎义务,例如董事在履行其职务过程中,必须具备合理的谨慎以及其掌握的、有一定程度的熟练技能;董事必须为公司的事务尽责;对于可以正确地交托给其他人员的义务来说,董事因其相信该人员诚实地履行了义务而被认为尽到义务。(3)忠实义务,主要涉及两方面内容,一是不得谋利的义务,指董事不能凭借其董事地位从任何机会当中谋取个人利润,即使他是善意地为了公司的利益而在行使权力;二是避免冲突的义务,指董事不得将自己置于这样的位置,即如果置于这样的位置,将造成董事自己的利益和义务相冲突,或者董事对公司的义务和对其他人的义务相冲突。

最后,《2006年公司法》实现了董事义务的法典化。2006年之前,董事义务主要由关于受信义务的衡平法原则以及关于过失的普通法来规制。《2006年公司法》的一个重要变化是将董事义务法典化,并且对董事义务作出全新的规定。该法第10部分(公司董事)第2章对董事的一般义务作出规定,其中第171条至第177条包括了7项一般义务的内容。这些义务分别是:在权力内行事的义务(第171条),促进公司成功的义务(第172条),独立判断的义务(第173条),行使合理谨慎、技能和勤勉的义务(第174条),避免利益冲突的义务(第175条),不得从第三

[76] 参见英国《2006年公司法》第250条。

[77] 参见葛伟军:《英国公司法要义》,法律出版社2014年版,第214-220页。

[78] See *Re Smith and Fawcett Ltd*, (1942) Ch 304, p. 306 per Lord Greene MR.



人处接受权益的义务（第 176 条），在拟议的交易或安排中公布利益的义务（第 177 条）。尽管仍有很多地方需要解释，但法典化意在通过归纳、总结，明确董事义务的内涵，使董事更清楚他们的义务是什么。

《2006 年公司法》强调公司社会责任，并且认识到公司社会责任在公司法中首要体现为强化董事义务。在讨论董事对谁负有义务这个问题上，该法最终放弃了“多边主义”模型，而采纳了“开明的股东价值”模型，即董事在面临各方利害关系人利益冲突而需要做出选择的时候，只对公司负有义务（公司利益被视为股东的长期利益），而不对其他利害关系人负有义务，但是董事在做出决定的时候，必须要考虑其他利害关系人的利益。该法虽然保持董事只对公司负有义务这个传统原则，但是要求董事在作出决策时，必须考虑下列因素：（1）从长期看，该决策可能的后果；（2）公司雇员的利益；（3）促进公司与供应商、消费者及其他人之间商业关系的需要；（4）公司运作对社区和环境的影响；（5）公司维持商业行为高标准之声誉的愿望；（6）在公司成员之间正当行事的需要。<sup>〔79〕</sup> 董事的决定是一个主观性的检测标准，由董事善意地对如何促进公司成功作出决定，法院不会调查该决定实际上是否是最佳决定。

### （三）我国法关于董事义务的发展

首先，英国法关于董事的开放性定义及不同类型的划分，带来了三方面的启发。第一，扩大了承担责任的主体范围，有利于保护公司、股东或债权人的利益。第二，明确了实际控制人的责任。实际控制人的地位，根据其发挥的作用，有可能是股东，也有可能是董事。一旦构成董事，即需承担相应的董事责任。第三，澄清了借助实际控制人引入事实董事的观点。事实董事的范围，比实际控制人更为广泛，主要涉及三种情形：从未被任命为董事却以董事身份行事；曾经被任命为董事，其任命期限已满却仍然以董事身份行事；曾经被任命为董事，但是其任命是有瑕疵的。

其次，原则上董事仅对公司负有义务。但是，在一些特殊情况下，董事对其他人也负有义务。例如，在一些特殊类型的公司，包括商业银行、保险公司等金融机构，董事对股东负有义务。至于董事对债权人是否负有义务，并不清晰。如果我国公司法要增加董事对债权人的责任，该责任应当是侵权责任，而不是违反受信义务产生的责任。原则上，董事对债权人不负有受信义务，其背后有公共政策上的考量。公司因董事的行为而受到损害时，公司的债权人也会相应地受到损害。此时债权人可以起诉公司，但是不能直接起诉董事。如果允许债权人可以直接起诉董事，则会：（1）导致针对董事的诉讼大幅增加，从而影响到公司经营；（2）增加法院的负担以及其他成本；（3）大量的诉讼可能会造成这样的结果，即由于原告不同、适用的义务标准不同以及其他情况不同，不同的法院会作出不同的判决，从而引起混淆；（4）可能引起双重诉讼，除了债权人诉讼外，公司也可能对董事提起诉讼。<sup>〔80〕</sup>

日本法规定的是董事对第三人的责任。董事等公司负责人执行其职务有恶意或重大过失时，

〔79〕 参见英国《2006 年公司法》第 172 条。

〔80〕 See Zipora Cohen, Director's Negligence Liability to Creditors: A Comparative and Critical View, 26 *Journal of Corporation Law*, 351, 357 (2001).

对遭受损害的第三人负有连带赔偿责任。<sup>〔81〕</sup>有学者认为：该责任是为了强化对第三人的保护而规定的特别法定责任，其责任范围既包括第三人的直接损害也包括间接损害；董事的恶意、重大过失是该责任的构成要件；所谓的第三人既包括公司债权人也包括股东。<sup>〔82〕</sup>第三人的范围，应当作更广泛的解释，把股东、债权人、雇员、当地社区、消费者、地方政府等都囊括在内。此处的责任，不等同于违反受信义务而应当承担的后果。

将重点放在董事对第三人（股东或债权人等）责任的做法，忽视了董事对第三人的义务。其中可能的原因是：第一，混淆了责任与义务的内涵，误将两者视为同一个命题。义务是前提，责任是后果，免责是例外。第二，受日本、我国台湾地区公司法和相关规定的影 响比较大，而对英美公司法的研究相对不足。因为前者有强化董事个人责任的明确规定，所以将研究重点放在这个上面。然而，在英美法中，董事义务而非责任，才是被大量讨论的话题。

最后，董事义务是公司治理的核心内容。关于董事义务，还有一系列问题要去解决。第一，董事义务的二分法，是否过时？国内学者结合美国法，开始介绍并探讨董事的其他义务，例如善意（或诚信）义务、监督义务。<sup>〔83〕</sup>但是英国法表明，义务的内容比分类更重要，应当关注董事义务到底包括哪些内容，以及违反董事义务所产生的责任及免责情形。至于采纳二分法、三分法还是多分法，可能不是最关键的。第二，关于公司和董事之间的关系、董事义务的性质，存在受信关系（英美法）、委托关系（大陆法）两大争议。如何认识两者之间的差异对具体规则构建的影响？第三，董事义务的双层结构：其一，董事对谁负有义务，除了公司以外，还有股东、债权人、雇员等利害关系人，董事对他们是否也负有义务；其二，董事义务的内容包括哪些，忠实义务的边界，是否在拓展，勤勉义务的标准，是否应确立？第四，商业判断规则（与所从事的交易无利害关系；该决策是在充分收集信息和了解情况的基础上作出的；合理地相信该决策对公司是最有利的，并善意地进行判断）在实践中已然兴起，被法官写入裁决书，但是经常把该规则作为是否尽到忠实义务和勤勉义务的判断标准，有失偏颇。<sup>〔84〕</sup>商业判断规则，是保护董事自由裁量权的司法审查机制，不是董事免责事由。如何认识两者之间的关系？是否可以一边引入商业判断规则，一边完善董事免责体系？

• 22 •

## 六、结 论

英国公司法改革二十年一轮回，彰显了公司法具有极强的实践性。社会经济的发展，不断要

〔81〕 参见日本2005年《公司法》第429、430条，载王保树主编：《最新日本公司法》，于敏、杨东译，法律出版社2006年版，第244、245页。

〔82〕 参见周继红：《简论日本股份公司董事对第三人责任制度》，载《青海民族学院学报（社会科学版）》2002年第3期。

〔83〕 参见王建文：《论董事“善意”规则的演进及其对我国的借鉴意义》，载《比较法研究》2021年第1期；吕成龙：《上市公司董事监督义务的制度构建》，载《环球法律评论》2021年第2期；梁爽：《董事信义义务结构重组及对中国模式的反思：以美、日商业判断规则的运用为借镜》，载《中外法学》2016年第1期。

〔84〕 例如在官波等与孙超等公司利益责任纠纷上诉案中，法院认为：“基于公司经营业务的复杂性和商业决策自身的特点，考量公司执行董事的责任，应当参照商业判断规则。根据执行董事这一公司治理机构的运作特点，如果作出商业判断的执行董事与作出判断的内容没有利害关系，其有正当理由相信其在当时情形下掌握的有关商业判断信息充分、妥当、可靠，其商业判断符合公司的最佳利益的，就应当认定为忠实、勤勉地履行了义务。”安徽省合肥市中级人民法院（2017）皖01民终7360号民事判决书。

求调整既有的公司法规则，以便让法律跟上商业的步伐。

我国《公司法》颁布实施以来，面临着法条更新速度缓慢、不能及时解决疑难问题、大量问题需要司法解释予以补充、有些条款原则性强/缺少可操作性、为国有企业改革服务、用所有权解释股东和公司之间的关系、公司类型设置不尽合理、公司法内外体系重新审视/与民法典的衔接等各种问题。

我国《公司法》的新一轮修订，具有优化营商环境、民营企业权益保护、中小企业重要性等时代背景，是深化改革的必然结果。此次改革的目标应当包括小公司优先、强化公司社会责任、提高公司竞争力等，具体考虑公司类型的合理化、资本制度的缓和、治理机制的灵活性、与国际接轨等因素。

公司法应当为大多数服务。公司法改革，要跟得上时代，要与国际接轨，要回应社会需求。改革应当全方位，从公司类型、资本制度、公司治理等方面切入。公司法改革应当向社会公开、放开，让更多的公司实务界代表参与讨论。公司法改革应当着眼于未来，不能因短期成本而忽视修法带来的长期收益。社会经济的发展，除了法律外，还需要政治、文化等各种要素的良性互动。我们所处的新时代，正在提供这样一个机会。

---

**Abstract:** The enactment of UK Companies Act 2006 and its rules, have some certain referential significance for the new round of company law amendment in China. The reform of company type shall be in line with the internationally recognized practice, establishing a system dominated by joint-stock companies, and remodeling the limited liability companies connecting to UNLLO. The relationships among the articles of association, the shareholders' resolution and the shareholders' agreement shall be clarified, focusing on the different levels presented by the shareholders' consensus, and perfecting the technical regulations of shareholders' resolution. Subscribed capital system is controversial in theory and practice. The reform of share capital rules shall be based on the clarification of some basic concepts, considering the implantation of authorized share capital and financial assistance regulation. The meaning of director is somewhat open. It is critical to clearly figure the relationships among the participants such as director, shareholder and creditors, etc., grasp the dual structure of directors' duties and enrich the content of directors' duties.

**Key Words:** UK Companies Act 2006, company type, company resolution, share capital rules, duties of directors

---

## 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。<sup>〔1〕</sup>

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。<sup>〔2〕</sup>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。<sup>〔3〕</sup>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。<sup>〔4〕</sup>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。<sup>〔5〕</sup>

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。<sup>〔6〕</sup>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。<sup>〔7〕</sup>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。<sup>〔8〕</sup>

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

〔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”，<sup>〔9〕</sup>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”<sup>〔10〕</sup>。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。<sup>〔11〕</sup>

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。<sup>〔12〕</sup>

• 26 •

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。<sup>〔13〕</sup>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’”<sup>〔14〕</sup>；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”<sup>〔15〕</sup>。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范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。<sup>[20]</sup>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。<sup>[21]</sup>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。<sup>[22]</sup>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。<sup>[23]</sup>

### (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;<sup>[24]</sup>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,公司法不自觉地公司将仅仅当作一个商业组织体来对待,忽略了其融资工具特性”<sup>[25]</sup>,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。<sup>〔26〕</sup>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，<sup>〔27〕</sup>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”<sup>〔28〕</sup>。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。<sup>〔29〕</sup>

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，<sup>〔30〕</sup>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。<sup>〔31〕</sup>

• 29 •

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。<sup>〔32〕</sup>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发展阶段的新形势下,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。<sup>[33]</sup>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。<sup>[34]</sup>

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。<sup>[35]</sup>

#### (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”<sup>[36]</sup>。

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与作用》,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。<sup>〔37〕</sup>

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。<sup>〔38〕</sup>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。<sup>〔39〕</sup>

• 31 •

## 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。<sup>〔40〕</sup>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。<sup>〔41〕</sup>

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。”<sup>〔42〕</sup>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,<sup>〔43〕</sup>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”。<sup>〔44〕</sup>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”,<sup>〔45〕</sup>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，<sup>〔46〕</sup>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”<sup>〔47〕</sup>。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。<sup>〔48〕</sup>

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。<sup>〔49〕</sup>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。<sup>〔50〕</sup>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。

• 33 •

### （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讨。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;<sup>[51]</sup> 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。<sup>[52]</sup> 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。<sup>[53]</sup>

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。<sup>[54]</sup> 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。<sup>[55]</sup> 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。<sup>[56]</sup> 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。<sup>〔57〕</sup>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。<sup>〔58〕</sup>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。<sup>〔59〕</sup>

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。<sup>〔60〕</sup>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。<sup>〔61〕</sup>“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。<sup>〔62〕</sup>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。<sup>〔63〕</sup>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。

• 35 •

〔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。<sup>〔64〕</sup> 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。<sup>〔65〕</sup> 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。<sup>〔66〕</sup>

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、<sup>〔67〕</sup> 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。

• 36 •

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。<sup>〔68〕</sup>

## （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。<sup>〔69〕</sup>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。<sup>〔70〕</sup>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，<sup>〔71〕</sup>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。<sup>〔72〕</sup>

• 37 •

〔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《经济法论丛》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。<sup>〔73〕</sup>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？<sup>〔74〕</sup>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。<sup>〔75〕</sup>

#### （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。<sup>〔76〕</sup>

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。<sup>〔77〕</sup>

〔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。<sup>〔78〕</sup>

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，<sup>〔79〕</sup>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。

## 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<sup>\*</sup>

• 40 •

**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

### 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

<sup>\*</sup> 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)。<sup>[1]</sup> 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

• 41 •

[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表示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。<sup>〔2〕</sup>《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。股东会系最高意思表示机关（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。<sup>〔3〕</sup>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。<sup>〔4〕</sup>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、反宾为主之道德困境。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。<sup>〔5〕</sup>

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”）。<sup>〔6〕</sup>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”<sup>〔7〕</sup>。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%。<sup>〔8〕</sup> 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。<sup>〔9〕</sup> 有学者力主股东主动发起章程修改行动。<sup>〔10〕</sup>

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。<sup>〔11〕</sup> 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”<sup>〔12〕</sup>，“形成公司之意思决定之股份有限公司之最高必要机关”<sup>〔13〕</sup>。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”<sup>〔14〕</sup>。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。<sup>〔15〕</sup>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挾伐董事会监督失察。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。<sup>〔16〕</sup>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決定权（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讼，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

• 49 •

### （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懒懈怠而元气大伤，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。

• 50 •

### （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?

上述选项无一经得起推敲。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，践踏诚实守信、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性权力，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。<sup>〔17〕</sup>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。<sup>〔18〕</sup>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。<sup>〔19〕</sup>

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。<sup>〔23〕</sup>

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。<sup>〔24〕</sup>

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章程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。<sup>〔25〕</sup>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。<sup>〔26〕</sup>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阅研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，公司法应尽可能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。<sup>〔27〕</sup>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。”

## 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。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

---

## 董事勤勉义务制度的利益衡量与内涵阐释

王真真<sup>\*</sup>

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

**关键词：**勤勉义务 利益衡量 商业判断规则 证明责任 司法审查

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

<sup>\*</sup> 王真真，华东政法大学公共法律服务学院师资博士后研究人员。

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

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

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

## 一、问题的揭示：勤勉义务司法裁判的特点与问题

### （一）追究董事勤勉义务的案件以有限责任公司为主

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

### （二）法院对勤勉义务的内涵解释不一致

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

### （三）法院将违反勤勉义务的责任性质界定为侵权责任

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

• 61 •

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

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

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

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

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

〔7〕 参见施天涛：《公司法论》，法律出版社2018年版，第412页。

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



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

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

#### (四) 法院对勤勉义务的审查没有统一的标准

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

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

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

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

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

〔12〕 北京市高级人民法院(2016)京民终210号民事判决书。

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

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

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

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

## 二、董事勤勉义务司法裁判问题的成因分析

### （一）立法上勤勉义务的内涵缺位

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

### （二）司法经验的缺失

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

### （三）法律移植的制度基础不足

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

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

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

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

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

#### (四) 勤勉义务与商业判断的关系并未界定清楚

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

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

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

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

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

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

### 三、董事勤勉义务制度的利益衡量

#### （一）董事勤勉义务：是一种修辞还是一项义务？

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

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

#### （二）勤勉义务中蕴含的制度利益需要继续维持

##### 1. 勤勉义务制度可以解决事后谈判的无效率

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

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

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

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

〔27〕 参见前引〔26〕，Cox文，第501页。



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

## 2. 勤勉义务是董事权威与问责之间的平衡点

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

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

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

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

〔31〕 参见梁上上:《论公司正义》,载《现代法学》2017年第1期。

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

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

• 67 •

表 1 九州证券股份有限公司与贺年损害公司利益纠纷案中的利益衡量

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

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

〔33〕 参见最高人民法院（2016）最高法民终265号民事判决书。

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

#### 四、董事勤勉义务的内涵阐释

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

##### (一) 知情和参与义务

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

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

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

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

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

[39] 参见梁上上:《公司权力的归属》,载《政法论坛》2021年第5期。

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

[41] 参见《上市公司章程指引》第98条。

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

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

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

## （二）监督义务

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

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

[43] 参见最高人民法院（2018）最高法民再 366 号民事判决书。

[44] See Delaware General Corporation Law § 163.

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

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

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

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



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

### 1. 建立监督制度并确保其运行

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

### 2. 董事的调查义务

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

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

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

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

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

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

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

### （三）合规义务

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

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

### （四）构建董事勤勉义务规则的技术：“3+X”的体系思维

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

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

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

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

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

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

## 五、厘清董事的独立商业判断与勤勉义务之关系

### （一）董事原则上受商业判断规则保护

#### 1. 商业判断规则及其经济理性

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

〔57〕 参见前引〔7〕，施天涛书，第412页。

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

## 2. 董事会权力的专属性要求保护董事的独立判断

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

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

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

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

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

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

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



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

### 3. 商业判断已在我国司法实践中被运用

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

### (二) 商业判断规则与证明责任的动态转移

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

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

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

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

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

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

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

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

• 75 •

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

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

〔68〕 692 F. 2d 880 (2d Cir. 1982).

〔69〕 488 A. 2d 858 (Del. 1985).

〔70〕 432 A. 2d 814 (1981).

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

〔72〕 参见前引〔7〕，施天涛书，第 423 页。

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

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

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

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

• 76 •

## 六、结 语

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

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

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

〔75〕 前引〔59〕, Arthur Pinto、Douglas Branson 书,第224页。

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

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

〔78〕 参见前引〔66〕,朱慈蕴书,第330页。

应当结合具体的情景，对勤勉义务作充分的铺陈和阐释。

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

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

---

---

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

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

---

---

(责任编辑：周 游 赵建蕊)

---

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



## 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

### 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。”<sup>〔1〕</sup> 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

• 79 •

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

〔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。<sup>〔11〕</sup>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，<sup>〔12〕</sup>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。<sup>〔13〕</sup>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，<sup>〔14〕</sup>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”<sup>〔15〕</sup>。

〔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”<sup>〔16〕</sup>，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。”<sup>〔17〕</sup>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”<sup>〔18〕</sup>。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。<sup>〔19〕</sup>

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

• 82 •

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。

#### （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。<sup>〔20〕</sup>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”<sup>〔21〕</sup>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。<sup>〔22〕</sup> 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）”<sup>〔23〕</sup>。

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。<sup>〔24〕</sup> 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。<sup>〔25〕</sup>

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。<sup>〔26〕</sup> 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。<sup>〔27〕</sup> 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。<sup>〔28〕</sup>

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。<sup>〔29〕</sup>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为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。<sup>〔30〕</sup>在“Lending Club Corp. Derivative Litigation 案”<sup>〔31〕</sup>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”<sup>〔32〕</sup>。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。<sup>〔33〕</sup>

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，目的是提高公司社会中的合规性，然而，这一项义务已经被大多数人遗忘。<sup>〔34〕</sup>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。<sup>〔35〕</sup>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。<sup>〔36〕</sup>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。<sup>〔37〕</sup>

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：<sup>〔38〕</sup>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。<sup>〔39〕</sup>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。<sup>〔40〕</sup>《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”<sup>〔41〕</sup>。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。<sup>〔42〕</sup>

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。<sup>〔43〕</sup>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。<sup>〔44〕</sup>“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。”<sup>〔45〕</sup>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。<sup>〔46〕</sup>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。<sup>〔47〕</sup>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种具体义务：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。<sup>〔48〕</sup>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”。<sup>〔49〕</sup>

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，<sup>〔50〕</sup>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

〔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”<sup>[51]</sup>。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。<sup>[52]</sup>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。<sup>[53]</sup>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。<sup>[54]</sup>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。”<sup>[55]</sup>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，<sup>[56]</sup> 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饱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。”<sup>[57]</sup>

[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。<sup>〔58〕</sup>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”<sup>〔59〕</sup>。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型，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，<sup>〔60〕</sup>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。<sup>〔61〕</sup>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

• 93 •

### 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。<sup>〔1〕</sup> 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，<sup>〔2〕</sup> 公司法的回应尚有较大欠缺。

\* 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。<sup>〔3〕</sup> 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。<sup>〔4〕</sup> 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。<sup>〔5〕</sup> 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，并承担着公司的边际风险，董事只有为股东利益最大化目标工作，才能实现最优效率。<sup>〔6〕</sup> 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。<sup>〔7〕</sup> 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：《公司法的历史结构》（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。<sup>〔8〕</sup>

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。<sup>〔9〕</sup> 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。<sup>〔10〕</sup> 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。<sup>〔11〕</sup> 可持续性营利理论认为，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，<sup>〔12〕</sup> 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，<sup>〔13〕</sup> 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，<sup>〔14〕</sup> 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。”<sup>〔15〕</sup>

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。<sup>〔16〕</sup> 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。<sup>〔17〕</sup> 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。<sup>〔18〕</sup> 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。<sup>〔19〕</sup> 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。<sup>〔20〕</sup> 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。<sup>〔21〕</sup>

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%，<sup>〔22〕</sup> 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，<sup>〔23〕</sup> 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。<sup>〔24〕</sup> 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。<sup>〔25〕</sup> 可见，公众公司不当 ESG 行为对社会形

〔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](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](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〕乌尔里希·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，<sup>〔26〕</sup> 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。<sup>〔27〕</sup> 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。<sup>〔28〕</sup>

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。<sup>〔29〕</sup>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。<sup>〔30〕</sup>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。<sup>〔31〕</sup>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。<sup>〔32〕</sup>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。<sup>〔33〕</sup>下文将从两个层次对此展开论证。<sup>〔34〕</sup>

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”<sup>〔35〕</sup>。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。<sup>〔36〕</sup>

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。<sup>〔37〕</sup>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”。<sup>〔38〕</sup>

• 99 •

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，并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。<sup>〔45〕</sup> 当前部分特拉华州前法官也主张董事应负有 ESG 监督义务。<sup>〔46〕</sup> 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<sup>〔47〕</sup>

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](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。<sup>[48]</sup>

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，<sup>[49]</sup> 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。<sup>[50]</sup> 此类事件被称为“红旗警报”(Red Flag)。<sup>[51]</sup> 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。<sup>[52]</sup> 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。<sup>[53]</sup> 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。<sup>[54]</sup> 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

• 103 •

[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。<sup>[55]</sup> 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。<sup>[56]</sup> 但是，法院观点也受到部分学者的批评。<sup>[57]</sup> 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。<sup>[58]</sup> 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,重则阻却有能力的董事进入董事行业。<sup>[59]</sup> 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。<sup>[60]</sup> 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。<sup>[61]</sup> 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

• 105 •

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?独董为何不独立不懂事不积极》,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，<sup>[62]</sup>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。<sup>[63]</sup> 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,<sup>[64]</sup> 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。<sup>[65]</sup> 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,<sup>[66]</sup> 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。

• 107 •

## 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 Miazad, *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”<sup>〔67〕</sup>，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

• 109 •

《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，<sup>〔1〕</sup>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。<sup>〔2〕</sup>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。

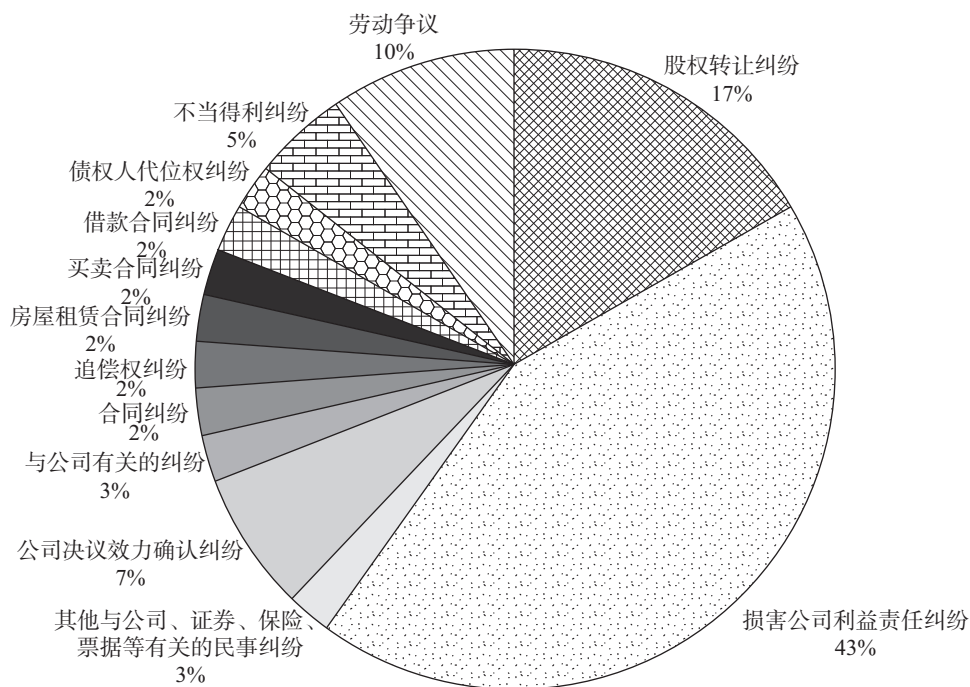


图1 涉及“商业判断规则”/“经营判断规则”案由分布

“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。<sup>〔3〕</sup>“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。<sup>〔4〕</sup>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。<sup>〔5〕</sup>“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,<sup>〔6〕</sup>且仅用于衡量公司对内责任。<sup>〔7〕</sup>

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。”<sup>〔8〕</sup>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。<sup>〔9〕</sup>

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。<sup>〔10〕</sup>

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”<sup>〔11〕</sup>，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。<sup>〔12〕</sup>

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。<sup>〔13〕</sup>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进行了减轻或免除。<sup>〔14〕</sup>

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”<sup>〔15〕</sup>，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。<sup>〔16〕</sup>

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。<sup>〔17〕</sup>

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。<sup>〔18〕</sup>

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。<sup>〔19〕</sup>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。<sup>〔20〕</sup>

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。

• 113 •

## 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。<sup>〔21〕</sup>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。<sup>〔22〕</sup>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；<sup>〔23〕</sup>我国法官素质参差不齐，未必能成功运用该项技术性标准。<sup>〔24〕</sup>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，<sup>〔25〕</sup>还将间接鼓励控股股东的利益攫取行为；<sup>〔26〕</sup>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。<sup>〔27〕</sup>

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，<sup>〔28〕</sup>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。

• 114 •

## （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*、<sup>〔29〕</sup> 1850 年 *Hodges v. New England Screw Co.* <sup>〔30〕</sup> 以及 1944 年 *Casey v. Woodruff* <sup>〔31〕</sup> 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，正是此时公司治理

〔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。<sup>[32]</sup> 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。<sup>[33]</sup> 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。<sup>[34]</sup>

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。<sup>[35]</sup> 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。<sup>[36]</sup> 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。<sup>[37]</sup> 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。<sup>[38]</sup> 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。<sup>[39]</sup> 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。<sup>[40]</sup>

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。<sup>[41]</sup> 从理论上说,商业判断规则经常被置于“主权领域”(sphere sovereignty)理论<sup>[42]</sup> 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

• 115 •

[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。<sup>〔43〕</sup>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。<sup>〔44〕</sup>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纸空文，并将恶化董事逃脱责罚的情况。<sup>〔45〕</sup>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，<sup>〔46〕</sup>这不利于保护股东及公司利益。<sup>〔47〕</sup>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。<sup>〔48〕</sup>

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。<sup>〔49〕</sup>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责任，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”<sup>〔50〕</sup>“范某、蒋某保损害公司利益责任纠纷案”<sup>〔51〕</sup>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。<sup>〔52〕</sup>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，<sup>〔53〕</sup>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。<sup>〔54〕</sup>因此，董事违反忠实义务是更为严重的情形，不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。<sup>〔55〕</sup>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

• 117 •

〔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。<sup>〔56〕</sup>至于司法审查标准，美国法上 1971 年 *Sinclair Oil Corp. v. Levien* 案<sup>〔57〕</sup>与 1984 年 *Aronson v. Lewis* 案<sup>〔58〕</sup>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<sup>〔59〕</sup>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。<sup>〔60〕</sup>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。<sup>〔61〕</sup>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。<sup>〔62〕</sup>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。<sup>〔63〕</sup>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，<sup>〔64〕</sup>同时还要具有抑制与排除司法审查的作用。<sup>〔65〕</sup>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，<sup>〔66〕</sup>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及制度改进》，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。<sup>〔67〕</sup>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，<sup>〔68〕</sup>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，<sup>〔69〕</sup>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。

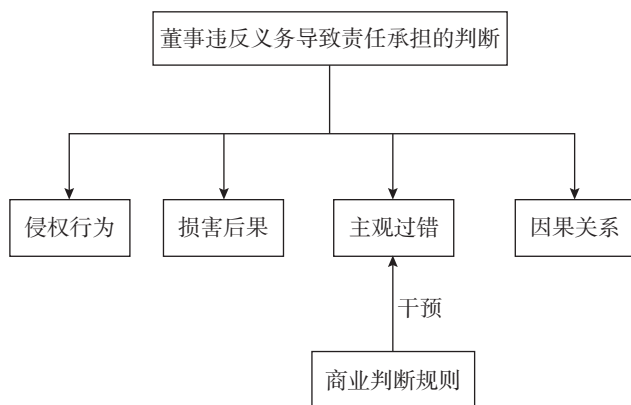


图 2 商业判断规则在董事违反义务导致责任承担中的体系定位

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。<sup>〔70〕</sup>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。<sup>〔71〕</sup>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。<sup>〔72〕</sup>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。<sup>〔73〕</sup>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。<sup>〔74〕</sup>

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。<sup>〔75〕</sup>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。<sup>〔76〕</sup>

#### （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。<sup>〔77〕</sup>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，琦玉地方法院判决）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。<sup>〔78〕</sup>

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。<sup>〔79〕</sup>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。<sup>〔80〕</sup>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。<sup>〔81〕</sup>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。<sup>〔82〕</sup>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。<sup>〔83〕</sup>

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。

• 121 •

#### 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理研究、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。

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

---

---

(责任编辑：周 游 赵建蕊)

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

冯 曦\*

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

**关键词：**董监高赔偿责任 商业判断规则 免责

• 123 •

### 一、引言

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

\* 冯曦，南方医科大学卫生管理学院副教授。

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

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

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

## 二、董监高损害公司利益赔偿责任规则实施之检视： 对司法判决的实证分析

• 124 •

### （一）董监高赔偿责任规则司法实践的现状与规律

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

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

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

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

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

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

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

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

### 1. 各类董监高损害公司利益案件的占比

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

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

### 2. 董监高承担财产责任分布情况

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

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

• 125 •

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

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

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

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



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

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

表 1 董监高损害公司利益案件裁判统计

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

表 2 董监高责任承担形式占比情况统计

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

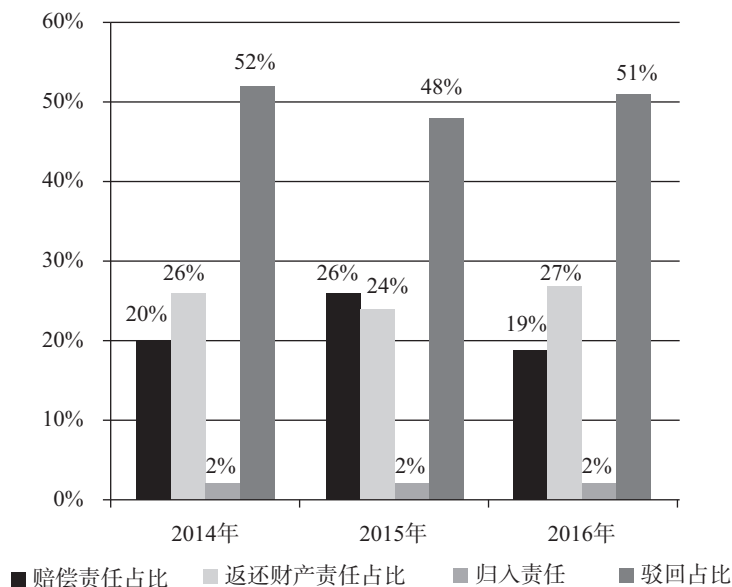


图1 2014—2016年度董监高损害公司利益责任形式占比情况

## （二）法院对董监高赔偿责任构成要件的分析

### 1. 法院对董监高赔偿责任构成要件的分析：现状与规律

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

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

〔12〕 参见程啸：《侵权责任法》，法律出版社2015年版，第208页。

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

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

## 2. 法院对于主观要件的分析

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

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

## 3. 法院对损害要件的分析与损失的认定

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 4. 法院对行为要件的分析:“违反义务”与“违反法律规定”的关系

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

#### 5. 法院对因果关系的分析

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

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

• 129 •

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

[20] 参见前引[2],周林彬、官欣荣文,第474-485页。

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



### （三）法院对“商业判断”的适用

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

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

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

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

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

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

〔23〕 参见前引〔4〕，邓峰书，第165页。

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

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

担责任（此时法院采用的是“免责说”）。

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

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

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

#### （四）赔偿数额的确定与赔偿责任的限制

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

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

• 131 •

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

〔27〕 四川省高级人民法院（2014）川民终字第667号民事判决书。

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

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

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

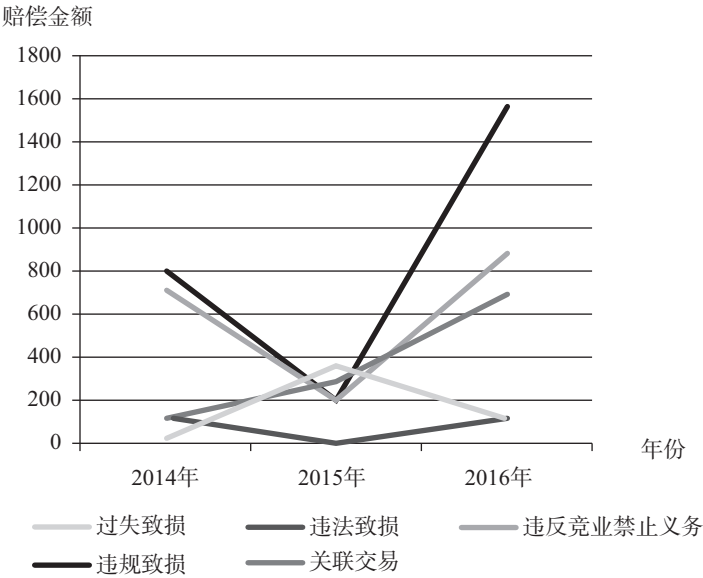


图 2 违反信义义务单个主体承担赔偿责任最大值变化趋势

(五) 董监高之间的责任承担

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

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

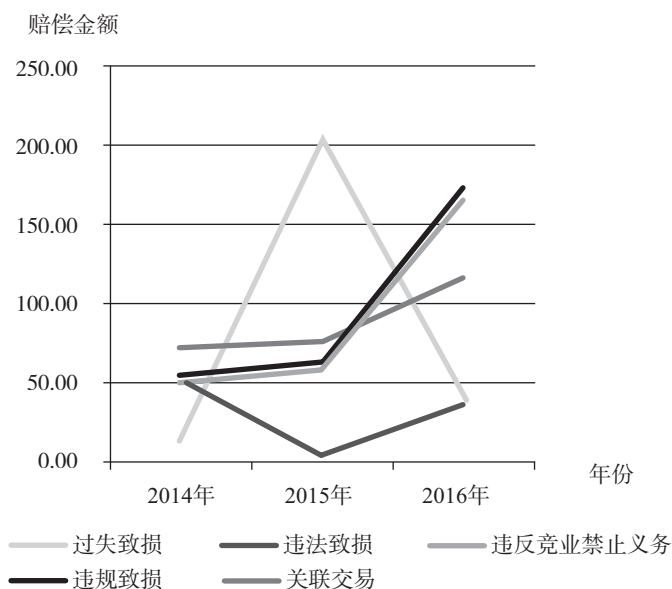


图3 违反信义义务单个主体承担赔偿责任均值变化趋势

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

• 133 •

#### （六）小结

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

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

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



### 三、我国公司法董监高损害公司利益赔偿责任规则之完善

#### （一）关于董监高赔偿责任的构成要件

##### 1. 归责原则：过错责任抑或严格责任

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

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

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

##### 2. 违反注意义务：过失认定规则

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

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

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

〔33〕 参见前引〔12〕，程啸书，第208页。

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

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

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

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

### 3. 关于违反信义义务与违反法律的关系

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

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

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

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

〔37〕 参见前引〔16〕，任自力文。

〔38〕 参见前引〔2〕，陈本寒、艾围利文。

〔39〕 参见前引〔8〕，罗培新、李剑、赵颖洁文。

〔40〕 参见前引〔24〕，翁小川文。

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

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

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

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

#### 4. 损失的认定规则

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

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

#### 5. 因果关系的认定规则

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## (二) 关于商业判断规则的引入与适用

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

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

〔47〕 参见前引〔22〕,美国法律研究院书,第801页。

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

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

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

〔51〕 参见前引〔22〕,美国法律研究院书,第220页。

〔52〕 参见前引〔4〕,邓峰书,第137页。



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

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

### （三）关于赔偿范围规则

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

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

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

〔53〕 参见前引〔22〕，美国法律研究院书，第804页。

〔54〕 参见前引〔22〕，美国法律研究院书，第798页。

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

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

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

监高违反义务但是公司因此也取得收益时,该部分收益应该从损失中扣除。

#### (四) 关于董监高赔偿责任限制与免除规则

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

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

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

#### (五) 关于董监高之间的责任承担规则

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

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

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

[59] 参见前引[4],邓峰书,第170页。

[60] 参见前引[3],梁爽文。

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

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

## 四、结 论

• 140 •

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

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

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

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

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

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

---

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

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

---



## 中国监事会真的可有可无吗？

——以德国克服监事会履职障碍的制度经验为镜鉴

杨大可\*

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

**关键词：**监事会 履职障碍 德国经验 公司法修改

### 一、问题的提出

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

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

\* 杨大可，同济大学法学院副教授、同济大学中德（国际）经济法研究所研究员。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 二、中国立法者为完善监事会制度所做的努力

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

### （一）监督权限的扩展

#### 1. 监督权

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

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

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

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

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

## 2. 查阅及审核权(又称检查、调查权)

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

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

## 3. 知情权和质询权

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

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

## (二) 监督手段多元化<sup>〔7〕</sup>

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

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

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



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

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

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

### 三、我国围绕监事会制度展开的学理研究

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

〔8〕 参见前引〔5〕，刘俊海书，第388页。

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

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

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

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

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

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

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

• 147 •

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

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

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

〔16〕 参见前引〔4〕，蔡伟文。

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

#### 四、监事会制度的德国经验

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

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

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

##### （一）立法及司法层面对积极应对

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

[20] 参见前引[19],马库斯·路德等书,边码51。

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

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

[23] 参见前引[19],马库斯·路德等书,边码52。

[24] 参见前引[19],马库斯·路德等书,边码54。

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

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

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

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



于联邦参议院对调解委员会的召集。<sup>[29]</sup>

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

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

## （二）学界提供智力支持

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 五、寻找困境破解之道的前提：履职障碍根本原因探析

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

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

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

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

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

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

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

〔42〕 参见前引〔5〕，甘功仁、史树林书，第256页。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

• 153 •

## 六、结语

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

〔48〕 关于《德国公司治理准则》2012年之前各版本的介绍,可参见前引〔19〕,马库斯·路德等书,边码6、55、56以及其他相关论述;冯果、李安安:《金融创新视域下的公司治理——公司法制结构性变革的一个前瞻性分析》,载《法学评论》2010年第6期。关于2019年版《德国公司治理准则》的相关进展,请参见杨大可:《2019年版〈德国公司治理准则〉的两大革新》,载《燕大法学教室》2021年第3期。

〔49〕 该委员会由德国联邦司法部设立。

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

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

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



力，但实行以来收效甚微，仍难免给人以隔靴搔痒之感。

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

---

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

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

---

（责任编辑：周 游 赵建蕊）

## 商事受信人归入责任的法理逻辑与统一规范

邹星光<sup>\*</sup>

**内容提要：**商事受信人的归入责任在我国民商事立法、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

• 155 •

### 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

<sup>\*</sup> 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。

• 156 •

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—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。

〔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位。

## 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

• 157 •

〔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,<sup>〔7〕</sup>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。<sup>〔8〕</sup>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。<sup>〔9〕</sup>

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。<sup>〔10〕</sup>

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  $Eb$ ），<sup>〔11〕</sup> 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。

• 159 •

#### 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<sup>[12]</sup>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。<sup>[13]</sup>

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”。<sup>〔14〕</sup>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。<sup>〔15〕</sup>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”。<sup>〔16〕</sup>

### （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。<sup>[17]</sup>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。<sup>[18]</sup>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。<sup>〔19〕</sup>类似地，在 *Badfinger Music v. Evans* 一案<sup>〔20〕</sup>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<sup>〔21〕</sup>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<sup>〔22〕</sup>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<sup>〔23〕</sup>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。

• 163 •

## （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  $Nb + Eb > Lb + Np$ ，<sup>〔24〕</sup>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。<sup>〔25〕</sup>

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，更多地偏向于损害赔偿。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，<sup>〔26〕</sup>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，则不应当允许其获得补偿；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。”<sup>〔27〕</sup>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。<sup>〔28〕</sup>

## （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作为一种合同救济，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<sup>[29]</sup>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”<sup>[30]</sup>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）。<sup>[31]</sup>但有意思的是，美国最高法院在 *Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis* (1979) 一案<sup>[32]</sup>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。<sup>[33]</sup>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。<sup>[34]</sup>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，<sup>[35]</sup>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

[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](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](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、<sup>〔36〕</sup> SEC 对上述规则进行的解释<sup>〔37〕</sup>及其执法实践<sup>〔38〕</sup>对于投资顾问从事“委托交易”（principal trades）与“代理交易”（agency cross trades）<sup>〔39〕</sup>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），<sup>〔40〕</sup>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。<sup>〔41〕</sup>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)。<sup>[42]</sup> 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),<sup>[43]</sup> 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。

• 168 •

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），<sup>〔44〕</sup>这是因为两类程序下所获得的资金都会用于赔偿投资者。<sup>〔45〕</sup>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，<sup>〔46〕</sup>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。<sup>〔47〕</sup>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，<sup>〔48〕</sup>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，<sup>〔49〕</sup>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

〔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

---

（责任编辑：李 敏 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

• 171 •

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，<sup>〔1〕</sup> 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。

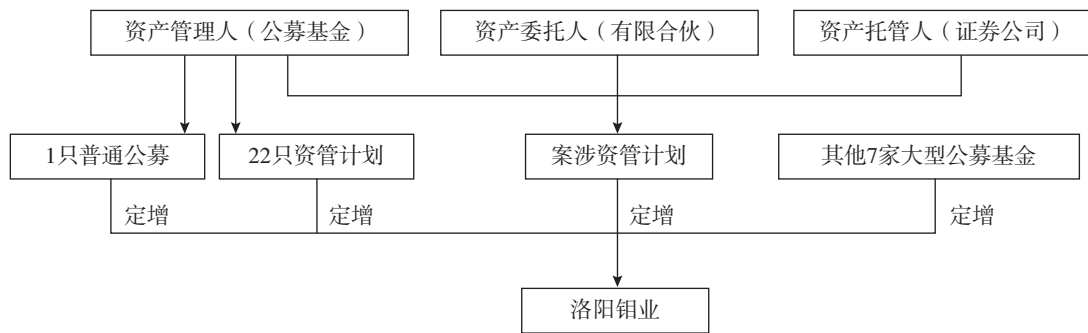


图1 交易结构示意图

表1 资产管理人的减持操作情况

减持情况		产品类型	涉案资管计划			同一团队管理的全部到期资管计划		
		数值	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。								

• 173 •

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。<sup>〔2〕</sup>

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。<sup>〔3〕</sup>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。<sup>〔4〕</sup>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。<sup>〔5〕</sup>

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。”<sup>〔6〕</sup>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。<sup>〔7〕</sup>

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;<sup>〔8〕</sup>有的法院则基于管理人不直接、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。<sup>〔9〕</sup>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。<sup>〔10〕</sup>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。<sup>〔11〕</sup>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。<sup>〔12〕</sup>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。<sup>〔13〕</sup>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为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，<sup>〔14〕</sup>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。<sup>〔15〕</sup>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。<sup>〔16〕</sup>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和认定。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。<sup>〔17〕</sup>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。<sup>〔18〕</sup>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。<sup>〔19〕</sup>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。<sup>〔20〕</sup>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](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）<sup>〔21〕</sup> 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。

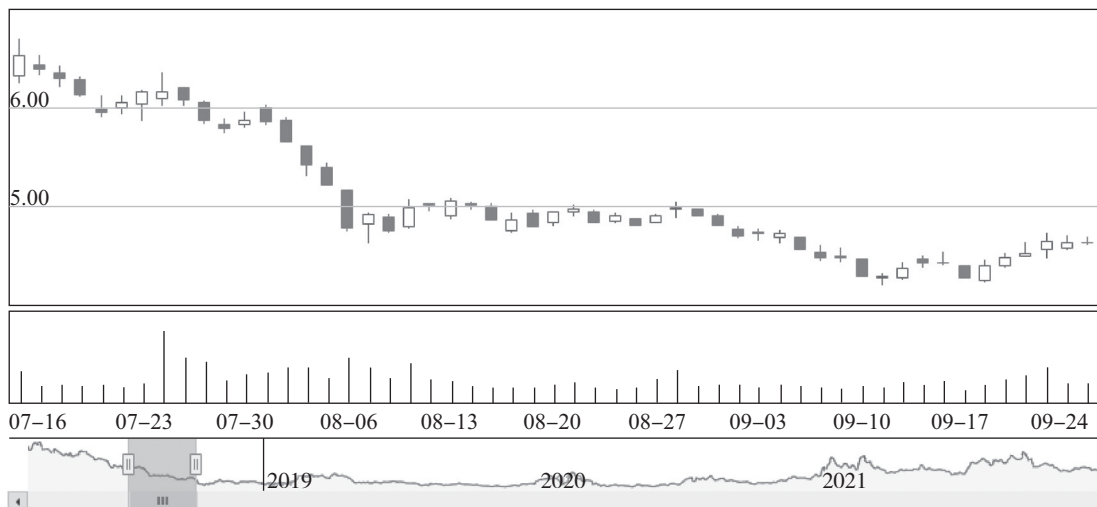


图 2 洛阳钼业股票价格走势

从解禁日的成交实况（表 2）<sup>〔22〕</sup> 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](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

• 181 •

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是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。<sup>〔23〕</sup>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。

• 183 •

## 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)

## 论 ESG 投资与信义义务的冲突和协调

刘杰勇\*

**内容提要：**新古典主义经济学与人性的碰撞更新了将利益最大化奉为主臬的传统投资理论。环境、社会和治理（ESG）投资最早可追溯至 19 世纪宗教团体的伦理投资理念，历经社会责任投资、企业社会责任与影响力投资等阶段衍化，逐渐成为备受青睐的投资理念。信义义务要求受托人、基金经理、投资顾问和提供个性化投资建议的经纪交易商等受托主体仅为受益人利益管理信托财产，而非基于环境保护、社会责任与公司治理等非财务因素的考量。然而，信义义务本质上具有合同性质，受托主体可经由授权、核准与免责条款等途径参与 ESG 投资，而无需承担信托责任。换言之，受托主体原则上不得参与 ESG 投资，除非作为其义务来源的信托条款或合同文本明确允许。

**关键词：**ESG 投资 信义义务 冲突 协调

• 185 •

### 一、问题的提出

ESG 投资是一种在投资组合选择和管理中考虑环境保护（environmental）、社会责任（social）、公司治理（governance）等因素的可持续责任投资理念。ESG 投资最早可追溯至 19 世纪宗教团体的伦理投资理念，历经社会责任投资理念（socially responsible investing, SRI）、企业社会责任（corporate social responsibility, CSR）与影响力投资（impact investing, II）的发展与演变，逐渐成为国际机构投资者的主流投资策略。全球可持续投资联盟（Global Sustainable Investment Alliance）的最新报告显示：在美国，2020 年 ESG 投资基金的资产规模占全美专业资管机构管理资产总额的 33.2%；在欧洲，2020 年使用 ESG 投资理念的投资规模达到专业资管

\* 刘杰勇，北京大学法学院博士研究生。

本文为 2020 年国家社科基金后期资助项目“大陆法系框架下信义义务的法理研究”（20FFB055）的阶段性成果。



机构管理资产总额的 41.6%；加拿大 2020 年可持续投资资产总额在专业机构所控资金中的占比高达 61.8%。<sup>〔1〕</sup> 在中国市场，可统计绿色信贷余额 1478 万亿元人民币，泛 ESG 公募证券投资基金规模 5492.42 亿元人民币，绿色债券发行总量 16500 亿元人民币，可持续理财产品规模约 1368 亿元人民币，ESG 私募股权基金规模约为 2000 亿元人民币。<sup>〔2〕</sup> 截至 2022 年 4 月，全球责任投资原则签署机构已达 3826 家，所管理资金超 121.3 万亿美元。<sup>〔3〕</sup> 可见，未来在金融投资领域对 ESG 投资的考量将占据更大的权重。

然而，为规避和削减信托财产所有权和控制权分离所导致的代理成本，受托人、基金经理、投资顾问等受托主体需遵守信义义务，在资产管理过程中需以维护受益人利益为唯一行事目的（the sole interest of the beneficiaries），构建多元化投资组合，风险与回报应适当且合理，满足信托目的要求。违反信义义务的受托主体将通过损失赔偿等方式弥补委托人所受到的利益损失。近年来，受托主体面临越来越大的压力，不得不将环境、社会和治理（ESG）等因素放入其投资决策中综合考量，例如，从烟草公司、石油公司等暴利行业中撤资。联合国专门组织小组负责投资原则审查（the principles for responsible investment, PRI），与国际上不断发展壮大的具有影响力的学者和实践者共同致力于将 ESG 因素作为受托主体信义义务的组成部分应用。然而，此举遭到许多学者反对，原因在于，这样做使得受托主体将对第三方附带利益纳入投资考量，违反信义义务中忠诚义务的唯一利益规则要求。但不可否认的是，研究表明，ESG 投资表现较好的受托主体往往更稳定，绩效更好，当面临激烈竞争时，更容易得到市场青睐。<sup>〔4〕</sup> ESG 投资与信义义务似乎成为不可调和的矛盾，如何协调二者之间的冲突，平衡信赖关系与社会责任，以使得受托主体进行 ESG 投资时符合信义义务要求，具有重要的研究价值。回顾当前国内关于 ESG 的相关文献，大都集中于 ESG 的概念内涵、财务表现、影响机理、信息披露等方面，对于 ESG 投资与信义义务之间关系仍付之阙如。<sup>〔5〕</sup> 故而，本文拟在厘清 ESG 投资的历史演变过程的基础上，讨论 ESG 投资与信义义务的冲突问题，探寻 ESG 投资与信义义务的协调可能性。

• 186 •

## 二、ESG 投资的起源与发展

纵观全球投资历史趋势，投资行为所考量因素从单维度（经济利益）逐渐向多维度（环境保护、社会责任、公司治理等）发展，投资理念日渐多元化。经济效益虽仍是影响投资行为的首要

〔1〕 See Global Sustainable Investment Alliance (GSIA): Global Sustainable Investment Review 2020, p. 10, available at <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>, last visited on Jul. 23, 2022.

〔2〕 参见中国责任投资论坛：《2021 年中国责任投资报告》，第 2 页，载 <https://chinasif.org/products/csir2021>，最后访问时间：2022 年 7 月 23 日。

〔3〕 参见《中国责任投资论坛责任投资概览》，载 <https://www.chinasif.org>，最后访问时间：2022 年 6 月 26 日。

〔4〕 See Andy Green, Making Capital Markets Work for Workers, Investors, and the Public: ESG Disclosure and Corporate Long-Termism, 69 Case Western Reserve Law Review 909 (2019).

〔5〕 典型文献如：王波、杨茂佳：《ESG 表现对企业价值的影响机制研究——来自我国 A 股上市公司的经验证据》，载《软科学》2022 年第 6 期；邓建平、白宇昕：《域外 ESG 信息披露制度的回顾及启示》，载《财会月刊》2022 年第 12 期；耿建新、李志坚、吕晓敏：《关于上市公司加强资源利用信息披露的建议——基于中国资本市场 ESG 信息披露现状的探讨》，载《财会通讯》2022 年第 10 期。

因素,但非财务因素的影响力正慢慢占据越来越大的权重。ESG投资作为近年来备受欢迎的主流投资理念,其起源与发展同样备受关注。为此,下文拟系统介绍ESG投资理念的形成历史,并重点梳理促进ESG投资发展的主要政治、社会和文化事件。

#### (一) 变革:新古典经济学与人性的碰撞

历史上经济学家和投资者都认为投资行为仅受到两个因素的影响:投资风险与财务回报。该投资理念源自新古典经济学学派“经济人”(Homo Oeconomicus)概念,其主张“经济人”具有以下三种特征:(1)个人目的具有理性偏好;(2)个人最大化效用,企业最大化利润;(3)个人根据完整的相关信息独立行动。<sup>〔6〕</sup>理解“经济人”是开启新古典经济学的关键,该术语专指理性、自利、永不满足和功利的经济个体。自亚当·斯密于1776年发表《国富论》以来,对人类普遍存在自利行为的看法没有改变。米兰·扎菲罗夫斯基(Milan Zafirovski)教授进一步将“经济人”描述为:没有复杂的相互依存关系、追求纯粹的自我利益、有远见的理性和准确的成本收益计算、市场均衡和帕累托最优、参数化的个人偏好、价值观、技术、社会制度和文化、利润的持续最大化、自由和完全竞争、自由放任的政府、充分的知识和完整的信息。<sup>〔7〕</sup>换言之,理性选择理论是基于这样一种观点,即在同等情况下,每个人都会做出相同的决定以最大化自己的利益。然而,对于许多主张将心理学纳入经济分析中的学者来说,这种经济人模型并不令人满意。19世纪早期到中期,行为经济学理论开始崭露头角,用以调和经济人的理性算计与经验行为之间的矛盾。行为经济学试图通过实验检验理性选择与具有不可预测性的人类决策心理之间的关系,将人类行为的心理分析还原到经济思想与实践。通过这一系列实验,行为经济学的倡导者证明人性在经济领域的影响,并进一步质疑个人仅基于自身利益最大化做出理性决策的假设,或者个人自利行为已固化的假设。换句话说,行为经济学的实验和测试至少证明两件事情:(1)自利行为并不总是理性;(2)自我价值实现涵盖比个体利益获取更广泛的领域。无论是哪种情况,19世纪中期的经济学领域学者都不约而同地在著述中讨论人性,承认其对市场运作的重要影响。

#### (二) 开端:宗教与企业的发展(1800—1950年代)

其实在上述经济理论之外,一个更原始的投资框架早已建立。几千年来,宗教信仰者一直基于特定标准进行投资。从早期圣经时代开始直到现在,摩西律法中提供的犹太教徒指令明确规定进行符合道德标准的投资方法。在基督教时代,卫理公会教徒、贵格会教徒和其他各种以宗教信仰为基础的投资者有意识地避免投资他们称之为“罪恶股”的股票,其中包括一系列行业,比如酒精、赌博、烟草和与战争相关的材料行业,<sup>〔8〕</sup>而这也与犹太教投资理念相似。儒家思想所倡导“重义轻利”的金钱观则是我国商贾群体形成道德性投资理念的文化根源。根据新古典主义经济学的观点,这些投资策略并非仅仅是为了实现经济利润或效用的最大化,而是遵循一套超越

• 187 •

〔6〕 See Ada Marinescu, Axiomatisation of the Neoclassical Economic Model. Logical Assessment of the Assumptions of Neoclassical Economic Model, 23 *Theoretical & Applied Economics* 47 (2016).

〔7〕 See Milan Zafirovski, The Rational Choice Generalization of Neoclassical Economics Reconsidered: Any Theoretical Legitimation for Economic Imperialism, 18 *Sociological Theory* 448 (2000).

〔8〕 See Mark Brimble & Ciorstan Smark, Financial Planning and Financial Instruments: 2013 in Review, 2014 in Prospect, *Australasian Accounting*, 7 *Business and Finance Journal* 1, 2 (2013).

个人经济利益的价值理念。该框架为探索和评估环境、社会和公司治理等因素对投资的影响力提供了经验基础。

### 1. 基督教投资观

约翰·卫斯理 (John Wesley) 在 1872 年的布道《金钱的使用》中阐释现在所知的社会责任投资的基本定义，即只在不妨碍或损害其他人机会的情况下使用资金。他认为，我们应该在不伤害邻居的情况下获得我们所能得到的一切；我们不能通过赌博吞噬他人土地和房屋，无论是出于生理上的原因，还是法律上的原因；所有的典当经纪业务都被排除在外。<sup>〔9〕</sup>这篇讲道逐渐成为卫理公会进行社会责任投资的指导性文件。18 世纪的贵格会教徒根据这些原则采取行动，抵制运用针对特定问题筛选策略 (issue-specific screening strategy) 投资奴隶贸易行业。这与当时的社会共识背道而驰，当时的社会共识坚持认为奴隶制是美国南部文化和经济的必要组成部分。

### 2. 儒家投资观

儒家作为“三教”之一（儒、释、道），由孔子创立，始于古代春秋战国时期，是最具影响力的中国传统文化之一。就投资理念和金钱观而言，佛教、道教鼓励人们逃避现实，远离社会人群，为宗教自身发展和教徒切身利益而关心金钱收支问题。<sup>〔10〕</sup>儒家则主张“利济天下”“利在惠民”。古代走上仕途的儒家官吏大都有这样的胸襟和情怀，正如白居易所言，“圣人非不好利，利在于利万人；非不好富也，富在富天下”<sup>〔11〕</sup>，主张为官一任，造福一方。儒家还主张重义轻利。孔曰成仁，孟曰取义，认为“钱财如粪土，仁义值千金”。儒家文化的投资理念在于关心国计民生，强调“取之有道、用之有道，用之有度”的金钱观，即使在市场经济背景下，也不能一味追求利益。当义与利冲突时，主张以义制利，先义后利。“义以为上”“义然后取”。儒家不认可谋不义之财，鄙视唯利是图之人，甚至将“保利弃义”之人视为“至贼”“小人”。<sup>〔12〕</sup>此处的“义”与“利”可以理解为市场经济中的非财务因素与财务因素，儒家文化在投资领域的表达为：非财务因素比财务因素重要得多。

### 3. 伊斯兰投资观

对《古兰经》的解读同样影响投资理念，并发展成为现在所称的伊斯兰投资。这种投资方式避免投资涉及赌博、酒精、烟草、猪肉相关产品、传统金融、国防、武器装备、赌场、音乐、酒店、电影和成人娱乐等行业。更准确地说，被投资公司需满足以下标准：（1）所投资公司的业务应为伊斯兰法律允许；（2）计息债务应低于总资产的 40%；（3）不符合伊斯兰教法的投资应低于总资产的 33%；（4）不符合伊斯兰教法的收入应低于被投资公司总收入的 5%；（5）非流动资产大于总资产的 20%，且每股市场价格应高于每股净流动资产。<sup>〔13〕</sup>这些由伊斯兰教投资策略制定的基本投资筛选流程在整个 19 世纪和 20 世纪初持续更新和完善。

〔9〕 See John Wesley's Sermon 50 - On the Use of Money, available at <https://www.unitedchurchofsoro.org/john-wesleys-sermon-50-on-the-use-of-money/>, last visited on Jun. 26, 2022.

〔10〕 参见张树青：《儒、释、道的金钱观比较研究》，载《聊城大学学报（社会科学版）》2008 年第 1 期。

〔11〕 《策林二·不夺人利》。

〔12〕 参见《论语·里仁》。

〔13〕 See Sebastian Lobe, Felix Röble & Christian Walkshäusl, The Price of Faith: Performance, Bull and Bear Markets, and Screening Effects of Islamic Investing around the Globe, 21 *The Journal of Investing* 153, 154 (2012).

#### 4. 企业社会责任的觉醒

随着这些宗教团体不断发展针对特定问题的投资屏障。企业社会责任概念及其作用开始在公共领域引发关注。许多投资者开始意识到,公司积极影响社会变革可能与投资组合构建、资产配置有关。<sup>[14]</sup> 20世纪初,人们越来越关注商业道德和企业社会责任对财务绩效的影响。阿尔比恩·斯莫尔(Albion W. Small)教授于1895年发表研究报告《私营企业是一种公共信托》,主张经济学、心理学和社会学之间具有不可分割的关系。斯莫尔教授的著名论述:“在所有正式合同、法规或制度的背后,是一条不成文的文明法,即每个公民都应该是公共服务者。社会成长、停滞、衰败的循环总是不断说明对法律的遵守、忽视与违反。我们的政治、商业、公民、教育和教会秩序背后的假设是,确保每个社会成员都能提供最合适的劳动成果,以换取整个社会的服务。”<sup>[15]</sup> 在这项开创性的研究中,斯莫尔教授断言,成为社会公仆是所有私营企业的基本责任。这一声明改变了人们对公共企业的期望。阿道夫·柏利(Adolf Berle)和嘉迪纳·敏斯(Gardiner Means)在《现代公司和私有财产》中支持了斯莫尔教授的观点,宣称公司不仅仅是简单的合法组织,而是“合作系统”,与封建制度具有类似程度的重要性,应被视为主要的社会机构。<sup>[16]</sup> 该书清楚地描述了上市公司如何在涉及“直接公共利益”的经营活动中建立其最早的经济基础,例如修建收费公路、桥梁和运河、银行和保险公司的运营以及创建消防队。他们认为,以公众利益为主要关注点的公司,无论是在慈善事业还是在日常商业经营中都更富有社会责任感。受影响的约翰·戴维森·洛克菲勒(J. D. Rockefeller)在1913年捐赠1亿8300万美元用以创办洛克菲勒基金会。福特汽车公司的创始人亨利·福特(Henry Ford)也开始意识到自己的角色不应局限于赚取利润,“一个只会赚钱的企业是一种糟糕的企业”。经济大萧条和第二次世界大战时期,在公司经营策略中考虑财务之外因素的理念继续在商业公司中蔓延。社会责任的重担也很自然地从小公司开始转移到股东身上。因此,有许多人试图通过法律程序正式让这些巨头公司对社会负责,再加上贵格会和卫理公会投资筛选流程中引入非财务因素,社会责任投资理念逐渐纳入主流投资组合理论。<sup>[17]</sup>

#### (三) 发展: SRI 投资历史的里程碑示例 (1950—1990 年代)

20世纪50年代至90年代的激烈文化冲突增强了国家对个人社会责任的重视。社会责任投资(SRI)的发展建立在经济理论、宗教倡导和商业道德的基础之上。20世纪50年代至80年代的一系列重大历史事件为SRI投资繁荣发展创造有利的条件和环境。苏斯(Schueth)在其文章《美国的社会责任投资》中描述的20世纪60年代充满激情的政治气候,无疑提升了个人对社会责任的敏感性。<sup>[18]</sup> 20世纪50年代和60年代的动荡时期,抗议和社会变革倡议重新引起人们对社会责任投资的兴趣。<sup>[19]</sup> 第一次世界大战、美苏冷战和民权运动等事件进一步强化投

[14] See Luc Renneboog, Jenke Ter Horst & Chendi Zhang, Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior, 32 *Journal of Banking & Finance* 1723, 1725 (2008).

[15] Albion W. Small, Private Business is A Public Trust, 1 *American Journal of Sociology* 276, 285 (1895).

[16] See Adolf Berle & Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, 1932, p. 548.

[17] See Ronald Paul Hill, Thomas Ainscough, Todd Shank & Daryl Manullang, Corporate Social Responsibility and Socially Responsible Investing: A Global Perspective, 70 *Journal of Business Ethics* 165, 167 (2007).

[18] See Steve Schueth, Socially Responsible Investing in the United States, 43 *Journal of Business Ethics* 189 (2003).

[19] 参见前引 [17], Ronald Paul Hill、Thomas Ainscough、Todd Shank、Daryl Manullang 文, 第 166 页。



投资者承担社会责任意识。<sup>[20]</sup> 在第一次世界大战后的几十年里，关于社会责任投资的话题从关注社会责任投资机会转变为倡导将非财务信息因素纳入投资策略。<sup>[21]</sup> 投资者开始重新审视所应负担社会责任，将其从边缘关注点提升为主要关注点，并将 SRI 从小众市场战略转变为公共投资理念。<sup>[22]</sup> 下文将列举 SRI 投资的若干区域性示例，以展现 SRI 投资日益扩张的影响力。

1962 年，马来西亚在东南亚成立了朝圣者基金（Lembaga Tabung Haji）。作为第一个伊斯兰投资基金，该基金有双重用途：提供投资机会和服务，帮助穆斯林节省资金，并为马来西亚穆斯林社区管理朝圣活动。朝圣者基金将资金用于广泛的投资组合，所有投资组合均需符合伊斯兰教法规定。<sup>[23]</sup> 瑞典负责任投资基金（Swedon Aktie Ansvar Myrberg）成立于 1965 年的福里基科娱乐运动（the Frikyrko and Recreation Movement），旨在倡导避免投资与武器、烟草、色情制品或酒精有关的公司。美国和平世界基金（The Pax World Fund）系第一个现代社会责任投资基金，由路德·泰森（Luther Tyson）和杰克·科比特（Jack Corbett）于 1971 年 8 月创立，创始资金达 101000 美元，明确投资范围排除军事行业公司。路德和杰克创建该共同基金，将非财务因素纳入投资决策中，使投资者能够将其投资与个人信念保持一致。该基金的设立折射出 20 世纪 60 年代和 70 年代受到越南战争、冷战和当时政治气氛推动的新投资哲学，是美国第一家在投资组合构建中运用非金融筛选策略的共同基金。

值得注意的是，利昂·沙利文（Leon Sullivan）牧师于 1971 年提出著名的“沙利文原则”，具体内容包括：（1）在所有饮食和工作设施中不分种族；（2）所有员工平等和公平就业；（3）在同一时间段内从事相同或类似工作的所有员工同工同酬；（4）启动和发展培训计划，为大量黑人和其他非白人提供监督、行政、文书和技术工作；（5）增加黑人和其他非白人担任管理和监督职务的人数；（6）改善员工在工作环境之外的生活质量，如住房、交通、学校教育、娱乐和卫生设施。<sup>[24]</sup> “沙利文原则”旨在指导南非的商业投资实践，协助制定全球范围内的 SRI 投资排除和筛选规则。这些规则逐渐成为反对种族隔离的宣言，并开始成为 SRI 投资的模糊定义。彼时，SRI 投资受到严重的概念限制，导致许多商人和投资者对这些做法不屑一顾，正如朗本（Langbein）和波斯纳（Posner）在文章《社会投资和信托法》中所说的那样：由于社会原则没有得到明确定义，因此很难规定投资者基于 SRI 投资需进行的投资组合调整，以及需遵循的投资规则。这种不确定性势必导致投资组合的多元化程度不高，与“非社会”投资策略可能产生的收益相比，风险高且回报率低。<sup>[25]</sup> “沙利文原则”的出现开始打破僵局，为投资者提供更多关于 SRI

[20] See Katie Gilbert, The Managers: Money from Trees Asset Managers Are Finding An Unlikely New Source of Alpha: Responsible Investing, 44 *Institutional Investor* 442, 444 (2010).

[21] See Thomas C. Berry & Joan C. Junkus, Socially Responsible Investing: An Investor Perspective, 112 *Journal of Business Ethics* 707, 708 (2013).

[22] See Christophe Revelli, Re-embedding Financial Stakes within Ethical and Social Values in Socially Responsible Investing (SRI), 38 *Research in International Business and Finance* 1, 3 (2016).

[23] See Rushdi Siddiqui, Shari'ah Compliance, Performance, and Conversion: The Case of the Dow Jones Islamic Market Index, 7 *Chicago Journal of International Law* 495, 498 (2006).

[24] See James B. Stewart, Amandla! The Sullivan Principles and the Battle to End Apartheid in South Africa, 1975 - 1987, 96 *Journal of African American History* 62, 70 (2011).

[25] See John H. Langbein & Richard A. Posner, Social Investing and the Law of Trusts, 79 *Michigan Law Review* 72, 73 (1980).

投资的深度调查和定性衡量方法。1978年,《华尔街日报》刊发报道,详细介绍了码头工人和仓库工会决定避免将他们的储蓄基金投资于南非股票,以抗议种族隔离。<sup>[26]</sup> 1979年10月,美国汽车工人联合会(United Auto Workers)要求他们与克莱斯勒公司(Chrysler Corporation)签订的劳动合同规定,新养老金的最高10%将投资于符合社会需要的项目,如学校、养老院和其他类似的公益项目。<sup>[27]</sup>

随着投资者对社会和环境问题的日益关注,关于道德和负责任投资的潜在战略研究开始流行。波士顿的一位零售股票经纪人艾米·多米尼(Amy Domini)注意到市场中负责任投资趋势,并于1984年出版《道德投资》,倡议在投资组合中纳入SRI投资理念,受到投资者广泛关注。艾米·多米尼认为传统投资策略所使用的指标可以进行调整,以更准确地衡量可持续投资策略的有效性。为回应人们对SRI投资日益增长的兴趣,艾米·多米尼、彼得·金得(Peter Kinder)和斯蒂夫·雷登伯格(Steven Lydenberg)于1990年推出“多米尼400社会指数”,该指数跟踪400家积极参与社会和环境投资的大型公司,用以与“道琼斯工业平均指数或标准普尔500指数”(the Dow Jones Industrial Average or the Standard & Poor's 500)相对应,旨在确定投资于社会、环境与治理领域,以及其他纳入投资组合的非财务因素的经济效益,试图证明SRI投资可以提供与传统投资策略同等的优越回报。<sup>[28]</sup> 1986年切尔诺贝利灾难、1989年埃克森美孚石油泄漏等事件使得用负责任投资因素补充传统投资战略变得更具吸引力,特别是对于那些具有宗教信仰或社会责任意识的投资者,他们与之前的犹太人、卫理公会教徒、贵格会教徒、伊斯兰教徒和其他宗教投资者一样,试图避免投资与其价值观背道而驰的某些行业或公司。1984年,前英国友诚人寿保险公司(Life Office Friends Provident Insurance Company)启动友诚管理基金,该基金遵循三项投资原则:(1)支持对社会有积极影响的公司;(2)避开对社会有负面影响的公司;(3)鼓励公司行为更具有社会责任感。这三项投资原则意义非凡,因为其见证了负责任因素纳入投资策略的发展过程。

#### (四) 成熟:20世纪90年代至今

多米尼400社会指数的创建,预示着社会责任投资时代的到来。1992年,迈克尔·詹奇(Michael Jantzi)成立简芝研究中心(Jantzi Research Associate, Inc.),将企业社会责任(CSR)细化为七项指标进行评判,包括社区问题、多样化的工作场所、员工关系、环境绩效、国际化、产品和商业实践等。2004年,联合国发布责任投资领域迄今为止最为重要的报告《2004年环境计划融资倡议报告》(the 2004 Environmental Programme Finance Initiative Report),首次将“环境保护、社会责任和公司治理”用于描述社会责任投资。这三个短语后来缩写为ESG投资。2006年,联合国进一步制定负责任投资规则(PRI),旨在为公司制定投资策略时提供参考标准,具体内容包括:(1)将ESG问题纳入投资分析和决策过程;(2)将ESG问题纳入投资政策和实践中;(3)将寻求投资实体适当披露ESG问题;(4)推动投资行业对负责任投资原则的接受和贯彻;

[26] See Peter Waring & John Lewer, The Impact of Socially Responsible Investment on Human Resource Management: A Conceptual Framework, 52 *Journal of Business Ethics* 99, 100 (2004).

[27] 参见前引[25], John H. Langbein、Richard A. Posner文,第72页。

[28] See Emiel Van Duuren, Auke Plantinga & Bert Scholtens, ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented, 138 *Journal of Business Ethics* 525, 531 (2016).

(5) 将共同努力提高执行负责任原则的有效性；(6) 将定期报告各自在实施负责任投资原则方面的活动和进展。目前，全球有超过 1600 个投资机构或经营实体签署 PRI。<sup>〔29〕</sup>

2007 年，德意志资产管理公司（Deutsche Asset Management）建立第一个专注于气候变化主题的共同基金。构建主题投资组合迅速发展成为一种被称为“影响力投资”（impact investing）的常见投资策略。绿色投资（green investing）则成为一种常见的影响力投资模型，主要以降低环境风险为目标构建投资组合。亚洲国家和地区在 SRI 投资方面也有一定的发展，如 1999 年日本推出第一只社会责任基金——Nikko 生态基金；2000 年我国香港地区汇富环球基金管理公司率先推出了社会责任基金，我国在 2008 年也有了第一支社会责任基金——兴业社会责任基金。<sup>〔30〕</sup>2015 年联合国气候变化大会（the United Nations Climate Change Conference）上，多个国家公开承诺将关注绿色投资以减少温室气体排放。自 1990 年代以来，许多研究试图通过衡量回报、波动性、整体投资组合绩效和其他投资指标来量化 ESG 投资策略的价值。联合国和美国劳工部以及许多独立的国家监管机构鼓励投资者将 ESG 投资策略纳入投资组合。美国劳工部在 2015 年发布退休计划中的经济目标投资指南（Economically Targeted Investment, ETI），该指南指出，环境、社会 and 治理因素可能与投资的经济和财务价值有直接关系。除财务收益外，投资者还可因创造社会福利而选择投资。2020 年 9 月，中国做出二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现“碳中和”的宏伟目标之后，“双碳目标”成为中国经济发展和金融工作开展的重要纲领。中国资本市场的责任投资开始加速发展，新的责任投资产品数量呈现指数级增长，ESG 也开始为市场所熟知，并得到主流投资机构认可。

几个世纪以来，ESG 投资的发展裹挟于财务因素与非财务因素孰轻孰重的论争中。投资者越来越相信其投资决策可以影响社会，并开始发展出这样的信念，即负责任投资因素可以成为公司长期财务业绩的正向指标。这种商业意识和投资情绪的结合使得 ESG 整合基金、ESG 筛选基金和 ESG 主题基金等 ESG 相关基金持续推出。这些基金在过去几年越来越受欢迎，并且已证明在长期时间范围内表现优异。正如《全球可持续投资评论》（the Global Sustainable Investment Review 2016）的数据所显示的那样，所有地区的投资机构的 ESG 投资权重都在增长。随着这种增长，投资者和学者有机会通过股票价格来调查 ESG 因素纳入程度在投资策略中的影响。因为这仍然是一个需要衡量和研究的相对较新的领域，所以在未来几年调查全球公司投资 ESG 产生更高财务绩效的可能性将会是重要课题。

### 三、ESG 投资与信义义务的冲突

支持 ESG 投资的受托主体（如受托人、基金经理、投资顾问和经纪交易商等）之所以在某些情况下违法，是因为其同时须遵循信义义务。我国《信托法》第 25 条规定信义义务的基本内容，即受托人应当遵守信托文件的规定，为受益人的最大利益处理信托事务，必须恪尽职守，履

〔29〕 See Darlene Himick, Relative Performance Evaluation and Pension Investment Management: A Challenge for ESG Investing, 22 *Critical Perspectives on Accounting* 158, 159 (2011).

〔30〕 参见周康：《中国社会责任投资的发展现状及策略》，载《当代经济》2010 年第 11 期。

行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。也就是说，信义义务要求受托主体为信托目的或受益人利益管理处分信托财产，而非基于环境保护、社会责任与公司治理等因素的考量。本部分内容将详细描述信义义务产生所依赖的合同理论，并解释信义义务对参与 ESG 投资受托主体的要求，以及由此产生的冲突。

### （一）信义义务的合同性质

关于信义义务是否具有合同性质的争议，是近年来各国学者和法官们普遍关注的话题。如果信义义务是合同性的，那么信托当事人可以在合同文本中约定禁止部分信义义务适用的条款，这也意味着，受托人即便从事 ESG 投资也可能不与信义义务要求相互扞格。

#### 1. 信义义务的起源与性质

“fiduciary”（受托）一词来源于“fiducia”，拉丁语中的“信任”，<sup>[31]</sup>自17世纪以来“Fiduciary”一直被用来代指在事先约定范围内为他人利益行事的人。最初，信托用于规避封建制度下的土地转让限制规定。这些规定阻止土地所有人在生前自愿转让土地，并强制执行长子继承制和征收高昂税负。也就是说，有且仅在土地所有人死亡时方能触发土地转让机制，由长子继承土地所有权。运用信托制度，土地所有人（委托人）可以在有生之年将其所有的不动产转让给另一个人（受托人），后者同意将土地转让给委托人选择之人。随着时间的推移，信托从一种转让土地的方法演变为一种财务管理工具。<sup>[32]</sup>现代受托人的工作是积极管理信托资产。积极管理意味着现代受托人拥有不同于古代受托人、对管理这些受托财产的自由裁量权。伴随这种自由裁量权的扩张，代理成本也日益增长。为保护受益人免受受托人的自利行为影响，法律规定信托义务，要求受托人以受益人的最大利益行事，并谨慎管理资产。

• 193 •

如今，受托人远非唯一承担受托责任的主体。律师是其客户的受托人，公司董事是其公司的受托人，代理人是其委托人的受托人，合伙人是彼此的受托人。<sup>[33]</sup>这些职责的具体要求因当事人之间的关系而异。例如，受托人的注意义务要求高度谨慎，而律师对委托人的注意义务是普通疏忽标准。信义义务确实存在，但关于信义义务是否属于合同性质存在争议。坚持合同理论的学者认为，所有的信义义务都可以协商，而那些反对合同理论的学者则认为有些基本的信义义务不能免除。<sup>[34]</sup>哪种观点更为合理对 ESG 投资来说至关重要。比如，如果投资顾问的忠实义务不能通过合同改变或删减，那么该顾问可能无法代表客户参与 ESG 投资。

弗兰克·伊斯特布鲁克（Frank Easterbrook）和丹尼尔·费雪（Daniel Fischel）是合同理论的忠实支持者。他们认为，尽管在讨论信义义务的许多案例中都使用道德性的语言，但实际上，信托关系不属于道德性质，而是合同性质。当合同文本部分条款由于缔约成本问题和知识性资源缺乏等原因而无法实现时，就会产生信义义务。具言之，合同具有不完备性，合同文本所预设当事人交易安排无法穷尽未来所有可能发生之情况。当合同文本所提供内容与现实情况之间存在太大差距时，将会产生信义义务。<sup>[35]</sup>比如，房主与油漆工签订合同，由油漆工粉刷房主的房屋。

[31] See Benjamin J. Richardson, Fiduciary Relationships for Socially Responsible Investing: A Multinational Perspective, 48 *American Business Law Journal* 597, 597 (2011).

[32] See John H. Langbein, The Contractarian Basis of the Law of Trusts, 105 *Yale Law Journal* 625 (1995).

[33] See Scott FitzGibbon, Fiduciary Relationships Are Not Contracts, 82 *Marquette Law Review* 303, 306 (1999).

[34] See Arthur B. Laby, Fiduciary Obligation as the Adoption of Ends, 56 *Buffalo Law Review* 99 (2008).

[35] See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, Contract and Fiduciary Duty, 36 *Journal of Law & Economics* 425 (1993).



这笔交易相当简单，几乎所有相关事项和突发事件，例如油漆颜色、付款、截止日期、不可抗力等，都可以在合同中说明。现在考虑投资顾问和客户之间的合同，客户与投顾签订合同，让顾问管理客户资金并使收益最大化。在这类长期性投资协议中，客户几乎没有能力监督投顾。以投资收益作为衡量投顾业绩可能并非一个好的衡量标准，因为某些情况下运气可能对投资收益影响巨大。现实生活中有太多可能性无法规定在合同中，故而，法院将包含忠诚和谨慎的信义义务强加给投顾，督促投顾以委托人最大利益管理处分资金。知识性资源的缺乏使得合同漏洞百出，但信义义务的存在能够填补漏洞。

## 2. 信义义务的合同性辨析

学界存在许多关于信义义务的起源与所依托理论的讨论。其中以合同理论最受关注，该学说不仅解释信义义务的起源，而且还解释了产生原因，即填补合同漏洞。当然，也有学者对合同理论持反对意见，最常见的批评是，合同理论无法解释合同为何不能改变信义义务的核心内容。亚瑟·拉比（Arthur Laby）教授将信义义务核心内容归结为，受托人有义务将委托人的目的视为自己的目的。<sup>〔36〕</sup> 罗伯特·西特科夫（Robert Sitkoff）教授认为，委托人永远不能授意受托人失信行事，因此须将诚信作为信义义务核心内容。斯科特·费兹格本（Scott FitzGibbon）教授则认为，即使得到委托人的同意，律师也不能改变其避免与客户利益冲突的义务。<sup>〔37〕</sup> 赵廉慧教授主张，信义义务的边界可以通过约定适当调整，但本质上属于法定义务。<sup>〔38〕</sup> 大卫·约翰斯顿（David Johnston）教授则指出，信托创设之初，并非正式法律制度，不具有履行的法律约束力（法定或约定义务），至多是一种熟人之间的道德义务。<sup>〔39〕</sup> 许德风教授认为，信义义务处于道德与合同之间。<sup>〔40〕</sup> 上述所有观点可能都是合理的，但都未能支持这样的论点，即信义义务并不阻止信托当事人就任何不违法的特定行为达成协议。换句话说，信义义务的核心职责不定义协议内容；相反，协议内容定义信义义务的核心职责。

亚瑟·拉比教授认为，信义义务核心内容是受托人接受委托人的目的。该论点未能正确诠释信义义务核心内容。在上述两个假设合同中，一个是投资顾问和客户之间的合同，另一个是房主和油漆工之间的合同。顾问采用客户的利润目标和油漆工采用房主粉刷房子的目标。“顾问—客户”合同之所以包含默认的信义义务，是因为其性质与“房主—油漆工”合同不同，存在很多空白和漏洞。可见，信义义务作为缺省规则之一，核心内容在于填补合同空白与漏洞，而不是在于接受委托人目的。斯科特·费兹格本教授的论点同样薄弱。失信不是指脱离任何协议的具体行为，而是仅由合同文本赋予其实质内容的通用术语。故而，尽管受托人可以不失信行事，但实际上这不能禁止合同允许任何特定行为，因为合同本身决定失信的内容。至于律师，除非律师职业道德规范另有规定，否则律师和客户实际上可以约定放弃对利益冲突的禁令。赵廉慧教授的观点同样值得商榷，既然信义义务是法定义务，那么便不能经由协议约定调整，因为法定义务是由宪法和法律所规定的义务，具有强制性。大卫·约翰斯顿教授从法律史视角分析认为信义义务属于道德义务，并不具有令人满意的说服力。毕竟自信托创设至今已然

〔36〕 参见前引〔34〕，Arthur B. Laby 文，第 100 页。

〔37〕 参见前引〔33〕，Scott FitzGibbon 文，第 305 页。

〔38〕 参见赵廉慧：《论信义义务的法律性质》，载《北大法律评论》2020 年第 1 期。

〔39〕 参见〔英〕大卫·约翰斯顿：《罗马法中的信托法》，张湓纶译，法律出版社 2017 年版，第 30 页。

〔40〕 参见许德风：《道德与合同之间的信义义务——基于法教义学与社科法学的观察》，载《中国法律评论》2021 年第 5 期。

七八百年，<sup>〔41〕</sup>法律体系早已更新换代，以信托创设时仅是一种道德义务来推测现代意义的信义义务也仅属于道德义务，这种论证方式实在不敢苟同。许德风教授关于信义义务的定性模棱两可，信义义务处于道德与合同之间，既可能两者皆是，也可能两者都不是，还可能自成为一种特殊的第三类义务，姑且不论。

从本质上讲，信义义务是填补合同漏洞与空白的工具。合同理论与反合同理论之间的一个重要区别在于，合同理论解释了为什么法院填补这些合同漏洞，而其他理论则专注于法院如何填补这些空白。将“如何”与“为何”混为一谈将导致反合同理论的错误思维，即存在填补合同漏洞的方法则需自动使用它，即便并非用于填补漏洞。实际上反合同理论的基本原则不是基于法律，而是基于道德。反合同论者一直对合同论者将伦理和道德简化为合同安排的观点存有异议，或许是因为当道德华服的装饰被剥除时，合同理论下人类对于有效经济收益的追求目标暴露无遗，而这份坦诚令人不安。但是，诚实本身是一种美德，是信义义务的核心职责之一。当合同当事人坦诚相待时更容易签订满意的协议，比如包含参与 ESG 投资条款。

## （二）受托主体的信义义务要求

本部分内容主要讨论涉及可能代表他人参与 ESG 投资的四类主体：受托人、基金经理、投资顾问和经纪交易商。各类主体的信义义务因来源差异而有所不同。为确定四类不同受托主体如何在不违反信义义务的情况下参与 ESG 投资，有必要厘清各类信义关系中信义义务要求的具体内容。

### 1. 受托人

受托人是为他人利益而持有财产所有权的人。受托人信义义务主要由注意义务和忠诚义务两部分构成，旨在确保受托人尽最大努力管理处分信托财产，并实现信托目的。注意义务要求受托人遵守审慎投资者规则，该规则要求受托人有责任像审慎投资者一样管理和处分信托资产，包括受托人必须在做出投资决策前运用在金融领域的知识性资源审查投资机会及其相关信息，并基于合理理由做出适当性投资决定。<sup>〔42〕</sup>受托人可以将信托管理任务委托给第三方，但他们必须在选择、授权和监督第三方过程中谨慎行事。注意义务的目的在于根据信托合同和信托目的最大限度地提高信托的财务绩效。忠诚义务要求受托人仅为受益人的利益管理信托。即使受托人可以证明交易是在善意、公平条件下进行，并且受托人没有从中获益，受托人仍然违反忠诚义务，当然信托合同有特殊约定或法院授权的除外。<sup>〔43〕</sup>此外，忠诚义务还禁止受托人为非受益人利益管理信托，这点与 ESG 投资尤其相关。

### 2. 基金经理

基金经理（fund manager）负责实施基金的投资策略并管理其投资组合交易活动。基金可以由一人管理，也可以由两人共同管理，也可以由三人或三人以上的团队管理。基金经理的工作报酬是基金平均管理资产的一定比例。基金经理通常在共同基金、养老基金、信托基金和对冲基金等基金管理领域工作。投资者在考虑投资基金之前，应充分审查基金经理的投资风格，选择合适

〔41〕 13 世纪至 15 世纪时期，英国民众为规避当时封建制度下的土地继承政策，设计的用益制度（Use），是为最初信托设计雏形。

〔42〕 See Restatement (Third) of Trusts § 90 cmt. d (2007).

〔43〕 See Restatement (Third) of Trusts § 78 cmt. b (2007).

的基金经理。虽然基金的业绩可能与市场力量有很大关系，但基金经理的技能也是一个促成因素。一位训练有素的基金经理人可以带领其基金击败竞争对手及其基准指数。这种基金经理被称为主动型基金经理，而那些采取退居二线做法的基金经理则被称为被动型基金经理。

基金经理通常监督共同基金或养老金，并管理其运作方向，负责管理一支投资分析师团队。这意味着基金经理必须具备出色的商业、数学和人际交往技能。由于基金经理需确保基金的顺畅运作，他们还必须研究公司，研究金融业和经济，及时了解行业趋势有助于基金经理做出与投资目标一致的关键决策。基金经理的基本义务包括：（1）负责实施基金的投资策略并管理其交易活动；（2）监督共同基金或养老金，管理分析师，研究并做出最有利于投资者的投资决策；（3）大多数基金经理需受过高等教育，拥有专业证书，并拥有管理经验。<sup>〔44〕</sup>需强调的是，基金经理虽与基金管理人（fund advisor）职责相似，所承担信义义务的要求基本相同，但后者是管理基金的机构，前者则是一个或若干个自然人。

### 3. 投资顾问

《1940 年联邦投资顾问法案》（Investment Advisers Act of 1940，以下简称“IAA 法案”）将投资顾问（financial advisor）定义为向他人提供投资证券建议并获取报酬的人。<sup>〔45〕</sup> IAA 法案的第 206（1）和（2）条规定投资顾问禁止欺骗客户或潜在客户。第 206（3）条要求投资顾问告知客户购买或出售某支基金或证券将有利于投顾自己账户收益，或顾问其他客户账户收益。SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc. 案<sup>〔46〕</sup>经常被引用来解释法案第 206 条（1）和（2）条，该案证明 IAA 法案对投资顾问施加信义义务，而美国证券交易委员会（SEC）在执法行动中依然遵循该规定。Capital Gains 认为在分析投资顾问履行职责时需遵循信托法，<sup>〔47〕</sup>就像委托人对于受托人一样，投资顾问必须以客户的最佳利益行事，充分披露所有实际与客户潜在利益相冲突的信息。许多因违反 IAA 法案第 206（1）和（2）条而对顾问提起诉讼的原因正在于此。投资顾问必须确保他们推荐的证券基金符合客户的最佳利益，而这需要审查每个客户具体情况并提供具有适当理由的投资建议。除 IAA 法案外，美国证券交易委员会（SEC）还发布《委员会关于投资顾问行为准则的解释》，要求人工投顾向客户提供谨慎的建议，这些建议是基于对客户的财产状况、投资风险、预期收益等情况的综合分析结果，遵循商业惯例且收费合理，并在合同服务范围内适当地对客户账户进行持续监控和管理。<sup>〔48〕</sup>

### 4. 经纪交易商

经纪交易商（broker dealer）主要从事证券交易业务。在交易期间，经纪交易商对其客户负有确保交易执行的信托责任，但其信托责任是否超出该交易范围并不确定，因为经纪交易商与客

〔44〕 参见香港证券及期货事务监察委员会：《基金经理操守准则》（2018），第 5 页，载 <https://www.sfc.hk/-/media/TC/assets/components/codes/files-current/zh-hant/codes/fund-manager-code-of-conduct/fund-manager-code-of-conduct.pdf>，最后访问时间：2022 年 7 月 23 日。

〔45〕 See 15 U. S. C. §80b-2（a）（11）.

〔46〕 SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 152. 375 U. S. 180（1963）.

〔47〕 See Arthur B. Laby, SEC v. Capital Gains Research Bureau and the Investment Advisers Act of 1940, 91 *Boston University Law Review* 1051, 1073（2011）.

〔48〕 See SEC, Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, 17 C. F. R. § 276. pp. 12 - 21.

户之间关系并不总是明晰。可以肯定的是, IAA 法案并不适用于经纪交易商, 因为经纪交易商提供服务即便附带咨询服务, 该附带咨询服务也通常未得到特别补偿。故而, 经纪交易商不受 IAA 法案约束, 除非经纪交易商同时是投资顾问。

计算机技术的运用使得证券交易变得简单便捷, 但在 1930 年代, 证券交易却是一个繁杂过程, 需要经纪人和经销商的专业服务。经纪人直接在市场中为其客户买卖证券, 而经销商则是在自己的账户中为客户买卖证券, 而不是在市场上。因此, 美国《证券交易法》(1934) 将忠诚义务强加于经纪人, 而不是经销商。忠诚义务规定施行 6 年后, 国会颁布 IAA 法案, 希望将投资顾问与经纪人、经销商区分开来, 因为严格意义上讲, 经纪人与经销商仅扮演着“推销员”的角色, 而投资顾问运用知识性资源为客户提供专业性投资建议。与此同时, 技术进步在不同程度上减轻了市场对仅为促进证券交易而存在的专业人员的需求, 对传统经纪人和经销商职能的需求降低。这些变化迫使经纪人和经销商附带提供咨询服务。而确定经纪交易商是否负有信义义务的现代方法是查看诸如客户的成熟度、客户遵循经纪交易商建议的频率以及经纪交易商对客户资金的自由裁量权等因素。<sup>[49]</sup>

《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》(the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 第 913 条要求美国证券交易委员会 (SEC) 分析当前对经纪交易商的监管在保护消费者方面的有效性, 以及消除 IAA 之外其他法案对经纪交易商的影响。<sup>[50]</sup> 该法案据称授权 SEC 设立一项适用于经纪交易商的信义义务, 该义务内容与投资顾问相似, 但并不意味着是已经存在的义务内容。该法案仅允许 SEC 对提供个性化投资建议的经纪交易商施加与投资顾问相同的标准, 并建议 SEC 可以利用其新权利要求此类经纪交易商记录和收集其所提供建议符合客户最佳利益的证据。但该法案将 SEC 的权力限制为仅在经纪交易商向客户提供个性化投资建议的情况下施加信义义务, 因此, 目前经纪交易商可以通过避免像投资顾问一样提供个性化投资建议来规避信托责任。

### (三) 信义义务对 ESG 投资的影响

由于没有专门规定 ESG 投资的相关法律法规, 学者普遍认为 ESG 投资违反信义义务要求。然而, 2005 年联合国环境规划署委托 Freshfields Bruckhaus Deringer 律师事务所确定法律是否应禁止、允许或强制 ESG 投资。Freshfields 律所的报告称, 在三种情况下, ESG 投资是必要的: (1) 当社会因素对投资的财务表现产生重大影响时; (2) 当基金受益人一致认为社会因素应该在投资决策中占有重要地位时; (3) 当投资决策中涉及的所有其他标准都相同时, 受托人可以使用 ESG 投资作为决定要素。<sup>[51]</sup> 许多学者认为这份报告已经解决 ESG 投资是否与信义义务冲突的问题。但是事实上, Freshfields 律所的结论是基于对 ESG 投资的误解和对判例法的误读。

首先, 如上所述, 基于财务绩效考虑所进行的投资不是 ESG 投资。因此, Freshfields 说当

[49] See Arthur B. Laby, Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers, 55 Villanova Law Review 701, 712 (2010).

[50] See 15 U. S. C. § 78o note; HR. 4173S 913 (c) (10).

[51] See UNEP Finance Initiative, A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment 6 (2005), available at [https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf), last visited on Jul. 23, 2022.



社会因素影响投资的财务业绩时受托人必须执行 ESG，其实际上根本不是在谈论 ESG。其次，Freshfields 在受益人之间达成共识的概念是不切实际的。社会问题往往是有争议的，所有受益人几乎不可能就其中任何一个问题达成一致。最后，当其他投资影响因素基本相同时 ESG 可能成为关键因素的想法也是不切实际的。正如乔金·桑德伯格（Joakim Sandberg）教授所说，两种选择几乎不可能区分。<sup>〔52〕</sup> 如果选项看起来确实相同，那么这可能表明需要更多的时间和精力来发现二者之间的差异。即便两个选项完全相同，谨慎投资者可能会同时投资这两个选项以降低投资风险。

尽管 Freshfields 引用一些案例来支持其关于信义义务与 ESG 并不冲突的论点，但其对这些案件的解释主观且缺乏说服力。Freshfields 引用 Withers v. Teachers' Retirement System of the City of New York 一案<sup>〔53〕</sup>来证明只要投资策略符合受益人的长期最佳利益，受托人就可以参与 ESG 投资。该案中，养老基金受托人为了防止城市破产而投资城市债券。城市是基金收入的主要来源，其破产将使得养老基金在十年内资不抵债。原告指控受托人投资这些无法上市的债券违反信义义务，但法院认定，受托人有充分理由相信债券投资是防止基金资产耗尽的唯一方法，投资城市债券符合信义义务。但该案并不表明错误的投资策略是好的投资策略，即便是为了受益人的长期最佳利益。投资城市债券与养老基金存续之间存在直接且显而易见的联系，而根据环境政策的财务效应投资一家公司需要两个几乎不可能获得的要素。首先，该公司的政策必须对环境状况产生明显影响；其次，这种影响本身必须对同一家公司的财务业绩产生积极影响。否则，这种以财务回报为基础的投资理念只是个梦想。

• 198 •

综上，受托人、基金经理、投资顾问和经纪交易商等受托主体不能合法地参与 ESG 投资，因为受托主体需要遵守审慎投资者规则的注意义务和仅为受益人最佳利益投资的忠实义务。但是，信义义务本质上具有合同性，可经协商约定进行调整。故而，如果信托当事人一致同意，参与 ESG 投资并不会违反信义义务。

#### 四、ESG 投资与信义义务的协调

如上所述，既然信义义务具有合同性，那么原则上受托人、基金经理、投资顾问和提供个性化投资咨询建议的经纪交易商可经由授权或批准参与 ESG 投资。信托合同中的免责条款也可以允许受托主体参与 ESG 投资。<sup>〔54〕</sup> 具体而言，授权指信托条款明确允许受托人从事 ESG 投资。批准指信托受益人对受托主体的作为或不作为明确表示同意，从而使受托主体不承担责任。免责条款指信托合同中消除受托主体特定行为责任的条款。鉴于信义义务的合同性质，受托主体可与客户协商后参与 ESG 投资。然而，我国《信托法》第 25 条仅对信义义务做笼统规定，并未涉及是否可经由协商约定进行调整。美国证券交易委员会（SEC）则发布警告，受托主体参与 ESG

〔52〕 See Joakim Sandberg, Socially Responsible Investment and Fiduciary Duty: Putting the Freshfields Report into Perspective, 101 *Journal of Business Ethics* 143, 149 (2011).

〔53〕 See Withers v. Teachers' Retirement System of the City of New York, F. Supp. 1248 (S. D. N. Y. 1978).

〔54〕 参见汪怡安、楼建波：《信托受托人免责条款效力探析——美国法的立场及其启示》，载《盛京法律评论》2020 年第 1 期。

投资不能依赖批准的方式,且委托人签订免责条款时需谨慎。<sup>[55]</sup>因此,下文将重点阐释受托主体在不违反信义义务的基础上分别经由授权、批准和免责三种方式参与 ESG 投资的可行性。

### (一) 授权

信托设计本身决定受托主体的职责和权利。基于信义义务具有合同性质的讨论前提,原则上明确的信托条款可以允许受托主体从事任何违反信义义务的行为。在 *United Mine Workers of America v. Robinson* 一案<sup>[56]</sup>中,一项集体谈判协议决定增加丈夫去世时已领取养老金的寡妇的福利,但不增加丈夫在退休前去世的寡妇的福利。原告辩称,区分丈夫去世时领取养老金的寡妇和没有领取养老金的寡妇与信托没有正当联系,因此是非法的。初审法院支持该论点,但最高法院认为,因为信托条款规定受托人必须执行集体谈判协议中规定的福利水平,与协议是否合理并无关联。美国判例法表明,只要信托条款不授权他人进行违反公共政策的非法活动或行为,那么就可以依约执行。这是源自判例法的基本授权原则,并且该原则允许受托人参与 ESG 投资,只要该投资不是非法行为或违反公共政策。由于信义义务本质上属于合同性质,投资顾问和提供个性化投资建议的经纪交易商同样可以类似方式获得授权。投资顾问和经纪交易商需向其客户充分披露 ESG 投资的风险,基金招股说明书或发行备忘录中详细描述 ESG 投资如何适用于该基金及其对投资者可能构成的风险,并确保客户了解后在合同中明确同意其参与 ESG 投资。

### (二) 批准

即使受托人的行为未经授权,如果受益人在行为发生前明确表示同意该行为,受托人则无需对该行为承担信托责任。<sup>[57]</sup>然而,需注意的是,受益人仅仅不反对并不代表同意,以及受益人可以在失信行为发生前撤回同意。如果有多个受益人,解除受托人责任必须得到所有受益人的同意。为使此类批准生效,受益人应了解所同意行为涉及的所有重要事实及受托主体在该事项中的权利,并且不得阻止其行使这些权利。在 *United States v. Henshaw* 案<sup>[58]</sup>中,被告是代表破产客户的律师,试图使用同意作为辩护理由。客户拥有一个债务人持有账户 (debtor-in-possession account, DIPA),法院要求其开设另一个单独账户,用以存储应纳税销售收益。客户并未遵循法院命令,而是将账户资金继续存入 DIPA 中。被告要求客户从 DIPA 账户中支付律师费,即使客户未经法院批准不得提取资金。事后,法院责令被告归还这笔款额。被告辩称,法院未能回应破产人早先将资金从财产账户中非法转移到 DIPA 的行为,意味着法院默许后来的违规行为。但是,法院表示,批准原则的适用前提是仅在受益人知道所有重要事实的情况下。法院作为法律意义上的(税收)受益人之一,并不知道客户的非法转移支付律师费等重要事实行为。故而,被告律师不得以批准原则抗辩。

根据批准原则,若信托所有受益人都了解 ESG 投资,并明确表示同意,则参与 ESG 投资的受托主体不会因违反信义义务而承担责任。但“同意”不能像 *United States v. Henshaw* 案中那

• 199 •

[55] See Letter from Kenneth C. Fang, Senior Counsel, SEC, to Heitman Capital Management, LLC (Feb 12, 2007), available at <http://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/2007heitman021207.pdf>, last visited on Jul. 23, 2022.

[56] See *United Mine Workers of America v. Robinson*, U. S. 562 (1982).

[57] See Restatement (Third) of Trusts § 78 cmt. c (3) (2007).

[58] See *United States v. Henshaw*, 388 F.3d 738 (10th Cir. 2004).

样仅仅不反对即可，而必须得到所有受益人明确表示同意。需强调的是，与受托人不同，投资顾问和经纪交易商无法通过批准方式参与 ESG 投资，因为二者根据合同法规则而不是信托法规则行事，合同法规则中并没有类似于信托法中的批准原则。除非投资顾问或经纪交易商与客户修改合同或签订新合同，否则投资顾问或经纪交易商不能参与 ESG 投资。因此，投资顾问或经纪交易商在参与 ESG 投资前，应确保在合同文本中明确允许其参与 ESG 投资。

### （三）免责

正如《信托法第二次重述》所言，如果免责条款仅仅提供了受托主体不承担责任的一般性陈述，那么免责条款不能免除受托主体的信义义务。<sup>[59]</sup> 仅有在明确约定何种类型的违反信义义务行为不会使受托主体承担责任的情况下，法院承认该免责条款的法律效力。在 *Perling v. Citizens & Southern National Bank* 案<sup>[60]</sup>中，信托受益人诉称，受托人持续购入价值大幅下跌的信托股票，违反受托人的注意义务。受托人辩称，信托合同中有特定条款允许其持有股票，并免除其信托责任。法院据此驳回原告诉求。管辖法院是否支持免责条款的基本原则是，只要该条款是关于允许特定行为且具有法律效力即可。具言之，关于受托人一般注意义务的免责条款无效，而免除受托人参与 ESG 投资造成损失的责任的条款将得到法院支持，因为其明确适用于某特定行为（如参与 ESG 投资）。值得一提的是，投资顾问和经纪交易商还应考虑 SEC 的警告，即免责条款可能违反 IAA 法案的反欺诈条款，如果此类条款可能使客户认为他们已放弃对投资顾问或经纪交易商的重大过失或故意不当行为提起诉讼的权利。可见，信义义务与 ESG 投资之间的平衡点在于，受托人原则上不应参与 ESG 投资，除非作为其职责和义务来源的信托文本或合同条款明确允许。

综上，基于信义义务的合同性质，受托人、基金经理、投资顾问和提供个性化投资建议的经纪交易商等受托主体经由授权、批准和免责等形式参与 ESG 投资具有可行性，并不违反信义义务要求。我国《信托法》未明文规定受托人可经由授权、批准和免责等方式违反信义义务要求管理处分信托财产，更未涉及该类约定条款的效力问题。不同于英美法系国家主要以衡平法作为信托救济依据，我国信托法规则几乎不适用于信托案件纠纷中。法院通常对《信托法》仅作原则性引用，极少直接引用其中具体条款作为裁判依据，信托法规则的适用存在被合同法规范和合同性裁判思维取代的倾向。<sup>[61]</sup> 我国商业实践中遗嘱信托、宣言信托大都不被承认，现阶段所有信托几乎都是通过缔结合同方式设立。如此，受托人参与 ESG 投资问题适用合同法的相关规则并无不妥，比如《民法典》第 506 条对合同免责条款的无效情形有相应规定。具言之，信托当事人缔结合同遵循契约自由原则，所预设交易安排完全基于当事人意思自治，则受托主体经由授权、批准和免责条款等方式参与 ESG 投资合法合理，当然违背公序良俗和强制性规定的除外。

## 五、结 论

近年来，在各国政府持续完善绿色发展相关法规、推动绿色经济发展的大背景下，ESG 投

[59] See Restatement (Second) of Trusts § 117-127cmt.

[60] See *Perling v. Citizens & Southern National Bank*, 300 S. E. 2d 649, 674 (Ga. 1983).

[61] 参见杨秋宇：《〈信托法〉的合同法化适用倾向及其应对》，载《湖南农业大学学报（社会科学版）》2018 年第 6 期。

资理念逐渐成为主流。尽管信义义务在默认情况下阻碍受托主体参与 ESG 投资,但经由授权、批准以及免责条款等方式允许受托主体参与 ESG 投资。此外,信义义务的合同性质使得授权适用于投资顾问和提供个性化投资建议的经纪交易商,只要在与客户的合同中明确约定允许参与 ESG 投资。授权同样允许受托人在信托文书明确约定允许参与 ESG 投资。批准和免责条款也可以免除受托主体参与 ESG 投资的信托责任。

前文对 ESG 投资起源与发展的系统性介绍,以及对 ESG 投资与信义义务冲突与协调路径的探寻,至少可以给我们提供三点启示。(1) 许多人参与 ESG 投资的动机已经从努力遵守所奉行的道德准则转变为更为宏大的改变他人行为方式。虽然经济学文献和统计数据显示,ESG 投资对整个社会影响很小,但对规制不道德、危害社会的投资活动来说仍然很有价值。(2) 风险与回报虽仍是影响投资行为的决定性因素,但诸如 ESG (环境保护、社会治理和公司治理) 等非财务因素对投资行为的影响日益增长。在坚持经济利益至上的前提下,适当提倡 ESG 投资,是目前投资行业心照不宣的共识。(3) 信义义务具有合同性质,是 ESG 投资与信义义务经由授权、批准和免责条款等方式协调适用的理论基础。如果承认信义义务的核心内容无法通过当事人协商删减或修改,如诚实善意 (good faith),那么上述协调方式将无法正常使用,或者说至少将增加更为严苛的适用条件,比如投资顾问经由授权参与 ESG 投资,应定期真实和完整地披露与 ESG 投资相关的重要信息。

---

**Abstract:** The collision between neoclassical economics and human nature updates the traditional investment theory which takes the maximization of interests as the standard. Environmental, social and governance (ESG) investment can be traced back to the ethical investment concept of religious groups in the 19th century. After stages of social responsibility investment, corporate social responsibility and impact investment, it has gradually become a popular investment strategy. Fiduciary duty requires trustees, investment advisers, investment brokers, and dealers who provide personalized investment suggestions to manage and dispose of trust property only for the interests of beneficiaries, rather than based on non-financial factors such as environmental protection, social responsibility and corporate governance. However, the fiduciary duty is contractual in nature, the trustee could participate in ESG investment through authorization, approval and exemption clauses without assuming trust responsibility. In other words, the trustee shall not participate in ESG investment in principle, unless explicitly permitted by the trust terms or contract text as the source of its obligations.

**Key Words:** ESG investment, fiduciary duty, conflict, coordination

---



## 论公司对赌义务履行的绝对性 ——以反思“九民纪要”第5条为线索

山茂峰\*

• 202 •

**内容提要：**股权回购与减资绑定的裁判路径容易侵损公司法人独立性、扭曲合同机制。法官裁判对赌协议履行可能性容易造成司法过度介入公司。对赌失败后，投资方作为目标公司的小股东和债权人，与目标公司及其原始股东利益对立，所以董事会、股东会也均不应为协议履行可能性的判断主体。主张由董事会判断的观点亦存在混同投资方权益与优先股、误读意思表示理论的法理缺陷。基于债的履行障碍法的体系秩序，资本维持原则不宜作为合同程式中履行不能的法律原因。是故无需判断协议的可履行性，法院应直接判定协议的履行，以避免对公司形成过度保护。应对实在的而不是抽象的债权人进行保护，让债权人参与到程序中：对于股权回购型对赌，公司应履行减资程序；对于金钱补偿型对赌，公司应偿还债务，具体根据破产标准和履行是否损及股本，呈现公司进入破产程序、完全履行、部分履行（一时不能）三种状态。

**关键词：**对赌协议 履行可能性 资本维持原则 债权人保护

### 一、问题的提出

投资方与目标公司对赌的司法争议引起了理论界和实务界的广泛关注。2019年11月，最高人民法院印发《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“九民纪要”），对对赌协议的效力及履行问题做出了重要安排。“九民纪要”生效之前，学界之于对赌协议的争议主要停留在效力层面，<sup>〔1〕</sup>“九民

\* 山茂峰，中国社会科学院大学法学院博士研究生。

本文为国家社科基金项目“公司双重股权结构司法审查标准研究”（19BFX132）、中国社会科学院大学（研究生院）研究生科研创新支持计划项目“‘对赌协议’裁判规则研究”（2022-KY-41）的阶段性成果。

〔1〕 参见潘林：《“对赌协议第一案”的法律经济学分析》，载《法制与社会发展》2014年第4期；唐英：《甘肃“对赌协议案”判决之评析——以法律方法的运用为视角》，载《法学论坛》2015年第1期；刘燕：《对赌协议与公司法资本管制：美国实践及其启示》，载《环球法律评论》2016年第3期。

纪要”第5条第1段明确对赌协议原则上有效之后，〔2〕学界争议则转向履行层面〔3〕。“九民纪要”第5条第2段和第3段分别明确了对赌协议履行问题的两个裁判路径：一是，投资方请求目标公司回购股权的，法院依据《公司法》第35条或第142条进行审查，目标公司未完成减资程序的，驳回投资方请求；二是，投资方请求目标公司承担金钱补偿义务的，法院依据《公司法》第35条和第166条进行审查，根据公司利润情况，驳回、支持或部分支持投资方请求（可另诉）。实际上，这两种处理路径均一定程度上脱离了公司、合同规范体系，无法实现逻辑自洽、功能自足。学界以董事会作为协议履行可能性判断主体的观点，〔4〕也面临深层的法理障碍。本文认为，并不存在适格的判断主体（法院都不适格），并且履行障碍是否真正存在也面临疑问，〔5〕对赌协议的履行有着坚实的正当性基础。

## 二、股权回购型对赌处理路径之质疑

“九民纪要”第5条第2段将股权回购与减资绑定，并由公司全权负责减资，造成的理论迷失和实践困窘如下：

### （一）组织法层面：侵损公司法人独立性

减资的刚性配置意味着股东会减资决议的必然性，此配置可能产生损及公司法人独立性的后果。从对赌协议投资方溢价出资的典型情况来看，投资方所占公司股权比例不可能达到减资所要求的代表三分之二以上表决权。〔6〕或许正因如此，实践中投资方往往同时与目标公司及其控股股东或全体股东对赌。他们决定着减资决议这一回购义务履行的重要程序是否可以通过。从逻辑上来讲，如果参与对赌的股东不是回购义务人，那么决议将难以通过，因为投票通过减资决议的后果是公司履行义务；如果参与股东是回购义务人，参与股东反而更愿意通过决议让公司承担债务，否则投资方会径直诉诸参与股东履行回购义务。这样，参与股东是否为回购义务人直接决定着公司是否履行义务，那么在是否履行协议问题上，体现的是参与股东的意志而非公司意思。

股权回购与减资捆绑的裁判实践却并非如此，而是通过增加股东与公司财产混同的风险，更

〔2〕“九民纪要”第5条第1段规定：“投资方与目标公司订立的‘对赌协议’在不存在法定无效事由的情况下，目标公司仅以存在股权回购或者金钱补偿约定为由，主张‘对赌协议’无效的，人民法院不予支持，……”

〔3〕参见刘燕：《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于PE/VC与公司对赌场景的分析》，载《法学研究》2020年第2期；贺剑：《对赌协议何以履行不能？——一个公司法与民法的交叉研究》，载《法学家》2021年第1期；张保华：《对赌协议下股份回购义务可履行性的判定》，载《环球法律评论》2021年第1期；王毓莹：《对赌纠纷裁判的法律适用逻辑与诉讼体系定位》，载《华东政法大学学报》2021年第5期。

〔4〕参见秦涛、张旭东：《对赌协议裁判的理想进路：合同法与公司法的嵌入与并存》，载《学习与实践》2018年第2期；潘林：《股权回购中资本规制的展开——基于董事会中心主义的考察》，载《法商研究》2020年第4期；李安安、范鑫：《公司实质参与对赌协议的合法性解构：合同自由与公司规制》，载《中国矿业大学学报（社会科学版）》2020年第1期；前引〔3〕，刘燕文。刘燕以美国案例为蓝本，比较了司法商业判断和董事商业判断的优劣，虽未言明我国应采董事商业判断，但从优势对比上来看，似乎更倾向于后者。

〔5〕有学者将目标公司能否履行协议的问题概括为履行障碍的实体标准与履行障碍的判断主体两个层面。参见前引〔3〕，刘燕文。实际上，履行障碍及其判断主体应当是同步存在的，没有障碍当然无判断主体，没有适格的判断主体也就意味着障碍是否真正存在是存疑的。

〔6〕参见朱慈蕴：《中国公司资本制度体系化再造之思考》，载《法律科学（西北政法大学学报）》2021年第3期。

为直接地呈现出侵损公司法人独立性的倾向。公司为增资型对赌的主要权利人,而对赌失败触发回购条款时,股东和公司同为回购义务人的,投资方往往直接起诉股东。<sup>〔7〕</sup>理论上讲,直接承担回购义务的股东势必要向公司追偿,而囿于股权回购与减资捆绑的存在,追偿并不会顺利(公司本可以无限期拖延协议的履行进程)。特别是,对赌失败公司资产状况往往不佳的情况下,公司不履行协议义务具有一定的正当性基础,股东向公司追偿也同样意味着公司资金流向股东,这会损害公司利益,陷债权人于不利地位,这同样面临资本维持原则的检视。然而,实践中,对赌之目标公司往往封闭性较强,所有与经营分离程度较低,在全体股东、控股股东参与增资型对赌的情况下,股东追偿反而可能比较容易实现。这使得公司与股东的财产关系纷繁复杂化,无论股东是否追偿成功,都可能创生股东与公司财产混同的风险,特别是当回购义务股东仅为公司控股股东时。如是,将股权回购与减资捆绑并将减资完全定位为公司自治范畴,可能造成以股东自治替代公司自治的局面、混同股东财产与公司财产的风险,使得公司法人独立人格面临受损的境地。

## (二) 交易法层面:扭曲合同机制

股权回购与减资捆绑的司法应用对合同机制产生以下两方面的影响:一是产生合同无效比有效更利于债权人的价值悖论。合同有效是合同当事人的合理期待,也是法律对合同的正向评价,而无效乃是合同瑕疵形态中最严重的制裁手段。<sup>〔8〕</sup>相应的,一项有效的合同应当带来正向的社会激励。然而,司法实践中,常常存在投资方主张合同有效反而不如主张合同无效更易达致诉讼目的的情形。“海富案”中,二审法院认为增资溢价款部分明股实债,合同无效,延此路径,应返还的本金和利息已超出合同有效应返还的金额。<sup>〔9〕</sup>当然,作为个案,此案可以说是合同期限和补偿条款约定下的巧合,并且进入裁判视野的无效案件和有效案件具有异质性,裁判时点和裁判者亦不同,个案对比得出合同无效比有效更利于债权人的结论有失妥当。但是,“九民纪要”之后,类似案情下我们可能难以找到与公司对赌的协议效力被否决的情况。合同有效并不意味着投资方不能收回投资,但其面临着减资方案制作、减资决议、债权人要求担保等诸多不确定性因素。但如果合同无效,则可以径直遵从合同法机制,投资方至少可以收回本金。即便目标公司是股份公司,因为溢价出资的现实,投资方以股东身份转让股权也很难收回投资本金。不可不察的是,司法实践中投资方主张解除合同进而行使不当得利返还请求权亦能收回本金。<sup>〔10〕</sup>而合同解除机制是合同法为债权人在合同目的不能实现时设置的救济手段。至此,我们可以发现,对赌协议的无效、解除相比于有效更利于投资方(债权人)。

二是产生目标公司作为担保人不如作为债务人更有利的逻辑异化。作为回购义务主体的目标

〔7〕“佛山夏彦案”中,协议约定投资方有权在回购条款触发时选择要求目标公司或全体股东回购,投资方仅起诉了股东。参见北京市第二中级人民法院(2020)京02民终4004号民事判决书。“浙江弘丰案”中,投资方也仅起诉了大股东。参见嘉兴市南湖区人民法院(2019)浙0402民初6323号民事判决书。其他类似情形有:杭州市西湖区人民法院(2020)浙0106民初839号民事判决书;杭州市中级人民法院(2020)浙01民终3219号民事判决书;北京市第三中级人民法院(2020)京03民终6006号民事判决书;北京市第三中级人民法院(2020)京03民终6007号民事判决书等等。

〔8〕参见黄忠:《比例原则下的无效合同判定之展开》,载《法制与社会发展》2012年第4期。

〔9〕参见最高人民法院(2012)民提字第11号民事判决书。

〔10〕“上海德在不当得利纠纷案”中,法院认为目标公司及其股东实际不能达到合同约定标准,构成预期违约,不能履行合同主要义务,支持了投资人解除合同的请求。参见上海市松江区人民法院(2019)沪0117民初19930号民事判决书。

公司因公司法程序的阻隔无须直接承担责任，而作为回购履行担保人的目标公司，却可以直接对投资方承担责任（尽管是连带责任）。<sup>〔11〕</sup>“九民纪要”之前，最高人民法院也有再审案例——“瀚霖案”，通过改判形式认定作为担保人的目标公司应对投资方承担连带赔偿责任。<sup>〔12〕</sup>在公司担保的情形下，投资方与目标公司系债权人与担保人的关系，但投资方同时也是股东，这和投资方直接请求目标公司股权回购没有本质区别，同样是公司资金流向股东，债权人面临同样的风险。概言之，意思自治下的合同条款须经受公司法强制性规则的检视，难免使得结果处于不确定状态，一定程度上造成合同权益的错配，但若严重扭曲合同机制，将是对公司法、合同法私法本质的背弃。

总而言之，合同程式和公司法组织规则的交错适用，使得公司独立地位这一基础性共识面临不确定性冲击，使得我们不禁要怀疑裁判规则的合理性。最高人民法院人士认为，这（回购+减资进路）旨在提供预期，引导事前防范风险，并无不公。<sup>〔13〕</sup>裁判规则的首要取向应当是争议解决，立足当下的同时提供指引，而不是单纯的勾勒未来。进一步地，此等裁判规则的引导后果不是阻塞投融资，就是加剧公司与股东财产混同的风险（诉诸参与对赌之股东回购），造成合同机制严重扭曲的局面。

### 三、金钱补偿型对赌处理路径之质疑

“九民纪要”第5条第3段中的司法裁判公司金钱补偿义务之履行可能性，亦存在一定缺陷。考察对赌实践及其直接对应的公司法规则会发现，司法裁判的逻辑有一定正当性。但如果环顾公司规范体系、深察理论逻辑、细究经济实践就会发现，司法裁判应有其必要的基础和前提。<sup>〔14〕</sup>对赌纠纷的司法裁判至少应在公司法的规范体系内演绎。

#### （一）理清基本事实：投资方的双重身份

对赌失败后，投资方实际上同时是目标公司的小股东和债权人，投资方与公司及其他股东是利益对立的。显而易见，作为目标公司的债权人，投资方与公司利益对立。投资方与其他股东也是利益对立的。因为，根据对赌协议的典型安排，投资方注资以后，是作为目标公司的小股东而存在的。大股东与中小股东的利益冲突，是公司法上的基本矛盾之一。<sup>〔15〕</sup>具体来看，对赌失败后投资方将优先于其他股东获得退出权利（金钱补偿也是撤资）。这不仅可能危及公司及其债权人利益，还可能损及目标公司其他股东的剩余索取权。更重要、更现实的是，这影响大

• 205 •

〔11〕 参见北京市第三中级人民法院（2020）京03民终6006号民事判决书；北京市高级人民法院（2020）京民终165号民事判决书。该案一审认为目标公司为担保人应承担责任，二审则认为是三方对赌，结果都是判决直接支持投资方对目标公司及其股东的回购诉求。

〔12〕 参见最高人民法院（2016）最高法民再128号民事判决书。

〔13〕 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社2019年版，第118页。

〔14〕 实际上，下文对赌协议应当履行的逻辑证成部分亦是显示司法判断仓促性的逻辑注脚。

〔15〕 早有论者观察到，利润分配请求权纠纷表面上是股东与公司的争议，背后实质上是大股东与小股东、股东与董事等内部人之间的利益分歧。参见杜万华主编：《最高人民法院公司法司法解释（四）理解与适用》，人民法院出版社2017年版，第277页。某种程度上，对赌协议的履行争议也是利润分配纠纷。



股东的控制权——公司资产减少，影响目标公司除投资方以外所有股东的“利益”。因为，原始股东的股价较低且份额较大，投资方溢价投资且份额较小，<sup>[16]</sup>而对赌失败意味着公司股价被高估，如若投资方无法顺利退出，则全体股东可以一起“分享”投资溢价。质言之，对赌失败后，投资方与目标公司及公司其他股东（无论其是否为融资方）面临直接的利益冲突，争议的解决必须正视投资方的两个身份及相应的利益冲突。“九民纪要”第5条第3段的安排，可能一定程度上考虑到了这一点。

## （二）法官判断的可能缘由

由法官判断公司金钱补偿义务之履行可能性可能出于以下考量：其一，董事会缺乏制订利润分配方案的动因。诚如前述，投资方与目标公司利益对立，而董事作为公司的授信者，具有维护公司利益的信义义务，那么，董事会将难以制订分配方案。其二，即使董事会制定分配方案，方案也难保公正。因为公司法利润分配规则财源限制的疏漏使得董事会权限十分宽泛。根据《公司法》第166条，税后利润弥补亏损后应计提法定公积金，而该条仅规定了计提法定公积金的最低限额——利润的10%，这样，如果由董事会相机决策，在“法定公积金累计额为公司注册资本的50%以上可以不再提取”的软约束下，其极可能会在最大限度内议定最小数额的分配方案。最小的分配数额意味着最少的现金补偿款、尽可能多的公司剩余财产，这符合作为公司授信者的董事的职能定位。此时如果公司利润很少而注册资本很大，那么投资方请求的现金补偿数额很可能被累计法定公积金与注册资本50%的空档所吞没。其三，股东会作为分配方案的决议主体，决议难以通过。因为，现金补偿是对投资方股东的“定向分配”，除章程特殊规定外一般需要股东会决议分配方案，而作为小股东的投资方与目标公司其他股东是利益对立的。其四，公司法持有保护中小股东利益的基本立场。为了公司正义的实现，“需要法官面对复杂案件，能够积极地发挥其主观能动性，切实弥补公司法漏洞，抛弃公司自治与司法干预对立的不正确观点”<sup>[17]</sup>。司法直接审视目标公司履行协议的能力，亦属合乎公司正义的安排。但是，这一定程度上脱离了既有公司规范体系，是对形式理性的背离。

## （三）法官判断的法理缺陷

法官作为对赌协议履行可能性之判断主体，应是底线。有学者认为，对赌协议的履行是否符合资本维持原则，不宜完全交由公司自行决定而应由法院（基于相应的程序规则）依职权判定，在程序规则上，法院可以要求公司提交资产状况的证据，并由投资方质证、无须查证。<sup>[18]</sup>但这存在两方面问题：一方面，在对赌协议履行争议判定之前，法院首先要解决的可能是投资方暨小股东的知情权、查阅权问题及其与公司商业秘密间的张力。<sup>[19]</sup>因为，小股东的知情权是其得以充分质证的信息和知识前提。另一方面，公司资产状况并不能代表公司经营情况，通过静态的资

[16] 溢价发行，认购股东和发行股东相比，对不可分配的比例贡献更大。参见邓峰：《资本约束制度的进化和机制设计——以中美公司法的比较为核心》，载《中国法学》2009年第1期。

[17] 梁上上：《论股东强制盈余分配请求权——兼评“河南思维自动化设备有限公司与胡克盈余分配纠纷案”》，载《现代法学》2015年第2期，第79页。

[18] 参见前引[3]贺剑文。

[19] 有学者充分洞察到，投资方往往是目标公司的小股东，缺乏便利的机会和条件及时获得目标公司的真实的财务与经营信息。参见前引[3]，张保华文。

产状况无法判定公司偿债能力。由法官判断公司是否适合履行金钱补偿义务，通常涉及公司应当承担何种程度风险的抉择，相当于由法官替代董事进行商业决策。<sup>〔20〕</sup>此种进路安排，恐葫芦未按下，瓢又起，造成规则失范、组织失序。

公司法是一种“赋权”法律，它允许管理者和投资方按照他们自己的意愿，来建构公司治理体系，而不需要监管者去作大量的实质性审查。<sup>〔21〕</sup>法官介入公司进行实质判断，应是例外，而不是常态。“尊重公司自治，尊重资本多数原则，是维系公司制度正常运行的基本准则。”<sup>〔22〕</sup>这可以从《公司法》第182条强制解散规则的严格性上得到验证——第182条设置了“严重困难”“重大损失”“其他途径不能”“表决权10%以上”四重关卡，也可以从《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（四）》第14、15条强制利润分配的严格限制上获得体系支撑。即使是不公的利润分配方案，也未提供司法介入公司的接口。只有在控股股东滥用权利不制定利润分配方案时，才允许司法介入公司，以保护中小股东利益。

前“九民纪要”时代，实践中有法官判定目标公司履行股权回购能力的典型实例，<sup>〔23〕</sup>学界亦有法官介入股权回购可能性判断的呼声，<sup>〔24〕</sup>但是，这种以价值为导向，以简单的对应性规则为依据的裁判思路，容易脱离制度的整体逻辑，陷入体系失调的困境。环顾整个司法体制机制，司法裁判应是公司法规规范基础上的正义底线。法官判断是公司自治的戒尺，其在功用上是补充性的，在表达方式上是矫正性的，而不是管理性的。质言之，尽管公司法规规范存在漏洞需要法院进行利益衡平，但必须秉持谦抑精神，尊重事实基础，在形式理性的逻辑框架内，坚守私法本质，审慎而为。司法判断公司履行能力存在以下问题：一是造成法官商业判断的困窘；二是陷入保障投资方作为目标公司小股东权益的逻辑困境；三是背离公司法体系严格限制司法介入公司自治的基本精神。

• 207 •

#### 四、董事会判断协议履行可能性之质疑

与“九民纪要”的裁判思路不同，理论界察觉到董事会决策的优势。诚然，董事会判断有一定的功能优势，但对赌协议的履行情境却无法提供相应的理论土壤。

##### （一）董事会判断的优势

其一，董事同时了解公司财务和经营情况，其决策往往能突破公司经营表象及公司财务的形式性，避免其他主体决策时结果导向的误区。公司经营、分配等事项包含一系列商业判断，“即便是公司的财务报表数据本身，其会计处理也取决于一系列的判断”<sup>〔25〕</sup>。其二，董事为公司的授

〔20〕 See Melvin A. Eisenberg, The Duty of Care of Corporate Directors and Officers, 51 *University of Pittsburgh Law Review*, 965 (1990).

〔21〕 参见〔美〕弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔：《公司法经济结构》，张建伟、罗培新译，北京大学出版社2005年版，第2页。

〔22〕 王妍：《法院判决公司解散——司法裁判权与公司自治的冲突与协调》，载《法学论坛》2006年第2期，第127页。

〔23〕 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再62号民事判决书。

〔24〕 参见前引〔3〕，张保华文；前引〔3〕，贺剑文。

〔25〕 前引〔4〕，潘林文，第124页。

信主体,以“权力—义务—责任”为逻辑线构建的董事信义义务制度的功能之一,即是分解股东间利益纠葛,而对赌语境下投资方股东与公司其他股东存在利益冲突。有学者敏锐地观察到投资方与目标公司原始股东的利益冲突,并将其总结为优先股与普通股的冲突,并认为,冲突之化解应回到程序层面。<sup>〔26〕</sup>因为,“公司的本质在于社团性,而社团意志的特点在于程序,是由公司治理所确立的决策过程”<sup>〔27〕</sup>。如是,“利益分配的困难会被规范的决策程序所吸收,利益分配的不公会被不当的决策程序所暴露”<sup>〔28〕</sup>。这样,股东间的利益冲突,可以直接诉诸董事信义义务制度,在公司自治的形式理性之内实现实质正义,减少司法对公司自治空间的介入,一定程度上保证规则的稳定性、可预期性。但是,这一理论演绎的进路安排,忽视了一些基本前提和内在制因。

## (二) 董事会判断的逻辑制约

倘若董事会可以作为对赌协议履行可能性的判断主体,那么其亦应当是协议订立主体。因为在公司内部权力分配上,董事会不能否决股东会的决定,若股东会决议协议的订立,则可以合理期待其希望协议如约如期生效并履行,若董事会针对生效、到期协议作出不宜履行的决定,无疑是对股东会职权的挑战。一般来讲,就某一特定事项而言,对外具有最终决定权的应是同一主体。拥有公司剩余权力的应当是董事会,这一点在2021年12月公布的《公司法(修订草案)》第62条得到了明确(董事会行使公司法和公司章程规定属于股东会职权之外的职权)。但无论公司内部何者负责协议的订立与履行,<sup>〔29〕</sup>在外部关系上都是公司的意思表示。董事会作为协议履行可能性的判断主体涉嫌公司、董事会二次决断。董事会不宜作为判断主体,详据如下:

其一,董事会二次决断系对投融资方利益冲突的忽视。对赌失败后,投资方与目标公司处于利益对立的两极,投资方撤资将损及公司利益,董事作为公司的授信者,具有维护公司利益的信义义务,在仅依据合同法和对赌协议公司应当履行义务,与依据公司法、合同法、对赌协议公司履行义务可能违反公司法规定从而免于履行义务之间选择时,董事会往往倾向于后者而不去制定金钱补偿方案、股权回购方案,遑论支持协议履行。实践中,目标公司的控股股东往往亦是融资方,公司股权结构集中,控股股东与董事重合或高度关联,<sup>〔30〕</sup>而投资方(小股东)与控股股东利益对立,并且,二者的利益纠葛已然明了,无须再通过董事会的决策程序予以化解、暴露。

其二,董事会二次决策系对投资方权益与优先股的错误混同。投资方并非优先股股东,其基

〔26〕 潘林认为,投资方为实质上的优先股,而优先股与普通股基于股权异质性始终处于利益冲突之中。参见潘林:《优先股与普通股的利益分配——基于信义义务的制度方法》,载《法学研究》2019年第3期。张保华也认为投资方类似于优先股。参见前引〔3〕,张保华文。

〔27〕 邓峰:《代议制的公司——中国公司治理中的权力和责任》,北京大学出版社2015年版,第168页。

〔28〕 前引〔26〕,潘林文,第101页。

〔29〕 从《公司法》第37条股东会职权的规定和第46条董事会职权的规定来看,对赌协议的订立和履行应当由何者负责,并非泾渭分明,论者实际上是将董事会作为公司决策中心。参见前引〔4〕,潘林文。

〔30〕 目标公司往往是有限公司。根据2000年的一项不完全统计,在德国,有限公司中,股东在5人以下的占97%,其中,股东人数为一人的占40.8%,2~5人的占56.4%,另外,根据该统计,87%的有限公司由股东担任经营人,国内情形应该大体类似。参见许德风:《组织规则的本质与界限——以成员合同与商事组织的关系为重点》,载《法学研究》2011年第3期。

于对赌协议拥有的是金钱债权，<sup>〔31〕</sup>而不是作为优先股的一项期待性的债权性请求权。我们不能将投资方权益视为优先股，协议订立伊始，投资方并不当然享有诉诸股权回购、金钱补偿的请求权，此等请求权是对赌失败后根据协议产生的，如是才使得投资方客观上拥有了优先于其他股东的权益。然而，如若对赌成功，投资方则仅是股东。这样，对于同样一份关于当事人权益的协议安排，不宜根据未来之情势而区分定性为普通股或优先股。对于请求利润分配的优先股而言，公司达到相应的盈余标准即应当支付，不达标不支付，优先股股东已经让渡公司根据盈余情况进行决策分配的权利；投资方作为债权人请求目标公司履行金钱债务的，其基本预设是公司应当给付，投资方并未让渡相应权利。

其三，二次决策系对意思表示理论的误读。《民法典》第134条首次以立法的形式确认股东会、董事会等公司决议为民事法律行为的新类型。对赌协议签订和履行的决策主体同为公司（董事会），将构成“合法的反言”。而且，《民法典》第208条、209条、215条、224条等明确的（物权法上的）区分原则，<sup>〔32〕</sup>并不适用于对赌实践中协议效力与协议履行之区分。<sup>〔33〕</sup>根据区分原则，协议订立包含让渡债权以使对方获得债权请求权的意思表示，协议履行内含让渡物权的意思表示。在对赌实践中，目标公司订立协议并融资后，其权利已然用尽。投资方则获得诉诸目标公司股权回购或金钱补偿的合理期待。如果说，协议之履行导致公司资不抵债，行将破产，那也是公司的正常经营风险或董事不当经营的内在风险。

总而言之，董事会不宜为协议履行可能性的判断主体。尽管决策过程的程序性是公司本质的体现，董事会是公司商业决策的最适主体，但投资方与目标公司其他股东的利益冲突是压制性的，所以矛盾不能通过质证与证明的交锋予以类型化分解。此为其一。其二，投资方与目标公司利益对立，董事会授信于公司，董事会二次决策系对投资方权益的漠视。其三，董事会二次决策实际是将拥有公司债权的股东与优先股错误混同的结果。其四，董事会二次决策亦与意思表示理论相扞格。

• 209 •

## 五、对赌协议应当履行的功能主义阐释

除法官、董事会外，股东会亦不应为履行障碍存在与否的判断主体。实际上，前文已基本表明股东会决议协议履行可能性的法理约束：忽视对赌投资方与目标公司及其股东的利益冲突从而抑制合理的金钱补偿方案、股权回购方案的通过；损及公司财产独立性的风险；与意思表示理论相悖（已有溢价增资决议）。此外，还可能产生混淆股东自治与公司自治的问题。股东会亦没有在对赌失败后决策协议履行与否的正当性权源。

诚如前述，包括法官在内的各主体都不是公司履行障碍存在与否的适格判断主体，那么，真

〔31〕 基于合同法理论中债务的性质分类理论，对赌（股权）回购义务和金钱补偿义务一样，都是金钱债务。参见前引〔3〕，张保华文。同样的，贺文中直接默认股权回购义务是金钱债务，并以之贯穿全文。参见前引〔3〕，贺剑文。

〔32〕 参见孙宪忠：《中国民法典采纳区分原则的背景及其意义》，载《法治研究》2020年第4期。

〔33〕 有学者认为，应当区分对赌实践中协议效力与协议履行。参见前引〔1〕，刘燕文；潘林：《重新认识“合同”与“公司”基于“对赌协议”类案的中美比较研究》，载《中外法学》2017年第1期。



的存在履行障碍吗?问题的突破口在于,全面充分地把握对赌协议履行情境中投资方作为目标公司小股东和债权人的事实前提。下文将在尊重事实逻辑的基础上,进一步从法益平衡理念的证成、履行障碍法律原因的证伪、债权人保护目的的妥当实现等方面来论证对赌协议履行的正当性基础与实现路径。

#### (一) 理念先导:法益平衡理念的客观需要

法益平衡理念蕴含着丰富的哲学思维、经济学伦理及法的内在精神和普遍范型。其逻辑表达结构应是,以权利本位为基,尊重各法益,然后调整法益间的冲突与斗争,进而维持平衡之基本形态,同时激励正外部性的释放,从而促进社会的公平稳序发展。

第一,基于私法自治的价值理念,有效的对赌协议应当获得正向的法律激励。但现实的法律效果却是,投资方无论是主张合同无效,还是主张因合同目的不能实现而解除合同,都比合同有效却无法履行而继续困在公司更有利。从私法自治与经济体制的关系上来讲,崇尚意思自治的私法(民商法)是坚持市场经济体制、充分发挥市场决定性作用的基础性规范。权利本位、契约自由、私法自治对于在历史上长期经受管制的中国经济社会,具有特殊的意义。公司法本质上也是私法,对赌争议案件的处理应当遵循私法自治的基本理念。

第二,基于社会本位的哲学价值观,有效的对赌协议应当获得整体性的社会正向评价。对赌协议的裁判规则在平衡投资方、公司债权人、公司之间利益的同时应当注重社会整体利益的动向。<sup>[34]</sup>当然,这里不是只注重总体利益而忽视个体利益的功利主义取向,而是在不损害最不利者的前提下,促进社会效益的提升。其一,目标公司不会受到无端损害,无须法律特殊保护。估值调整机制是在投融资双方信息不对称、代理成本等不确定性因素下合乎经济逻辑的理性选择。<sup>[35]</sup>投资得失、输赢是市场的基本规律,行经投资失败,投资方当然可根据协议约定诉诸融资方补偿。“九民纪要”第5条的裁判思路恐怕是对目标公司的过度保护。其二,目标公司的债权人并非一定是最不利者。对赌协议的签订、履行,并非一定会违反资本维持原则,创生公司债权人利益恶化的风险,下文详述。对于对赌协议的裁判而言,鼓励投资、促进交易应是效益优先之商法价值本位的应有之义,<sup>[36]</sup>亦应是法益衡平后整体性的价值旨归。

第三,基于风险与收益均衡的基本经济学观念,对赌协议的履行具有经济合理性。对赌成功,协议则如约履行,二者双赢;对赌失败,二者均败,则根据公司经济情况而定是否履行协议。这恐怕不能称为利益上的总体平衡。<sup>[37]</sup>入股时,就入股价格而言投资方高于原股东,投资方事实上提前承担了风险,这也使得公司内部所有股东都提前享有了账面收益。<sup>[38]</sup>实践中,对赌协议的股权回购或金钱补偿条款往往是合理的资金使用费用。从支持的案例来看,法院也会分

[34] “九民纪要”关于对赌协议的效力及履行的裁判思路明确,人民法院在审理对赌协议纠纷案件时,既要坚持鼓励投资方对实体企业特别是科技创新企业投资原则,从而在一定程度上缓解企业融资难问题,又要贯彻资本维持原则和保护债权人合法权益原则,依法平衡投资方、公司债权人、公司之间的利益。

[35] 参见彭冰:《对赌协议:未来不确定性的合同解决》,载《中国社会科学报》2012年11月28日,第7版。

[36] 参见赵万一:《后民法典时代商法独立性的理论证成及其在中国的实现》,载《法律科学(西北政法学报)》2021年第2期。

[37] 有专家认为,“九民纪要”第5条处理路径是为了利益上总体平衡的需要。参见前引[13],最高人民法院民事审判第二庭编著书,第119页。

[38] 参见范健:《商事审判独立性研究》,载《南京师大学报(社会科学版)》2013年第3期。

析资金使用费率安排的合理性，<sup>〔39〕</sup>必要时进行适当调整。<sup>〔40〕</sup>也就是说，只要投资方确实已将约定数额的资金投入公司，对赌失败条款触发时，投资方获得本金和相应的资金占用费用是合乎经济实践的。不可不察的是，在投资方溢价出资的现实条件下，公司将资金用于扩大经营、增加公司资产，由此带来公司整体升值，而作为小股东的投资方获得的股权价值增值十分有限，直到公司拥有可观的经济利润，投资方也仅能获得相应的资金占用费。诚如是，拖延协议的履行进程而容忍公司扩大经营将构成对投资方的利益侵夺，有违风险与收益均衡的经济学原理。

## （二）障碍排查：履行障碍法体系无公司法接口

债法履行规则体系内不存在对赌协议履行不能的公司法接口，协议并非法律上或事实上履行不能，或仅为一时的履行不能。根据《民法典》第579条、580条，金钱债务无履行不能。“华工创投案”中，法院创生了协议在法律和事实上履行可能性的分析进路。<sup>〔41〕</sup>而根据《民法典》第180条和第590条，事实上的不能，指基于自然法则的不能，<sup>〔42〕</sup>此处恐无合同规则的调适空间。有学者认为，对赌协议情境下，为避免合同法与公司法冲突，只能承认“法律上的自始一时不能”。<sup>〔43〕</sup>而我们认为，“原始不能，为关于债务成立之问题，嗣后不能，为关于债务履行之问题”<sup>〔44〕</sup>。原始（自始）不能的判定前提是，履行能力不具备之状态自始客观确定。如果仅因公司法管制性规则，即为自始不能，那么，对赌协议何以成立？循此逻辑，此处仅是管制规则和事实结合使得履行（效果）具有偶然性、不确定性。若此处为自始不能，应当探讨的是债务成立之问题而不是债务履行问题。并且，一时不能是指债务给付期或债务人得为给付之期间，履行之一部分有障碍。<sup>〔45〕</sup>也就是说，一时不能仅发生在嗣后。即如若公司资金短缺，则相应的履行不能是嗣后不能，而且，只要公司仍然存续，一般在时间上是一时不能，那么只能发生履行迟延的问题。<sup>〔46〕</sup>

• 211 •

亦有论者认为，此处为法律上的履行不能，<sup>〔47〕</sup>并指出，公司法组织规则对合同交易规则牵制的具体体现是，投资方对目标公司的股权回购款金钱债权，相对于目标公司普通债权人的债权而言，是次级债权，不得有损于后者而先行受偿。<sup>〔48〕</sup>这种观点存在一定的逻辑硬伤。一是，优先权具有法定性，基于物债二分民法体系的基本原理，我国目前只在特定程序中存在特定的法定

〔39〕 支持约定合理的资金使用费率的案例，参见成都市中级人民法院（2019）川01民初4333号民事判决书；北京市高级人民法院（2020）京民终165号民事判决书；北京市第三中级人民法院（2020）京03民终6006号民事判决书，等等。

〔40〕 利率超过民间借贷规定的酌情调整，参见宁波市中级人民法院（2019）浙02民初830号民事判决书。

〔41〕 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再62号民事判决书。

〔42〕 参见史尚宽：《债法总论》，中国政法大学出版社2000年版，第384页；韩世远：《履行障碍法的体系》，法律出版社2006年版，第85页。

〔43〕 参见前引〔3〕，贺剑文。

〔44〕 前引〔42〕，史尚宽书，第382页。

〔45〕 参见前引〔42〕，史尚宽书，第385页。

〔46〕 参见前引〔3〕，王毓莹文。

〔47〕 也有论者认为，法律上的履行不能，是指基于法律规定的履行不能，属于民事内容违法的内容。参见前引〔42〕，韩世远书，第85页。

〔48〕 参见前引〔3〕，张保华文。

优先受偿债权。<sup>〔49〕</sup>二是,若此处援引衡平居次原则,则同时作为公司股东的公司债权人,只有在公司破产财产分配时才居次。换言之,仅以“公司普通债权人存在的可能性”不足以阻碍投资方债权之实现。投资方作为债权人,相对于普通债权的次级债权之定位,仅存在于公司资不抵债的实然状态——公司进入破产程序。质言之,基于债的履行障碍规则体系的教义学解释,无法解释出容纳对赌协议在法律上或事实上履行不能的具体规则。

### (三) 脱虚向实:直面实然的债权人

基于禁止抽逃出资规则的功能定位与规制逻辑,将股权回购和金钱补贴请求视为股东的请求权,是对投资方债权人身份的忽视,这反而真正损害公司所有债权人的利益。“公司的债权人面临着由公司形式派生出来的独特风险。”<sup>〔50〕</sup>但是,公司债权人并非一定面临对赌协议履行带来的利益冲击而需要特殊保护。在应然层面,如果允许对公司定价附条件,根据估值调整机制,公司向投资方返还溢价,只不过是公司将公司增资后形成的资产回归到其本来应该具有的公允水平。相比投资时可以确定公允定价的情形,债权人的地位并没有恶化。<sup>〔51〕</sup>在公司法规范层面,“九民纪要”第5条将资本维持原则项下的禁止抽逃出资规则作为债权人利益保护的底线规则。但选用此规则以在对赌纠纷处理中保护债权人利益,恐怕是一个错误的选择。一方面,若将对赌方的撤资行为完全置于股东的制度框架内,似乎偏离了禁止抽逃出资规则的规制逻辑。考量禁止抽逃出资规则的利益结构,可以发现,作为股东的投资方不可能抽逃出资。因为,股东抽逃出资时,将同时损害公司、债权人和正常履行出资义务股东的合法权益。也就是说,债权人、正常履行出资义务的股东和抽逃出资的股东是利益对立的。对赌失败后,投资方与目标公司原始股东利益对立,所以作为小股东的投资方很难掩人耳目的抽逃出资。而根据协议,股权回购或金钱补偿请求权的配置确实存在出资抽回的可能。另一方面,从禁止抽逃出资规则的功能定位上来讲,债权人保护并不是其直接目的。根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(三)》第12条,公司权益损害为认定抽逃出资行为的损害要件。结合该司法解释第14条债权人的请求权配置来看,债权人与抽逃股东之间始终隔着一个公司,也就是说,债权人在获得保护之前,必然需要先对公司进行保障。而就对赌裁判而言,援引公司法规则对作为合同相对人(债务人)的公司进行保障则欠缺正当性基础。所以,不宜援引禁止抽逃出资规则对债权人进行保护,否则,将对公司形成过度保护。

对赌裁判应将抽象债权人的保护,转化为实然债权人的保护,权衡现实的利益冲突。有论者认为,在贯彻债权人保护规则的前提下,对赌协议有效,应由目标公司提交充分的证据,证明其并无可用资金用于履行对赌回购义务。<sup>〔52〕</sup>循此逻辑,公司既然无可用资金履行债务,那么公司

〔49〕 我国优先权立法采纳了德、瑞等国关于优先权性质的观点,参照其立法例,将一些需要特别保护的债权分散归入包括程序内容的特别法律之中,以债权的清偿顺序和破产清算程序之规定赋予其优先受偿的效力,以此实现对特殊社会关系的保护,同时,又维护了物权与债权的基本分类。参见向逢春:《质疑税收优先权》,载刘剑文主编:《财税法论丛》第11卷,法律出版社2010年版,第116页。

〔50〕 〔美〕莱纳·克拉克曼等:《公司法剖析:比较与功能的视角》,刘俊海等译,北京大学出版社2007年版,第71页。

〔51〕 参见张先中:《私募股权投资中估值调整机制研究——以我国〈公司法〉资本规制为视角》,载《法学论坛》2013年第5期。

〔52〕 参见前引〔3〕,张保华文。

何不破产。一方面，如前所述，尽管履行迟延附随违约责任，但公司继续存续往往造成公司及其股东对投资方的利益侵夺。另一方面，公司既然已无可用资金履行债务，容忍公司存续岂不是对所有普通债权人利益的漠视？吊诡的是，根据公司破产规则，公司资不抵债即应进入破产程序，而公司进入破产程序即不能从事开创性的经营活动，只能“善后”，其基本逻辑是，公司已不能清偿到期债务，继续经营将使债权人处于更风险的境地。难道种种努力仅是为了维持孱弱的公司躯壳？<sup>〔53〕</sup>

我们不能以保护债权人为由，将资本维持原则作为屏障，保护虚幻的债权人，同时偏袒独立人格的公司，使其躲在资本维持原则身后，而无须严守契约、遵循诚信。我们应当立足于投资方的债权人身份研判对赌纠纷的处理进路，更多从合同法律关系出发思考问题，在债权人保护具有紧迫性、现实性时，再考虑公司组织如何影响合同，从公司法律关系的视角忖度裁判理路。

#### （四）靶向治疗：功能进路的裁判逻辑与程序实现

对赌协议是否以及何时会造成债权人损害，应从公司债权人切实面临损害处入手，保护实然的债权人。最好的办法是，让债权人参与到程序中来。对于股权回购型对赌，法院应判决目标公司循《公司法》第142条第1款第1项先减少公司注册资本再回购股权，通过《公司法》第177条减资程序实现债权人保护。此处的减资程序不应包含《公司法》第37条规定的股东会减资决议。投资方与目标公司其他股东利益对立，股东会往往不会通过减资决议。在“九民纪要”前的“华工创投案”中，案涉对赌协议约定的股权回购条款激活数年，目标公司、有回购义务的股东仍未履行与股权回购有关的作出股东会决议等事项，而法院在分析公司资产状况暨履行能力之后，直接判决公司支付回购款项并完成相应程序。<sup>〔54〕</sup>公司支付回购款并不当地地损害债权人利益，股东会减资决议并非债权人保护的针对性举措。第177条减资程序中的债权人保护程序才是“九民纪要”第5条第2段裁判路径目的之所在。根据对赌协议，公司同意股权回购的意思表示应当可以包括公司同意通过股东会减资决议等各种方式回购股权。此处仍强调减资程序是公司自治范畴、强调减资程序应包含股东会减资决议从而防止司法介入公司，<sup>〔55〕</sup>未免有失妥当，这很可能会形成对公司及其股东的过度保护。

不仅股份公司，有限公司也应遵循该债权人保护程序。实践中，在对赌失败触发回购条款时，目标公司可能仍然是有限公司。<sup>〔56〕</sup>针对有限公司，《公司法》第74条虽然规定了异议股东股权回购请求权，但其实际上是因有限公司人合性，而为客观或主观（与公司的重大财产安排意见相左）上持续持股将对股东利益造成损害（风险）时的股东提供法定救济权利。从已列举的三项回购事由来看，也无一与对赌回购具有可比性或相关性。所以从规范目的和条文逻辑

〔53〕 有专家认为，不能出现打一个官司死一个企业的恶果，裁判要服从金融服务实体经济的大局。参见前引〔13〕，最高人民法院民事审判第二庭编著书，第119页。此论有待商榷，破产制度本身即是市场优胜劣汰的重要法治保障机制，人为的维持公司躯壳反而损害债权人、抑制投资积极性，从而制约商业这一实现社会资源配置最重要机制的发展，损害整个市场经济。

〔54〕 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再62号民事判决书。

〔55〕 最高人民法院人士认为，司法不宜介入减资程序这一公司自治范畴。参见前引〔13〕，最高人民法院民事审判第二庭编著书，第120页。

〔56〕 参见最高人民法院（2020）最高法民申1191号民事裁定书；北京市高级人民法院（2020）京民终165号民事判决书；浙江省杭州市西湖区人民法院（2020）浙0106民初839号民事判决书；新疆维吾尔自治区高级人民法院（2015）新民二终字第280号民事判决书；江苏省常州市新北区人民法院（2018）苏0411民初5635号民事判决书，等等。



来看,很难将对赌回购纳入第74条的规制范畴。所以,正式成文的“九民纪要”隐去了其征求意见稿适用《公司法》第74条的提法。这样,从“九民纪要”条文本身来看,有限公司的股权回购似乎无所凭依。最高人民法院在其裁定文书中指出,虽然《公司法》第142条规定是在股份有限公司的标题项下,但并未禁止适用于有限责任公司,并认为,“九民纪要”第5条在总结以往审判经验的基础上也认为《公司法》第142条可以适用于有限责任公司。<sup>[57]</sup> 本文认为,在债权人保护的导向下,股权回购型对赌的裁判路径区分股份公司与有限公司并无实益。而且,有限公司的人合性、封闭性以及股东和董事身份的高度重合性使得债权人面临更大的机会主义风险。对赌裁判中的有限公司也应先遵循减资程序中的债权人保护程序再履行回购义务。

在债权人保护程序中,债权人不同意减资且公司不能清偿债务或履行担保的,在公司未进入破产程序之前,对赌协议为一时的履行不能。此时的债权人不应包括投资方,因为减资判决即是根据投资方诉求作出的判决,投资方不能在债权人保护程序中再次表达意思并因此获得债务清偿。尽管此时的对赌协议履行迟延附随相应的违约责任,但囿于公司资金状况和财产清偿顺序(见下文破产分配顺序),投资方一般也不可能获得更多的债务清偿款。此状态仅为中间过渡状态,因为不清偿债务或提供担保的公司面临债权人起诉的现实压力,直至其清偿债务或进入破产程序。公司进入破产程序后,破产分配时作为股东的投资方债权因禁止股权滥用原则、平等原则、诚实信用原则而衡平居次。<sup>[58]</sup>

• 214 •

对于金钱补偿型对赌,法院可以依据破产法的破产标准,根据目标公司提交的财务报表等信息,选择是否公告债权人,以使相应债权人因与案件审理结果有法律上利害关系而有机会作为第三人参与到诉讼中,以保障其程序权利。目标公司达到破产标准的,经法院释明,由对赌投资方申请,对赌协议履行之诉转入破产程序,破产分配时投资方的债权衡平居次。公司资产负债情况尚未达到破产标准的,分两种情况:协议履行不损及实缴资本的,直接判决履行;对于尚未达到破产标准而协议完全履行又损及实缴资本的,判决部分履行以最大程度尊重协议并使协议履行刚好免于损及实缴资本。此为暂时的履行不能。当然,这里的实缴资本应指公司的所有实缴资本。之所以选择实缴资本作为标准:一是未损及实缴资本的股东从公司获取资金的行为,不构成抽逃出资,<sup>[59]</sup> 不当然现实地损害债权人利益;二是若以注册资本为标准,则可能会对公司形成过度保护,因为注册资本往往高于实缴资本;三是虽不及注册资本的公示效果,但根据《企业信息公示暂行条例》第10条,实缴的出资额也是应当及时通过企业信用信息公示系统向社会公示的,具有一定的公信力。综合来看,实缴资本作为标准是现行法下衡平对赌方、公司、公司债权人法益的应然选择。

至于作为资本公积金的投资溢价部分为什么可以用于债务清偿而不构成抽逃出资或违法分配,系因为投资方是基于债权,而不是基于股权的债权性请求权诉诸协议履行,对于公司来讲,

[57] 参见最高人民法院(2020)最高法民申1191号民事裁定书。

[58] 参见赵吟:《论破产分配中的衡平居次原则》,载《河北法学》2013年第3期。

[59] 参见刘燕:《重构“禁止抽逃出资”规则的公司法理基础》,载《中国法学》2015年第4期。股东抽逃出资意味着债权人利益受损的现实性,而不损及股本的违法的利润分配和股权回购并不当然现实地损害债权人利益。

这根本不是“分配”，而是根据债权债务关系清偿债务。从经济逻辑上来讲，溢价作为资本公积金的部分，在入股时因债务人公司取得现金注入相应增加了债务偿还能力，缩小了公司债权人债务风险，倘若这部分资金仍在资本公积金的账户内，那么允许此部分资金脱离账户，对于债权人来讲也只是债务风险归位，而不是风险增加。<sup>〔60〕</sup>而且，从商事外观主义的法理层面来看，此资本公积金账户资金并未公示，即未产生公司增信以使债权人产生依赖的公信力。所以，就用途而言，资本公积金并无债权人保护的现实必要性，却有偿还投资方债权的紧迫现实性。投资方的股东身份仅应在其与公司一般债权人面临直接的利益对抗时予以考虑。

总而言之，法益平衡理念、合同与公司规则体系、债权人保护目的等维度都可以证成对赌协议履行的正当性。首先，无论是基于意思自治的私法理念还是基于社会本位的哲学价值观，抑或风险收益均衡的经济学观念，对赌协议都应当履行。其次，对赌情境下履行障碍法的规范体系内不存在金钱债务履行不能的解释空间。对赌协议之履行不能，不是事实不能，亦不是法律上不能，更不是自始不能，只能是一时不能、嗣后不能。因而，合同法的规则体系不能提供判定协议履行可能性的接口。再次，基于禁止抽逃出资规则的功能定位与规制逻辑，对赌纠纷的处理不宜选用此规则保护债权人利益，以免对公司形成非必要的保障。最后，应让债权人参与到程序中，裁判协议如约履行。股权回购型对赌中的公司应履行减资程序；金钱补偿型对赌中的公司应清偿债务，具体根据破产标准和履行是否损及股本，呈现公司进入破产程序、完全履行、部分履行（一时不能）三种状态。

## 六、结 语

• 215 •

法律制度是事实、逻辑与价值的结合体。<sup>〔61〕</sup>我们必须首先明晰对赌协议的体系性安排，从全局看投融资方权益，充分认识其特殊性，进而认清投资方在对赌协议履行中是公司小股东和公司债权人的基本事实。这样，投资方与目标公司及其原始股东的利益冲突图景便和盘托出，董事会、股东会都不宜作为履行障碍存在与否的判断主体。其次，必须在私法规范逻辑体系内审慎地进行规则解释适用。公司法管制性的债权人保护规则是司法规制合同机制的通道，但必须秉持谦抑理念，坚持形式理性优先，尊重私法自治。“法治所要求的和禁止的行为应该是人们被合理地期望去做和不做的行为。”<sup>〔62〕</sup>尊重合理期待，不断扩大意思自治，是市场发挥决定性作用的应有之义。将公司法上的债权人保护规则视为合同程式中“法律上的履行不能”，脱离了履行障碍法的规范体系，背离了私法自治的基本精神。对赌争讼中债权人保护目的之落实，不宜选用资本维持原则或禁止抽逃出资规则，以免撕裂对赌债权债务关系的利益结构，形成对公司的过度保护。最后，价值判断应在事实基础上和逻辑体系内演绎，否则公司正义将是无本之木。着眼于微观公平根据公司履行能力情况裁判协议履行与否，可能造成资不抵债之公司的继续存续，如是，反而真正损害债权人利益。与公司立法不同，司法裁判中的债权人利益保护应是现实需要而不是抽象

〔60〕 参见前引〔38〕，范健文。

〔61〕 参见〔日〕北川善太郎：《日本民法体系》，李毅多、仇京春译，科学出版社1995年版，第3-4页。

〔62〕 〔美〕约翰·罗尔斯：《正义论》，何怀宏等译，中国社会科学出版社2009年，第260页。

想象。立基于此，或可最大程度地促进契约精神的尊重和债权人利益保护的协同实现。毕竟，司法裁判应立基于案件事实，从法律层面作出规范性评价，而不是根据可能的裁判后果“以果为因”勾勒形而上的想象王国。

---

**Abstract:** The judging approach of the binding of stock repurchase and capital reduction is easy to damage the independence of corporate and distort the contract mechanism. The judge determines the possibility of performance of valuation adjustment mechanism (VAM) is easy to cause excessive judicial intervention in the company. After the failure of VAM, the investor has the dual identities of the target company's minority shareholders and creditors. The interests of the investor are opposed to the target company and the original shareholders of the company, therefore, neither the shareholders meeting nor the board of directors should be the qualified body of judging the possibility of fulfilling VAM. Therefore, there is no need to judge the performance of the agreement, the court should directly judge the performance of the agreement, so as to avoid excessive protection of the company. It should protect real creditors rather than abstract creditors and let creditors participate in the procedure. For the share repurchase type VAM, the company should perform the capital reduction procedure. For the money compensation type VAM, the company should repay the debt. According to the bankruptcy standard and whether the performance would cause loss to the paid-in capital, three states will be presented: the company into bankruptcy proceedings, full performance, part performance (temporarily unable).

**Key Words:** valuation adjustment mechanism, possibility of performance, doctrine of capital maintenance, creditor protection

---

(责任编辑: 周 游 赵建蕊)

## 《公司法》修改背景下股东表决权不统一行使规则

李建伟 林树荣\*

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

**关键词：**股东表决权 不统一行使 分离原则 公司正义

• 217 •

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

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

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

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



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

## 一、问题的提出:股东表决权不统一行使之乱象

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

〔10〕 参见前引〔8〕，邱永红文。

〔11〕 参见前引〔3〕，殷洁、李静文。

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

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

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

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

## 二、股东表决权不统一行使的理论框架

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

### (一) 以表决权为中心的股权权能/利益分离框架

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## （二）以意思表示为中心的组织法思维

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

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

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

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

〔21〕 参见前引〔16〕，梁上上文。

〔22〕 参见前引〔3〕，殷洁、李静文。



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

### 三、股东表决权不统一行使的必要性证成

• 222 •

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

#### (一) 股东表决权内外部价值的实现路径

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

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

[24] 参见周友苏:《新公司法论》,法律出版社2006年版,第232页。

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

在缺乏正当理由的场合下就同一决议事项同时作出两个方向相反的意思表示，有违民事法律行为中个体的意思表示之“确定性”要求；<sup>〔26〕</sup>三是表决权作为附着在股份上的一项权利，必须与股份的受益权捆绑在一起，否则将产生非常高昂的代理成本；<sup>〔27〕</sup>四是认为每一股东所享有的表决权是一个整体，持股数额的多少只决定表决权的影响力（此亦为社员权否认说或股份债权说的观点）；<sup>〔28〕</sup>五是认为实际出资人对名义股东的委托，理应使得二者的意见相同；<sup>〔29〕</sup>六是表决权的不统一行使会增加行使表决权后的计票难度，进而降低公司的决策效率，影响股东会的正常运转。<sup>〔30〕</sup>

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

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

〔26〕 参见前引〔6〕，刘俊海文。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

〔36〕 前引〔16〕，梁上上文，第117页。

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

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

## （二）股东异质化、利益多元化与公司正义的捍卫

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

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

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

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

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

〔40〕 参见汪青松、赵万一：《股份公司内部权力配置的结构变革——以股东“同质化”假定到“异质化”现实的演进为视角》，载《现代法学》2011年第3期。

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

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

### （三）中国公司治理的文化拘束及其疏解

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

• 225 •

## 四、股东表决权不统一行使的公司法规范设计

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

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

〔43〕 参见前引〔3〕，吴昊文，第 119 页。

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

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



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

#### (一) 股东表决权不统一行使的实质要件

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

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

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

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

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

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

[50] 参见前引[2],张凝书,第252-255页。

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

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

## （二）股东表决权不统一行使的适用对象

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

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

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

情形予以细化。

### （三）股东通知程序与公司审查流程

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

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

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

〔53〕 参见前引〔33〕，梁上上书，第81页。

〔54〕 参见前引〔28〕，末永敏和书，第116页。

〔55〕 参见前引〔33〕，梁上上书，第82页。

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

#### (四) 股东表决权不统一行使的效果

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

• 229 •

#### (五) 电子通信制度对表决权行使方式改革的助推

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

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

[56] 参见前引[33],梁上上,第82-83页。

[57] 参见前引[8],邱永红文。

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



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

## 五、结 语

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

---

## 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”<sup>〔1〕</sup>。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。<sup>〔2〕</sup> 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会第十四次会议上》，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，<sup>〔3〕</sup>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，<sup>〔4〕</sup>此外还有“表决权说”<sup>〔5〕</sup>或“知情权说”<sup>〔6〕</sup>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。<sup>〔7〕</sup>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。<sup>〔8〕</sup>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。<sup>〔9〕</sup>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。<sup>〔10〕</sup>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。<sup>〔11〕</sup>然而，质询效果影响股东会决议效力的观点，也有反对意见。<sup>〔12〕</sup>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。<sup>〔13〕</sup>

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礎信息,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让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。<sup>[14]</sup>

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。<sup>[15]</sup>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。<sup>[16]</sup> 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。<sup>〔17〕</sup>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。<sup>〔18〕</sup>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。<sup>〔19〕</sup>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。<sup>〔20〕</sup>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。<sup>〔21〕</sup>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。<sup>〔22〕</sup>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。<sup>〔23〕</sup>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。<sup>〔24〕</sup>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。<sup>[25]</sup>《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。<sup>[26]</sup>与此相反,《美国标准商事公司法》(Model Business Corporation Act)没有对股东会议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。<sup>[27]</sup>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。<sup>[28]</sup>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。<sup>[29]</sup>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。<sup>[30]</sup>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”<sup>[31]</sup>“知情权说”<sup>[32]</sup>与“表决权说”<sup>[33]</sup>,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。<sup>[34]</sup>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。<sup>〔35〕</sup>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。<sup>〔36〕</sup>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。<sup>〔37〕</sup>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。<sup>〔38〕</sup>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。<sup>〔39〕</sup>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。

• 237 •

〔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。<sup>〔40〕</sup>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。<sup>〔41〕</sup>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。股东会是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。<sup>〔42〕</sup>

〔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。<sup>〔43〕</sup>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。<sup>〔44〕</sup>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。<sup>〔45〕</sup>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。<sup>〔46〕</sup>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。<sup>〔47〕</sup>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。<sup>〔48〕</sup>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。<sup>〔49〕</sup>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、<sup>〔50〕</sup>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，特别是在股东大会上的质询，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为中小股东主动打破信息垄断的工具。以股东大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。

• 241 •

## 四、股东大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，股东大会上开展质询的前提是股东大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](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。<sup>[57]</sup>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。<sup>[58]</sup>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。<sup>[59]</sup>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。<sup>[60]</sup>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。<sup>[61]</sup>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”。<sup>[62]</sup>此处的信义义务并非由公司职位产生,而是会议召

• 243 •

[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。<sup>[63]</sup> 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。<sup>[64]</sup> 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。<sup>[65]</sup> 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。<sup>[66]</sup> 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公益性,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。<sup>〔67〕</sup>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。

• 245 •

## 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。<sup>〔68〕</sup>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。

## 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。

• 247 •

**关键词：**公司登记酌情权 股权转让 人合性 《公司法》修订

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，<sup>〔1〕</sup>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交易行为,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)<sup>〔2〕</sup>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。<sup>〔3〕</sup>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。”<sup>〔4〕</sup>《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:<sup>〔5〕</sup>

#### 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,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。<sup>〔6〕</sup>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。<sup>〔7〕</sup>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），<sup>〔8〕</sup>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

• 249 •

〔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这两个概念。



可以合理要求的关于拒绝理由的进一步信息。这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](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两名董事，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，<sup>〔15〕</sup> 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此法律问题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。

• 252 •

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，原审法院认定，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。为避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，原审法院确认，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。原审法院认为，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，原审法院接着阐明了第 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。<sup>[20]</sup> 原审法院适用了上述法律原则。该案中，有证据显示董事会在做有关决定时，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，而原告未能举证证明董事会提供的理据有悖常理。

其三，原审法院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）。原审法院裁定原告完全未能举证证明该主张。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。<sup>[21]</sup> 基于上述以及其他考虑，原审法院驳回了原告的主张。

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。<sup>[22]</sup>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。

• 254 •

## 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,<sup>[23]</sup>股权转让合同违反该类规定的,均视为合同未予订立。<sup>[24]</sup>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。<sup>[25]</sup>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。”<sup>[26]</sup>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”<sup>〔27〕</sup>。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。<sup>〔28〕</sup>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”<sup>〔29〕</sup>。

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。<sup>〔30〕</sup>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。<sup>〔31〕</sup>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。<sup>〔32〕</sup>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<sup>〔33〕</sup>和同等条件下优先购买权，<sup>〔34〕</sup>是“股东许可主义”。《中华人民共和国公司法（修订草案）》<sup>〔以下简称《公司法（修订草案）》〕</sup>在一次审议稿中删除了其他股东的“同意权”，<sup>〔35〕</sup>《中华人民共和国公司法（修订草案二次审议稿）》<sup>〔以下简称《公司法（修订草案二次审议</sup>

〔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。<sup>[36]</sup>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。<sup>[37]</sup>

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。<sup>[38]</sup>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”。<sup>[39]</sup>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)》新增了第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,<sup>[40]</sup>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方救济的期限规定。《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，<sup>〔41〕</sup>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。<sup>〔42〕</sup>

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，<sup>〔43〕</sup>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。<sup>〔44〕</sup>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。<sup>〔45〕</sup>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。<sup>〔46〕</sup>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

• 257 •

〔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”<sup>〔47〕</sup>“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”<sup>〔48〕</sup>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<sup>\*</sup>

**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，<sup>〔1〕</sup>强化了“公司”在股权转让中的地位和作

<sup>\*</sup> 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。<sup>〔2〕</sup>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,<sup>〔3〕</sup>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,<sup>〔4〕</sup>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。<sup>〔5〕</sup>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”。<sup>〔6〕</sup>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。<sup>〔7〕</sup>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”<sup>〔8〕</sup>或者“物权人单方面的意思强力(Willensmacht)”<sup>〔9〕</sup>。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,<sup>〔10〕</sup>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。<sup>〔11〕</sup>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 Bürgerlichen 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，系债务人自然自由之限制。”<sup>〔12〕</sup>一言以蔽之，债权纯粹反映的是债权人和债务人之间的双方法律关系。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，<sup>〔13〕</sup>性质属于社员权。<sup>〔14〕</sup>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，<sup>〔15〕</sup>历来重视股权的财产权属性，<sup>〔16〕</sup>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。<sup>〔17〕</sup>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利。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,<sup>[18]</sup>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,<sup>[19]</sup>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/忽视密切相关。

## 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?<sup>[20]</sup>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示能力,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。<sup>[21]</sup>在有限责任公司中章程限制股权转让不是例外,而是常态。<sup>[22]</sup>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。<sup>[23]</sup>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。<sup>〔24〕</sup>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%。<sup>〔25〕</sup>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，<sup>〔26〕</sup>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。<sup>〔27〕</sup> 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。<sup>〔28〕</sup> 《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<sup>〔29〕</sup>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。<sup>〔30〕</sup>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。

• 265 •

### （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。<sup>〔31〕</sup> 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。<sup>〔32〕</sup> 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。<sup>〔33〕</sup> （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。<sup>〔34〕</sup> 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。<sup>〔35〕</sup>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。<sup>〔36〕</sup>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。<sup>〔37〕</sup>

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。<sup>〔38〕</sup>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。<sup>〔39〕</sup>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对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，<sup>〔40〕</sup>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。<sup>〔41〕</sup>形成权本质系体现一定“支配”特征的单方法律行为。<sup>〔42〕</sup>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：《公司法学》，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。

权权属即发生变动，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？如此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，<sup>〔49〕</sup>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。<sup>〔50〕</sup>

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，<sup>〔51〕</sup>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，<sup>〔52〕</sup>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。<sup>〔53〕</sup>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。<sup>〔54〕</sup>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，<sup>〔55〕</sup>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。<sup>〔56〕</sup>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。<sup>〔57〕</sup>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，<sup>〔58〕</sup>此即“公司创制章程条款”<sup>〔59〕</sup>；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。<sup>〔60〕</sup>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。<sup>〔61〕</sup>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。<sup>〔62〕</sup>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。<sup>〔63〕</sup>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权份额，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。<sup>〔64〕</sup>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”<sup>〔65〕</sup>。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。<sup>〔66〕</sup> 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，<sup>〔67〕</sup> 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，<sup>〔68〕</sup> 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。<sup>〔69〕</sup> 《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。<sup>〔70〕</sup>

### （四）公司不得拒绝履程序性义务

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。<sup>[71]</sup>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。

## 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

• 275 •

### 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。<sup>〔1〕</sup>《公司法（修订草案二次审议稿）》第 84 条<sup>〔2〕</sup>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。<sup>〔3〕</sup>换言之,优先购买权可以替代同意权的作用。<sup>〔4〕</sup>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。<sup>〔5〕</sup>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。<sup>〔6〕</sup>“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。”<sup>〔7〕</sup>

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,<sup>〔8〕</sup>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”,<sup>〔9〕</sup>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。<sup>〔10〕</sup>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。<sup>〔11〕</sup>

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。<sup>〔12〕</sup>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。<sup>〔13〕</sup>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，<sup>〔14〕</sup>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。<sup>〔15〕</sup>

## （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。<sup>〔16〕</sup>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。

• 277 •

## 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。<sup>〔17〕</sup>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。<sup>〔18〕</sup>可见，1993年《公司法》兼采日本法与我国台湾地区“公司法”、<sup>〔19〕</sup>并主要参考后者的规定<sup>〔20〕</sup>制定了相关规则。因此，本文在分析1993年《公司法》第35条<sup>〔21〕</sup>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，<sup>〔22〕</sup>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”。<sup>〔23〕</sup>根据原《日本有限公司法》第19条第1款的规定，<sup>〔24〕</sup>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，<sup>〔25〕</sup>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”<sup>〔26〕</sup>。

#### 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。<sup>〔27〕</sup>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。<sup>〔28〕</sup>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，公司未在同完成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。<sup>〔29〕</sup>（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。<sup>〔30〕</sup>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。<sup>〔30〕</sup>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。<sup>〔31〕</sup>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，<sup>〔32〕</sup>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。<sup>〔33〕</sup>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。<sup>〔34〕</sup>

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，<sup>〔35〕</sup>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”<sup>〔36〕</sup>，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，<sup>〔37〕</sup>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：《公司法学》（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。<sup>〔38〕</sup>

## （二）2005年《公司法》对1993年《公司法》的修改

将2005年《公司法》第72条<sup>〔39〕</sup>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》<sup>〔40〕</sup> L223—14条<sup>〔41〕</sup>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》<sup>〔42〕</sup>

〔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。<sup>〔43〕</sup>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”<sup>〔44〕</sup>。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。<sup>〔45〕</sup>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，<sup>〔46〕</sup>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。<sup>〔47〕</sup>

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。<sup>〔48〕</sup>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”的整体意思表现出来。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，<sup>〔49〕</sup>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。<sup>〔50〕</sup>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。<sup>〔51〕</sup>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。<sup>〔52〕</sup>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。<sup>〔53〕</sup>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。<sup>〔54〕</sup>

#### 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”<sup>〔55〕</sup>。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，<sup>〔56〕</sup>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，<sup>〔57〕</sup>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”<sup>〔58〕</sup>。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，<sup>〔59〕</sup>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。<sup>[60]</sup>因此,由转让股东直接通知其他股东,既不便也不合理。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,<sup>[61]</sup>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。<sup>〔62〕</sup>

## （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向其他股东征求意见，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”。

对于上述修改的缘由，有学者指出：“在股东迫切需要出让股权时，一些董事会拒绝或怠于召集股东会，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。”<sup>〔63〕</sup>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。”<sup>〔64〕</sup>

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，<sup>〔65〕</sup>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，<sup>〔66〕</sup>“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”<sup>〔67〕</sup>。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，但不论其他股东过半数同意与否，其他股东实际均不能行使优先购买权，〔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《民法典婚姻家庭编解释（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〕 黄伟例：《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：《隐名出资纠纷司法仲裁若干问题探讨》，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。<sup>[74]</sup> 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。<sup>[75]</sup> 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,<sup>[76]</sup> 两类规范既有交集也有差异,在法律适用上存在规范竞合。<sup>[77]</sup> 若此次公司法修改删除同意权,对于《民法典婚姻家庭解释(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、林挚:《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

---



## 《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<sup>\*</sup>

• 290 •

**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

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”）<sup>〔1〕</sup>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。

<sup>\*</sup> 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资

• 291 •

〔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。<sup>〔12〕</sup>

### （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。<sup>〔13〕</sup> 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《创业投资企业暂行管理办法》，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？<sup>〔14〕</sup> 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。<sup>〔15〕</sup> 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。<sup>〔16〕</sup> 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，<sup>〔17〕</sup> 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，<sup>〔18〕</sup> 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,<sup>[19]</sup>“法律通常不要求风险资本的提供者获得控制权”<sup>[20]</sup>。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。

• 295 •

## (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。<sup>[21]</sup> 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。<sup>〔22〕</sup> 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。<sup>〔23〕</sup> 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。<sup>〔24〕</sup> 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，<sup>〔25〕</sup> 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。<sup>〔26〕</sup>

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

〔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，最大限度地保障利益，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。

但以上股权类型在目前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；特别是以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〕

• 297 •

### 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。<sup>〔30〕</sup>

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。<sup>〔31〕</sup>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。<sup>[32]</sup>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”<sup>[33]</sup>。

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,<sup>[34]</sup>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。<sup>[35]</sup>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,<sup>[36]</sup>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”。<sup>[37]</sup>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。<sup>[38]</sup>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。<sup>[39]</sup>

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,<sup>[40]</sup>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。<sup>[41]</sup>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

• 299 •

[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。<sup>〔42〕</sup>

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。<sup>〔43〕</sup>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（西北政法大學學報）》2015年第2期。

〔43〕 参见张志坡：《认真对待优先股的合同性》，载《蘭州學刊》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。以公司为主体的交易安排，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。<sup>〔44〕</sup>

## （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。<sup>〔45〕</sup>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；强制回购权由于与《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”<sup>〔46〕</sup>。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。”<sup>〔47〕</sup>

### （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。以股份回购类别股为例，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”<sup>〔48〕</sup>“张伟明诉浙江迈勒斯照明有限公司及楼满娥股权纠纷”<sup>〔49〕</sup>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。<sup>〔50〕</sup> 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，<sup>〔51〕</sup> 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。<sup>〔52〕</sup> 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。<sup>〔53〕</sup>

〔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。”<sup>〔54〕</sup> 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”<sup>〔55〕</sup>。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。<sup>〔56〕</sup>

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

• 303 •

〔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。<sup>〔57〕</sup> 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。<sup>〔58〕</sup>

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。

## 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

• 305 •

### 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。<sup>〔6〕</sup>

（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）。

表 1 公司经营管理严重困难的裁量标准统计

案例类型	裁量标准	案例数量	占比
判决解散的案例	根据《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%

• 307 •

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。<sup>〔7〕</sup>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。<sup>〔8〕</sup>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，<sup>〔9〕</sup>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，<sup>〔10〕</sup>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。<sup>〔11〕</sup>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。”<sup>〔12〕</sup>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”<sup>〔13〕</sup>。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。”<sup>〔14〕</sup>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”<sup>〔15〕</sup>，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。”<sup>〔16〕</sup>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。<sup>〔17〕</sup>

〔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。<sup>〔18〕</sup>

## （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”<sup>〔19〕</sup>。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。

• 309 •

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架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。”<sup>〔20〕</sup>在判决驳回

〔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’规则以正当化结论”。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 股东利益受损的裁判标准统计

案例类型	裁判标准	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%

• 310 • 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。<sup>〔21〕</sup>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，<sup>〔22〕</sup>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。<sup>[23]</sup>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,并不是理所应当地、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,<sup>[24]</sup>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

• 311 •

[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，<sup>〔25〕</sup>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。”<sup>〔26〕</sup>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。<sup>〔27〕</sup>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。”<sup>〔28〕</sup>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。<sup>〔29〕</sup>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。”<sup>〔30〕</sup>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。”<sup>〔31〕</sup>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。<sup>〔32〕</sup>

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、拒不分派股利、拒绝股东获取公司信息等具象形式，<sup>〔33〕</sup>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，<sup>〔34〕</sup>而处理股东压迫问题的主要途径之一便就是公司司法解散。<sup>〔35〕</sup>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，<sup>〔36〕</sup>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。<sup>〔37〕</sup>虽然此种裁判思路的背后确有其正当合理的理由，<sup>〔38〕</sup>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

• 313 •

〔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”<sup>〔39〕</sup>，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；<sup>〔40〕</sup>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。<sup>〔41〕</sup>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。<sup>〔42〕</sup>

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。”<sup>[43]</sup>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。<sup>[44]</sup>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”<sup>[45]</sup>,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。<sup>[46]</sup>

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,<sup>[47]</sup>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。<sup>[48]</sup>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。<sup>[49]</sup>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。<sup>[50]</sup>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,<sup>[51]</sup>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。”<sup>[52]</sup>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。<sup>[53]</sup>

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

[44] See Daniel S. Kleinberger, Donahue's Fils aîné 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案中走得更远一步,直接将压迫行为的定义与损害公司利益相关联。该法院指出:“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。

• 316 •

##### （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).

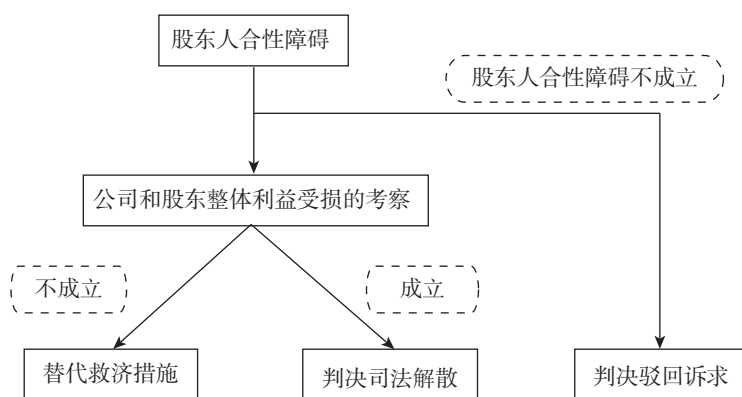


图1 股东利益受损要件的分流示意图

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。<sup>〔55〕</sup> 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

• 317 •

〔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，而有害于其他股东的利益，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。”<sup>[56]</sup> 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。<sup>[57]</sup> 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。”<sup>[58]</sup>

## （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。<sup>〔59〕</sup>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间,在该特定期间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),<sup>〔60〕</sup>以及采用公司整体竞价出售的救济方式。<sup>〔61〕</sup>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。

• 319 •

## 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)

## 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

• 321 •

调整董事行为是公司法的核心命题。<sup>〔1〕</sup> 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。<sup>〔2〕</sup> 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。<sup>〔3〕</sup> 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。<sup>〔4〕</sup> 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。<sup>〔5〕</sup> 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，<sup>〔6〕</sup> 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。<sup>〔7〕</sup> 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，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。<sup>〔8〕</sup> 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。<sup>〔9〕</sup>

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，<sup>〔10〕</sup> 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。<sup>〔11〕</sup> 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); Papalexioiu 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。<sup>〔12〕</sup>

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。<sup>〔13〕</sup> 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。<sup>〔14〕</sup> 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。<sup>〔15〕</sup> 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。<sup>〔16〕</sup> 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。

• 324 •

## 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。<sup>〔17〕</sup> 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。<sup>[18]</sup>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。<sup>[19]</sup>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,<sup>[20]</sup>但也不否认公司法中存在保护性规范目的的强制性规范。<sup>[21]</sup>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。<sup>[22]</sup>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。<sup>[23]</sup>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。<sup>[24]</sup>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,<sup>[25]</sup>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。

• 325 •

[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。<sup>〔26〕</sup>

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。<sup>〔27〕</sup>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。<sup>〔28〕</sup>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，<sup>〔29〕</sup>另一面则为股东的共益权。<sup>〔30〕</sup>

## （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。<sup>〔31〕</sup>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。<sup>〔32〕</sup>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。<sup>〔33〕</sup>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赔偿责任、价格不公正时发行股份的认购人的损害赔偿赔偿责任，以及新股发行无效之诉等多重法律后果。<sup>〔34〕</sup>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。<sup>〔35〕</sup>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。<sup>〔36〕</sup>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，胜诉后也不一定会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。<sup>〔37〕</sup>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

#### （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. v. 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。<sup>〔43〕</sup> 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。<sup>〔44〕</sup> 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。<sup>〔45〕</sup>

## （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。<sup>〔46〕</sup> 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。<sup>〔47〕</sup>

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。<sup>〔48〕</sup> 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；<sup>〔49〕</sup> 而对于章程规定的全部股份转让受限的非公开公司而言，<sup>〔50〕</sup> 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。<sup>〔51〕</sup> 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。<sup>〔52〕</sup>

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。<sup>〔53〕</sup> 虽然日本参考了美国的禁令制度，但并未通

• 329 •

〔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。<sup>〔54〕</sup>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。<sup>〔55〕</sup>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。<sup>〔56〕</sup>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。<sup>〔57〕</sup>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，<sup>〔58〕</sup> 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%。<sup>〔59〕</sup>

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。<sup>〔60〕</sup> 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。<sup>〔61〕</sup> 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。<sup>〔62〕</sup>

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。<sup>〔63〕</sup>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。<sup>〔64〕</sup>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。<sup>〔65〕</sup>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。<sup>〔66〕</sup>

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。<sup>〔67〕</sup>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。<sup>[68]</sup>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。<sup>[69]</sup>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。<sup>[70]</sup>

### 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。<sup>[71]</sup>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。<sup>〔72〕</sup> 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。<sup>〔73〕</sup> 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。<sup>〔74〕</sup> 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。<sup>〔75〕</sup> 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。<sup>〔76〕</sup>

### 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。<sup>〔77〕</sup> 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。<sup>〔78〕</sup> 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頁參照。

〔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 Cyclopedic 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頁參照。

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

---

## 国有企业走出公司法的新路径： 以《国有资本投资运营公司法》建构为核心

王鹤翔\*

• 336 •

**内容提要：**在《公司法》修订的背景下，学界已经意识到对国有企业施行公司制改革并不等同于国有企业必须接受《公司法》的调整，反而应当借助设立特别法的方式将国有企业剥离出《公司法》的调整范围。这类“剥离说”是对于传统的“商事公司说”矫枉过正的反思，但在立论基础上同样陷入与传统观点类似的“从属性出发”建立国有企业与公司种属关系的主观性路径，且与我国的历史实践相违背。在借助法律形式主义与法律工具主义、法律权威与政治权威之间关系演变分析再度得出剥离国有企业的必然性后，对代表性剥离方案进行系统地审视，发现《公共企业法》方案未能与“国有企业过度商事化”的问题相匹配，无法“撩开国有企业的商事面纱”；而《国有公司法》方案则因国有公司概念的解读困境，不能满足立法中对核心概念的规范性需求，并且可能在立法后对国有企业的国际法地位与公司制改革成果产生不利影响。为实现对传统观点、《公共企业法》方案与《国有公司法》方案的超越，提出以《国有资本投资运营公司法》的建构为核心的全新剥离路径，进而以投资公司与运营公司制度的分立为基本架构，逐次明确各主体间的法律关系、两种公司的权限范围及其治理结构，并借此立法契机初步展望国有资本监管权与国有资本所有权的分离。

**关键词：**国有企业 公共企业 国有公司 公司法 国有资本投资运营公司

国有企业制度的存在是一个普遍现象，即使在最为追求自由市场经济的美国也在联邦法律层面设立有与国有企业相似的政府公司，<sup>〔1〕</sup>而在新加坡、<sup>〔2〕</sup>法国、德国以及日本等发达市场经

\* 王鹤翔，西南政法大学经济法学院博士研究生。

本文为国家社会科学基金重点项目“创新社会治理背景下社会企业法律规制研究”（18AFX018）、重庆市研究生科研创新项目“《公司法》修改背景下董事会实质化问题研究”（CYB21147）的阶段性成果。

〔1〕《美国联邦法典》第31编下属第91章即“政府公司”的规制专章。参见顾功耘主编：《当代主要国家国有公司法》，北京大学出版社2014年版，第10页。

〔2〕参见王怀勇、王鹤翔：《描述与重构：国有资本投资运营公司外部董事独立性研究》，载《商业研究》2021年第3期。

济国家也广泛存在着与自身经济基础、文化氛围以及社会需求相适应的各类国有企业法律制度。<sup>〔3〕</sup>在我国，国有企业制度更是作为《宪法》第7条规定的“全民所有制”的实现方式，<sup>〔4〕</sup>与国有资产法形成“主体—客体”<sup>〔5〕</sup>的全民所有制法律谱系，彰显着社会主义的理念与价值。

可以认为，国有企业在制度层面并不面临存在性焦虑，<sup>〔6〕</sup>真正让人们疑惑不定的是国有企业制度的存在方式，又或者说，国有企业应当栖身于何种法律。在《公司法》修订的背景下，学界已经敏锐地意识到对国有企业施行公司制改革并不必然等同于国有公司须受《公司法》调整，一种既往出现过的“公司法帝国”想象或难成就。以《国有公司法》、<sup>〔7〕</sup>《公共企业法》<sup>〔8〕</sup>等立法动议为代表的理论观点放弃了纯粹公理式思考，不再仅仅关注以“公司”为核心的概念树的建构，回归了法学应有的实践性与论题学取向。<sup>〔9〕</sup>是故，即使已有方家论述的珠玉在前，考虑到中国国有企业改革的恢弘历史，仍有本土资源有待发掘和思索。本文便乘此“问题而非主义”的学界东风，对国有企业如何走出公司法略论一二，以回答国有企业与公司法相分离的必然性并提供更加多样的理论路径。

## 一、缘何出走：剥离国有企业动机的三阶思考

传统观点认为，“所有制企业法与企业组织法并存”是我国企业立法体系的结构缺陷，<sup>〔10〕</sup>尤其在公司法上，应当“遵守市场主体平等理念，不应因公司资本来源的所有制不同而区别对待”<sup>〔11〕</sup>，换言之，构建普适平等的公司法规则，抹平国有企业缘于所有制形成的优势地位方能解“中国公司之谜”。这一方面要求公司法中不再有关于所有制的独特表述，删除国有独资公司的特别规定；另一方面需要公司法树立至高无上的权威，排除各类法规规章、政策文件对国有公司的行政化治理与针对性调整。然而，问题在于，国有企业虽然需要接纳公司治理改革，但并不等同于必须接受公司法的调整。近年来学界便展现出对传统观点的反思，并提出了反公司法帝国的呼吁，建议新设单行法对国有企业进行单独规制。这类“剥离说”的立论基础是对我国现实情形的体察与肯认，迈出了构建回应型国有企业法律制度的关键一步。但其对我国国企改革的认识较多关注制度表象，未能注意到制度选择背后的深层动因，为公司法对国有企业的再度捕捉留下了空

• 337 •

〔3〕 参见王保树：《完善国有企业改革措施的法理念》，载《中国法学》2000年第2期。

〔4〕 参见李忠夏：《“国家所有”的宪法规范分析——以“国有财产”和“自然资源国家所有”的类型分析为例》，载《交大法学》2015年第2期。

〔5〕 蒋大兴：《超越国企改革观念谬误》，载《中国法律评论》2016年第10期，第227页。

〔6〕 在早期“国有”与“全民所有”关系的讨论结束后，这一问题便不再出现在理论视野中。参见江平：《国企改革与〈公司法〉的诞生（上）》，载《中国经济周刊》2013年第5期。

〔7〕 《国有公司法》的提议又区分为两种：一是纯粹组织法模式（参见胡改蓉：《〈公司法〉修订中国有公司制度的剥离与重塑》，载《法学评论》2021年第4期）；另一是综合组织法与资产法的模式（参见郭富青：《论公司法与邻近法律部门的立法协同》，载《法律科学》2021年第6期）。

〔8〕 参见蒋大兴：《公司法改革的“社会主义逻辑”》，载《中国流通经济》2020年第7期；蒋大兴：《国企为何需要行政化的治理——一种被忽略的效率性解释》，载《现代法学》2014年第5期。

〔9〕 参见舒国滢：《寻访法学的立场——兼论“论题学”法学的思考方式》，载《法学研究》2005年第3期。

〔10〕 参见李建伟：《中国企业立法体系的改革与重构》，载《暨南学报（哲学社会科学版）》2013年第6期。

〔11〕 方流芳：《试解薛福成和柯比的中国公司之谜》，载梁治平编：《法治在中国：制度、话语与实践》，中国政法大学出版社2002年版，第284页。



间。是故，尚需借助对剥离动机的进一步追问，得出剥离的必然性。

### （一）表象：国有企业与公司的种属关系之争

“清晰界定国有企业的法律属性是相关法学理论研究的起点。”<sup>〔12〕</sup> 传统观点认为国有企业的性质应当是“商事公司”，甚至就是“股份有限公司”。<sup>〔13〕</sup> 这种认识下，国有企业自然被包含于公司，由之纳入，并受公司法调整。这实际反映的是市场经济建立之初，法学家对市场中的国有企业的期待，并因之作出了符合时代需求的理论贡献。同时，从目前的实定法来看，国有企业也确实几乎尽数委身于公司之下，其法律构造是沿着“民事主体—法人—营利法人—公司—国有公司”的逻辑理路梳整而出的，公司在形式上是国有企业的上位概念，国有企业被公司所规定。为此，传统观点中的其他制度建议，如实现两权分离、政企分开，实际便是对这一种属关系的具体落实。

但在近年来“后市场经济时代”的语境下，学界开始重拾国企的公共性价值，形成了“特殊公司法人说”、<sup>〔14〕</sup>“公共企业说”<sup>〔15〕</sup>与“私法化的行政组织说”<sup>〔16〕</sup>等彰显国企公共面向的法律属性理论。迥异的法学主张背后反映的是不同的社会现实：一方面国企分类改革产生的公益类国有企业使得“商事公司”的构想独木难支；另一方面自由市场经济走下神坛，使得国有企业的公共性，或称社会性，再度得到学界的理解与支持。新的关于国有企业本质的观点将国有企业与公司法中的公司平行，因而为“剥离说”创造了基础。“剥离说”的其余论据，如公司法的私法性质，也是该平行关系的延伸而已。

“剥离说”所依仗的“平行论”确实更能回应国企改革的本土性。但一方面，其与传统观点依靠的“包含论”相同，来源于法学家对某种经济体制与公司法理想的情愫，具有一定的主观性，不能客观确证国有企业应当独立于公司法。另一方面，我国公司法的历史也不为“平行论”背书。众所周知的是，我国第一部《公司法》是为国企改革服务的，立法目的在于使国企从计划经济下的政企合一体制转向适于在市场经济中生存与发展的现代企业。这种“为他人做嫁衣裳”的基因仍保留于现今的《公司法》中，《公司法》第3条规定的“法人财产权”即是与国家分享的双重所有权中的下阶所有权。<sup>〔17〕</sup> 可以认为，《公司法》至少在核心的产权安排上，仍然由人们对国有企业的认知来定义着。这便从历史的角度对“平行论”的真值性提出了质疑。因此，“从属性出发”的理论路径确实可以对传统观点提出挑战，为国有企业剥离公司法提供可能，但不能确证其必然性。

### （二）追问：法律工具主义与法律形式主义的历史演变

隐藏在种属关系之争背后的是两种立法模式之间的矛盾：一种被称为法律工具主义，指代法律不能独立于政策甚至应当与之等等的立法思想。<sup>〔18〕</sup> 如前文所述，《公司法》的制定实际上就是

〔12〕 何源：《国有企业法律属性的困境与出路》，载《南京大学学报（哲学·人文科学·社会科学）》2021年第1期，第125页。

〔13〕 参见王保树：《国有企业走向公司的难点及其法理思考》，载《法学研究》1995年第1期。

〔14〕 参见顾功耘、胡改蓉：《国企改革的政府定位及制度重构》，载《现代法学》2014年第3期。

〔15〕 参见前引〔8〕，蒋大兴文，《国企为何需要行政化的治理——一种被忽略的效率性解释》。

〔16〕 参见前引〔12〕，何源文。

〔17〕 参见前引〔6〕，江平文。

〔18〕 参见郭锐：《抽象理论与现实关怀——以法人概念研讨和中国经济转型为例》，载《中国政法大学学报》2016年第5期。

相关经济社会政策在法律方面的落实,《公司法》中的公司实际由政策规划的国有企业所定义着。另外一种被称为法律形式主义,本意是指不考虑立法目的与适用后果而仅仅应用逻辑推理来进行司法审判的法律适用方法。<sup>[19]</sup>但也被学者用以描述使法律与政策相分离的立法思想,如“一旦把企业看作是法人,法律必须保障企业的这些特征。保障企业的独立性与党和国家的政策关系不大,而是出于法人概念本身的需求”<sup>[20]</sup>。这种意义上的法律形式主义源自人们对现代法律的呼唤,认为现代法律自有其目的,即“使人类行为服从于一般性规则的指导和控制”<sup>[21]</sup>。

传统观点萌生的时代,正是法律工具主义退场、法律形式主义来临的立法区间。彼时学界更多关注既有法律因与计划经济政策的紧密关联而缺乏主体性与现代性的显著缺陷,期待借助私法的逻辑体系对之予以矫治。“商事公司说”就是对“公司实际被国有企业定义”的对症施治,期待以前者容纳后者的方式实现《公司法》的纯洁性。但随着《公司法》在几次修订中不断完善,尤其是2005年的修订对国有公司产权安排、设立规则、融资规则的修正与删除,<sup>[22]</sup>《公司法》已然形成较为完备的自治体系,政策的色彩已经不再浓厚,传统观点期待法律形式主义的前提已然不复存在。也是在这一时期,功能主义、<sup>[23]</sup>回应型法<sup>[24]</sup>等关注法律实效与社会需求的法律思想开始被学界接受。同时,随着私法立法的热潮褪去,诸多重要的经济单行法与行政部门法推行,人们也不再认为私法品格是现代法律的唯一选择,“剥离说”的理论与现实论据逐渐充分,期望通过构建特别法满足国企治理的现实需要,服务于国有企业的改革走向。如果认为《公司法》确实因为归属于私法而有必要保留逻辑至上的法律形式主义的立法模式,那么一部具有工具主义倾向,独立于《公司法》的特别法便是调整国有企业所必需的,国有企业的剥离也因而具备了必要性。

### (三) 真相:法律权威与政治权威之间的协调

不同的立法思想为国有企业走出公司法提供了论据,但仍然与具有决定性的立法动机有一定距离。在法律形式主义与法律工具主义背后,分别是法律权威与政治权威<sup>[25]</sup>在发挥实际作用。即使近现代法学已经不再将权威视作法之为法的唯一条件,但在我国,“法律是主权者的命令”的经典论述仍然具有解释力。如《公司法》便是立法机关的命令,并凭借立法机关的权威得以施行,其对于法律逻辑的崇尚与其说是法律形式主义使然,不如认为是立法机关的权威使其得以与政策相独立。与之相对,国有企业改革的决策者是党的领导集体,作为一种有别于传统认识中的主权者的领导者,其命令发挥着实际效力。这正是《公司法》对国有企业的调整屡屡面临“外部冲击”的真实原因。在这种政治权威的领导下,调整国有企业的法律必然与政策更加亲密。

传统观点在根本上是希望借助《公司法》对国有企业无差别的调整树立法律权威至高无上的地位。但正如学者总结出的,具有中国特色的立法过程是“一群学者的执着坚守、一次对立学派

• 339 •

[19] 参见陈锐:《法理学中的法律形式主义》,载《西南政法大学学报》2004年第6期。

[20] 前引[18],郭锐文,第111页。

[21] [美]富勒:《法律的道德性》,郑戈译,商务印书馆2005年版,第170页。

[22] 参见前引[7],胡改蓉文。

[23] 参见马姝:《论功能主义思想之于西方法社会学发展的影响》,载《北方法学》2008年第2期。

[24] 参见图依布纳、矫波:《现代法中的实质要素和反思要素》,载《北大法律评论》1999年第2期。

[25] 此处采取的是周永坤教授对两种立法模式与两种权威之间关系的认识。参见周永坤:《论中国法的现代性十大困境》,载《法学》2006年第6期。

的绝地反击、一位领导人的重要指示，然后是一场旷日持久的学术争论的偃旗息鼓”〔26〕，立法中发挥决定性作用的仍然是政治权威，尤其在国有企业制度领域，“政治规制与法律规制”的竞争殊为明显。〔27〕为此，如何用一种立法方案协调存在于《公司法》中的两种权威的矛盾，便是理论界对“中国公司之谜”的新解。是故，只有剥离国有企业，使其走出公司法的调整范畴，用单独的法律承载政治权威的命令，才是最为合适的出路。

## 二、国有企业走出公司法的既有方案及其评述

在坚实的立法思想指引下，国有企业走出公司法才终于拥有必然性。而学术界目前提出的剥离方案中，以《公共企业法》与《国有公司法》方案最为体系化与完善，对两种方案予以评述，一方面证明该提议本身具有可证伪性，符合证伪主义中对科学性的判断与要求，因而具有理论价值；〔28〕另一方面有助于进一步开拓视野，在法律可能性的范围内寻找更加符合改革目的的剥离路径。

### （一）《公共企业法》方案评述

我国学术话语中的“公共企业”可分别指向两种不同的企业。一是以产品属性为界定标准，“为社会提供具有公共性质的产品与服务”〔29〕的公用企业。〔30〕二是以所有制为标准的公营企业，“是指所有权或控股权归属于政府，并受其直接控制，具有企业法人地位的经济实体”〔31〕，实际上就是我国的国有企业。而《公共企业法》方案指向的实际是前一种含义——“制定统一的《公共企业法》，统一规范私营与国有的公共企业”，并进一步利用该法构建了公共企业的各项制度，包括厘定非营利目标、建立严格的审批设立程序、采纳公共董事与商事董事的混合治理、适用财务监管与信息披露并在退出机制上施行听证解散制度。〔32〕可以认为，这一方案代表着学界对国有企业商事性质定位的反思与公共性价值的重拾，然而，正是因为该方案将公共企业解读为公用企业，使得作为问题的“国有企业商事化”与作为答案的《公共企业法》之间产生了口径的偏离。

#### 1. 商业性国有企业何去何从

为“撩开国企的商事面纱”，就必须对全部存在过度商事化的国有企业进行调整与矫正。但在“公用企业”的实质意蕴下，学者设计的《公共企业法》却无法与这一需求相匹配。具体而言，自从国有企业实施分类改革以来，国有企业便区分为商业性（或竞争性）与公益性两类。如果切实设立《公共企业法》，那么碍于公共企业的概念取向在于产品属性而非所有制，会使得那些在行为与产品属性上并未体现公共性，但又在治理结构与产权安排等方面极为特殊的商业类国

〔26〕 周大伟：《追忆：佟柔先生与中国民法学》，载《南方周末》2007年3月8日，第D29版。

〔27〕 参见陈晓华：《国有企业法律规制与政治规制：从竞争到融合》，载《法学论坛》2019年第6期。

〔28〕 参见张华夏：《波普尔的证伪主义和进化认识论》，载《自然辩证法研究》2003年第3期。

〔29〕 胡改蓉：《论公共企业的法律属性》，载《中国法学》2017年第3期，第145页。

〔30〕 参见孙晋：《竞争性国企市场支配地位取得与滥用以及规制的特殊性》，载《法学评论》2016年第1期。

〔31〕 朱柏铭编著：《公共经济学理论与应用》（第2版），高等教育出版社2013年版，第259页。

〔32〕 参见前引〔8〕，蒋大兴文，《国企为何需要行政化的治理——一种被忽略的效率性解释》。

有企业仍交由《公司法》进行调整。也正因如此，在《公司法》内外会继续广泛存在着两种权威之间的冲突，无法实现“剥离说”的立法使命，凸显了该方案的未竟之功。

## 2. 私营性公共企业规制障碍

同时，也是由于公共企业的概念取向，《公共企业法》方案不得不将私营性公共企业纳入调整范围，并一概取用国有公共企业的标准进行调整，这将面临一系列问题与障碍。如一律需要“向各级人大报告其运营状况”，并在解散时“经过各级人大或其常委会核准”，这对于国有企业是极其妥善的制度建设，有利于减少国有企业的代理链条与代理成本，<sup>〔33〕</sup>但同时要求私营公共企业履行这一义务便存在法理上的障碍，至少与前者义务的实质——接受“人大股东”的监督——绝不相同。再如设立不予分配利润的目标，这对于国有企业确实能够减少内部人私分利润的渠道，但对于私营公共企业而言无疑等同于扼杀举办人与投资人的创办热情，不利于其发展。再如引入政府机构指派的公共董事的措施，在国企中既是司空见惯的事实，也是制度建设的方向，但在私营公共企业中尚有讨论余地，并非理所应当，完全可以借鉴日本公共企业中第三方社会组织监督的做法。<sup>〔34〕</sup>总而言之，在这一点上，再度体现出《公共企业法》方案存在明显的“对象错误”。

## （二）《国有公司法》方案之评述

《公共企业法》方案的核心是利用与商事公司相异的公共企业的概念重塑国有企业，但却未能考虑到其与国有企业或是国有公司是实质平行的关系，因而调整范围对内无法融入商业性国有企业，对外错误纳入了私营性公共企业。这提供了一个启示——应当尽量以国有企业或是国有公司本身为核心概念构建剥离的法律路径。在这一点上，《国有公司法》确实是更加匹配的立法方案，但也存在无法解决的立法疑难与不可低估的立法影响。

### 1. 何为“国有公司”：立法技术的疑难

什么是“国有公司”？这是《国有公司法》方案需要首先回答的问题。如果首先将国有公司等值转换为公司型的国有企业，那么问题也将等值转换为“什么是国有企业”。对此，实定法尚未“认真对待过”<sup>〔35〕</sup>。《国有公司法》方案对之采取了兼顾“所有权”与“控制权”的认定标准，即“国有资本直接或间接持股半数以上，以及虽然持股比例少于半数，但对公司享有实际控制权的”<sup>〔36〕</sup>企业，便是国有企业。该种界定符合目前的制度实践，也与理论主流观点保持一致。但对其仔细观察，便能发现该种界定标准面临边界不清的适用困境。

### （1）国际性难题：国有企业的“控制权标准”

《国有公司法》方案认为对企业享有的实际控制权主要是指“对公司主要事项具有重要影响力，如企业重大事项的决策、半数以上董事会与监事会人员的任免等”，这一标准可以识别实质的国有企业，但难以回答如下追问：首先，实际控制权的边界在何处？即究竟怎样判断该企业已经被国家或出资人代表机构控制？如果按照“对主要事项具有重要影响力”的内涵界定方式，怎

〔33〕 参见蒋建湘：《委托代理视角下国企公司治理的改进》，载《法律科学》2014年第6期。

〔34〕 参见陈美颖：《日本公共企业经营治理的制度改革及其启示》，载《现代日本经济》2019年第5期。

〔35〕 前引〔5〕，蒋大兴文，第227页。

〔36〕 前引〔7〕，胡改蓉文，第138页。



样区分“主要事项”与“非主要事项”、“重要影响力”与“一般影响力”？如果按照类型划分的方式，在掌握重大事项决策权、董事会与监事会人事权以外，还有哪些典型的类型？立法是否能够周延地规定这些类型？其次，对实际控制权的判断是个案的还是普遍的？如企业的某次决策、某项人事任命被国家或出资人代表机构控制，是否可以认为其掌握了该公司的实际控制权？最后，实际控制权判断的逻辑是“后于行为的”，但《国有公司法》的适用逻辑是“先于行为的”，也即实践中只能依据国家以及企业已经作出的行为及其效果认定是否被实际控制，但《国有公司法》的适用却要求首先确定企业是否为国有，这之间的时差矛盾如何处理？

如何判断被国家或政府实际控制不仅困扰中国学术界，域外学者对之的态度也十分消极。在美国，表面上仅存在所有权界定标准，联邦层面的《政府公司控制法》规定的“政府公司”仅包括政府混合所有权与政府全资公司两类，<sup>〔37〕</sup>但实际上也存在大量私人所有，并接受政府支持（sponsor）的实质“政府公司”。一般而言，这种支持非常模糊，其形式也十分多样，其中最为典型的一类，如著名的房地美与房利美公司，<sup>〔38〕</sup>会接受政府提供的隐性债务担保，从而大幅减少融资成本，但其经营方针也必须与政府的政策协调一致。因此，美国学界一般称美国政府是这些公司的担保人（guarantor）。<sup>〔39〕</sup>可以看出，这一类实际控制便十分脱离人们对控制权的典型认识，以至于美国学者指出，（美国）政府公司的存在远比外界观察到的更普遍。<sup>〔40〕</sup>此外，在国际法领域，如何判断某机构（包括企业）受该国政府的实际控制也是莫衷一是，众说纷纭。并不仅仅考虑“政府拥有多数股权”的“政府控制说”，认为“政府官员在该实体的董事会中任职、政府能够控制该实体行为、该实体响应政府政策或利益追求”是认定实质控制的关键要素。而“政府权力说”则认为只有该机构被赋予了政府权力，才形成“有意义的控制”。<sup>〔41〕</sup>综上可见，“实际”“控制”这两种本身含义模糊的概念所组成的偏正短语必然难以得到细致的解释。

#### （2）本土性疑虑：国有企业的所有权标准

依据《国有公司法》方案中“持股半数”的规定，国有企业将包括国有独资公司、国有全资公司与国有控股公司，而不包括国有参股公司。这是对出资人权利与出资人份额等比例相关的法律常理的遵从，但却面临国有企业治理制度的质疑。如最近推出的《国有金融资本管理条例（征求意见稿）》就将国有金融机构的穿透式管理对象界定为“各级控股及参股企业”。虽然在该稿总则部分将国有金融机构类型化为国有独资、全资、控股与实际控制四种，<sup>〔42〕</sup>但无疑在上述“穿透式管理制度”的具体规定中，参股企业被纳入到了特殊治理规则下，实际上已然是国有企业。<sup>〔43〕</sup>与中央法规层面经常以“分则与总则”打架的方式将国有参股企业实质认定为国有企业不同，地方出资人代表机构往往更直接地规定国有参股企业归属于国有企业行列，诸多地方文件

〔37〕 参见《美国联邦法典》第31编第4卷第91章第一节；前引〔1〕，顾功耘主编书，第10页。

〔38〕 参见缪因知：《从国企到公共企业的法律调整与所有权调整》，载《交大法学》2017年第3期。

〔39〕 See Micheal Froomkin, Reinventing the Government Corporation, 47 (3) University of Illinois Law Review 543 (1995).

〔40〕 参见前引〔39〕，Micheal Froomkin文。

〔41〕 参见陈卫东：《中美围绕国有企业的补贴提供者身份之争：以WTO相关案例为重点》，载《当代法学》2017年第3期。

〔42〕 参见《国有金融资本管理条例（征求意见稿）》（2020）第2条。

〔43〕 参见王怀勇、王鹤翔：《国有金融机构穿透式管理之见疑》，载《现代经济探讨》2022年第3期。

对国有参股企业的董事会与监事会人选、<sup>〔44〕</sup> 股东权益保护、<sup>〔45〕</sup> 企业决策规则与财务管理<sup>〔46〕</sup>等事项进行的特殊规定，使之与国有企业无异。面对上述这些超出所有权标准的实践，《国有公司法》应当如何应对？若仍然排除国有参股企业，或许很难得到中央层面出资人代表机构与相关部委的支持，进而导致在中国独特的部委立法体制下，《国有公司法》很有可能只停留于理论的构想。

## 2. 过于特殊的国有公司：立法影响的疑虑

### （1）对国际法地位的影响：《国有公司法》与《私有公司法》的分立

《国有公司法》方案对公司型国有企业进行特别调整，极有可能影响这类国企的国际法地位。从目前国际贸易仲裁的实践来看，该举有可能使国有企业被识别为 WTO《补贴与反补贴措施协议》中的“公共机构”（public body），从而被直接认定为补贴提供者，在调查与争端解决中处于极其被动的地位。具体而言，该协议认为补贴提供者有三类：政府、公共机构与私营机构。<sup>〔47〕</sup> 但碍于国际法对“公共机构”缺乏明确的定义，国家或政府全资或控股的企业如何定性仍然未形成统一做法。在美国多主张运用的“五要素分析法”中，“是否依据法律成立，以及依据何种法律成立”<sup>〔48〕</sup> 具有重要的判断作用。如果确实颁布《国有公司法》，将使得原《公司法》成为实质上的“私营公司法”，一“公”一“私”形成强烈对比，加之五要素分析法中的其他四项，即“政府所有权”“政府官员在该实体的董事会中任职”“政府能够控制该实体行为”“该实体响应政府政策或利益追求”，国有企业多数占尽，其如“希腊船方诉中国案”中被认定为公共机构<sup>〔49〕</sup>或将成为常态。

### （2）对公司制改革的影响：脱离《公司法》的“保护”

《国有公司法》方案对国有企业的另一影响，是有可能阻碍其公司制改革。此前由《公司法》作为调整公司型国有企业基本法的做法，虽然造成了诸多矛盾，但也正是因为《公司法》的辖制，国有企业的公司制改革获得了法制保障，即使在部分领域受到了外部规范性文件的侵袭，进行改革的国有企业仍然保持了公司的基本要素，形成了所有权与经营权相分离的现代企业基本架构，与“新三会”为代表的公司治理结构。出资人代表机构欲伸展权力，加强行政性治理，始终不得不忌惮《公司法》的制度刚性。但如果将公司型国有企业尽数剥离，在特别法内进行统一调整，就很难继续维持这一局面。在我国特别的部委立法体制下，行政权力很大程度上与立法权力有所重合，由出资人代表机构草拟或参与的《国有公司法》，势必体现其对公司型国有企业的治理理念。这一点在国资委起草的《公司法》建议稿中就有所体现，该稿建议赋予国资委对二级以下国企的穿越式监管权力以及国企内部的特别调查权力，<sup>〔50〕</sup> 这就很大程度上已经突破了基于“出资—被出资”形成的股东与公司之间的层级关系。由此，面对维持公司制改革的正确方向、

〔44〕 参见《海口市国有及国有控股、国有参股企业领导人员管理暂行规定》。

〔45〕 参见上海市《章程示范条款（国有参股股东权益保护）》（沪国资委法规〔2018〕371号）。

〔46〕 参见《萍乡市人民政府关于印发萍乡市国有参股公司管理暂行规定的通知》（萍府发〔2018〕12号）。

〔47〕 参见刘雪红：《“国家资本主义论”下的国企投资者保护——基于投资协定革新的视角》，载《法学》2018年第5期。

〔48〕 前引〔41〕，陈卫东文，第21页。

〔49〕 参见刘纪鹏、曾斌：《从“希腊船方诉中国案”看国资改革的基本模式》，载《中国政法大学学报》2012年第4期。

〔50〕 参见国务院国资委法规局撰写的《公司法》修改建议稿（内部资料）。转引自前引〔7〕，郭富青文。

保留公司制改革成果的立法任务,《国有公司法》或难承其重。

综上所述,《国有公司法》方案确实更加切题,是对国有企业法律调整模式改革的有益尝试。但一方面国有公司与国有企业认定标准的不确定性使得该方案无法满足立法中确立核心概念的规范性需求,另一方面该方案也或将造成不利于国有企业发展的立法影响,故而不能称作是剥离路径的最优设计。国有企业如何走出公司法,仍然可以有其他的回答。

### 三、执两用中:针对国有资本投资运营公司的有限剥离与适度重构

国有企业走出公司法,一是需要回归问题的本源,成功协调法律权威与政治权威之间的矛盾,完成“剥离说”的立法使命,从而对传统观点与《公共企业法》方案实现超越;二是必须克服或是避免《国有公司法》方案在核心概念规范性方面的力有不逮与立法影响方面的无心之失。这并非是理论不能胜任的构想,在授权经营体制改革的背景下,针对国有资本投资运营公司进行的有限剥离与适度重构是为最佳的立法路径。

#### (一)《国有资本投资运营公司法》方案的提出

所谓《国有资本投资运营公司法》方案,是指构建特别法,专门调整国家直接出资的国有资本投资运营公司,同时搭配对普通国有企业相关法律法规的清理,删去《公司法》关于国有独资公司的特殊规定,使之仅受《公司法》中普适的组织规则与《企业国有资产法》中的资产规则的调整。这一方案绝非故意标新立异。一方面,在国际上,对国家直接出资企业施行特别法管控,而对这些企业下属的国家间接出资企业通过普通商事企业法进行调整的做法非常普遍。如美国《政府公司控制法》中的“政府公司”便仅指政府直接出资设立的混合所有权公司与全资子公司。<sup>[51]</sup>再如加拿大法律中的“国有企业”虽然同时指代“国有企业母公司”及其“全资子公司”,但也同时要求对子公司的调整必须符合其章程,此外也仅有内阁总理有权力要求某全资子公司直接适用国有企业的特殊规定。<sup>[52]</sup>这是对全资子公司适用国有企业特殊规定的双重限制,致使其在一般情况下只被认定为普通公司。再如新加坡也在《宪法》中明确,受到特殊规制的仅包括列明的政府直接出资的国有控股平台企业,如著名的淡马锡控股有限公司等,这些公司下属的企业则依照商业规则与普通公司法施行自治。<sup>[53]</sup>另一方面,该方案确实具有超越《公共企业法》与《国有公司法》方案的可能,并且其本质就是对新一轮授权经营体制改革的实现。

#### 1. 对《公共企业法》方案的超越

《国有资本投资运营公司法》方案创造了国有资本投资运营公司(以下简称“平台公司”)这一法律概念,并借助规范性文件的清理与梳整,使组织法意义上的公司型国有企业概念消弭于《公司法》之中。新增的平台公司概念归属于特别法,并不因为采取公司制而受到《公司法》调整,这就使得平台公司可以与《公司法》的私法属性保持距离,不需要在资本制度、治理结构、决策规则等方面与《公司法》中的公司发生纠缠,保留政治权威的介入空间。同时,《公司法》也不

[51] 参见前引[1],顾功耘主编书,第10-13页。

[52] 参见前引[1],顾功耘主编书,第71页。

[53] 参见前引[2],王怀勇、王鹤翔文。

必再因为包含所有制成分而饱受政治权威的侵扰，得以借助法律权威的力量塑造符合市场经济逻辑的理想公司，实现本次《公司法》修订中“为中国企业的创新创业保驾护航，提升国际化的竞争力”的立法目标。这种剥离方案一方面与传统观点有所关联，彻底消除了国家间接出资的国有企业的特殊地位，有助于实现国有企业向现代企业转型；另一方面也避免了《公共企业法》方案仍然陷于两种权威纠葛的立法结果，为两种权威之间的协调提供了路径，实现了“剥离说”的立法使命。

## 2. 对《国有公司法》方案的超越

平台公司作为三级授权经营体制改革的中间一级，其识别标准相当明确，不会出现类似国有企业的界定难题，因此满足立法中对核心概念的规范性需求。平台公司由国家直接出资设立，在立法中完全可以将“国家直接出资”作为其核心规定。同时，出于授权经营体制改革仍在继续，既有两级体制（出资人代表机构—国有企业）在部分领域有所保留，为与这些领域中的国家直接出资企业相区别，还需要将平台公司特殊的功能定位纳入定义。其中国有资本投资公司的功能是针对市场失灵、社会民生以及重要战略领域通过产业投融资，实现政府的政策性目标；国有资本运营公司的功能则是通过资本运作与资本整合相结合的方式，在市场机制中推动国有资本的保值与增值。<sup>〔54〕</sup>借助国家出资方式与功能定位的双重标准，平台公司概念便可拥有明确的指向，《国有资本投资运营公司法》的调整范围也较为稳定。

在立法影响的维度，《国有资本投资运营公司法》方案没有改变间接出资国有企业受《公司法》调整的现状，同时削弱了《公司法》的所有制色彩，不会影响其国际法地位，也不会使国有企业的公司制改革成果付之东流。因此，相比《国有公司法》，一部针对国有资本投资运营公司进行有限剥离的法律更接近“剥离说”的最优设计。

• 345 •

## 3. 新授权经营体制改革：《国有资本投资运营公司法》方案的实质

以平台公司为纽带，连接出资人代表机构与国有企业的三级授权经营体制存在“出资人代表机构与国有资本投资运营公司之间”“国有资本投资运营公司与国有企业之间”的两组法律关系。对于前者的性质，学界仍然莫衷一是，而对于后者，则一致认为属于股权关系。<sup>〔55〕</sup>《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》（国发〔2015〕63号）指出国资委通过授权的形式将政府授予国资委的“出资人职责”向平台公司授出，而平台公司对于下属国有企业仅行使股东权利。这便表明，在授权经营体制改革的顶层设计中，对后一种关系的认识与学界保持了一致意见，而前一种关系则被认为是一种有别于信托、代理等私法法律关系，更具有公共特征的特殊法律关系。因此，抹去普通国有企业的特殊性，统一交由《公司法》调整，使其解脱于传统的行政治理，只由国有资本投资运营公司进行股权管理，便是对顶层设计中股权关系的确认与落实；而把国有资本投资运营公司从《公司法》的管辖下剥离出来，借助特别法承载特殊的法律关系，也是实现授权经营体制改革的题中之意。《国有资本投资运营公司法》方案绝非毫无基础的“万丈高楼平地起”，更不是简单宣介域外经验的“海客谈瀛洲”，而是实现授权经营体制改革的必要途径。

### （二）《国有资本投资运营公司法》方案的基本架构

方案的两方面中，对普通国有企业法律调整模式的塑造并不复杂，仅需要删除《公司法》中

〔54〕 参见何小钢：《国有资本投资、运营公司改革试点成效与启示》，载《经济纵横》2017年第11期。

〔55〕 参见赵旭东、王莉萍、艾茜：《国有资产授权经营法律结构分析》，载《中国法学》2005年第4期。



的国有独资公司条款,以及排除包括《企业国有资产法》在内的其他规范性文件中对国有企业组织规则的规定即可。较为困难并充满争议的是《国有资本投资运营公司法》的构建,为此需要进一步阐明该法的基本线索与重点问题。

### 1. 国有资本投资公司制度与国有资本运营公司制度的分立

两种公司制度应当分立还是统合,是《国有资本投资运营公司法》需要首先解决的问题。现实中,许多地方筹建了统一的平台公司。然而在相关政策文件的顶层设计中,两种公司的功能迥异。其中,投资公司专注于实现政府的政策性目标,克制市场失灵、保障社会民生、扶持战略产业;运营公司则是借助市场机制实现国有资本的交换价值,促进国有资本的保值增值。<sup>[56]</sup> 顾耕耘教授也曾判断:“政府也可以对这两种公司实行必要的分工,比如一个重点投资公共领域,一个重点投资竞争领域。”<sup>[57]</sup> 如果对两种公司制度统合立法,势必再次在同一制度、同一类组织中重现国有企业普遍存在的经济性与公共性之间的经典矛盾。<sup>[58]</sup> 也正是这种属性之间的差异,为两种公司的制度构建与权责配置提供了“他治”与“自治”的立法指引。

### 2. 在分立的基础上明确法律关系

明确两类公司分立后,还需要明确出资人代表机构与平台公司之间的法律关系。对于此前学界盛行的“委托代理”说,已有学者指出其仅是经济学话语的复述,只关注代理人与被代理人之间的内部合意,远远宽泛于法律中的代理。<sup>[59]</sup> 而更符合法学口味的“信托关系说”<sup>[60]</sup>一方面并未得到官方政策文件的承认,与现实有着严重的背离;另一方面也仍然是传统观点“商事公司说”的延续,旨在构建政府与国有企业之间平等的私法关系。实际上,国有企业的法律改革并不排斥行政监管,人们忌惮的是这种监管权与经营权混为一体时展现的非中立性。而两种公司的设立目的就在于将经营权分离出来,使监管权恢复公平的本色。为此,可以将国资委与平台公司之间的法律关系界定为规制法意义上的监管与被监管关系。考虑到运营公司更加具有商业性,国资委对之的监管可以秉持一种“包容审慎”的理念,采取正面列举的方式缩小监管范围,并在监管方式上更强调柔性的指导与劝诫;而投资公司的公共性则要求国资委对之施加更加严格的“行为监管”,对投资公司的重大决策实施覆盖,在监管方式上着重加强前端的审批与控制。

### 3. 在分立的基础上明确两种公司的权限范围

依据顶层设计的安排,平台公司承接的是从国有资本监管权中剥离出来的国有资本经营权。<sup>[61]</sup> 为此,国有资本经营权的范围就是平台公司的权限范围。国务院2019年颁布的《改革国有资本授权经营体制方案》围绕战略规划和主业管理、选人用人和股权激励、工资总额和重大财务事项几方面对国有资本投资运营公司进行了授权规划,但却未进行分类授权安排。具体而言,投资公司必须实现公共性,国家对之投入的资本是为公益性国有资本,因此在权限范围上应当体现受到监管权限制而表现出的保守,与基于对下属公益性国有企业管理的需要体现出的扩张。因

[56] 参见前引[54],何小钢文。

[57] 顾功耘:《论国资国企改革的政策目标与法治走向》,载《政治与法律》2014年第11期,第85页。

[58] 参见前引[14],顾功耘、胡改蓉文。

[59] 参见前引[55],赵旭东、王莉萍、艾茜文。

[60] 参见前引[55],赵旭东、王莉萍、艾茜文。

[61] 参见王志强:《基于“保持距离型”理论的“管资本”为主的国资监管新框架》,载《江西社会科学》2019年第5期。

此，应当取消其在战略规划与主业管理方面的权限，加大其对下属国有企业委派董事与监事的力度，并将公司工资总额备案制恢复为审批制。而运营公司更加偏向商业性，国家对之投入的资本则是商业性国有资本，其经营权范围以及公司权限范围则应当与投资公司相反，体现出对“上”偏强，对“下”偏弱。是故，应当限制甚至取消其对于下属国有企业强制委派董事与监事的规则，交由下属公司股东会按照《公司法》规则自行决定；同时扩展更多授权范围，使运营公司的资本制度、决策规则与治理结构更符合市场经济的要求。

#### 4. 在分立的基础上区分建立治理结构

作为公司制企业，投资公司与运营公司应当具备公司治理的制度基础，由董事会掌握决策权、监事会掌握监督权、经理层掌握具体执行的权利。在这种共同的基本架构下，还应当根据两种公司不同的属性作出区别式的安排。对于投资公司应当建立治理重心更加偏向“外部”的治理结构，保证其尽职尽责地实现公共性职能。这首先要求在董事会中建立外部董事占多数的结构，并进一步在外部董事中引入更多由出资人代表机构选出、并对之负责的股东董事，<sup>〔62〕</sup>保障决策权不因内部人控制而异化；其次，强化董事会对经理层的监督职能，保证以经理层为实质治理中心的夹层主义不在投资公司中出现；<sup>〔63〕</sup>再次，恢复对投资公司设立外派监事会的规定，强化来自出资人代表机构的监督；最后，充分落实党组织对投资公司治理结构的嵌入，构建党委会职能的确权路径，保障党委会在投资公司中担当领导核心。对于运营公司，则必须尊重其自治需要，建立治理中心偏向“内部”的治理结构。这首先需要运营公司在董事会的外部董事中为既独立于出资人代表机构，又独立于公司内部独立董事<sup>〔64〕</sup>保留更多席位，通过决策权的独立使自己不被出资人代表机构与内部人掌控；其次，应当进一步加大经理层的社会化程度，拓展其权限范围；再次，明确要求运营公司设立内部监事会，结束政策变动后运营公司内部监管权力空白的局面；<sup>〔65〕</sup>最后，指出党组织在运营公司中所发挥的领导作用偏向政治维度，不对公司的日常经营与商业决策进行领导。

#### 5. 以修法为契机促进国有资本监管权与所有权的分离

将其他国家机构引入国有企业与国有资本治理领域的提议始终不绝于耳，如“公共企业说”中认为公共企业负有向人民代表大会报告的义务。<sup>〔66〕</sup>另有学者指出，应当建立与人民代表大会同性质的人民代表股东会制度从而减少国有企业代理成本。这不禁引人追问，这些机构参与对国有企业的治理的权利基础是什么？

与此同时，理想构型下的平台公司承担国有资本经营权，而以国资委为代表的监管机构则掌握国有资本监管权，这便使得应然层面的国有资本权力链条产生了断裂，由谁来行使本源性的权利——国有资本所有权？将两种问题综合考虑，不难发现，人民代表大会或是人民代表股东会与

〔62〕 关于政府董事的概念参见肖海军：《政府董事：国有企业内部治理结构重建的切入点》，载《政法论坛》2017年第1期。

〔63〕 关于“夹层主义”的概念参见蒋大兴：《公司董事会的职权再造——基于“夹层代理”及现实主义的逻辑》，载《现代法学》2020年第4期。

〔64〕 关于此处独立董事的概念参见前引〔2〕，王怀勇、王鹤翔文。

〔65〕 参见蒋大兴：《国资监管职能的重组——如何应对国外派监事会的取消》，载《南开学报》2019年第3期。

〔66〕 参见前引〔8〕，蒋大兴文，《国企为何需要行政化的治理——一种被忽略的效率性解释》。

国有资本的真正所有者——人民——距离最近，由之代理产生的链条最短、成本最低，这是政府机关永远无法比拟的优势，因而是最为适宜的国有资本所有权代理者。然而，目前国有资本改革的实际情况是国资委被授予的出资人职责中混合了监管权与所有权，使得整个国有资本权力的分布呈现两点一线的线状结构——国资委权力过重，而平台公司受到国资委单方面的管控，有产生行政异化的风险。是故，应当借《国有资本投资运营公司法》建构的契机，正式在法律中规定国有资本所有权及其归属，形成国有资本权力的三角结构。当然，在具体规定形式上可以有所折衷，仅要求平台公司在部分事项上对所有权代理机构负责，而非向国资委负责即可，以换得立法过程的平稳进行。在具体代理机构的选择上，新设国家机构的做法成本或许过高，涉及《宪法》与我国根本体制的调整，因此仍然以既存的人民代表大会为最佳。

---

**Abstract:** In the context of Company Law revising, the academia circle had realized that the corporate reform of SOEs was not equal to force SOEs to accept adjustments of the Company Law. On the contrary, SOEs should be separated from the adjustment scope of the Company Law by means of establishing special laws. This kind of “stripping theory” was a reflection on the over-kill of the “commercial company theory” upheld by the traditional viewpoint. However, it also falls into a subjective path on the basis of its arguments, and goes against the historical practice of our country. After analyzing the evolution of the relationship between legal formalism and legal instrumentalism, legal authority and political authority, the inevitability of divesting state-owned enterprises is again drawn. Through a systematic review of the representative divestiture plan, it is found that the “Public Enterprise Law” plan fails to match the problem of over-commercialization of state-owned enterprises. However, the “State-owned Company Law” program cannot meet the normative needs of legislation due to the difficult interpretation of the concept of state-owned companies, and may have an adverse impact on the status of state-owned enterprises in international law and the results of corporate reform. In order to achieve the transcendence of the above point of view, a new stripping path is proposed with the construction of the “State-owned Capital Investment and Operation Company Law” as the core.

**Key Words:** state-owned enterprise, public enterprise, state-owned company, company law, state-owned capital investment and operation company

---

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)

## 论债券预期违约救济的法理基础及分类构造

季奎明 陈 霖\*

**内容提要：**公司债券具有继续性和关系性合同的性质，是以信用为基础的金融工具，在持续履行过程中的信用风险如何解决，是一个重要议题。我国债券司法实践中有在发行人预期违约下提前解除债券合同之做法，其目标是为受侵害之投资者提供加速到期之救济。然而债券上不仅承载持有人的期待利益，亦存有债务人之期限利益，司法上需要考虑两者之间的平衡，避免风险负担的转嫁和扭曲。对此，我国法上虽无债券加速到期制度，但观诸域外立法例以及《民法典》中体现的信用交易的规范理念，应当对之有所区分和调和。司法上宜以信用风险程度之大小为基础分别适用渐进式解除权和径直式解除权；以合同目的无法实现作为共同要件，准确把握解除权的构成要件；以商事准则为基础进行综合判断，避免债权人解除的任意化；促进债券商事信用的建设。

**关键词：**预期违约 期限利益 法定解除权 债券信用风险

• 349 •

### 一、债券预期违约救济的“法”与“理”

#### （一）预期违约救济的现实基础：债券到期之前的信用风险

公司债券是典型的信用载体，这种信用具体而言是持有人相信发行人将按照发行债券时的承诺保障债权人的权益和未来收益，<sup>〔1〕</sup>在履行期限到来前发行人负有维持信用的义务，若发行人的商事信用因其自身行为或外部因素而贬损甚至丧失，则债券继续履行之信任基础也危在旦夕，信用风险转化为预期违约风险，这可以发生在债务履行期到来之前。金融领域双方交易的标的是未来净现金流入，各类金融工具都是预期未来净现金流入，这种预期会随着信息和激励约束条件的

\* 季奎明，华东政法大学经济法学院教授；陈霖，华东政法大学经济法学院硕士研究生。

〔1〕 参见刘迎霜：《公司债：法理与制度》，法律出版社2008年版，第26页。



变化而变化。<sup>〔2〕</sup>在履行期到来之前，发行人陷入违约风险时，持有人不可能无所作为而等待履行期限的到来，这就产生了持有人主动救济的需求。

但是，目前我国债券市场正处于剥离政府信用而转向商事信用的转型阵痛期，路径依赖下依然存在市场人为割裂、刚性兑付落空、多头监管套利等发行弊病，<sup>〔3〕</sup>具体而言，债券信用评级制度失灵、债券利率的风险定价机制失效、债券发行人信息披露失实、债券持有人集体行动机制失能，在信用风险下持有人与发行人的自主协商机制无法有效起到定分止争、化解风险的作用，债券信用基础丧失情况下持有人最终不得不选择终结双方合同关系，通过司法诉讼求偿机制解决纠纷，然而我国以股为中心的偏正结构型证券立法又无相应的债券加速到期等制度供给，在此背景下，投资者需要提前实现救济，要求发行人还本付息从而使自己的债权风险得到化解，这是法定解除权在债券纠纷中被应用的一个现实前提。

## （二）债券预期违约救济的民法逻辑

### 1. 债券合同论

法律不是完全的，所以在适用法律时需要借助法律解释和法律补充进行法条的组合，形成完全的法律规定。<sup>〔4〕</sup>在特别法上无法寻得解决救济的法律规范后，投资者和司法机关从合同法的债法原理中寻求规范补充供给。一般认为，民法和商法存在交叉部分，民法中债法的基本理论是公司债的法理基础。<sup>〔5〕</sup>正如钱玉林所言之商法与民法之“人”字交叉关系，民法基本法在我国商事纠纷解决中亦承担了一般性规则供给的作用。通说认为，债券交易的商事实质是基于契约自由的意定之债。<sup>〔6〕</sup>这包含了将“债券”这一经济生活事实涵摄于“合同之债”这一法律概念的逻辑判断，认定债券上所表征的权利不过就是“证券化了的债权”。而债权，依照《民法典》第118条第2款的规定，是权利人请求特定义务人为或者不为一定行为的权利。债券债权表现为债券持有人在债券到期时请求发行人偿还本息的请求权。<sup>〔7〕</sup>基于这样的判断，债券合同论成为我国司法实践的一种主流观点，并指导着合同法在债券纠纷中的援用。

### 2. 未到期债权、期限利益与履行迟延

韩世远认为，履行期到来前的债权是具有期待权色彩的、请求力不足的不完全债权。<sup>〔8〕</sup>申言之，若债券规定的还本期限未届至，债券持有人对发行人无本金请求权。在此期间，若发行人发生信用风险，为避免风险扩大至债权最终无法实现，债券持有人欲求摆脱双方之间的债务期限束缚，要求提前归还本金。但是由于约定的本金债务履行期限尚未届至，持有人无法基于履行迟延而主张强制履行和违约责任，则未到期之债券持有人应当如何实现救济？为了化解债权风险，提前收回本金，持有人期待绕开契约自治对债务履行期限的限制，寻求法定解除权等合同法制度

〔2〕 参见汪其昌：《金融本质和金融工具与合同法和金融法律关系》，载赵万一主编：《合同法视野下公司法与金融法的适用》，法律出版社2017年版，第195-216页。

〔3〕 参见范鑫：《公司信用类债券发行注册制的时代构建——以商事信用流转为中心展开》，载《证券法律评论》2020年卷，中国法制出版社2020年版，第174-196页。

〔4〕 参见黄茂荣：《法学方法与现代民法》，台北元照出版社2019年版，第361页。

〔5〕 参见前引〔1〕，刘迎霜书，第62页。

〔6〕 参见冯果等：《债券市场风险防范的法治逻辑》，法律出版社2016年版，第236页。

〔7〕 参见《公司法》第153条、第154条；《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第2条。

〔8〕 参见韩世远：《合同法总论》，法律出版社2018年版，第563页。

填补其救济,嗣前消灭或者嗣后终止合同的约束力,从而剥夺发行人享有的债务期限利益和资金用益利益,实现投资的返还。

### 3. 预期违约下的解除合同:间接实现债券加速到期

因违约而发生的合同解除,在功能上具有守约方“合同义务的解放”与“交易自由的回复”,以及违约方“合同利益的剥夺”之效果。<sup>〔9〕</sup>债券持有人通过解除合同可以实现“加速到期”的效果,剥夺了发行人依据募集说明书条款享有的期限利益,得从消极地容忍发行人占用资金的义务中解脱出来。

在解除效果上,需要对一时性合同和继续性合同进行区分,继续性合同被解除通常不产生恢复原状义务。<sup>〔10〕</sup>债券发行人基于自身对市场的投资承诺及投资者的投资预期决定了债券合同的继续性质,<sup>〔11〕</sup>债券合同被解除后不产生恢复原状义务,但因债务人受领货币资金的法律上的原因被合同解除消灭,债务人因此而负担不当得利的返还义务。而且,在履行效果上,由于法定解除权属于当事人单方的形成权,无需经过债务人同意,则可以达到即时加速到期的效果,即使债务人对此表示异议,此后经过诉讼确认解除时点亦可追溯至债权人单方发出通知之时。同时,解除合同并不妨碍损害赔偿的主张,就合同解除之后的资金使用行为给债权人带来的损失,法院亦得判决债务人予以赔偿。对于合同解除之后损害赔偿的计算,实践中以《民法典》第584条的可得利益规则确定损失,参照债券票面利率而非同期银行同业存款利率进行确定。通过授予预期履行利益的损害赔偿,持有人按照债券合同享有的本息同时受到了法院的实质保护,实现了提前到期的效果。

### (三) 提前解除的司法政策之确立

追根溯源,对于民商事合同提前解除的司法政策,司法机关在2008年就已经通过司法文件的形式确定下来。根据最高人民法院发布的《关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》第17条的精神,当事人一方已经完全履行给付义务,即使约定的价款期限未届至,债务人有拒绝履行、预期履行不能等情形,当事人诉请付款方支付未到期价款的,除非付款方已经提供适当的担保,否则收款人可以依据不安抗辩权、预期违约等规则解除合同。<sup>〔12〕</sup>提前解除合同成为解决债券纠纷的常用法律救济手段,使持有人可以绕开期限屏障请求偿付,主张还本付息。而2019年最高人民法院发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》则将“债券募集文件关于预期违约、交叉违约等的具体约定以及发生事件的具体情形”作为发行人提前还本付息的考量因素。该《纪要》还规定,债券持有人依据发行人存在欺诈发行、虚假陈述等事由提前解除合同,法院应当综合考量行为是否足以导致合同目的不能实现等因素予以确认。上述两个司法文件规定了提前解除合同的做法,但是停留在确认司法政策的层面,并未对基层法院给予统一明确的审判指导。

〔9〕 参见前引〔8〕,韩世远书,第649页。

〔10〕 参见前引〔8〕,韩世远书,第674页。

〔11〕 参见前引〔6〕,冯果等书,第240页。

〔12〕 该文件规定了加速到期的一些参考因素:有确切证据证明付款方明确表示不履行给付价款义务,或者付款方被吊销营业执照、被注销、被有关部门撤销、处于歇业状态,或者付款方转移财产、抽逃资金以逃避债务,或者付款方丧失商业信誉,以及付款方以自己的行为表明不履行给付价款义务。

## 二、债券预期违约救济司法现状之梳理

### （一）“合同目的不能实现”的司法判定

在本金到期前，债务人可能出现利息违约的情况，根据多则判例，法院普遍认定利息违约属于根本违约：因投资者购买债券的主要合同目的在于“获取利息”，发行人利息违约的行为使投资者的合同目的无法实现，构成根本性违约，投资者可以解除合同。<sup>〔13〕</sup>这是实践中最为典型的做法，将按期受偿利息的投资目的认定为“合同目的”，迟延付息则造成“合同目的的落空”。

除了利息违约外，违反其他合同义务也可能被认定为“根本违约”。证券信息披露义务的履行确保发行人信息的透明，是市场定价、投资决策、风险警示等的重要基础。在债券投资中，发行人充分的信息披露揭示发行人的偿债能力和偿债意愿，保护债券持有人利益，属于债券发行人的一项重要附随义务。在发行人递延付息不构成违约的永续债券下，法院认为发行人的持续信息披露违规行为损害了债券的流通性，因而导致持有人欲通过出售票据收回本金的目的无法实现，构成根本违约。<sup>〔14〕</sup>除此之外，为保障债权人权益，在债券发行时投资者可能与发行人约定了若干投资者特别保护条款，其中亦可能规定发行人的担保义务以保障债券本息的实现，构成发行人的一项从给付义务。司法实践中，存在以发行人出现利息违约，且未能履行双方约定的维持担保物价值条款的义务，导致投资者获得投资收益的主要合同目的无法实现，而认定构成根本违约的做法。<sup>〔15〕</sup>此处我们可以看出，法院在论证过程中基本上把“合同目的的实现”推定为“合同义务的全部履行”，等同于合同履行的完满形态，债券发行人主给付义务、从给付义务和附随义务的违反都可能引致解除权的发生。

### （二）法定解除权依据选择及违约认定

#### 1. 法定解除权依据之选择

由于我国法定解除权制度具有混合继受的特征，规范之间可能存在适用上的重叠。在现行制度下，履行期到来前债券发行人陷入履行不能之虞时，债权人既有可能通过主张债务人构成预期违约而解除合同，也有可能通过行使所谓不安抗辩权继而解除合同。因此，在债券预期违约纠纷中对于解除权依据的选择，有原《合同法》第94条第2项和《合同法》第69条两种路径。在景顺长城诉中城建债券交易纠纷一案中，发行人出现多期债券违约，期间转让其名下多家公司股权，偿债能力严重下降，法院认为：其可能丧失履行债务的能力时，持有人行使不安抗辩权，中止履行并以函件、决议等形式要求增加担保，但是发行人拒绝履行，因此可以解除合同。<sup>〔16〕</sup>同样的情形，实践中更为主流的做法则是认定发行人是“以行为表明不履行主要债务”，构成默示的预期违约。以上规范对于解除权的构造是不同的，因此会对权利的行使要求和法律效果产生不同的影响，亦会产生不同的疑问，这在债券合同解除纠纷中亦然，其具体情况将在下文展开。

〔13〕 参见北京市第二中级人民法院（2019）京02民初409号民事判决书；广东省深圳市南山区人民法院（2019）粤0305民初5614号民事判决书；上海市第一中级人民法院（2017）沪01民初716号民事判决书。

〔14〕 参见上海市黄浦区人民法院（2017）沪0101民初13670号民事判决书。

〔15〕 参见广东省深圳市南山区人民法院（2018）粤0305民初17751号民事判决书。

〔16〕 参见上海市黄浦区人民法院（2017）沪0101民初13670号民事判决书。

## 2. 债券发行人预期违约的判定

### (1) 明示不履行

若发行人在履行期限到来之前明确表示其无法履行兑付义务,则债权人可以依据《民法典》第578条主张债券发行人构成预期违约,要求其承担违约责任并解除合同。最高人民法院在一则判决中表示:债务人向债权人明确表示无法履行本案涉诉债券清偿义务,且在案件审理过程中债务人明确认可债权人要求提前到期的理由,因此即使债券募集说明书中没有约定加速到期条款,亦可以加速到期。<sup>[17]</sup>在华溢之星诉无锡五洲国际装饰城一案中,债券发行人无锡五洲发行的“16锡洲02”债券连续两年利息违约,且发行人在上交所官方网站发布公告表示公司经营困难无力支付债券本金及利息,法院结合债券发行人对外偿付能力、无力履行的意思表示等事实,认定发行人构成预期违约,对债权人提前解除合同的请求予以支持。<sup>[18]</sup>

### (2) 在本债中拒绝追加担保或采取补救措施

法院普遍认为在发行人偿债能力面临危机的背景下,发行人负有积极作为以保障债权人的履行期待的义务,故可以通过发行人的消极状态推定其存在拒绝履行主要债务的意思,从而得出违约的结论。具体而言,这种消极状态的“不作为”既包括发行人“未履行增加担保义务”的“不作为”,也包括发行人资信状况恶化时“未支付任何款项及采取相应补救措施”的“不作为”。

在债券募集文件条款对于债务人追加担保义务有明确约定的情况下,违约的认定也比较简单:在大成基金与神雾集团债券交易纠纷案中,案涉债券的募集说明书明确约定债券担保物价值下降时发行人有追加担保的义务,发行人未履行追加担保的义务,未能维持担保比例不低于140%,构成违约,结合发行人利息违约、涉案可转债不能依约换股等事实,法院确认并支持了持有人提前解除的请求。<sup>[19]</sup>在鹏华基金诉深圳一体投资一案中,案涉债券约定了发行人维持担保比例的义务,发行人未能依约使担保比例维持在110%以上,构成违约,法院认定该违约行为以及利息违约等情况共同导致投资者的主要合同目的无法实现,投资者有权解除合同。<sup>[20]</sup>

若债券募集说明书未约定追加担保义务条款,在发行人出现其他债券违约、资产冻结等偿付能力危机事件时,持有人另以持有人会议决议、催告函等形式要求发行人追加担保、采取补救措施等,但是发行人予以拒绝的,也可能认定其构成预期违约。在平安银行诉中冶和中城建一案中,尽管案涉债券为可递延付息的永续中期票据,但是发行人财务状况恶化,案涉债券评级下降,持有人会议作出决议要求中城建公司提供信用增进措施、增加交叉违约条款后,中城建公司均未同意,以行为表明不履行债务构成预期违约。<sup>[21]</sup>而在国联安诉中城建一案中,发行人资信状况恶化且不能支付案涉债券利息,持有人起诉要求解除合同,法院认为被告对未到期债务无法确保能如期支付,也不能提供进一步的保证措施,认定预期违约具有事实依据,<sup>[22]</sup>尽管该案中未有证据表明

[17] 参见最高人民法院(2016)最高法民终397号民事判决书。

[18] 参见北京市高级人民法院(2018)京民初字第188号民事判决书。

[19] 参见北京市第一中级人民法院(2018)京01民初字第460号民事判决书。

[20] 参见广东省深圳市南山区人民法院(2018)粤0305民初17751号民事判决书。

[21] 参见北京市高级人民法院(2017)京民初字第54号民事判决书。

[22] 参见上海市第一中级人民法院(2017)沪01民初字第716号民事判决书。



持有人向发行人提出过追加担保要求，法院仍以司法裁判方式推定发行人不提供担保，构成以行为表明拒绝履行，从而属于预期违约，这是一种司法上的拟制，但似乎存在逻辑论证上的跳跃。

### （3）其他债券中的违约

因为在债券到期前要认定债券发行人存在违约行为面临较大障碍，所以发行人其他债券的违约行为随之成为持有人起诉要求解除的重要依据，也是司法上判断预期违约的考量因素之一。对于发行人存在其他债券违约行为能否推导出涉案债券的预期违约，司法实践上有不同意见。一种观点认为，若没有规定交叉违约条款，则债券违约并不具有传染性。云南省高院认为，债券没有交叉违约的约定，其他案件中的违约情形及涉诉情形均不能成为永泰公司构成违约的依据。<sup>〔23〕</sup>上海浦东新区法院认为：“每一项债券的发行和兑付均系被告的独立履约行为，对其中任何一项债券丧失兑付能力并不必然延及其他债券的兑付结果。”<sup>〔24〕</sup>但是在徽商银行与安徽外经合同纠纷案中，债务人出现其他债券违约行为且至今未支付任何款项和采取补救措施，即使涉案债券未到期且无交叉违约规定，法院认为发行人仍构成预期违约。<sup>〔25〕</sup>而在一起永续债解除纠纷中，由于发行人递延付息不构成违约，法院则以发行人其他债券违约以及拒绝采取相应补救措施的行为作为依据，认定其对案涉永续债构成了违约，也属于违约具有传染性的观点。<sup>〔26〕</sup>

### （三）对现状的检讨

#### 1. 债券“合同目的无法实现”的认定

法院对于债券纠纷中“合同目的无法实现”的认定存在简化过度的缺陷，裁判说理不够充分，这模糊了“合同目的”的边界，导致“合同目的无法实现”异化为任意的兜底性规定，无法衡量违约行为后果的严重程度，失去了原有拘束解除权滥用的作用。司法应当精准定位特定金融产品投资的“合同目的”，不能将“合同目的”等同于“合同义务”；须仔细判断案涉行为后果的严重程度，并衡量其对于合同目的的最终实现造成的影响，而非以静态的合同实现状态概而论之，不能将“合同目的的实现”等同于“合同的完满履行”。

#### 2. 解除权规范竞合情形需要厘清

在处理规范竞合的情形时，法院对于不安抗辩权和预期违约解除权的适用关系未能厘清，导致出现法院表面上是在适用预期违约规则，但实践上却采取了类似不安抗辩权规范构造的说理思路，对债务人施加提供担保的要求，追加担保义务的履行成为法院判断预期违约的最主要依据。但是由于法院最终援引的并非不安抗辩权规范，故在判断和说理时又舍弃了不安抗辩权基础上解除权的期限、催告等限制性要件，这种法律适用上的错配可能导致实践效果的南辕北辙，使解除权的门槛过于宽松，这让法院保护投资者权益的初衷异化为扭曲的风险规避渠道。

### （四）争议核心的总结：信用风险与期限利益

信用风险的分配与预测是债券投资的基础。债券合同提前解除的争议本质在于债券发行人信用风险下的加速到期问题。债券发行人所享有的信用授予具有长期性，而信用风险由于金融市场的动态性和复杂性而具备多样形态。按照正常的债券市场逻辑，投资者基于债券信用评级和发行

〔23〕 参见云南省高级人民法院（2018）云民初122号民事判决书。

〔24〕 上海市浦东新区人民法院（2015）浦民六（商）初字第4310号民事判决书。

〔25〕 参见安徽省合肥市中级人民法院（2019）皖01民初1482号民事判决书。

〔26〕 参见北京市第二中级人民法院（2018）京02民初6号民事判决书。

人主体信用评级、债券本身的信用保障措施等判断债券的违约风险，作出投资决策后应当自行承担违约风险和违约的后果。<sup>〔27〕</sup> 据此应当着重思考：在履行期间出现的信用风险在何种情况下超越了合同约定安排甚至违背了金融市场秩序，从而使得加速到期具有正当性。

由于目前我国立法上尚无债券加速到期的特别规定，在债券募集文件中亦无明确约定的情况下，需要通过解除合同迂回地实现加速到期的效果。所以，亦须进一步考量：债券持有人对于债务人未来会履行债务的期待是否被直接危及甚至剥夺，从而使得提前解除的救济成为必需。合同的基本目的在于保证当事人对已同意的风险分配的服从。<sup>〔28〕</sup> 合同的解除是对原有风险分配的否定和推翻。从合同法的规范理念上考量，合同解除是“契约严守”原则的例外，法律规定的合同解除条件或原因必须严格，否则将危及交易安全与市场信心。<sup>〔29〕</sup> 所以解除不得任意化。风险计算是缔结契约的轴心，其等式计算包括预期收益和损失风险两个因素，缔约前提是通过“信任”和“制裁”实现等式的正值化，“制裁”以惩罚背叛行为的威胁降低了损失的风险，但信任具有更决定性的作用。<sup>〔30〕</sup> 即使是法定解除权，其在债券纠纷中的适用，也应当能发挥其预防和制裁债券发行人机会主义行为的作用，在维护信用的同时依照市场逻辑处置信用风险，并以最大努力促进契约义务的履行，这是一个非常重要的出发点。

### 三、债券发行人预期违约之分类模式

#### （一）“合同目的无法实现”作为共同限定要件

合同法规定根本违约规则的目的在于限制解除权的适用范围，<sup>〔31〕</sup> 一般而言非根本违约不得解除，其判断标准为违约结果的客观严重性，即是否实际剥夺了债权人的履行利益。<sup>〔32〕</sup> 在违约风险化解语境下债券违约是发行债券的根本性违约，即债券发行人实质上无法履行债券的本息兑付义务，债券持有人投资无法收回。<sup>〔33〕</sup> 所以，在债券纠纷中应用违约解除权，也需要以合同目的无法实现为共同的要件，在具体判断时从违约行为给守约方造成的经济损失的角度界定不能实现合同目的的意义，<sup>〔34〕</sup> 必须考虑债务人违约行为给持有人造成的损害后果的严重程度。

#### 1. 债券合同目的的识别

崔建远回溯原《合同法》立法过程，认为“不能实现合同目的”与“（严重）影响订立合同所期望的经济利益”具有相同或相似的含义。<sup>〔35〕</sup> 合同目的连接着最为核心的履行利益，是通过主要债务的履行实现的。债券投资者的收益权对公司而言是一种固定要求权，但由于投资资本的预付性，作为信用购买者的投资者承担着发行人商事信用风险。<sup>〔36〕</sup> 从债券投资的市场特性上考

• 355 •

〔27〕 参见窦鹏娟：《新常态下我国公司债券违约问题及其解决的法治逻辑》，载《法学评论》2016年第2期。

〔28〕 参见管斌：《金融法风险逻辑》，法律出版社2015年版，第93页。

〔29〕 参见刘凯湘：《民法典合同解除制度评析与完善建议》，载《清华法学》2020年第3期。

〔30〕 参见〔英〕休·科林斯：《规制合同》，郭小莉译，中国人民大学出版社2014年版，第106-111页。

〔31〕 参见王利明：《论根本违约与合同解除的关系》，载《中国法学》1995年第3期。

〔32〕 参见赵文杰：《〈合同法〉第94条（法定解除）评注》，载《法学家》2019年第4期。

〔33〕 参见前引〔6〕，冯果等书，第244页。

〔34〕 参见崔建远：《论合同目的及其不能实现》，载《吉林大学社会科学学报》2015年第3期。

〔35〕 参见崔建远：《合同一般法定解除条件探微》，载《法律科学》2011年第6期。

〔36〕 参见刘迎霜：《公司债券投资者保护理论与制度》，载《月旦财经杂志》2010年第12期。

察，债券投资者主要是通过授信获得固定投资收益，而收益与风险具有相称性，高收益债券（high-yield bonds）通常也是高风险债券。低风险的债券投资人的合同目的主要是隔离企业经营风险，投资企业的信用和偿付能力较好，而债券投资人的收益一般也不与该企业盈利情况挂钩，而是获得固定的投资收益；而高风险债券投资具有“冒险游戏”的特征，市场逻辑下的高收益债券的合同目的天然地包含着“无法实现”的潜在风险，发行企业的信用和偿付能力较差，其本息的偿还具有不确定性，融资需要付出更高的成本，投资者以较低的价格买入表征较高债权数额的高风险债券，享受较高的利息，若能实现本息偿付则可获得巨大的投资收益，故其投资本身具备射幸性质。法院在确定合同目的时应当考虑具体投资逻辑，依照投资产品的经济性质确定其“合同目的”，对此可以借助债券发行时的债务人主体信用评级、涉案债券信用评级、债务人公开披露的债券资金用途、债券利率和定价与市场平均水平的比较、债券的条款特殊约定等进行，这一点在股债区分日益模糊的现代金融产品下尤为重要，有助于贯彻“买者自负、卖者尽责”的原则。<sup>〔37〕</sup>

## 2. 违约后果严重程度的判断

范斯沃斯在其所著的合同法经典教材中认为，判断合同目的无法实现可以综合考量：债务人的违约行为在多大程度上剥夺了债权人合理期待的利益，以及其遭受剥夺的可能性、治愈违约的可能性、行为与诚实信用与公平交易的标准相符合的程度。<sup>〔38〕</sup>学理上认为，合同目的系通过给付义务的履行得以保障和实现。<sup>〔39〕</sup>如最高人民法院在一例判决中所言：“不能简单地由所违反条款的性质推断根本违约，而必须讨论这一违约是否会产生合同目的落空的结果。”<sup>〔40〕</sup>违反主给付义务以外的其他义务是否可以产生解除权，若合同中无约定，则需要个案中考察当事人的利益状态和合同目的。<sup>〔41〕</sup>债券信息披露义务属于合同附随义务，其违反并不必然影响发行人债券本息的完全清偿；履行过程中出现的利息迟延支付，属于有瑕疵的迟延履行，但是迟延履行并不必然导致根本违约，更何况是持续履行过程中的偶然迟延，在后期仍有治愈的可能性，裁判实践中将利息违约直接等同于根本违约的做法忽视了迟延履行与根本违约之间的程度差异，存在论证逻辑上的跳跃。

## （二）债券发行人预期违约的分类基础及理路：

### 1. 分类的必要性

#### （1）防止单方形成权的滥用

《民法典》合同编典型合同分编规定了部分信用交易的法定的加速到期规范以保护债权人利益，避免了债权人被动等待履行期届满方可行使相应权利的不利局面。例如，《民法典》第634条规定了分期付款买卖中的出卖人法定加速到期权利，以减小出卖人向买受人授予信用而面临的

〔37〕 最高人民法院在《全国法院民商事审判工作会议纪要》中认为：在审理金融产品发行人、销售者以及金融服务提供者（以下简称卖方机构）与金融消费者之间因销售各类高风险等级金融产品和为金融消费者参与高风险等级投资活动提供服务而引发的民商事案件中，必须坚持“卖者尽责、买者自负”原则，将金融消费者是否充分了解相关金融产品、投资活动的性质及风险并在此基础上作出自主决定作为应当查明的案件基本事实，依法保护金融消费者的合法权益，规范卖方机构的经营行为，推动形成公开、公平、公正的市场环境和市场秩序。

〔38〕 参见〔美〕E·艾伦·范斯沃斯：《美国合同法》，葛云松、丁春燕译，中国政法大学出版社2006年版，第586页。

〔39〕 参见杜景林：《合同解除的体系建构》，载《法商研究》2020年第3期。

〔40〕 最高人民法院（2016）最高法再251号民事判决书。

〔41〕 参见谢鸿飞：《合同法学的新发展》，中国社会科学出版社2014年版，第389页。

风险,但是该加速到期权利亦对债权人设置了债务比例数额和合理期限催告的限制,防止出卖人任意提前到期。正因为其对法律效果产生的重大变更,所以加速到期应当以根本违约为前提。<sup>〔42〕</sup>法定加速到期权的行使攻击合同履行期限,产生了现时履行请求权,而解除权的行使攻击合同本身,变更了双方债务的性质,使意定之债变为法定之债,这是两者法效果上的区别。但是从实践意义上,两者均是对债权人的一种主动救济措施,且在适用上必须平衡考量双方当事人的权益,以防止单方形成权的滥用。在此前提下,分情形赋予债权人救济符合利益平衡原理的要求。

## (2) 衔接债券加速到期的原理

债券加速到期的原理与债券预期违约救济具有目标上的一致性,即同为在履行期限到来之前剥夺债务人基于契约享有的债务期限利益,实现授信的回转。所以,两者在法理上具有亲缘关系,从域外债券加速到期特别规定中提取债券加速到期原理,并以此作为衔接法定解除权规范适用与债券原理的一条重要线索,有助于优化债券合同提前解除的裁判效果,恰当平衡债券发行人与债券持有人之利益。

日本《公司法》中规定了债券的法定加速到期规范,其第739条规定了发行人出现利息违约的情况下,债权人会议作出决议后,执行人可以依据决议通知发行人在一定期间内清偿,若未按期清偿,则发行人丧失公司债总额的期限利益,但通知记载的期限不得少于两个月。<sup>〔43〕</sup>该条规定对利息违约采取了渐进式的加速到期模式,对债券持有人设置了“集体会议决议+通知催告”的程序性要求,并赋予发行人一定的保护期限,在该期限内发行人可以“治愈”自己的利息违约行为,从而避免加速到期的后果。而美国法上虽然债券加速到期权利没有在立法层面予以确认,但是作为示范法典的《美国统一商法典》第1—208条亦对加速到期的一般性权利进行了限制,要求提前履行或者提供额外担保的选择权只有“当诚信地认为清偿或者履行的前景堪忧时才能行使”<sup>〔44〕</sup>。同时,美国律师协会(ABA)起草的《信托契约示范文本(修订版)》对违约事件的认定和处置采取了详细而差异化的做法:对于利息的迟延支付需持续30天才构成违约事件;本金到期未兑付则构成违约事件;对于其他违反约定的行为,需要受托管理人或者债权达到一定比例的持有人向债务人送达违约通知,并经过60天的治愈期未能解决后才构成违约事件。对于上述违约事件情形,受托管理人或者持有代表超过25%的债权份额的持有人可以主张加速到期,但是该加速到期的主张也可以被持有相对多数债权份额的持有人所撤销。<sup>〔45〕</sup>

无论是日本还是美国,其债券加速到期实践均给予债务人一定的期限“治愈”,而不是径直地宣布加速到期;而且将加速到期的风险治理与债券上组织治理和程序治理进行了衔接,从而保障每个债券持有人在面临发行人信用风险时平等的知情权、表决权以及随之而来的受偿权,避免造成不公平的个别受偿;在加速到期的触发上,都对债权人的权利进行了限制,日本法将其限制在债务本息的实质性违约之情事,而美国法则对权利进行了“预期不能履行”的前置要求,以防止加速到期的随意化,保护债务人正当的期限利益;同时,不同类型的信用风险对于债权人的期

• 357 •

〔42〕 参见李建星:《法定加速到期的教义学构造》,载《法商研究》2019年第1期。

〔43〕 参见吴建斌:《日本公司法:附经典判例》,法律出版社2017年版,第349页。

〔44〕 美国法学会、美国统一州法委员会:《美国〈统一商法典〉及其正式评述》,孙新强译,中国人民大学出版社2004年版,第34—35页。

〔45〕 See Section 6.01—6.02. Revised Model Simplified Indenture, 55 Bus. LAW. 1115 (2000).



待利益的损害和威胁程度是不同的，因此持有人享有的救济也进行了相应的区分。总体上，债券提前到期的门槛并不低，其标准细致而严格，尊重债务人依据契约享有的期限利益，依照风险事件的不同而设置了相应的程序对加速到期权进行缓和，促进双方通过再交涉妥善化解风险，这体现了商法上债务拯救之精神，避免了发行人债务的“硬着陆”。

## 2. 债券持有人救济的分类理路

### (1) 预期不能履行：渐进式模式

#### ① 从不安抗辩到预期不能履行

在我国法上，原大陆法系的不安抗辩权由于解除权的接入而超越了一般意义上的履行抗辩的范围。原《合同法》上基于不安抗辩权所设置的解除权经过《民法典》的修订后，成为预期不能履行下的解除权。《民法典》使预期不能履行被吸纳进入预期违约的规则体系。<sup>〔46〕</sup>该规则在债券发行人丧失偿债能力使得债券债务预期履行不能的情形中有适用空间，它赋予了债权人要求担保的权利和法定解除权，同时其以渐进式救济模式对双方合同利益进行了适当调和，对债权人施加了催告以及等待合理期限的前置门槛，可以避免径直解除带来的偏颇和破坏性后果，兼顾信用风险与期限利益。《民法典》第528条将不安抗辩后的合同解除视为预期不能履行下的解除，是对目前不安抗辩权规则与法定解除权规则的调和。在因发行人陷入预期不能履行之虞而适用《民法典》第563条第1款第2项时，可以参照《民法典》第528条的制度安排进行解释，以渐进式的解除权对预期不能履行进行处理，这样解释的原因主要在于：第一，由于是在第563条的基础上进行解释，故不会受到第527—528条的不安抗辩权规则体系的履行顺序要求限制，可以适当扩大预期不能履行规则的适用范围，避免“中止履行”的解释疑难；第二，预期不能履行下的解除权已经被纳入预期违约的规则体系，没有理由对同类情形因履行顺序的不同而作出差别化处理。

#### ② 适用情形

《民法典》第527条第1款列举了四种情形，但其在体系上既缺乏内部自治性，也与其他规范发生了重叠冲突，因此需要进行解释上的加工以明确区分其适用情形。其第2项“转移财产、抽逃资金以逃避债务”规定的是债务人主观上拒绝履行的情形，应当属于《民法典》第563条第1款第2项的拒绝履行调整范围，因为在发行公司已积极主动地攻击契约履行基础的情况下，抗辩已经无法为债券持有人提供有效及时的救济。除第2项外，提炼第527条第1款各项共性，可以发现该条款核心在于第4项的“债务人丧失偿债能力”，不论是商业信誉还是经营状况，都与偿债能力存在牵连关系，从第528条规定的“恢复履行能力”考察也印证了这一点。所以，在债券纠纷中适用该条款也应当牢牢把握偿债能力这一中心，判断其对发行人偿债能力的影响，将“丧失或可能丧失偿债能力”作为适用该条预期不能履行规则的共同前提。

关于第1项中规定的“经营状况严重恶化”，发行公司的自治权是受保护的，可以在不受债权人干预的情况下管理其财产，即此时债务关系的天平是向债务人倾斜的，这种平衡仅在债务人破产或者濒临破产时才会被改变。<sup>〔47〕</sup>公司的经营状况一般与债权人无涉。如美国特拉华州衡平法院在一则判例中认为当公司“处于破产边缘”（in the vicinity of bankruptcy）时董事的信义义

〔46〕 参见叶金强：《不安抗辩中止履行后的制度安排》，载《法律科学》2020年第5期。

〔47〕 See William W. Bratton, Corporate Debt Relationships: Legal Theory in a Time of Restructuring, 1989 DUKE L. J., 92 (1989).

务则不仅局限于股东，而可以延及包括债权人在内的公司整体。<sup>〔48〕</sup>公司的经营状况会受到宏观经济环境、公司经营管理层的经营决策、监管政策等内外因素的影响，而体现出一种周期性波动，这属于发行公司的一种常见的商业风险，债券投资者已经以固定利息排斥公司的盈亏影响，并以公司责任财产为基础进行适度的商业风险隔离，仅当这种隔离被突破从而危及债务清偿时，债权人先取的请求才具备正当性。换言之，只有当发行公司的亏损已经严重弱化甚至毁坏了发行公司根本偿债能力时，债券持有人才有不安的合理根据，可以采取救济行动请求提前偿还，一般意义上的业绩波动和流动性困难不足以突破这种隔离。在此前提上，对于发行公司的偿债能力状况，则可以借助发行公司其他债券的履行情况、涉及诉讼的判决执行状况、财务会计报表所呈现的资产状况等因素作综合性的判断。

关于第3项中的“丧失商业信誉”，在司法实践中债券信用评级被作为与偿债能力相关的“丧失商业信誉”的重要考量因素之一。债券信用评级制度对于投资者的风险预判以及债券的市场定价有着重要的影响。但是，由于目前我国债券市场信用评级的总体质量不高，存在评价虚高、区分度不够、跟踪评级不及时、风险预警功能弱等现象，“评级悬崖”等异常现象频发，<sup>〔49〕</sup>债券信用评级在评价发行人信用时的参考价值受到限制。同时，债券信用评级属于资信中介机构对于债券投资属性的判断，而资信中介机构与司法机构在证券市场基础设施中的不同定位决定了信用评级与司法判断之间的不同方向：作为“看门人”的资信中介机构，其侧重于对发行人发行时债券本息偿还的可靠程度和风险程度进行评估；<sup>〔50〕</sup>而司法机构是对通常已经出现信用风险的发行人与债权人之间的纠纷进行事后的裁处，其侧重于对发行人主观意图、双方风险分担平衡等进行综合判断，所以法院在裁量时亦不能有迷信信用评级的倾向，需要综合发行人的诉讼执行信息、其他契约履行情况、在涉案纠纷及其他债务纠纷中的补救行动等因素，对发行人债券市场商业信誉进行独立判断。

### ③ 渐进模式构成要件的理解

关于适当担保，首先，适当担保应当依商业标准判断，若发行人的履约风险较大、可靠程度较低，则担保比例可以适当提高；反之则可以适当降低；适当担保的判断需要尊重商业规律，而非机械适用民法上的填平的标准。其次，“适当担保”的类型不限于民事上的动产担保，还包括商事上具备足够增信作用的一切措施，属于广义上的偿债保障措施。《美国统一商法典》第2—609条规定了与大陆法系不安抗辩权规则相似的“期待贬损规则”（diminished expectation），卖方有不安的合理根据时得要求买方提供及时履行的“充分保证”，但其“充分性”需要依据商业准则判断。尽管商业准则较为抽象，但是美国统一州法委员会在其编纂《评注》中认为其充分性不能纯粹依照卖方单方“善意”的衡量标准，而必须是基于“理性”的，且卖方必须遵守诚信义务和商业准则。<sup>〔51〕</sup>法院对于“适当担保”应当独立判断，需要结合发行人所出现的风险类型和危险程度进行情景化的

• 359 •

〔48〕 See Credit Lyonnais Bank Nederland, N. V. v. Pathe Communication Corp., 17 Del. J. Corp. L. 1099, 1155 (Del. Ch. 1991).

〔49〕 参见财新网：《财新周刊 | 信用评级如何去泡沫》，载 <https://weekly.caixin.com/2021-01-02/101645940.html>，最后访问时间：2021年3月1日。

〔50〕 参见前引〔1〕，刘迎霜书，第32页。

〔51〕 参见前引〔44〕，美国法学会、美国统一州法委员会书，第189—190页。

考察，遵循诚信和公平交易的准则，将债市交易习惯作为重要的参考依据。

关于解除权，《民法典》第528条的解除权规定与第563条的法定解除权规定进行了衔接，即在债务人满足“未提供适当担保+未恢复履行能力”要件的情况下，则视为“以自己的行为表明不履行主要债务”，这属于一种法律上的拟制，该条解除权的规定与第563条其他法定解除权规定适用同样的判断标准，否则将破坏法定解除权内在的体系，所以此处的法定解除权也应当以“合同目的无法实现”作为行使的前提。给付迟延导致债的关系分层推进，其效力具有动态性。<sup>〔52〕</sup>当存在预期违约情形时，债权人可先行依据《民法典》第578条请求对方承担违约责任，要求还本付息，进而实现加速到期的效果；在请求承担违约责任终不能实现救济效果，而合同目的完全落空时，债券持有人可以依法解除合同。

#### （2）期前拒绝履行：径直模式

预期不能履行处理的是债券义务履行过程中债券发行人丧失或者可能丧失履行能力的情形，是对债券发行人偿债能力的一种客观判断，暂时履行不能的状态不能直接等同于拒绝履行，而需要等待一定的期间。但是实践中除债券发行人缺乏偿债能力之外，亦存在其缺乏偿债意愿的情形，其可能采取各种措施暗自毁约，对债权人造成的危害更甚，是故有必要赋予债权人以强度更高之救济，债权人无需像在“预期不能履行”的情形下那样等待债券发行人增信或者恢复履行能力，而可以直接要求解除，提前收回债券本息。《民法典》第563条第1款第2项属于广义的预期违约规则，该规定除“预期不能履行”外，亦包括了“期前拒绝履行”的行为类型，指债务人通过行为以一种非常明确且肯定的方式，表明自己主观上不愿再履行合同，其中，债务人通过自发且积极的行为造成合同不能履行的情形为其典型。<sup>〔53〕</sup>若债务人已经没有履行的意愿，则要求债权人继续受合同约束，坐等违约损害的发生会导致法秩序上的不正义。在发行人拒绝履行的情形下，契约的履行已经无期待可言，持有人解除无可厚非。但对于“拒绝履行”的判断仍需谨慎，必须考虑该拒绝履行的义务属性。附随义务的违反通常不发生相对人的解除权。<sup>〔54〕</sup>持续信息披露属于发行人的附随义务，债券发行人信息披露违约的目的可能是为了掩盖发行人逃避债务的行为，如发行人对于重大资产转让事项等信息未对债券持有人及时披露等，但信息披露的违约本身并不能导出发行人拒绝履行本息偿还义务，实际危害债权人的是发行人秘密从事的逃废债行为。同时，一些轻微的、与偿债能力无重大关联的事项的信息披露义务瑕疵也并不导致合同目的落空的后果。除了发行人明确以其意思表示拒绝履行的外，期前拒绝履行以积极侵害债权行为为典型，该行为类型与第527条第1款第2项“逃避债务”发生竞合，但是从规范意旨和债权人保护的角度思考，在救济规范构造上宜采取“径直模式”。

合同的一个重要功能在于制止当事人的机会主义行为，保障合同义务的履行。金融债权因其在商事上的特殊性而具备了可侵害性，《证券法》对于发行人欺诈发行、虚假陈述等行为亦采取了侵权责任规制路径而非违约责任规制路径，这也是证券债权成为侵权对象的一个例证。在债券履行过程中，债券发行人欺诈性转移财产，导致公司资本流失而掏空债权人的未来偿付基础的，属于积

〔52〕 参见黄茂荣：《债法通则之二：债务不履行与损害赔偿》，厦门大学出版社2014年版，第101页。

〔53〕 参见陈韵希：《合同预期不履行的救济及其法理基础——再论〈合同法〉不安抗辩权和预期违约的界分》，载《比较法研究》2017年第6期。

〔54〕 参见前引〔8〕，韩世远书，第664页。

极侵害债权的行为，债权人除请求撤销该财产转移行为外，可同时以预期拒绝履行为由要求提前还本付息。因为此时发行人不仅没有履行意愿，更存在恶意欺诈和违约之情形，并不属于正常商业风险的范畴，严重损害了债权人权益，在此异常情形下，持有人要求加速到期具有正当性和紧迫性。在发行公司及其控制股东以及其他相关人员抽逃出资、以关联交易形式转让公司财产、放弃债权等恶意减损公司偿债基础，导致公司丧失偿债能力的情形下，持有人可以依据《民法典》第 563 条第 1 款第 2 项之规定，解除双方的债券合同关系，同时要求对方承担违约责任。

#### 四、结 语

公司债券作为一种持续授信工具，其义务履行过程中出现信用风险并不特殊，其本身亦不违背债券市场规律，但是其在我国司法上的处置具有特殊性，这背后有我国债券市场信用转轨、合同立法的多元特性、合同基础法与金融合同义务履行的调适与衔接等多方面的原因，这对司法者无疑提出了更高的要求。在处置公司债券信用风险时，司法机关既需要对合同法基本规则有深度理解，亦需要对涉案金融产品的性质有充分认识，贯彻“买者自负、卖者尽责”的原则。债券合同提前解除的司法问题正是债券司法纠纷领域中观层次的一个重要议题，司法机关需要把握好“保护投资者”的度，区分信用风险的大小对解除合同的请求进行处置，从而更好地推动债券市场商事信用的形成。

• 361 •

---

**Abstract:** Corporate Bonds are continuing contracts and relational contracts, as well as financial instruments based on credit. The key issue is that, during the term of continuous performance, how to tackle with the credit risks. According to legal precedents of corporate bond disputes, the contract of bonds could be rescinded before maturity date by the bondholders. The goal of this judgment is to grant acceleration remedies to the aggrieved bond investors. However, the period benefit of the debtor is also agreed and protected under the bond contracts, and judges need to consider the balance of these rights, in order to avoid risk transference and distortion. Though there is not any domestic legislation on bond acceleration, foreign legislations and the provisions about credit transaction in the Civil Code could be our references. The courts could adopt direct rescission and gradual rescission respectively based on the level of credit risks, and take the frustration of purpose doctrine as common elements of the standard, also review the elements precisely with the business principles, to avoid arbitrary rescission by the creditors, and promote the business credit of bonds.

**Key Words:** anticipatory breach, period benefits, the right to rescission, credit risk

---

(责任编辑: 周 游 赵建蕊)



## 债券契约变更的路径选择

李 敏\*

内容提要：债券违约或预期违约频发的背景下，债券契约修改就成为必经之路，但债券作为标准化证券的涉众性使得如何聚合持有人的意见并获得其同意成为关键。在我国市场实践中，存在着大额债券持有人压迫小额债券持有人的问题。域外立法解决“压迫问题”的路径呈现实体保护与程序保护上的差异化。美国的做法是交换要约，德国和日本则为债券持有人会议制度。不同路径背后所蕴含的是对债券持有人本息受偿这一根本性权利的立法差异，在更大的层面上，这与各法域惯有的债券投资者权益保护机制及配套制度支撑的差异相关联。我国既有大陆法系彰显债券持有人集体权利行使的债券持有人会议制度，又有英美法系保障债券持有人核心个体性权利的债券置换。两种制度本身各有缺陷，叠加使用还存在兼容性问题。鉴于我国债券持有人保护架构及配套制度，完善债券持有人会议制度及配套法制更符合我国的历史传统及现实诉求。

关键词：债券契约修改 债券持有人会议 受托管理人 债券置换

### 一、问题提出：债券契约变更中的压迫问题

违约常态化背景下债券契约的修改是违约处置的重要路径。<sup>〔1〕</sup>在我国债券交易市场中，机构大户持券集中度高，使得我国实践中出现了大额债券持有人压迫小额债券持有人的问题（以下简称“压迫问题”），这在“13 海航债”债券持有人会议令人瞠目结舌的“操作”中尤为突出。<sup>〔2〕</sup>其实，

\* 李敏，中央财经大学法学院讲师。

〔1〕 Wind 数据显示，2020 年以来共有 60 只债券发生违约，合计债券余额为 743.77 亿元，相较于 2019 年同期的 483.5 亿元，同比增长约 54%。其中，已违约的发行人中有 25 家还存在着交叉风险。

〔2〕 2020 年 4 月“13 海航债”持有人会议从会议程序到决议都引起了投资人的强烈不满，引发了市场各界的广泛关注，并将“持有人会议集体决议”与“个体持有人利益”的讨论推向了风口浪尖。对于“13 海航债”持有人会议风波的评析，参见缪因知：《海航债展期风波启示录：警惕多数决“陷阱”》，载《经济观察报》2020 年 4 月 20 日，转引自 <http://www.eeo.com.cn/2020/0418/381483.shtml>，最后访问时间：2022 年 4 月 3 日。

“13 海航债”并非个例，发行人利用持有人会议决议以“集体多数决”的方式修改债券契约条款，变更持有人实质性权益的情况与日俱增。<sup>〔3〕</sup>这在一定程度上损害了异议个体债券持有人获得本息偿付的根本性权利，异议个体持有人被“集体多数决”所“代表”。特别是在“被代表”的过程中，可能还同时涉及会议程序的合规性、议案内容的合法性、受托管理人（或主承销）的尽职履责、利益冲突持有人的回避要求等，由此引发了市场对滥用持有人会议决议的“控诉”。

与此同时，关于债券违约的处置路径，我国的监管文件还规定了债券置换。这事实上能够最终实现债券契约修改的效果，而且满足异议持有人根据自我意志选择留券还是接受新券，不至于使自身利益和意愿被代表和牺牲。然而，债券持有人会议决议和债券置换这两种制度源于不同法系，虽然二者都有解决“压迫问题”的功效，但背后蕴含的是对债券持有人权利属性的不同立法预设和规定，对应着不同的债券持有人权益保护路径。

本文的研究基于我国债券市场实践中随着债券违约风险上升而迸发的债券契约修改中债券持有人权益保护这一现实问题，即大额债券持有人能否通过债券持有人会议的“集体多数决”来压迫小额债券持有人。这涉及更深层次的问题：债券持有人的权利属性，到底是集体性的还是个体性的；若基于公正和效率而承认债券持有人权利的集体性主导地位，那么如何平衡集体利益与个体利益，防止“多数人的暴政”；如何解决我国债券持有人会议决议和债券置换并存所产生内在冲突。

## 二、债券契约及其变更

• 363 •

与股东权利主要由立法提供默认保护不同，债券持有人权利主要由债券契约予以保护。债券契约是约定债券持有人和发行公司双方权利义务的发行人合同，在我国，这一载体主要是指债券募集说明书。因此，债券契约变更就是对债券发行合同中发行人与投资者权利义务的修改，比如按照面值提前兑付债券、变更债券期限并增加回售权、变更票面利率、变更募集资金用途、抵押品释放或置换等。债券契约是构筑持有人与发行人之间法律关系和权利义务的基础，相比于通过《公司法》《证券法》等法律提供的强制性保护措施，债券契约对债券持有人权益的保护更具有灵活性，当事方可以根据实际情形对债券契约条款进行事后变更。

### （一）债券持有人权利保护的法律框架

债券在法律性质和法律适用方面呈现出复合性与双重性。一方面，债券所记载的权利义务关系均以发行人与投资者之间的债权债务关系为基础，适用合同法的一般原理；另一方面，其所具有的涉众性、标准化、整体性、流通性等特殊属性，又使债券需要更多的强制性监管约束，以及组织法的治理规范，包括《公司法》《破产法》《证券法》及配套的监管规范。由此构建的债券持有人权益保护体系既体现法制随社会经济生活演进的历史痕迹，也反映了债券的经济、金融理论

〔3〕 根据广发证券研究中心的统计数据，2020 年以来，共发布 126 份债券持有人会议决议公告，包括 37 份交易所债券的决议公告和 89 份交易商协会品种的决议公告。在统计的决议公告中，与提前偿付有关的决议公告有 21 份，为最主要的议题；延期兑付及无条件豁免债券违约的分别有 6 份和 4 份。如上所述，上述议案所涉事项均关系到持有人的实质性权利，但加总之和占据全部持有人会议公告的 24.6%。上述情形还不包括私募发行的债券产品。

对法律制度的影响,依次包括传统借贷视角下的债权人保护、公司运营资金供给视角下债权人的保护,以及投资工具视角下的债券持有人权益保护。<sup>〔4〕</sup>

由诸多法律构筑起的债券持有人权利保护体系中,合同法承担了基础保护。《公司法》中的资本制度为所有债权人提供股东有限责任下的有限保护;《破产法》则在公司资不抵债时介入,以实现全体债权人的公平受偿和有序清偿;《证券法》则侧重信息披露基础上的投资者保护。然而,最终承担起维护债券持有人核心权益的是契约保护,即围绕着保障债券持有人获得“本金和利息受偿权”的约定安排。

比如,美国债券发行交易的百年历史经验积累促成了债券契约范本的形成,其包括非常复杂、严密的债券持有人权益保护机制和内容,通常有财务条款、投资者保护条款(以下简称“投保条款”)和其他条款。<sup>〔5〕</sup> 债券契约中规定的债券持有人诸多权利构成了“权利束”,围绕着本息受偿这一根本权利展开。财务条款首先保障债券持有人的根本权利,此外,还包括可赎回权(optional redemption)、偿债基金(sinking funds)、<sup>〔6〕</sup> 可卖回权(put rights)、可转换权(conversion rights)以及次级条款(subordination clauses)。投保条款则是对公司的经营行为施加的约束,比如对再次举债、分红、投资、资产出售或抵押、售后回租、合并重组等进行限制,防止发行人的高风险经营或对股东的过度利益分配损害债券持有人的财务利益。若发行人违反投保条款,会触发债券违约,此时要么获得债券持有人的同意豁免违约,要么债券提前到期,发行人必须即刻清偿,发行人现金流若不足以偿付提前到期的本息,则会面临更大的麻烦。

## (二) 契约修改:“不完备合同”的克服

根据“不完备合同”理论,由于缔约方的有限理性、信息的不完全性以及交易事项的不确定性,现实中合同都是不完备的。债券投资者作为缔约一方并不能“预测到未来一切不确定状态及一切偶尔事件”,也不能“在合同中明确界定不确定状态下双方的权利和义务”<sup>〔7〕</sup>。公司投融资所在市场具有商事迅捷性和时限性,作为债券投资者与公司联结的纽带,债券契约同时体现出合同的关系性和继续性,从而呈现出合同的不完备性、过程性和不确定性。<sup>〔8〕</sup> 因此,在预期违约或违约处置过程中,通过债券契约的修改来化解或应对违约风险,就成了发行人与债券持有人共同的诉求所在。

近年来,在我国经济增长下行压力加大、信用风险暴露速度加快、违约事件频发的背景下,部分发行人为了避免在公开市场中构成实质性违约,<sup>〔9〕</sup> 纷纷要求进行风险处置及债务重组,如

〔4〕 See William W. Bratton, Corporate Debt Relationships: Legal Theory in a Time of Restructuring, 1989 *Duke Law Journal*, 92-172 (1989).

〔5〕 除财务条款和投保条款外,债券契约还规定了其他诸多债券持有人权利,诸如:在遗失或被盗的情况下补办债券证书的权利;在违约利息特殊付款日收到支付通知的权利;收到赎回通知或行使可卖回权通知的权利;在某些情况下调整转换价格的权利;一旦优先级债券全部偿还完毕,次级债券持有人有权取代优先级的顺位。

〔6〕 一家公司(或机构)发行了债券,为了避免出现偿债危机,预先设立“偿债基金”,以用于还债,减少信用风险;公司就可以在债券到期日之前,用偿债基金中的资金来提前偿还本金。

〔7〕 刘迎霜:《公司债券受托管理的信托法构造》,载《法学评论》2020年第3期,第94页。

〔8〕 参见冯果等:《债券市场风险防范的法治逻辑》,法律出版社2016年版,第239页。

〔9〕 此处的违约为法律意义上的违约,包括:一是债务人未能按照合同约定(包括在既定的宽限期内)及时支付到期债券本金或利息;二是债务人不能清偿到期债务,并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力,债务人被人民法院裁定受理破产申请的,或被接管、被停业、关闭。

采取减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限等措施，还有部分债务人由于市场基准利率不断下降等因素，要求调整负债结构或债券提前到期兑付等。发行人的上述诉求的实现，大多都是以召开持有人会议的形式，通过“集体多数决”形成了有效决议，使修改后的债券契约具有了法律效力。

之所以通过债券持有人会议决议来完成债券契约的修改，与债券的属性密切相关。首先，债券的合同属性决定了与债券契约有关的事宜需要获得发行人一方及债券持有人一方的契约合意。其次，债券的整体性<sup>〔10〕</sup>决定了债券持有人一方的意见需要特定（程序）机制来聚合、代表和表达。而且，债券持有人属于分散、信息不对称、能力局限的弱势群体，需要集体行使权利的途径，在遇到风险时消除单个持有人的弱势，保护持有人的共同利益。美国采取表决权同意征集规则，德日则为债券持有人会议机制，最终实现“经多数人同意的决议对全体当期债券持有人有效”，从而完成债券契约的变更。

### 三、两大法系回应债券契约变更中压迫问题的不同路径

持有同一次发行债券的投资者权利通常是相同的，这意味着全体债券持有人对于该批次的债券权利在某种程度上是共享的。因此，债券持有人之间存在一定程度的相互依赖性。对全体持有人所共享权利的任何修改或行使，都不可避免地会牵涉个体权利（由每个持有人独立所有）与集体权利（由特定比例的持有人或者持有人代表所有）之间的权衡。<sup>〔11〕</sup>此时，为避免“多数人暴政”或“压迫问题”，程序正义非常关键。程序规则之于决议效力的一个重要意义在于，正当程序能够修正集体多数决之内在缺陷，以实现决议行为集体意思正当化。<sup>〔12〕</sup>英美法系和大陆法系国家解决债券契约变更中“压迫问题”的路径呈现实体保护与程序保护上的差异化。美国的做法是交换要约，德国和日本则为债券持有人会议制度，背后所蕴含的是对债券持有人本息受偿这一根本性权利的立法差异。这种差异在更大的层面上则与各法域惯有的债券投资者权益保护机制及配套制度支撑的差异化相关联，体现的是对债券持有人“集体权利”与“个体权利”<sup>〔13〕</sup>不同的平衡方式。

#### （一）以美国为代表的普通法系

美国 1939 年《信托契约法》中规定了债券持有人本金和利益获得清偿的这一根本权利不受

〔10〕 公司债与一般债权债务关系不同之处在于“整体债务性”。债权人依定型化契约与公司缔结契约，其地位不因持有数量而有所不同，即“公司债债权人平等原则”。依循此原则，公司纵有支付能力不足之情事，仍应对全体债权人依持有公司债比例清偿。参见王文宇：《公司法论》，台湾元照出版公司 2018 年版，第 530 页。

〔11〕 See Marcel Kahan, Rethinking Corporate Bonds: The Trade-Off between Individual and Collective Rights, 77 (4) New York University Law Review, 1040-1089 (2002).

〔12〕 参见杭雅伦：《不能免死的“免死金牌”——13 海航债程序豁免决议效力探究》，载《金融法苑》总 104 辑，中国金融出版社 2020 年版，第 209-219 页。

〔13〕 同为公司发行的证券持有人，股东权利有自益权和共益权之分，自益权可以单独行使（如查阅公司文件），而共益权受资本多数决约束，需要集体行使（如参与股东大会投票表决来决定公司重大事项）。相应地，债券持有人的权益有个体性权利和集体性权利的划分。个体性权利由债券持有人单独行使，比如美国法下的债券持有人的本息受偿权，德国法下对债券持有人会议决议由异议的主体提起诉讼，而集体性权利则需要通过债券持有人会议来聚合众议，因涉及集体多数决，所以程序正义和异议主体的司法救济权非常关键。



侵犯。该法旨在规范向公众发行的 1000 万元以上的债券契约条款，重心内容放在“债券契约必须任命受托人来代表债券持有人整体行事，并对受托人的独立性和行为准则予以规范”<sup>〔14〕</sup>。鉴于当时发行人与承销商肆意变更债券契约而严重侵害债券投资者的本金受偿这一根本性权利，<sup>〔15〕</sup>该法在第 316（b）条将债券持有人的根本性权利设置为个体性权利予以保护。<sup>〔16〕</sup>因此，涉及债券利率、币种、债券本金金额、到期日、债券评级，以及其他有关债券基本性质的条款在修改时，需要得到债券持有人的一致同意才可以进行。而在不涉及本金、利息等有关债券基本性质的条款的修改上，多数持有人同意即可对于其他异议持有人产生约束力。此外，债券存续期间的其他事项，大部分非实质性内容的修改由受托管理人自行同意变更。<sup>〔17〕</sup>

在美国，除了由受托管理人同意变更的债券契约非实质性条款，其他实质性条款的变更因涉及获得债券持有人的同意，通过表决权征集（也称“同意征集”）和交换要约制度实现，交换要约是为了实现债券持有人一致同意契约修订的变通做法。

### 1. 表决权征集制度

在债券存续过程中，当发行人陷入财务困境，导致无法按照原条款继续履约，或发行人想要进行某项必须以违反原债券条款为前提的交易行为（如出售重大资产、对外提供担保、股息分配），发行人可以根据债券契约的规定，向目标债券的合格持有人发送同意征集文件，从而实现债券契约的修改。在该文件中阐明对现有债券条款的拟议修改，并陈述修改理由，提请债券持有人在特定的征集期间内作出“同意”的意思表示。通常，为了激励债券持有人积极参与，发行人会向在规定日期前作出有效同意的债券持有人支付现金或其他形式的对价作为“同意费”。<sup>〔18〕</sup>

通过同意征集程序来获得债券持有人的统一意见，债券契约根据重要性程度设置了分层表决机制，重大性程度与表决通过的比例成正比。实践中，同意征集的表决机制分为三种：简单多数（50%）、绝对多数（通常是 75% 或 90%）、一致同意（100%）。使用哪种表决机制取决于所修改的目标条款性质。如果发行人在同意征集截止日期前获得了拟议修改条款的最低同意比例，那么在同意征集完成后将执行修订后的契约，并在截止日前向有效作出同意的债券持有人支付同意费。需要注意的是，同意征集成功后，新修改的条款对现有债券持有人及其转让的后续持有人都具有约束力，而不论单个的持有人本人是否同意。如果发行人到截止日期没有收到足够数量的同

〔14〕 Stephen Choi, A. C. Pritchard, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, Foundation Press, 2015, p. 37.

〔15〕 See Mark J. Roe, *The Voting Prohibition in Bond Workouts*, 97 *Yale Law Journal*, 232-280 (1987).

〔16〕 具言之，债券持有人在债券契约载明的各到期日当天或之后收取该合同项下债券本金和利息的权利，或者在该各到期日当天或之后为执行任何该等付款提起诉讼的权利，未经该持有人的同意不得受到损害或影响。

〔17〕 根据《简化标准公司债券契约》（Model Simplified Indenture）第 9.01 条，发行人和受托管理人可在未经任何债券持有人同意的情况下，修订债券契约或证券：（1）以纠正任何歧义、缺陷或不一致之处；（2）以遵守第 5.01、10.15 节的规定（为合并做出的必要的技术性修改）；（3）对无纸化证券作出规定；（4）做出任何不会对任何债券持有人的权利产生不利影响的变更。除上述非实质性修改外，受托管理人在契约修改中几乎不发挥作用。

〔18〕 例如：每 1000 美元未偿本金的债券将获得 10 美元的同意费。这种做法，由于存在“购买选票”的嫌疑，在很长一段时间里受到抨击，被指有违发行人对债券持有人的善意义务和公正原则。但是也有不少为其辩护的声音：其一，条款的修改可能会使债券的保护性变弱或直接令债券持有人遭受损失，在这种情况下给予债券持有人一些补偿也是合理的；其二，联邦证券法上的法定方式、程序并不是一种基于美德的交易，而是建立在充分信息披露基础之上的。只要发行人在提出诱导因素的程序上保持公开透明，所有债券持有人均有相同的机会进行自由选择，并可自行衡量是否能接受相应的选择结果。一项设计所能达到的良好效果，便是发行人与投资者都享有更大的选择空间，令二者相向而行，那么其设计就是合理的。

意，或预计在截止日不会收到足够数量的同意，那么发行人可以选择终止征集或延长征集期限。如果发行人选择延长期限，它可以通过提高同意费率，或使拟修改的条款更为“温和”等方式，来提高同意征集对债券持有人的吸引力。但如果最终仍未达到最低同意数量，则同意征集失败，且发行人不会向已经作出同意的债券持有人支付同意费。

需要强调的是，债券的同意征集也受到美国《证券法》和《证券交易法》的约束，前者的规制目的在于防范发行人通过同意征集而对债券契约进行重大修改，从而规避证券监管要求而损害投资者利益，后者的规制目的则在于为同意征集提供程序和保障信息真实性上的规范。概括来讲，第一，如果同意征集所要进行的修改是重大的，以至于会对债券持有人的实质性权利产生影响，则会被视为产生了出售或发行新证券的效果，<sup>[19]</sup> 需要依据《证券法》第 5 条进行注册，并依据《信托契约法》进行资格审查。<sup>[20]</sup> 第二，面向已注册债券持有人的同意征集须遵守《证券交易法》14 节（a）款<sup>[21]</sup>对于“委托权征集”的规定，以及配套的证券交易委员会（SEC）条例 14A（委托权征集规则），主要内容包括同意征集的形式、<sup>[22]</sup> 同意征集的期间和同意费的支付。<sup>[23]</sup> 其中，同意征集的期间会因单独使用同意征集，抑或与要约收购或交换要约一起使用而有差异。单独使用时，征集的期间应根据发行人对契约条款修改的复杂程度来设定，给投资者对相关事项进行消化和决策留足时间，实践中通常是开放 5 至 20 个工作日。若与要约收购或交换要约一起进行，应遵守《证券交易法》规则 14e—1（a）（b）关于要约期限的规定。即要约期间需要保持开放 20 个工作日，在此期间内若对要约内容进行了修改，则同意征集期间必须在修改要约后仍继续保持开放 10 个工作日。此外，同意征集文件还受《证券交易法》下信息披露要求<sup>[24]</sup>及反欺诈规则<sup>[25]</sup>的约束。

• 367 •

## 2. 交换要约制度

交换要约制度化解债务危机之功效源于法律规定和实践需求的双因素促成。由于《信托契约

[19] 在判断对债券契约的修改是否达到了出售或发行新证券的效果时，判例法中普遍认可的检验标准是：修改是否实质性地影响了未偿付债券持有人的法律权利和义务，使其投资性质和投资风险发生重大变化，对持有人来说构成一项新的投资。

[20] See Nicholas P. Saggese, Gregg A. Noel, Michael E. Mohr, A Practitioner's Guide to Exchange Offers and Consent Solicitations, 24 *Loyola of Los Angeles Law Review*, 527 (1991). 债券持有人最重要的权利就是按期获得利息以及在到期日获得本金偿付。因此，如果是对基础财务条款做出了不利的修改，比如降低利率、延长到期日，当然会产生出售或发行新证券的效果。那么上述修改显然会对债券持有人的权利产生实质性影响，所以需要纳入监管范围，重新注册。

[21] 该款规定：“任何个人利用邮寄或者任何州际交往手段或工具或者全国证券交易所的任何工具或其他方法，违反委员会为维护公共利益和保护投资者利益制定的必要或适当的规则和规章，自行或者由他人代理征集关于依据本法第 12 节登记的任何证券（豁免证券除外）的委托权、同意或者授权，应属违法。”

[22] 法律对此并不强制，依同意征集文件的规定实施。同意征集并不必要以召开债券持有人会议进行，也不必要有一个正式的投票程序；做出同意的方式可以是口头或书面。

[23] 发行人通常会向在有效期内做出有效同意的债券持有人支付现金或给予其他形式的对价作为“同意费”，以交换获得债券持有人对债券条款的修改，或对发行人违约行为豁免的同意。此外，发行人还可能设计“先到先得”（early-bird）同意费，即在同意征集期间的早期，向率先提交有效同意的持有人支付更高的同意费。

[24] 同意征集文件是发行人向债券持有人提供的最重要的信息披露文件。SEC 制定的条例 14A 中的附录 14A，对于依据《证券交易法》第 12 条注册的证券的征集代理行为，利用 23 个项目详细描述了发行人在正式征集文件中需要向证券持有人披露的信息，在此基础上不限制披露额外的信息。只有在每位证券持有人都知悉附录 14A 所要求披露的全部信息后，才可以进行相应的征集代理。

[25] 注册债券的同意征集行为的反欺诈规则，是由《证券交易法》征集规则中的 14a—9 条与 14c—6 条共同组成的，禁止对同意征集有关的任何重大事项做出虚假的、误导性的陈述，或遗漏对任何重大事实的陈述。除了征集规则中的反欺诈条款外，联邦证券法、各州法律以及普通法下的反欺诈规则也同样适用于同意征集文件（如《证券法》10b—5）。

法》将本息受偿权以法定形式赋予每一个债券持有人，债券存续期间出现影响该项根本性权利实现的情形之际，必须获得每一个债券持有人同意。即便通过表决权征集程序，这种一致同意在债券持有人分散且利益分化的背景下也几乎难以实现，交换要约制度则巧妙地化解了这一困境——发行人与同意要约的部分持有人订立新的债券契约，不同意修订的则继续遵守原有债券契约，从而让每一个持有人的意思都能获得尊重。

交换要约的兴起源于美国历史上杠杆收购浪潮之后债务重组的现实需要。20世纪80年代，由于美国史无前例的杠杆收购浪潮使得高收益公司债券市场呈现爆发式增长，美国资本市场以债务为主导的融资结构占据主导地位。<sup>〔26〕</sup>然而，由于20世纪90年代全球经济的下滑，前述债务融资对于企业的长期融资规划和短期流动性都造成了巨大的压力，许多企业面临着破产危机。对于困境企业来讲，无法偿还到期债券可能直接导致其破产，而破产程序对于企业（股东）和债券持有人而言成本高昂。<sup>〔27〕</sup>因此，困境企业通常会竭尽全力对其债券进行重组，以避免漫长的破产程序对各方造成损失。<sup>〔28〕</sup>交换要约正是在此背景下产生，与现金要约收购共同构成要约收购的两种类型，是债券发行人的可资利用的债务重整方式之一。

一般而言，当发行人想要通过要约收购进行债务重组而又缺乏足够的流动资金以回购其债券时，其就会考虑采取交换要约的方式处置现有债券。由于无需付出额外的现金且实际上获得“展期”效果，对于陷入困境的公司来说，债券交换要约可以免去高昂重组成本和破产风险，是一个解决公司流动性问题“有效且相对廉价”的方法。发行人使用交换要约进行债务重组时，可通过两种有先后适用顺序的方式：一是在庭外重组（out-of-court restructuring）中使用；二是在《破产法》下的“预重整”<sup>〔29〕</sup>（prepackaged bankruptcy）中使用。本文重点关注庭外重组中的交换要约。尽管“预重整”下的交换要约只需要绝对多数通过（而非庭外重组中的一致同意），但若以失败告终，则发行人再无走向破产的“屏障”，所以其通常会在庭外重组中先使用交换要约。

由于交换要约本身涉及新债券的发行和销售（并与旧债券进行置换），其也须适用《证券法》之注册规定，具体注册的程序与普通的公开发行证券注册程序相同，此处不作赘述。此外，交换要约也受制于联邦证券监管对于要约收购规则的约束，包括信息披露、反欺诈规则，及交换要约的有效期的规定，<sup>〔30〕</sup>从而保障债券持有人有完整的信息判断交换要约的价值，并且有充足的时间进行尽职调查和决定是否接受要约。

〔26〕 See Lewis S. Peterson, Who's Being Greedy? A Theoretical and Empirical Examination of Holdouts and Coercion in Debt Tender and Exchange Offers, 103 *Yale Law Journal*, 505 (1993).

〔27〕 对于企业而言，破产直接导致企业消灭，企业持续经营以营利的目的将由此落空，股东只能获得偿债之后的剩余财产。债券持有人同样面临破产带来的高昂成本和损失，例如本金损失、高昂的法律和行政执法费用、投资规划受挫、可能会丧失顾客和供应商等等。

〔28〕 See John C. Coffee, William A. Klein, Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations, 58 *University Chicago Law Review*, 1210 (1991).

〔29〕 发行人可根据《破产法》第11章提交“预重整”计划，在提交破产申请书之际或之前向债券持有人发出交换要约，此时只要获得“总额三分之二以上且人数过半的适格债权人”同意，那么这项“预重整”下的交换要约将具备强制性，对所有债券持有人都有效。See 11 U.S.C. § 1126 (c).

〔30〕 在经过注册后，发行人可以向债券持有人发出交换要约，要约的有效期自要约开始之日起不得少于20个工作日。同时，如果发行人中途通知债券持有人或者公告要改变收购比例、要约对价或承销商费用等事项，那么从通知或公告发布之日起该交换要约还必须至少持续10个工作日。

在实现债券契约修改上，交换要约并非万能良方，更非完美无缺。首先，交换要约中债券的发行价格一般会略高于交易价格但低于已发行债券的票面价格，这势必影响债券持有人本息受偿这一根本性权利，所以受《信托契约法》下“一致同意”规定的约束。由此也会存在债券持有人抗拒的情形，发行人应对“钉子户”（holdouts）方法为：私下协商以回购这些债券，或直接撤销交换要约并私下协商回购或在公开市场回购债券。其次，交换要约存在备受诟病的胁迫问题，尤其是与同意征集结合使用之际。具言之，发行人在发出交换要约的同时进行同意征集，要求删除或修改就债券契约条款（一般为投资者保护条款），接受交换要约的债券持有人需对这种修改进行同意。换言之，接受要约的持有人在放弃旧债券、接受新债券时，就自动视为赞成对旧债券条款的修改（被称为“退出同意”）。<sup>〔31〕</sup> 这存在明显的胁迫因素。在退出同意中，同意的结果并不会影响到参与投标的债券持有人，因为他们已经在要约收购中获得了现金或在交换要约中获得了新债券，有时还有可能是现金和新债券的组合。但继续持有旧债券的持有人将可能面临如下处境：旧债券契约中许多重要的保护条款将被弱化或删除，旧债券的流通性也大大降低。所以，当发行人宣布要约收购或交换要约与退出同意同时进行，债券持有人必须权衡：是选择参与投标，还是留存一张基本没有什么法律保护的债券。在此情形下，债券持有人通常会更倾向于参与投标而不是继续持有旧债券。

综上，美国在尊重债券集合性<sup>〔32〕</sup>的前提下，将债券持有人的根本权利设置为个体性权利，并予以法定。这就意味着债券持有人本息受偿这一根本权利不能因集体多数决来处分和损害。债券持有人的本息受偿权如果需要通过债券契约修改来变动，则需要每一个债券持有人同意，实践中则通过交换要约制度予以应对。根本性权利之外的其他权利基本上都是集体性的，通过表决权征集程序行使，受集体多数决的约束。

## （二）以德国、日本为代表的大陆法系

或许在立法之初，大陆法系国家不存在像美国 1939 年《信托契约法》通过之际所面临的特殊背景（解决债券持有人本息受偿权被肆意侵害的问题），因此债券立法并未将债券持有人的根本权利设置为个体性权利，而是更侧重债券的整体性，对债券持有人的权利分配也是集体性的，即债券持有人通过法定的债券持有人会议来行使权利，且决议对全体债券持有人有效。决议能解决群体决策的问题，决议程序有助于不同理性之间的碰撞、加工和升华，但决议之中的多数决原则可能忽视少数人的利益、智慧和尊严。<sup>〔33〕</sup> 因此，决议必须遵守严格的程序（最为著名的是美国罗伯特将军的“议事规则”<sup>〔34〕</sup>）。在正义的程序得到实施的前提下，程序过程本身能够使结果

〔31〕 See Tuckman K B, Do Bondholders Lose from Junk Bond Covenant Changes? 66 *Journal of Business*, 499 - 516 (1993).

〔32〕 一只债券，尽管会被划分为很多标准化的份额，但每一份额的权利义务是同质的，每一份额或债券的偿付等在时间以及方式上也是同质的，一只债券的所有持有人作为一个整体作为发行人的债权人，因此要求所有债券持有人要有一定程度的一致行动，由此衍生出的对治理的需求也较为突出。

〔33〕 参见陈醇：《论单方法律行为、合同和决议之间的区别——以意思互动为视角》，载《环球法律评论》2010 年第 1 期。

〔34〕 它是一套严密的会议程序规则，包括规定会期、选举代表、通知、确定召集人或主持人、提出议案、公开讨论和修改议案、记录、表决等。参见〔美〕亨利·M. 罗伯特：《议事规则》，王宏昌译，商务印书馆 1995 年版，第 23 页。



正当化,并且有吸收当事人不满的功能。<sup>[35]</sup>大陆法系解决“集体多数决”滥用的制度设计在于:一是分层表决设计,当决议事项关涉债券持有人根本性权益时,通过比例为绝对多数,而非一般事项所适用的普通多数;二是规定了债券持有人的异议程序。

#### 1. 德国《债券法》对债券持有人会议的规定

德国债券持有人会议制度的规则体系由具有普遍适用性的强制性法律规范和以市场成员自由意志为基础缔结的契约条款共同构成。在法律层面,德国《债券法》作为最主要的上位法,通过对公开发行债券持有人会议的决议权限、决议机制、决议效力和召开程序等事项进行明确规定,正式确立了债券持有人会议制度的法律地位。《债券法》以充分保证持有人的知情权为出发点,充分借鉴了上市公司股东大会的程序性规定,对会议从召开到决议执行的全部程序作出了详细规定,以最大限度维护决议机制的程序正义。<sup>[36]</sup>其要点包括:(1)债券持有人会议的决议机制。普通决议过半数以上通过,而对债券重要约定进行实质性变更则须适用绝对多数决机制。设置了“低门槛”的二次会议,以防止参会人数未达法定要求而无法做出有效决议。<sup>[37]</sup>(2)对决议内容的限制性规定。一是除非法律明确规定,不得为债券持有人新设置发行文件未约定的义务;二是违反同等对待原则<sup>[38]</sup>的决议无效,除非受到劣后对待的持有人明示同意。(3)决议效力。持有人会议的决议对全体同期持有人产生同等约束力,但不必然对发行人产生约束效力,而须以与其形成合意为要件。(4)异议程序。持有人认为决议违反法律或发行文件约定的,可在异议期即决议公布之日起一个月内向发行人注册地州法院提出异议。<sup>[39]</sup>

#### 2. 日本《公司法》关于公司债制度的规定

日本《公司法》所规范的公司债制度,其基本命题在于落实公司债发行公司调度资金的机制与确保公司债债权人的权益。<sup>[40]</sup>日本《公司法》设专章规定“公司债”,<sup>[41]</sup>包括总则(第676—701条)、公司债管理人(第701—714条)和公司债债权人会议(第715—742条)三部分内容。日本《公司法》为了多数公司债权人规定了集团处理机制,另外,因为公司债是向一般社会公众发行的大量的、长期的公司债务,所以特别设置了公司债权人保护规定,另外关于作为有价证券的公司债,从其流通保护开始制定了有价证券法的相关规定。<sup>[42]</sup>其中,第724条对公司债债权人会议决议的通过比例予以规定,第734条规定决议的效力,第740条则是对债权人异议

[35] 参见田平安、杜睿哲:《程序正义初论》,载《现代法学》1998年第2期。

[36] 参见甘露原、成睿:《德国债券持有人会议制度研究》,载《金融市场研究》2019年第11期。

[37] 若持有人会议的参会人数未达到法定要求,会议召集人可决定再次召集会议。第二次会议原则上对持有人的出席比例不设限制。但针对适用绝对多数决的事项,会议在参会持有人所持表决权比例达到25%以上时方具有决议行为能力。这是为了提高持有人会议效率,维护市场运行秩序,德国《债券法》规定的可突破多数决限制的特殊情况。

[38] 同等对待原则是指全体持有人均享有债券所附的同等权利和义务,持有人会议的决议对全体持有人产生同等约束效力。这一原则实质上杜绝了对个别持有人单独予以特殊的优待或不平等待遇,也排除了债券发行人和个别持有人达成个别合意的可能性。除保护持有人外,该原则背后的另一重要立法考量则是确保相同份额的债券均附带完全相同的权利和义务,从而维护债券的标准化属性。

[39] 参见前引[36],甘露原、成睿文。

[40] 参见廖大颖:《公司债法理之研究——论公司债制度之基础思维与调整》,正典出版文化有限公司2003年版,第101页。

[41] 《日本公司法》“公司债”编约束对象是信用债,附担保公司债由公司法之外的《附担保公司债信托法》予以规范。

[42] 参见〔日〕近藤光男:《最新日本公司法》,梁爽译,法律出版社2016年版,第366—367页。

程序的特别规定。

总结来看，债券持有人会议决议通过比例因普通决议和特殊决议而有所区分。普通决议须获得超过出席会议表决权人表决总数的 1/2 同意。特别决议必须有表决权人总表决权数的 1/5 以上的人出席，且拥有出席会议表决权人表决权总数的 2/3 以上的同意。通过的决议对持有该类别公司债的所有债券持有人都有效，但决议须经法院批准才能生效；异议债权人在法院认可决议之前可以向法院提出异议。<sup>〔43〕</sup>《公司法》所列举的法院不应认可公司债债权人会议决议的法定情形包括：（1）公司债权人会议的召集手续或者其决议方法违反法律法规，或者违反了募集说明书记载事项的；（2）决议以不正当方法达成的；（3）决议有失公正的；（4）决议违反债权人一般利益的。<sup>〔44〕</sup>

综上，大陆法系下的债券持有人集体权利设置与英美法系下将债券持有人根本权利赋予个体的设计不同。法律上规定了债券持有人的会议的法定程序，为债券契约修改提供了程序保障，通过程序正义来吸收和聚合诸多债券持有人的意见。强制性规范的核心功能之一是为集体多数决议方式进行的债务重组提供法律基础。因此，在债券契约修改层面上，大陆法系债券持有人的权利都是集体性的，即通过债券持有人会议的集体多数决来形成决议，且有效决议对全体债券持有人具有约束力。这意味着：一方面，同批次债券持有人权利相同、立法上平等对待，彰显债券的集合性，也保障债券的标准化从而便于流动。在此背景下，不会有美国交换要约那种允许部分持有人依据新契约、异议持有人继续保留旧契约存在的法制土壤。另一方面，为保护公司债权人免受多数决的压迫，设置了异议持有人的司法救济措施，从而解决集体多数决与个人意愿之间的矛盾。这相当于间接考量了债券持有人的个体利益，只不过以程序法定的方式对债券持有人的集体利益和个体利益做出了平衡。

### （三）比较：两大法系对债券契约变更中压迫问题的回应

债券的属性决定了债券治理的方式。债券的合同属性决定了与债券契约有关的事宜需要获得发行人一方及债券持有人一方的合意。另外，债券的整体性决定了债券持有人一方的意见需要特定（程序）机制来聚合、代表和表达。对此，美国的做法是表决权同意征集和交换要约，德日则为债券持有人会议制度。两大法系在聚合债券持有人意见的方式上，既有共相，亦有殊相。共同之处包括：其一，基于债券集合性和持有人行权效率的考量，承认集体多数决对大部分关涉债券持有人权利的事项的处理；其二，表决设计上，按同意事项的重大性程度，设置分层表决机制；其三，赋予异议持有人权利救济途径。

两者的差异之处则在于对待债券持有人本息受偿这一根本性权利的立法差异。从宏观视角来看，这种差异首先与两大法系债券持有人的整体保护架构相关，进一步则与自身互异的配套法律制度供给关联。

首先，在债券持有人保护架构上，美国为受托管理人承担维护债券持有人利益的角色，而在德日，强调债券持有人会议机制下的自治。受历史惯性的影响，债券持有人与受托管理人之间延

〔43〕 参见吴建斌编译：《日本公司法》，法律出版社 2017 年版，第 348-349 页。

〔44〕 参见前引〔42〕，近藤光男书，第 386 页。

续(形式上的)信托关系,<sup>[45]</sup>独立的受托管理人积极、主动行事。在大陆法系,尽管也可能存在受托管理人(比如日本),<sup>[46]</sup>但其与债券持有人之间的关系通常被视为委托关系,是债券持有人会议决议的执行主体,处于相对消极被动地位,与英美法系中受托管理人的法律地位不同。因此,当债券契约修订之际需要征求债券持有人意见时,美国法下,受托管理人必须通过同意征集来聚合众议,若为影响债券持有人根本性权利的修改事项,则须通过交换要约来获得一致同意。而在德国和日本,债券契约的修改通过债券持有人会议机制形成约束全体债券持有人的决议。只不过为了避免集体多数决的滥用,越是关涉持有人实体权利的事项越必须以绝对多数表决通过,并赋予异议持有人司法救济权。

其次,两大法系对于异议持有人权益保护路径的差异,与各自的法律制度供给息息相关,最终体现了立法在保护理念上的差异,即美国以法定实体权利保护,而德、日为法定程序权利保护。美国《信托契约法》只规定债券持有人的本息受偿这一根本性权利不受侵犯,其余权利均交由信托契约来规范。这一根本权利是法定的个体性权利,由单个债券持有人享有,因此在债券契约修改会变更此权利时,需要获得每一个债券持有人同意。这种看起来几乎无法做到的“全体一致同意”,被实践中发展出的交换要约制度所巧妙化解。因此,债券契约修改时,根本权利受影响的持有不同意见的债券持有人通过选择继续保留债券而避免加入新修订的债券契约来使自身对债券契约修订的异议消解。这相当于法律明确承认债券持有人的核心权利为个体性权利,不受集体多数决的约束。因此,美国法下处理债券契约修订时异议持有人权利保护的方式是法律明确赋予单个债券持有人实体性权利。而大陆法系国家法律上对债券持有人本息受偿这一根本性权利的维护是通过法定的程序性保障实现的,体现了立法者致力于通过维护决议程序的公平公正来保障持有人合法权益的立法思路。德、日通过规定债券持有人会议法定程序的方式,以程序正义来聚合债券持有意见,并为异议持有人赋予诉权,或者通过决议受司法审查的方式来解决集体多数决与异议持有人之间的冲突。

需要说明的是,美国将债券持有人的根本权利予以法定实体保障,并非未能向债券持有人提

[45] 历史上,最初发行的债券都附有财产抵押,为了保障债券持有人的债权实现,以及便于抵押物的管理和处置,发行人将该抵押物设定为信托财产,由债券受托管理人保管。由此形成的受托管理人与债券持有人之间的关系为信托关系,发行人为委托人,受托管理人为受托人,债券持有人为受益人。然而,在近现代美国债券市场实践中,无担保信用债成为主流,已经没有需要独立出来的信托财产由受托管理人保管和处置,丧失了信托实质,但基于历史惯性,信托架构延续至今。需要说明的是,在美国,从抵押担保债券到信用债券的商业实践变迁中,信托法律关系已“名存实亡”。抵押担保债券中,存在抵押物作为信托财产来保障债权投资者权益的他益信托法律关系适用空间,但信用债券因信托财产的缺失而存在适用困境。从美国的立法和司法判例来看,债券受托人在违约前只有合同义务,违约后承担“审慎人标准”下的信义义务,但这是否为信托法下的信义义务存疑。就商业实践层面而言,美国的债券持有人制度本身并非完美无缺,在垃圾债券盛行的背景下,曾出现过债券持有人利益保护严重不足而替代路径涌现的局面。因此,美国债券受托人制度并非人们所设想的以信托法律关系架构并在交易实践中一以贯之的操作,其产生有着深刻的历史背景,目前权利义务的分配是路径依赖、利益平衡的结果。See Efrat Lev, *The Indenture Trustee: Does It Really Protect Bondholders?* 47 *University of Miami Business Law Review*, 50 (2000); Ramon E. Johnson, Calvin M. Boardman, *The Bond Indenture Trustee: Functions, Industry Structure, and Monitoring Costs*, 8 (2) *Financial Practice and Education*, 16 (1998); Martin D. Sklar, *The Corporate Indenture Trustee: Genuine Fiduciary or Mere Stakeholder*, 106 (1) *Banking Law Journal*, 44 (1989).

[46] 因为债券持有人缺乏股东大会或董事会这样的公司内部组织机构来代表自身利益、行使权利,所以法律肯定债券持有人会议的自治功能。虽然日本也有受托管理人,但其在信用债里是委托关系,执行持有人会议决议,扮演的是维护持有人利益的辅助角色。

供程序性保障，只是这种程序保障不那么显现。由于存在受托管理人作为维权的主体，契约修改时由受托管理人启动同意征集程序。只有当同意征集不能获得一致同意时，交换要约才进场。而同意征集和交换要约都是有程序性要求来保障实施的，依赖于美国证券法上的规定来展开。此外，当修改涉及原有契约的实质变更时，可能需要重新注册，这些都是对债券持有人的程序性权利保障，以及实体权利的补充保护。

#### 四、我国债券持有人利益公平保护的模式选择及完善路径

在我国，法律层面对债券持有人根本性权利的保护，既无美国法下的实体赋权保护，也无德、日立法例下的法定程序保护。在监管规范和实践层面，我国债券市场违约处置既有大陆法系债券持有人会议，也有美国法下的交换要约制度（即债券置换）。仔细梳理和审视我国现有的制度文件和实践做法，会发现我国债券持有人权益保护上的双重问题：债券持有人会议和债券置换各自存在问题，二者叠加使用还存在制度兼容问题。

##### （一）现有制度梳理及问题分析

##### 1. 债券持有人会议：法律规则层面规定不清，交由市场约定

法律层面，《公司法》没有对债券持有人会议制度作出规定，仅有《证券法》第92条第1款的原则性规定。<sup>〔47〕</sup>因此，持有人会议的召集程序、会议规则和其他重要事项等完全依靠市场自治和债券合同约定。可以说，持有人会议的合法性及效力来源，基本上是依据债券契约中各方达成的合意，除《民法典》（合同编）之外，在法律层面上再无其他制度可予以适用。

当然，在实践操作中，债券持有人会议的召开和决议事项，还需要进一步遵守金融监管规则<sup>〔48〕</sup>和行业自律管理规范、<sup>〔49〕</sup>司法政策等规定，但这些规范性文件立法层次较低，适用范围和指导性不强，并且自身存在问题，如不同市场监管要求不协调、<sup>〔50〕</sup>未设置分层表决机制、缺乏异议持有人的权利救济等，导致实践中过分强调了决议对全体持有人具有约束力的结果，而忽视了决议形成的程序和异议持有人的权利保护。尽管最高人民法院近期发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（以下简称《纪要》）第15条对债券持有人会议决议效力做出了规定，

• 373 •

〔47〕 我国于2020年3月1日起正式施行的新《证券法》，首次从法律层面确定了债券市场的持有人会议制度，使其成为强化债券持有人权利主体地位、统一债券持有人立场的基础性制度，一定程度上解决了分散的持有人的集体行动难题。

〔48〕 2019年底，央行、发改委和证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知（征求意见稿）》，统一了各市场公司信用类债券违约处置的相关原则和措施，并明确要充分发挥持有人会议在债券违约处置中的核心作用，切实保障债券持有人合法权益。

〔49〕 中国银行间市场交易商协会于2019年颁布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程（修订稿）》，对持有人会议的程序事项等进行了详细规定，并规定“本规程的规定是持有人会议的最低要求”，鼓励市场通过约定采取更高的债券持有人保护标准。而证监会、发改委主要将持有人会议规则交由发行人、债权代理人、债券持有人大会自行约定，自治管理。

〔50〕 表决机制方面，交易所现行要求为50%以上的持有人表决后，决议方可生效。交易商协会原来要求[《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》（2013版）]三分之二以上的持有人出席，会议方可生效；四分之三以上表决权通过，决议方可生效。自2020年7月1日实施《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》（2019年修订版）后，交易所债券、交易商协会品种要求均为50%以上持有人表决后，决议生效。同时，特别议案的最低线为90%持有人同意方可生效，例如本金或利息金额、计算方式、支付时间、信用增进协议及安排。



除非存在法定无效事由及规定的例外情形,<sup>[51]</sup> 债券持有人会议根据债券募集文件规定的决议范围、议事方式和表决程序所作出的决议对全体债券持有人具有约束力。然而, 现有规则对法定无效事由语焉不详; 而且大多数募集文件对于决议范围、议事方式和表决程序基本与监管规则保持一致, 属于格式条款。这极可能导致发行人利用起草的主动权, 或者联合承销机构或受托管理人、大额债券持有人, 侵害中小持有人合法权益的风险。

综上, 在我国, 法律层面仅有《证券法》对债券持有人会议的原则性规定。此外, 虽然有交易所和交易商协会出台的关于债券持有人会议的程序规定, 但内容本身并不完善, 而且自律监管规范不具有等同于法定程序的强制力, 因此, 债券持有人的集体自治机制基本上依赖于债券募集说明书中对债券持有人会议的规定内容。相应地, 在债券持有人之间的压迫问题上, 我国目前法律层面的制度供给尚付阙如。因此, 债券契约保障债券持有人权利宪章的地位更加凸显。然而, 债券契约并未承担起如此重大的使命。债券募集说明书中约定内容的简单且存有疏漏 (比如没有分层表决, 也没有异议人的权利救济), 使其对实践中出现的前述“压迫问题”束手无策。在缺乏法定保护, 且约定的程序保护本身并不完善的情况下, 加之债券持有集中度高, 使得少数几家持有债券的机构投资者就能决定和处分全体债券持有人获得“本息受偿”这一根本权利, 小额、分散的债券持有人权益保护问题触目惊心。<sup>[52]</sup>

## 2. 债券置换实践: 程序不规范对投资者权益的损害

在监管部门提出债券置换可用于债券违约及其风险处置之后, 市场实践积极开展。中国银行间市场交易商协会于2019年12月27日发布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》, 提出“发行人可以通过置换的方式处置违约债券”。2020年7月央行、发改委和证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》, 明确“允许发行人在基于平等、自愿原则下, 通过债券置换、展期等方式协商进行债务重组”。目前, 我国市场上已出现三起实践案例, 分别是北京桑德环境工程有限公司 (以下简称“桑德工程”)、华昌达智能装备集团股份有限公司 (以下简称“华昌达”) 和瓦房店沿海项目开发有限公司 (以下简称“瓦房店开发”), 成功置换比例高达80%以上。<sup>[53]</sup> 其中, “桑德工程”是国内首单债券置换,<sup>[54]</sup> “瓦房店开发”是首只私募城投债置换。<sup>[55]</sup> 由于实践案例数量所限, 加上私募债券置换信息披露较少,

[51] 2020年7月15日, 最高人民法院发布了《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》, 其中第15条持有人会议决议效力指出, 债券持有人会议根据债券募集文件规定的决议范围、议事方式和表决程序所作出的决议, 除非存在法定无效事由, 人民法院应当认定为合法有效, 除本纪要第5条 (债券受托管理人的诉讼主体资格)、第6条 (债券持有人自行或者共同提起诉讼) 和第16条 (债券持有人重大事项决定权的保留) 规定的事项外, 对全体债券持有人具有约束力。

[52] 大额债券持有人更容易与发行人达成共识: 利益绑定更大; 博弈谈判时可能有利益输送或者换路径找补。小额债券持有人分散带来理性冷漠下的集体行动问题, 因为反对了也没用, 即便成功了胜利果实会同其他持有人共享, 而行动成本全部由自己承担。躺下装死的后果就是遭受集体多数决的压迫, 且没有异议或退出途径。

[53] 桑德工程的“17桑德工程MTN001”债券置换作为国内首单债券置换要约, 置换比例达到80%; 华昌达对“17华昌01”开展置换要约, 置换率达到64.85%; 瓦房店开发对“17瓦房02”的债券置换率更是达到了100%。参见孙彬彬、谭逸鸣:《如何看待债券置换?》, 载 <http://bond.hexun.com/2020-04-11/200987197.html>, 最后访问时间: 2022年4月1日。

[54] 参见上海清算所:《推动市场化处置债券风险, 上海清算所支持完成首单债券置换业务》, 载 [https://www.shclearing.com/gwym/xwdt/202003/t20200306\\_648565.html](https://www.shclearing.com/gwym/xwdt/202003/t20200306_648565.html), 最后访问时间: 2022年4月1日。

[55] 参见史晓娜:《首只城投债置换引发的思考》, 载 <http://news.hexun.com/2020-04-16/201043872.html>, 最后访问时间: 2022年4月1日。

所以只能根据有限的公开资料来对我国的债券置换予以评价。

总体上，这三起债券置换均在债券到期前通过置换来避免发生实质性违约，同意置换的持有人获得相较于原有债券更高利息收益但延后偿付时间的新债券，而不同意置换的持有人则继续保留原有债券，其本息能否如期受偿则取决于发行人的偿付能力。“瓦房店开发”债券置换中政府参与协调，置换比例高达100%；在“华昌达”案例中，保留原有债券的投资者如期获得了偿付，而在“桑德工程”案例中，未接受置换的投资人最终协商的结果是展期。诚然，在经济下行，债券违约率不断攀升的背景下，债券置换可以避免发行人违约，而且能够缓解企业偿债的短期流动性压力，“用时间换取生存空间”，使得具有持续经营能力或仍具起死回生潜力的发行人获得喘息的机会。

然而，我国市场实践中的具体操作，相较于美国的交换要约制度，还存在着债券置换程序上的不规范带来的投资者权益保护问题。债券置换最终会带来债券契约的实质修改，对债券持有人本息的偿付金额、期限利益作出修改，因此，在美国法下，新债券必须先向证券监管部门注册，然后发行人向债券持有人发出交换要约，遵循联邦证券法对于要约持续时间的要求（通常为20个工作日，特殊情形可再延长10日），以及信息披露（包括发行人的财务、债券评级等信息）和反欺诈约束。从而让债券持有人有足够的时间和充分的信息披露来决策到底应该选择持券还是置换为新债券。反观我国的市场实践，一是新债券无需注册，投资者未能获得证券发行监管准入制度的保护。二是从债券置换要约发出到需要投资者作出决策的时间非常短暂（平均两天左右），<sup>〔56〕</sup>且未能同时披露发行人财务信息及评级机构关于发行人的信用评级报告等。这就意味着投资者需要在短时间内且信息不充分的情况下作出关涉投资损益的重大决策，债券持有人陷入“囚徒困境”及发行人的“胁迫”问题在所难免。首先，如果选择留券的投资者可以获得足额及时偿付，那么债券置换来缓解发行人流动性压力、避免债券违约的功能可否有效发挥令人存疑。毕竟债券置换并无法掩盖信用主体风险的暴露，最终的债务偿付主要依靠企业自身经营的改善以及由此带来的企业现金流改善。因此，再高的预期收益若只是空头支票，那么债券持有人肯定会选择留券以“落袋为安”。当所有人都如此选择时，债券置换就面临失败。其次，如果选择持券的投资者最终未能获得足额及时偿付，那么市场主体未来可能会趋向于选择债券置换，至少还能得到高出原有债券利息的收益预期。在这种情况下，所谓的“投资自主决策”恐怕也仅仅是发行人的变相“胁迫”。

### 3. 债券持有人会议与债券置换叠加的内在冲突

虽然我国的债券置换与美国的交换要约在功效上都有对异议持有人本息受偿权的维护，但债券持有人会议制度和交换要约制度本身源于不同法系，所依存的法律制度环境截然不同。制度设计的有效实施并不取决于数量，叠床架屋的设置都指向共同的问题（债券契约修改）时，则存在着兼容性问题。

〔56〕 参见搜狐每日经济新闻：《桑德工程完成银行间市场首单债券置换业务！置换金额4亿元，占原有债券发行金额80%》，载 [https://www.sohu.com/a/378192685\\_115362](https://www.sohu.com/a/378192685_115362)，最后访问时间：2020年8月20日；《华昌达智能装备集团股份有限公司2020年置换公司债券要约结果公告》，载 <https://q.stock.sohu.com/newpdf/202038715016.pdf>，最后访问时间：2022年4月1日。

中国目前规制路径的内在冲突在于缺乏上位法对债券持有人实体权利和持有人会议程序机制的规定,我国债券持有人权利的保护路径上与美国趋同,采取契约保护。但大的保护模式架构上采取了大陆法系的做法:债券持有人会议决议—受托管理人代为执行决议。换言之,整体保护机制上是大陆法系的做法,但没有上位法对于债券持有人会议程序的细化规定。于是在具体的保护路径上就落在了契约保护上,但又没有像美国那样在法律层面明确债券持有人的根本权利不受侵犯。这首先带来了大额债券持有人通过集体多数决来压迫小额持有人的问题。另外,在债券违约处置的监管文件中,又规定了债券置换这一方式,而这种方式是美国法下为了保障债券持有人本息受偿权不受侵犯而衍生出的获得债券持有人对债券契约修改一致同意的变通做法。

尽管债券置换可以解决异议持有人的权利维护问题,但当其与债券持有人会议制度在工具层面同时使用时,制度逻辑上的冲突在所难免。债券持有人本息受偿的这一根本性权利,不可能既是集体性的,又是个体性。若为个体性权利,那么其不受集体多数决的处分;若为集体性权利,那么就得受集体多数决的约束。在我国,两种制度并行,存在着债券持有人会议决议架空债券置换的可能。因为当持有人会议集体多数通过的决议适用全体债券持有人时,债券置换对异议持有人的保护要么缺乏根本适用空间,要么仅仅是执行会议对于债券置换的决议而已,异议持有人仍然难逃“多数人暴政”的命运。这体现了监管者在债券持有人权利保护制度上未能体系化思考。更深层次上,二者对债券持有人根本权益保护理念和配套立法制度要求上的分野,恐怕是未来完善我国债券法制无法回避的难题与选择。

## (二) 实现路径分析及完善建议

如上所述,一方面,我国的债券持有人会议法律制度由于自身缺陷,无法应对债券市场中大额债券持有人通过持有人会议集体多数决来压迫小额债券持有人的问题。另一方面,市场实践兴起的债券置换似乎为解决前述压迫问题带来一线生机。然而,债券置换本身的程序不规范既未解决异议债券持有人的权益保护问题,还带来了发行人对债券投资的“胁迫”问题。而且,当债券置换与债券持有人会议并行时,存在着被后者架空的可能。

事实上,债券持有人会议制度与债券置换源于不同法系平衡债券持有人集体利益和个体利益的不同路径,核心在于对待债券持有人本息受偿这一根本权利的态度和救济设置不同。回到我国的现实问题上,对于解决债券持有人之间的“压迫”问题,首先要厘清规制理念:赋予债券持有人的根本性权利为集体性权利还是个体性权利。不同的赋权需要匹配的制度不同,两大法系的立法例差异印证了这一点。具言之,德国和日本将本息受偿权设置为债券持有人集体权利,通过立法规定债券持有人会议的程序正义来平衡集体与个体利益;而美国则在法律层面赋予每一个债券持有人不可侵犯的根本性权利,通过同意征集和交换要约在维护债券持有人集体利益的同时,保障个体根本利益不受集体多数决的侵害。这种差异在更大的层面上则与各法域惯有的债券投资者权益保护机制及配套制度支撑的差异化相关联。因此,任何制度并非孑然独立存在,我国的路径选择也必须综合考量我国债券持有人保护架构及现有的配套制度供给来审慎决策。笔者认为,完善债券持有人会议制度及配套法制更符合我国的历史传统及现实诉求。下面从两个层面展开分析:为什么我国应选择债券持有人会议制度这一路径,以及如何完善该制度,从而解决债券契约修改中的“胁迫”问题。

### 1. 实现路径：债券持有人会议机制

考虑到我国债券持有人保护架构，以及与债券相关的配套法律制度，完善债券持有人会议机制更符合历史传统及变革的低成本要求。首先，我国惯行的债券持有人保护架构为债券持有人会议机制与受托管理人结合。在我国，债券持有人与受托管理之间是委托关系，而非美国法下的信托关系。受托管理人并非像美国法下积极、主动履职来维护债券持有人利益的主体，而是扮演执行债券持有人会议决议的消极、被动角色，这与大陆法系中日本的做法类似。其次，凝聚债权人共识的机制，在大陆法系由债券持有人会议承担，在英美法系则由表决权征集与交换要约共同承担。在配套制度供给层面，德国通过单行的《债券法》、日本通过《公司法》设专章，来规定债券持有人会议制度，为债券持有人集体行权提供法定程序保障，并为异议持有人提供司法救济；美国则是通过《信托契约法》规定债券持有人根本权利不受侵犯，并借助联邦证券法下对于证券表决权征集和要约收购的规则，来维护债券持有人的根本性权利，并在除本息受偿权之外的多数事项上集体行权。我国法律并未肯定债券持有人的本息受偿权为法定实体权利，此外，现行《证券法》重心聚焦于“股票”，仅仅规定了股票的表决权征集及要约收购，并未提及债券的相关规定。新《证券法》刚刚实施，再次启动修法的可能性不高。相较而言，《公司法》正在讨论修改，也有学者提议通过单行的债券法律法规来统一我国债券市场目前的分割及监管不一。因此，从债券持有人会议制度和债券置换配套的立法和修法成本及可行性上看，完善债券持有人会议制度是优选。

当然，这并非绝对否认债券置换在我国市场中的存在空间。毕竟，债券具有契约属性，因此，只要发行人与债券持有人在协商一致的基础上同意置换，法律会尊重市场主体的意思自治。尤其是在私募债的情况下，债券持有人数量少、成熟度高、集体行动困境程度低，达成债券置换之合意并非难事。比如，前述的“瓦房店开发”发起的债券置换就获得了持有人的一致同意。需要注意的是，在公募债券置换中，出于保护公众投资者的考量，现有的债券置换操作程序还是太过简单粗暴。即便短时间内不能通过《证券法》的修订来提供程序上的制度支撑，也应该在监管规范层面出台配套规定，否则就会出现“桑德工程”债券置换中对异议债券持有人根本性权利的侵害，即同意置换的债券持有人损失了期限利益，但是得到了高利益收益，而不同意置换的债券持有人并未得到本息到期的足额偿付，而是通过召开债券持有人会议的方式进行了债券展期。

### 2. 完善建议：回归债券持有人会议制度的程序正义

要解决债券违约处置实践中大额债券持有人“压迫”小额持有人的问题，必须完善债券持有人会议的程序。这包括两方面：形式上，应提升程序规范的法律位阶，在法律或金融监管规范层面规定债券持有人会议制度的程序；内容上，完善持有人会议流程。

首先，债券持有人会议程序的制度供给应由立法或监管法规提供，而非交由市场约定。债券契约为格式合同，其内容通过债券募集说明书体现。而债券募集说明书是由发行人和债券承销商起草和撰写的，债券持有人作为契约一方并未参与其中，因此债券契约并非发行人与投资者充分博弈并协商的结果。尽管这并不意味着债券契约一定会损害投资者的利益，<sup>〔57〕</sup>但当制定主体亦

〔57〕 作为债券市场上的重复博弈者，为了避免损失未来的融资机会，发行人的债券契约基本上都会遵循市场上的共通做法。



为承担契约义务的主体时,其必然缺乏动机去提升享有权利一方的保护水平,除非通过债券契约条款来提高债券持有人的保护会被债券市场的定价有效反映。此外,提高投资者契约保护的创新做法并不受版权或专利保护,一经公开就会被其他市场主体搭便车。这也会挫败发行人创新约定条款的意愿。因此,发行人的债券契约基本上都会遵循市场上的共通做法,而非主动创新。但强制性规范的适用会化解市场主体的激励不足问题,所以应出台效力层级较高的监管规范,对债券持有人会议机制予以规定,从而为市场中的发行文件提供内容指导。

其次,债券持有人会议制度应予完善,包括明确会议的权限范围、召集、召开、延期程序、决议生效条件与决策程序,决议效力范围等事项。其中,尤其要明晰可决议事项,并引入分层表决安排。公司债券持有人会议并非拥有无限权利,其决议的事项仅限于公司债券持有人共同利害关系的事项。我国法律法规目前没有明确规定诸如本息修改等关键事项可否作为持有人会议决议事项,因此,当持有人会议就修改本息等事项形成决议时,其效力受到质疑。因此,需要在高位阶规范性文件中明确持有人会议可就延期支付、免除违约责任等关键事项作出决议。而且,决议的重要性越高,出席会议的法定人数和表决比例要求也越高。由于持有人可能不关注影响小的议案而不参会,针对重要性低的议案可设置更低的法定人数。

此外,要明确债券持有人会议决议对全体债券持有人具有约束力,与此同时,规定异议持有人的司法救济途径,从而平衡债券持有人的集体利益与个体利益。以法律的形式确定多数决的效力,可以使公司债券持有人会议规避因少数人反对决议而使发行公司陷入困境,符合现代商法、公司法对效率追求的精神实质,方便发行公司对其债券的管理。<sup>[58]</sup>同时,为了避免公司债券持有人会议因“多数决”原则的滥用,致使少数公司债券持有人利益受到损害或限制的情形,还应赋予异议持有人司法救济途径。由于我国的发债规模和债券投资体量,以及经济下行期债券违约量激增所带来的债券契约修改倍增,以及债券投资的专业性和所涉利益复杂性,由法院裁判债券持有人会议决议的效力不仅会使司法资源过载,且有效解决争议的可能性也有待考量。因此,可效仿德国模式,决议通过后无需经过法院审查即可生效,但允许投资者向法院起诉,在违反法律法规或显失公平的情况下,法院可判定决议无效。<sup>[59]</sup>但需注意,基于效率原因,对异议债券持有人的救济途径应有一定期限限制和“时间窗口”,避免影响持有人会议机制整体运行效率。

## 五、结 论

债券持有人之间的“压迫问题”似乎与大股东压迫小股东的问题相似,但法律为二者所提供的制度供给截然不同。尽管股东之间的冲突和意见不一也基本服从“资本多数决”,但《公司法》也赋予异议股东回购请求权、使大股东对中小股东负有信义义务,以及特定情形下股东可提起针对股东会决议无效、可撤销之诉,来平衡股东集体利益与个体利益。反观我国的债券投资者保护,仅在自律规则中强调了持有人会议“集体多数决”的法律效力,但并未对“集体多数决”的

[58] 参见王作全、解萌:《公司债券持有人会议制度探析》,载《青海师范大学学报(哲学社会科学版)》2016年第6期。

[59] 参见中国银行间市场交易商协会法律专业委员会系列研究报告:《海外债券市场投资者保护条款和持有人会议制度研究》(2020年),第2-3页。

公正性提供充足的制度保护。另外，承载债券持有人保护的债券契约某种程度上只是满足监管规范要求的格式合同，关于债券持有人会议的内容简单且存有疏漏，对实践中出现的“压迫问题”束手无策。

域外立法解决“压迫问题”的路径呈现实体保护与程序保护上的差异。美国的做法是交换要约，德、日则为债券持有人会议制度，背后所蕴含的是对债券持有人本息受偿这一根本性权利的立法差异。从宏观视角来看，前述差异与两大法系债券持有人整体保护架构相关，进一步则与自身互异的配套法律制度供给相关。在我国，法律层面对债券持有人根本性权利的保护，既无美国法下的实体保护，也无德、日立法例下的程序保护。在监管规范和实践层面，我国债券契约修改既有大陆法系债券持有人会议自治的运用，也有美国法下交换要约制度（即债券置换）的使用。这两种制度自身存在问题，叠加使用时还存有冲突。考虑到我国债券持有人保护架构，及债券的相关配套法律制度，完善债券持有人会议机制更符合历史传统及变革的低成本诉求。

---

---

**Abstract:** Under the background of frequent bond defaults or expected defaults, the modification of bond contracts to protect the rights of bondholders has become the only way to go. However, since the nature of bonds is standardized securities, it is essential to aggregate the opinions of bondholders and obtain their agreement. In Chinese market practice, there is a problem that large bondholders oppress small bondholders. The path of extraterritorial legislation to solve the “oppression problem” presents a difference between substantive protection and procedural protection. The US approach is exchange offer, while Germany and Japan are bondholders’ meeting systems. What lies behind it is the legislative difference between the fundamental right of bondholders to receive the principal and interest. On a larger level, this discrepancy is related to the differences in bond investor rights protection mechanisms and their supporting systems in various jurisdictions. China has not only a bondholder meeting system in the continental law system that highlights the exercise of the collective rights of bondholders, but also a bond replacement in the common law system that protects the core individual rights of bondholders. The two systems themselves are not perfect, and there are compatibility issues between them. Considering our country’s bondholder protection structure and the existing supporting system, perfecting the bondholder meeting system and its supporting legal system is more in line with our country’s historical tradition and realistic demands.

**Key Words:** bond contract modification, bondholder’s meeting, trustee, bond exchange

---

---

## 论我国公募 REITs 的混合型治理及其完善 ——基于首批 9 个试点项目的实证研究

刘东辉\*

内容提要：《基金指引》在《证券投资基金法》之下构建了基础设施公募 REITs 的治理框架。但因权益结构及管理模式等差异，公募 REITs 与典型证券投资基金有显著不同，简化的基金内部治理结构难以应对公募 REITs 复杂的代理问题，应充分尊重公募 REITs 的商事组织性，借鉴公司内部治理的合理要素。原始权益人在《基金指引》所构建的混合型治理架构中具有多重角色，存在“双重代理人”难题。现行法对原始权益人和基金管理人的利益冲突问题及由此产生的监督失灵缺乏系统规制。实践中的契约型治理通过内设委员会、业绩激励等条款部分弥补了混合型治理的缺漏，但同样因利益冲突等而存在不完备之处。应重新配置公募 REITs 中主要治理主体的权责利，包括明确原始权益人及其代表的受信义务，优化基金托管人的监督权，构建基金投资者的共益权体系，完善浮动管理费条款及外部管理机构委托合同的规制。

关键词：公募 REITs 混合型治理 原始权益人 契约型治理 双重代理人

### 一、问题的提出

不动产投资信托基金（以下简称“REITs”）是投资于成熟的酒店商场、工业地产及基础设施等不动产的权益性产品，已有 40 多个国家发行了此类产品。2020 年 8 月，证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（以下简称《基金指引》），对公募 REITs 的基本结构、交易架构、募集发行、上市交易、信息披露及治理机制等做了特别规定。<sup>〔1〕</sup> 2021 年 6 月，

\* 刘东辉，中国政法大学民商经济法学院讲师。

〔1〕 在此基础上，基金业协会制定了《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引（试行）》，上海证券交易所和深圳证券交易所各自制定了公募 REITs 业务和自律监管规则。

上海和深圳证券交易所分别发行 5 只和 4 只公募 REITs，成为我国境内首批上市公募 REITs。<sup>〔2〕</sup>《基金指引》创设的公募 REITs 具有混合型治理的特点。一方面，公募 REITs 是《证券投资基金法》（以下简称《基金法》）下的契约型基金，具有基金治理的结构；另一方面，公募 REITs 有像控制股东一样的原始权益人，《基金法》下的基金治理难以完全解决 REITs 的代理问题，《基金指引》有限地“嫁接”了公司治理的规则，使得我国公募 REITs 具有部分公司治理的元素。《基金指引》在不修改《基金法》的情况下通过这种混合型治理框架“高效”地推出了首批公募 REITs 产品。<sup>〔3〕</sup>但是，因对公募 REITs 商事组织性及利益冲突复杂性的体系思考不足，对原始权益人和基金管理人这两类“代理人”的共存及分权问题缺乏系统性回应，现行的混合型治理框架存在诸多不足，可能引发公募 REITs 内部监督机制的失灵。虽然首批试点项目充分运用基金合同等自治性文件，吸收了公司治理的典型机制，对《基金指引》确立的混合型治理架构进行了一些补充和调适，但也存在契约型治理自身的局限性。因此，有必要从理论上反思这一混合型治理架构的规范与实践，解决公募 REITs 特殊构造引发的代理问题，明确契约型治理的规则与边界。具体包括：如何解决持有控制权份额之原始权益人的决策参与及控制权滥用问题；<sup>〔4〕</sup>如何应对原始权益人和基金管理人之间可能出现的治理僵局，甚至“合谋”；是否应重新定位公募 REITs 中基金托管人的监督权；是否应参照公司法构建基金持有人的共益权体系。

本文以《基金指引》及相关自律监管规则创设的混合型治理框架为基础，结合将来可能被后续上市 REITs 模仿的首批 9 个试点项目的契约型治理实践，探讨我国公募 REITs 混合型治理的特征与法理，分析混合型治理下现行规范体系及契约条款存在的合理成分与缺漏之处，并在此基础上重构不同治理主体的权责利，完善公募 REITs 的治理体系。

• 381 •

## 二、《基金指引》下公募 REITs 的混合型治理框架

### （一）我国公募 REITs 的特殊架构

REITs 是指主要投资于不动产并进行专业运营的集合投资计划。REITs 最早是美国税法设计的一种特殊税法实体，为了获得税收优惠，REITs 需要在股权结构、投资标的、利润分配等方面符合较多限制条件。<sup>〔5〕</sup>与各国通行的 REITs 类似，我国公募 REITs 也需遵循资产结构、利润分配及杠杆比例等限制。一般认为，公募 REITs 稳定的投资策略、专业的管理、透明的信息及明显的税收优势，为中小投资者提供了投资大型不动产的机会，能够在风险可控的前提下获得稳定的回报。基于市场竞争及效率的需要，域外 REITs 立法越来越多地放松了对公募 REITs 的管制。<sup>〔6〕</sup>

〔2〕 公募 REITs 的具体披露情况，参见上海证券交易所网站 <http://www.sse.com.cn/reits/home/> 和深圳证券交易所网站 <http://reits.szse.cn>，最后访问时间：2021 年 8 月 2 日。

〔3〕 在首批 9 个项目中，仅有深圳证券交易所在博时蛇口项目中对财务顾问的独立性这一问题进行了问询。

〔4〕 已有学者对原始权利人通过关联交易、同业竞争等滥用权利损害投资者利益的可能性进行了探讨。参见洪艳蓉：《基础设施 REITs 融资中资产方的身份转换与权利限制》，载《中国法律评论》2021 年第 4 期。

〔5〕 关于美国 REITs 法制的演变，参见李智：《房地产投资信托（REITs）法律制度研究》，法律出版社 2008 年版，第 56-60 页。

〔6〕 整体而言，REITs 从消极投资实体变为积极投资实体。例如，我国香港地区 2020 年对《房地产投资信托基金守则》进行了修订，提高了 REITs 的杠杆率，提高了可以投资开发项目的资产比重。



然而,我国公募 REITs 的重要目标是为基础设施建设提供资金,和域外的商业地产 REITs 模式有很大差异(见图1),主要体现在:(1)在底层资产上,REITs 投资标的严格限于符合产业政策的基础设施,<sup>〔7〕</sup>基础设施及其运营方式具有很强的专用性;(2)将公募 REITs 视为金融产品,采用封闭型上市证券投资基金的形式,要求持牌的基金公司对 REITs 进行主动管理;(3)要求原始权益人至少持有公募 REITs 20% 的份额,在首批 9 个项目中,原始权益人持有的份额大多超过法定最低比例,其中 3 个项目超过 50%,4 个项目持股在 30%~40% 之间;(4)REITs 对基础资产采用间接控制,基金需通过资产支持证券和项目公司股权控制基础设施的完全所有权或特许经营权,形成“证券投资基金+ABS+项目公司+基础设施资产”的复杂交易架构;(5)规定委托管理模式,基金管理人可以委托外部管理机构负责运营管理,相比于基金管理人,原始权益人具有更专业的基础设施管理经验及持续营利目标,目前首批 9 个项目全部由原始权益人或其关联方充任外部运营管理机构。<sup>〔8〕</sup>

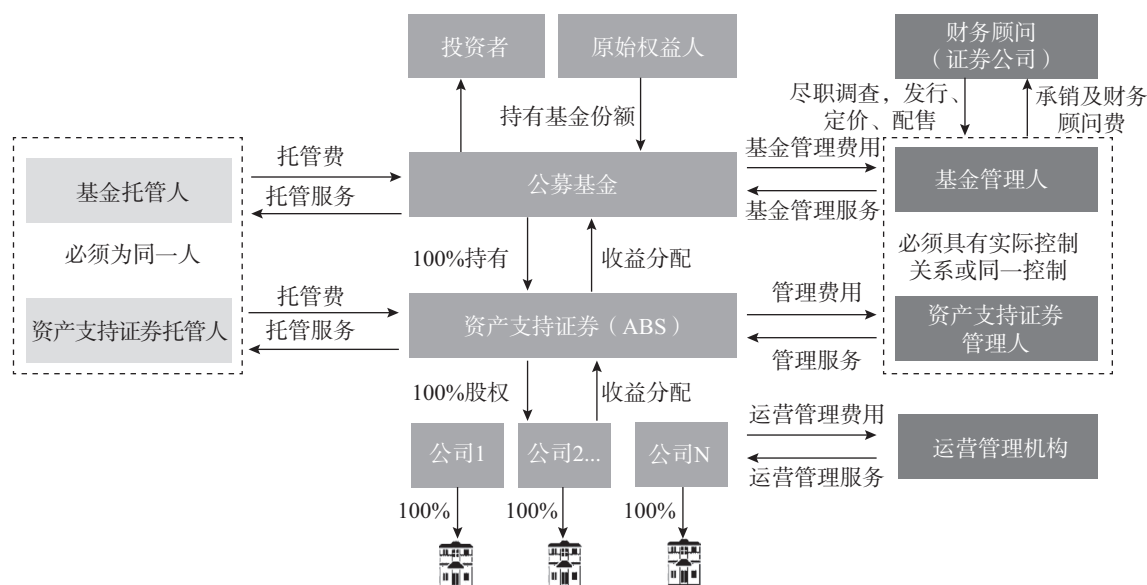


图1 我国公募 REITs 的交易架构<sup>〔9〕</sup>

总之,相比于域外灵活和市场化的 REITs 设计,我国公募 REITs 受到更多制度与经济现实的约束。中国版的公募 REITs 颇具本土特色,原始权益人在公募 REITs 实践中具有发起人、控股者、运营者、供应商及客户等多重法律角色,这也决定了我国公募 REITs 治理的特殊性。

## (二) 我国公募 REITs 混合型治理的法理分析

### 1. 我国公募 REITs 的基金治理及其缺漏

《基金指引》选择以证券投资基金作为公募 REITs 的“蓝本”,并通过投资资产支持计划的方式,符合《基金法》要求投资标的为“证券”的规定。<sup>〔10〕</sup>作为证券投资基金,公募 REITs 遵

〔7〕 我国首批试点项目都是经发改委审核后向证监会推荐的。

〔8〕 以上具体规定,参见《基金指引》第2条、第18条、第28条、第39条。

〔9〕 该图来源于上海证券交易所网站 <http://www.sse.com.cn/reits/intro/>,最后访问时间:2022年4月10日。

〔10〕 参见《证券投资基金法》第72条。

循“基金持有人—基金管理人—基金托管人”的基金治理结构。在这一典型的基金架构中，基金投资者的控制权受到限制，基金管理人处于治理的核心地位，需遵守《基金法》中财产独立性、受信义务等规定。但公募 REITs 和典型的证券投资基金有很大差异，《基金法》所采用的简式治理结构难以应对 REITs 复杂的利益冲突。

首先，公募证券投资基金投资标的为高度流动性的标准化证券，一般能够被准确估值，投资者通过比较基金净值的表现可以有效评估基金管理人的水平，这种高效的产品市场竞争替代了复杂的内部治理结构。

其次，开放式基金的赎回机制为投资者提供了低成本的市场监督机制，在基金管理人的行为不利于基金投资者利益时，投资者能够以现时的基金净值退出基金，减少了积极“发声”的必要性。因赎回时的价格由基金净值决定，并不反映预期回报，不受基金管理人策略调整的影响，赎回机制是比股份出售更有效的保护方式，<sup>〔11〕</sup> 所以基金持有人很少有动力召开持有人大会或提起诉讼。<sup>〔12〕</sup>

再次，证券投资基金是个人投资者集合投资的工具，投资者持股分散且利益高度一致，核心难题在于基金持有人和基金管理人之间的单一代理问题。

最后，证券投资基金通常分散投资，<sup>〔13〕</sup> 无负债经营，无核心投资决策权的转委托，利益主体及利益冲突类型都较少，如不存在债权人保护及破产问题。

由此可见，为了提高效率，证券投资基金是一种商事组织性较弱的信托，投资者和基金管理之间是高度分离的（separation of funds and managers），基金投资者放弃对基金管理人的直接控制，较多依赖外部市场机制及基金业监管，刻意简化了基金内部的分权及监督结构。<sup>〔14〕</sup>

与之不同，REITs 需要更健全的内部治理结构。首先，REITs 投资于集中的基础设施，价值和风险不透明，资产具有高度专用性，无法实时估值和变现，管理者的管理水平无法实时考核；其次，REITs 是一种封闭型上市基金，无赎回机制，市场竞争机制对投资者的保护不足，实践中公募 REITs 的换手率也低于上市股票；再次，REITs 中有控制性份额持有人、外部运营管理机构、债权人，可能发生资产收购、基金扩募等结构性交易，不同主体间的利益异质性高，至少存在原始权益人与其他投资者、原始权益人与基金管理人之间的利益冲突。因此，简单的基金内部治理结构不足以解决公募 REITs 的代理问题。

## 2. 我国公募 REITs 参照公司治理的法理基础

公募 REITs 虽采用了证券投资基金的形式，但其本质是积极运营实体资产的商事组织，与上市公司相似，应参照公司治理的原理。第一，在资产运营方面，REITs 和公司都集中运营不透明的实体资产，容易受到宏观经济和企业管理能力的影响；第二，在利益主体上，REITs 与公司一样具有多重利益主体及利益冲突，公募 REITs 中存在类似股权集中公司的持股结构，原

〔11〕 在上市公司中，虽然小股东可以因不满于公司管理层的新政策而出售股票，但出售时的价格已经反映了这种新政策，因此仍然会遭受损失。

〔12〕 See John Morley, Quinn Curtis, Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds, 120 *The Yale Law Journal* 84, 89 (2010).

〔13〕 参见《证券投资基金法》第 71 条。

〔14〕 投票表决及董事会等传统治理机制在证券投资基金中的价值有限。See John Morley, The Separation of Funds and managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation, 123 *The Yale Law Journal* 1228, 1233 (2014).

始权益人希望通过控制权的行使积极参与基金的投资决策及运营管理,存在持续的关联交易等利益冲突问题,需要解决“第二类代理问题”;第三,因基础设施管理的专业性,我国公募REITs都采用了转委托模式,基金管理人主动管理的职能被削弱,管理职能部分转变为监督职能,类似于公司中董事会对经理层的授权管理,具有更复杂的分权层级;第四,REITs的交易与公司类似,涉及基金扩募、资产收购、控制权交易、基金借款、审计与评估等重要事项,这些事项涉及利益冲突,需要更有效的内部监督。比较法上,美国REITs可以采用公司或信托形式,但这两种形式在治理上并无实质差异。美国REITs采用的信托主要为制定法商业信托,具有法人人格,由受益人大会选任和解任受托人,受托人对REITs进行集体决策,上市REITs同样需适用证券监管机构及交易所关于上市公司的规定。<sup>[15]</sup>香港《房地产投资信托基金守则》虽采用了信托结构,但香港证监会也认为“房地产投资信托基金是结合上市公司特点和集体投资计划活动的混合产品……规管房地产投资信托基金的监管规则将需要同时顾及其作为上市公司及基金活动的两个层面”,其一贯的政策就是“以规管上市公司的方式规管房地产投资信托基金”。<sup>[16]</sup>

我国《基金指引》也对传统的基金内部治理机制进行了“补强”,部分嵌入了与上市公司内部治理机制类似的元素:第一,《基金指引》第4条规定,基础设施基金财产的债务由基础设施基金财产承担,肯定了基金管理人的有限责任。<sup>[17]</sup>第二,《基金指引》第18条规定,原始权益人及其关联方持有的基金份额不少于20%,其中20%部分持有期自上市之日起不少于60个月,由此公募REITs具有类似公司的重要持股人或控制性持股人的地位。第三,构建了更完善的基金持有人大会职权及程序规范,在《基金法》规定的情形外,增加了需经基金持有人大会决议的事项。第四,建立了类似于公司法上的关联交易规制制度,包括回避表决及信息披露等,对关联交易中关联方的界定也拓展到原始权益人及其关联方。第五,参照《证券法》的上市公司大额持股报告及要约收购的规定,建立了大额基金份额变动及收购制度。<sup>[18]</sup>

总之,公募REITs具有更强的商事组织性,在《基金法》及《基金指引》的限定框架下,我国公募REITs具有基金治理和上市公司治理相结合的混合治理的特征。但囿于《基金法》的限制及试点阶段规则的不完善,现有混合治理模式对公司治理的借鉴并不充分。

### (三) 我国公募REITs混合型治理存在的不足

虽然《基金指引》所确立的混合型治理框架是现行法下的一种“创新”,但在具体运作中会产生新的治理问题。

#### 1. 原始权益人在混合型治理中的缺位

传统基金中基金持有人持股分散,“只出钱,不出力”,只存在类似股权分散的上市公司中

[15] See 2019 Maryland Code Estates and Trusts, available at <https://law.justia.com/codes/maryland/2019/estates-and-trusts/title-14-5-maryland-trust-act/>, last visited on Aug. 2, 2021.

[16] 参见2020年《有关建议修订〈房地产投资信托基金守则〉的咨询总结》第15页,载 <https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/api/consultation/conclusion?lang=TC&refNo=20CP2>, 最后访问时间:2021年8月3日。

[17] 证券投资基金是信托结构,无法人资格,按照信托法理,基金管理人和基金托管人需对基金发生的债务承担无限责任。因此,这一规定的合法性存疑。

[18] 参见《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务办法(试行)》第61条、第70条。

“第一类代理问题”。<sup>〔19〕</sup> 因此，与《公司法》不同，《基金法》的体系中没有控制性受益人的法律地位及具体规制。但公募 REITs 中，原始权益人至少持有 20% 的基金份额，多数项目的原始权益人是 REITs 的控制权人，具有控制及参与基金决策的现实需求。第一，原始权益人持有较多同类基础资产，希望后续通过 REITs 的扩募来收购同类资产；第二，原始权益人通过外部管理机构进行运营管理，因而原始权益人是重要的管理者，而且因基金公司的能力限制及路径依赖，这种情况将长期存续；第三，原始权益人是 REITs 的重要供应商或客户，如一些物流仓储项目的原始权益人在设立 REITs 后继续租用物流仓储项目，是 REITs 的重要利益相关者。因此，原始权益人同样是公募 REITs 的“代理人”，可能出现类似股权集中的上市公司之“第二类代理问题”。<sup>〔20〕</sup> 但根据《基金指引》的规定，原始权益人无法主动参与基金层面的决策，基金管理人在进行重大决策时需要提前与原始权益人进行协商，协调成本较大。而且，《基金指引》仅从资产出售者的角度规定了原始权益人的信息披露义务及禁止损害基金财产，并未对原始权益人滥用控制权的情形做出系统规制。<sup>〔21〕</sup>

## 2. 混合治理可能造成基金管理人的监督失灵

与传统基金中基金管理人享有完全且单一的控制与决策权不同，在原始权益人同时担任外部管理机构的 REITs 中，存在两类代理人，基金管理人需与原始权益人及外部管理机构分享控制权与管理权，会出现原始权益人和基金管理人“相互监督”的悖论。一方面，基金管理人需要监督作为外部管理机构的原始权益人或其关联方，以履行自己的受信义务；另一方面，基金管理人也受到原始权益人的监督，面临被原始权益人通过持有人大会解聘或其他掣肘的风险。这种相互制衡的结构可能造成如下不利：第一，基金管理人难以有效监督外部管理机构，因这种监督可能引起原始权益人的敌意或抵制，造成基金管理人的监督动力不足。第二，可能导致类似公司僵局的公募 REITs 治理僵局，《基金指引》限制了基金管理人解聘外部管理机构的权力，只能在外部管理机构故意或重大过失造成基金严重损失、丧失主体资格或相关资质时，才能直接解聘外部管理机构，即使出现委托协议中约定的解聘事件，基金管理人也需要提请持有人大会决议，因《基金指引》规定原始权益人等关联方对此不需要回避表决，导致实践中相关决议很难获得通过。同样，原始权益人解聘基金管理人，需要三分之二特别多数决通过，一般也较难更换基金管理人，容易造成双方的僵局。第三，更容易发生的情形是原始权益人和基金管理人的“共谋”，相互“慷慨大方”，损害其他基金持有人的利益，因为原始权益人和基金管理人都需要得到对方的支持，如原始权益人默认基金管理人可以获得高额的管理费，基金管理人相应地在委托协议中规定对外部管理机构的高额报酬，由此，基金管理人可能成为原始权益人控制公募 REITs 的“通道”。在博时招商蛇口产业园和浙商沪杭甬高速公路项目中，基金管理人均为原始权益人的关联方，<sup>〔22〕</sup> 原始权益人能

• 385 •

〔19〕 参见〔美〕莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等：《公司法剖析：比较与功能的视角》（第2版），罗培新译，法律出版社2012年版，第37页。

〔20〕 参见前引〔19〕，莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等书，第37-38页。

〔21〕 参见《基金指引》第43条。

〔22〕 博时招商局蛇口产业园项目中，基金管理人博时基金、原始权益人招商蛇口为招商局集团同一控制下的关联方。浙商沪杭甬高速公路项目中，基金管理人浙江浙商证券资产管理有限公司为主要原始权益人浙江沪杭甬高速公路股份有限公司的控股下属公司。



够直接控制或影响基金管理人，进一步加剧了内部监督的失衡。<sup>〔23〕</sup>无论是上述哪种情形，都将损害我国公募 REITs 的健康发展。因此，需要有相应的机制制约基金管理人的懈怠。

### 3. 基金托管人的职权配置不足

在证券投资基金中，基金财产是透明的，基金托管人的主要功能是保障基金财产的安全性，对基金管理人的投资指令及基金净值的计算等进行合规性监督，这种监督以形式审查为主，所以《基金法》对基金托管人没有配置更多的监督手段，与公司中监事会及独立董事的法律定位及职权存在明显差距。但是，公募 REITs 中，基础资产的运营管理更为复杂，原始权益人及基金管理人对诸多事务存在利益冲突。在部分项目中，原始权益人和基金管理人关联方，无法相互监督。财务审计、资产评估、关联交易及信息披露等重大事务也需要更严格的监督。我国基金业协会虽明确指出“公募 REITs 托管不同于传统的标准化资产托管，需要持续监督项目运营现金流并关注底层资产安全”<sup>〔24〕</sup>，且规定基金托管人履职时，基金管理人及其他相关服务机构应当予以配合，但对于托管人如何监督底层资产的运营管理、是否需要监督外部管理机构的履职、如何要求基金管理人的配合等缺乏具体规定，也未相应增加基金托管人的职权及履职保障。

总之，《基金指引》缺乏内部治理机制的系统构建，原始权益人、基金管理人、基金托管人等重要治理主体的权责配置存在疏漏。

## 三、混合型治理框架下公募 REITs 的契约型自治

• 386 •

首批试点项目通过基金合同、外部管理机构委托协议等自治性文件的契约型治理，在较多方面参考了公司治理的原理，弥补了现行法中混合型治理的不足，但初始的基金合同及委托协议仅是原始权益人和基金管理人协商的结果，无外部投资者的参与，且部分项目的原始权益人和基金管理人存在关联关系，同样存在不完备之处。下文将以首批项目的招募说明书、基金合同等所披露的信息为基础，分析契约型治理的实践、功能及不足。

### （一）公募 REITs 试点项目的基本情况

公募 REITs 试点项目的基本情况请参见表 1。

表 1 公募 REITs 试点项目的基本情况

名称	基础设施资产	基金管理人	基金托管人	原始权益人及持股比例	机构投资者占比	外部运营管理机构
盐港 REIT	港口仓储物流	红土创新	招商银行	盐田港集团及关联方 34%	89.78%	盐田港物流公司
广州广河	高速公路	平安基金	工商银行	广州交投公司 51%	94.65%	广州交投及广州高速运营

〔23〕《基金指引》仅在第 10 条规定，设立基金时，基金管理人或其关联方与原始权益人存在关联关系，应当聘请第三方财务顾问独立开展尽职调查，未对基金持续运营阶段两者的关系做出特别规制。

〔24〕《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引（试行）起草说明》。

续前表

基本信息 名称	基础设施资产	基金管理人	基金托管人	原始权益人 及持股比例	机构投资者 占比	外部运营 管理机构
蛇口产业园	产业园写字楼	博时基金	招商银行	招商蛇口 33.33%	92.14%	招商创业
首钢绿能	生物质 发电设施	中航基金	招商银行	首钢集团 40%	92.70%	首钢生态
浙商沪杭甬 REIT	高速公路权益	浙商证券	招商银行	沪杭甬公司 56.843%	96.68%	沪杭甬公司
富国首创水务 REIT	污水处理设施	富国基金	招商银行	首创股份 51%	94.94%	首创股份
华安张江光大 REIT	产业园权益	华安基金	招商银行	张江集电和 光控安石 20%	88.24%	集擎咨询
东吴苏州产业 REIT	产业园权益	东吴基金	招商银行	苏州工业园和 建屋产业公司 40%	91.76%	苏州工业园和 建屋产业公司
中金普洛斯 REIT	仓储物流权益	中金基金	兴业银行	普洛斯中国 20%	94.64%	上海普洛斯

（二）公募 REITs 契约型治理的类型及衍生问题

1. 原始权益人参与基金决策的条款

我国公募 REITs 的设立与存续高度依赖原始权益人，原始权益人不单是资产出售者，还存在明显的决策及盈利需求，但《基金指引》缺乏对原始权益人准确的法律定位。实践中，有四个项目在基金管理人内部设立了允许原始权益人参与的投资决策委员会、运营管理委员会或咨询委员会等机构，具体负责 REITs 的决策、管理或咨询，原始权益人可以提名若干委员直接参与基金层面的决策，一定程度上弥补了现有治理结构对原始权益人参与的忽视。<sup>〔25〕</sup>例如，中金普洛斯 REIT “考虑到基础设施基金的产品创新性及仓储物流类资产运营管理的特殊性……更专业化开展本基金的投资和运营管理，基金管理人设立中金普洛斯基金运营咨询委员会……为本基金的投资和运营提供专业咨询意见和建议，以作为基金管理人的决策参考”。运营咨询委员会主要负责基金设施项目的购入、出售方案、签署管理交易协议等。该委员会的 5 名委员中包括 2 名原始权益人提名、不从基金管理人处领取薪酬的委员。

这类有原始权益人参与的内嵌式机构可以提高公募 REITs 的决策效率和专业管理。但《基金指引》缺乏对此类非正式机构的规范，实践中对这些机构的信息披露不充分，原始权益人提名的代表与基金投资者没有直接的法律关系，可能成为原始权益人损害其他基金投资者的“影子”。

2. 防范原始权益人及外部管理机构利益冲突的条款

与传统基金不同，公募 REITs 的原始权益人与基金存在持续的关联交易和同业竞争。实践中，所有项目都将原始权益人及其关联方纳入基金的关联方。一些项目采取了比《基金指引》更

〔25〕 这四个项目分别是广州广河、富国首创水务 REIT、华安张江光大 REIT、中金普洛斯 REIT。

严格的审查机制。盐港 REIT 和广州广河要求经基金托管人的同意,浙商沪杭甬 REIT 要求经基金公司独立董事组成之关联交易控制委员会的审核。但项目公司与外部管理机构的委托合同也是一种关联交易,对于如何保障委托协议中报酬等重要条款的公平性,契约实践及《基金指引》并未制定具体的规则。<sup>〔26〕</sup>

现有项目主要通过原始权益人和外部管理机构的承诺防范同业竞争,承诺公平对待具有竞争关系的项目,不将项目公司已取得的或本应由项目公司取得的业务不公平地授予或提供给任何其他竞争项目,采取充分、适当的措施避免可能出现的利益冲突,并积极协商解决。原始权益人及外部管理机构的承诺能够缓解同业竞争等利益冲突,但现行法缺乏对外部管理机构法律地位及义务的明确规定,造成该类承诺安排缺乏法律基准,在发生纠纷时,难以确定“公平对待”的内涵及责任。

### 3. 激励基金管理人的浮动管理费条款

在原始权益人控制外部管理机构的模式下,如何激励基金管理人积极主动监督外部管理机构,是我国 REITs 治理的重中之重。实践中,除了蛇口产业园,其他 8 个项目都在固定管理费之外设置了基金管理人的浮动管理费。8 个项目的浮动管理费计算标准都考量了项目公司的业绩情况,以预定的运营收入或可分配金额等运营业绩目标为基准,若当年实际运营收入(部分为净收入指标)超过该基准,可支付一定比例的浮动管理费。整体而言,浮动管理费的设置对基金管理人具有激励作用。

但《基金指引》仅要求管理人披露费用信息,未对浮动管理费作具体规范,实践中,基金合同对浮动管理费的合理性、必要性都欠缺解释和说明。这些项目对业绩目标的确定方式存在很大差异,部分项目的基金管理人对于业绩指标的确定几乎没有自由裁量权,如首钢绿能项目中,浮动管理费=年度基金可供分配金额超出 1.4 亿元部分×10%+项目公司年度运营收入超过 395153982.54 元部分×20%。而部分项目的基金管理人可自行确定业绩指标,自由裁量权大,如在浙商沪杭甬 REIT 中,“每年度从项目公司收入、净现金流等运营指标及道路养护、安全管理等社会效益指标设定年度经营绩效目标。年度经营绩效目标由基金管理人自行审议决定”。管理人对管理费的确定有利益冲突,可能导致业绩指标设定过低或重复评价。

总之,浮动管理费的设置能够激励管理人的积极监督,降低被“俘获”的可能,但目前的浮动管理费设置存在信息披露不完整、基金管理人自由裁量权过大等问题。

### 4. 监督外部管理机构履职的条款

我国 REITs 的外部管理机构为原始权益人控制,外部管理机构的运营能力短期内具有“不可替代性”。基金管理人的一个重要职责就是考核和监督外部管理机构。但是,实践中,委托管理协议的内容披露并不充分,仅有个别项目的委托协议约定了外部管理机构的业绩考核目标、约定解聘事由。例如,盐港 REIT 中,全部基础设施项目年度运营收入总金额未能达到对应年度的运营业绩指标总和 90%的,外部管理机构应向基金管理人提交整改方案,基金管理人有权替换

〔26〕《基金指引》第 15 条第 2 款第(12)项仅规定:应当披露外部管理机构基本信息、人员配备、项目资金收支及风险管控安排等。

外部管理机构中的基础设施项目招商小组成员。但所有项目都未披露外部管理机构的报酬计算方式。总之，因《基金指引》对委托协议条款及其披露缺乏具体指引，而原始权益人具有强势的谈判地位，契约型自治对外部管理机构的监督作用有限。

#### 5. 基金托管人的职权配置条款

个别项目规定，托管人对一些重大交易享有监督权。例如，盐港 REIT 和广州广河项目规定：对于重大关联交易，需要取得基金托管人的同意；基金托管人对于浮动管理费所依据的运营收入具有复核的权利；在外部管理机构解聘时，基金托管人有权提名新外部管理机构。在中金普洛斯 REIT 中，基金托管人在提请解聘外部管理机构的同时可以提名合格候选外部管理机构。这表明实践中对于增强基金托管人的独立监督具有现实需求，但现有监管规则对托管人的监督权配置明显不足。

### 四、混合型治理下公募 REITs 相关制度的完善

我国公募 REITs 的混合型治理框架及其基础上的契约型自治都有局限性，需要完善内部治理结构及监督机制，这既要求《基金法》等法律的修改，也需要在《基金指引》中进行更细致的规定。

#### （一）我国公募 REITs 治理结构的完善

##### 1. 对原始权益人参与基金治理的规制

与传统基金投资者不同，公募 REITs 的原始权益人“既出钱，又出力”，基金管理人的管理需要得到原始权益人的积极配合。在现有的基金治理下，原始权益人通过非正式机构参与基金层面的决策，具有合理性和必要性，《基金指引》应明确允许基金管理人设立有原始权益人代表参与的投资管理委员会或运营管理委员会等内部机构。但为了增强透明度，应要求基金详细披露特定委员会的设置目的、职权范围、人员构成、决策程序以及利益冲突防范机制，特别是应披露原始权益人提名委员的信息，可参照上市公司提名董事的要求，包括代表原始权益人利益的委员与原始权益人的关系、个人的专业能力、是否从基金中获得报酬等。在具体决策中，也应披露这些委员对相关事项的表决意见。为了防范原始权益人完全控制这类委员会，应规定原始权益人提名的人数不得过半。在法律性质上，因这些委员具有决策权，应该将这些委员解释为事实上的受信人（fiduciary），<sup>〔27〕</sup>需为基金持有人的最大化利益进行决策，承担较高的受信义务，不得滥用相关信息，对关联交易事项应回避表决等。

此外，原始权益人可能滥用控制权获取私利，应参照《公司法》对控股股东及实际控制人的规制，在《基金指引》中明确规定具有控制权的原始权益人的受信义务，不得滥用关联关系损害其他基金持有人的利益，在基金扩募及资产处置等利益冲突情形中，需承担受信义务。例如，在首钢绿能中，初始的《基金合同》约定，基金清算时，原始权益人首钢集团有权无偿受让基金设

〔27〕 在衡平法上，将虽然没有受托取得财产，但因特定事实背景及信任关系而取得类似受托人自由裁量权的主体称为受信人，受到和受托人义务类似的规制。See Kam Fan Sin, *The Legal Nature Of The Unit Trust*, Clarendon Press, 1997, p. 50; Geraint Thomas, Alastair Hudson, *The Law Of Trusts*, Oxford University Press, 2010, pp. 1404 - 1408.



施项目,且无需召开基金份额持有人大会。对于此种安排,需要结合清算时基础资产的价值,审查原始权益人无偿取得基金资产是否公平,是否严重损害其他基金持有人的利益,以决定条款的效力及原始权益人是否违反受信义务。若原始权益人对其提名的委员或控制的外部管理机构进行不当指示,损害基金持有人利益,应与相关责任人承担连带的违约责任。

以上是现行混合治理框架下的解释路径。从立法论的角度,也可以借鉴香港地区公募 REITs 的单一模式,创设专门的公募 REITs 管理人牌照,允许原始权益人申请管理人牌照。原始权益人可通过自己控制的管理人直接运营管理公募 REITs,减少不必要的转委托。<sup>〔28〕</sup>在此基础上,要求 REITs 管理人的董事会中有相当比例的独立董事。相比于实践中的机构嵌套,这种模式可以充分利用原始权益人的资源和能力,提高决策效率,也具有更高的透明度。

## 2. 增强基金托管人的职权配置

现有《基金法》下,基金托管人的职责以形式监督为主,监督职权有限,为防范原始权益人的滥权及基金管理人的懈怠,充分发挥基金托管人独立监督的作用,《基金法》应该专门为公募 REITs 托管人配置基本的监督机制。事实上,部分公募 REITs 也已经通过托管合同增加了托管人的权力。比较法上,各国普遍增强了 REITs 受托人或托管人的权力。如香港《房地产投资信托基金守则》规定,受托人(类似于我国基金托管人)可以:(1)委任评估师对房地产项目进行估值;(2)就 REITs 相关的事宜寻求独立专业顾问的意见或建议;(3)可以要求管理人就违反监管规则的情况向受托人汇报;(4)受托人有充分理由认为更换管理公司符合持有人利益的,可以书面解聘管理公司,并且提名新的管理公司。结合《基金指引》及项目实践,应在以下方面增强基金托管人的职权:

第一,应明确基金托管人对外部管理机构的监督职责,对于外部管理机构违反法律法规及委托协议的行为,基金托管人可以要求其解释说明,并提出整改方案。

第二,应为基金托管人的监督提供更及时有效的信息渠道,如印度《基础设施投资信托条例》第9条规定,受托人应该监督投资管理人及项目管理人员的活动,按季度要求其提供相关资料,可要求投资管理人制定有效监督基础设施运作所需的制度、程序,并提交所需的报告。

第三,应明确基金托管人对关联交易、资产估值及财务审计等重大事项的监督权。例如,印度《基础设施投资信托条例》第9条规定,受托人应审查投资管理人和其关联方开展的交易。在投资管理人已告知可能存在利益冲突的情况下,受托人还应就该交易的公允性获得职业会计师或评估机构(视具体情况而定)的确认。我国应规定托管人对重大关联交易进行审查,发表意见,在原始权益人和基金管理人存在关联关系的项目中,应明确基金托管人对资产收购等重大关联交易的同意权;对于基金管理人聘请的评估师及审计师的评估报告及审计报告存在疑问时,可书面要求相关专业机构进行解释说明,并可以独立聘请相关机构进行复核。应该明确托管人的上述履职行为所发生的费用应由基金财产承担。在基金管理人和外部管理机构明显损害基金利益、托管人有合理理由时,托管人有权召开基金份额持有人大会,提请解聘基金管理人或外部管理机构。

〔28〕事实上,蛇口产业园和浙商沪杭甬 REIT 的原始权益人已经通过“聘任”关联的基金公司作为基金管理人,部分实现了这种直接控制。

第四，应赋予基金托管人代表基金提起诉讼的权利。在基金管理人、原始权益人等利益关系主体损害基金利益时，应赋予基金托管人代表基金提起诉讼的权利。在此基础上，应允许基金合同按照实际情况增加基金托管人的职权。

当然，《基金指引》对于托管人的职权配置也可以采用更加灵活的方式，在肯定托管人基本职权的基础上，考量原始权益人与基金管理人是否有关联关系以及基金规模等因素，发挥基金托管人不同程度的监督功能。

### 3. 完善基金投资者的权利体系

在传统基金中，基金持有人的持股分散，对基金的监督缺乏足够的经济动力，但实证分析表明，我国公募 REITs 以机构投资者持股为主，且持股比例较高，前 10 大持有人中不乏持股超过 10% 的机构。<sup>[29]</sup> 而且，公募 REITs 的流动性较弱，机构投资者“用脚投票”存在困难。<sup>[30]</sup> 在原始权益人或基金管理人的行为损害基金持有人利益时，这些机构投资者有足够的动力维权。但现行法缺乏对基金持有人的权利配置。因此，应参照公司法、证券法对少数股东权利的保护，降低公募 REITs 投资者集体行动的成本，以扼制公募 REITs 可能出现的僵局或“共谋”。公募 REITs 投资者的权利可区分为共益权和自益权。

在共益权方面，首先，应该增设年度基金持有人大会制度，基金投资者有权通过持有人大会审核重要事项，并行使质询等权利。其次，明确基金持有人的提案权制度，规定单独或合计持有 10% 基金份额的持有人可以提出 REITs 管理相关的提案，包括解聘基金管理人及外部管理机构的提案权。再次，增设基金持有人的代表诉讼权，可参照公司法上的代表诉讼制度，要求基金持有人在外部管理机构或原始权益人等损害基金利益时，先书面请求基金托管人提起诉讼，若基金托管人不提起诉讼的，单独或合计持有基金份额百分之一以上的基金持有人可以提起代表诉讼。最后，规定公募 REITs 适用表决权征集制度，新《证券法》第 90 条新增了表决权征集制度，但该条仅限于上市公司，不能直接适用于公募 REITs。为了保护基金持有人的利益，公募 REITs 的持有人同样应该享有此权利，应规定持股百分之一以上的基金持有人享有表决权征集的权利。

在自益权方面，应增设新基金份额发行时的优先认购权。公募 REITs 后续将通过发行基金份额购买原始权益人同类基础资产，构成重大关联交易，基金持有人的优先购买权能够有效保障发行价格的公允性，减少原始权益人滥用控制权以谋取私利的情形。

当然，上市公司的股东还拥有很多其他权利，公募 REITs 不能完全“照搬照抄”，因为公募 REITs 的规模较小，且对利润分配等有强制性规定，一定程度上减少了原始权益人及基金持有人滥用权力的风险。监管机构应持续跟踪公募 REITs 中的治理问题，必要时由证券监管机构或证券交易所通过制定公募 REITs 治理准则等方式予以规范。

### （二）对公募 REITs 中契约条款的规制

契约型治理较为灵活，能够降低代理成本，但自治同样有局限性，在原始权益人及基金管理

[29] 例如，在东吴苏州产业 REIT 中，战略投资者苏州银行股份有限公司持有 11% 的份额；在中金普洛斯 REIT 中，泰康人寿保险公司代表资产管理计划持有 20% 的份额；北京首钢基金有限公司在多个 REITs 中持股达到 10%。

[30] 以上海证券交易所的 5 个 REITs 为例，市值总额为 167.6 亿元，流通市场 52 亿元，2021 年 7 月的换手率仅为 4.08%，远低于上市股票的换手率。参见《公募 REITs 成交统计》，载 <http://www.sse.com.cn/reits/assortment/summary/>，最后访问时间：2021 年 8 月 1 日。

人控制基金，单独制定条款的背景下，合同内容可能损害其他基金投资者的利益，《基金指引》应制定更具体的指引及披露规则。

### 1. 浮动管理费条款的规制

首批试点项目中浮动管理费的设置较为任意，基金管理人可能因利益冲突难以制定真正体现基金长远利益的业绩激励条款。在比较法上，对于 REITs 业绩激励条款中的计算标准、合理性等有明确的规制。新加坡专门适用于房地产信托基金的《集合投资计划守则》第二部分 2.2 条规定，业绩报酬应与适当的标准挂钩，且该等标准的确定应考虑房地产信托基金及其投资人的长期利益，业绩报酬不应与基金的总收入挂钩。<sup>〔31〕</sup>同时，新加坡《以房托基金资产向管理人支付费用的披露指引》要求向投资人详细说明从房地产信托基金的资产中向管理人支付的不同类型的费用是如何设置的，包括各自所对应的对价，需对相关费用的合理性进行解释说明，不同类别的费用之间不应存在重合，若向管理人支付业绩奖励费，管理人应当清晰的解释该等业绩奖励费的计算方法如何激励管理人为全体投资人的利益而提高房地产信托基金的长期价值和前景，并且不会激励管理人承担过多的短期风险。同样，我国香港《房地产投资信托基金守则》第 9.12 条也规定，如须向该计划征收业绩表现费用，有关费用：每年最多只可征收一次；只有当该计划的每单位资金净值超过上一次计算及支付业绩表现费用时该计划的每单位资产净值（即以“新高价”作为基础），方可征收。若表现费用的计算基准有别于以上所列的机制，则只有在该计算基准能够符合“新高价”原则、真实地反映出管理公司的运作及表现、不会损害持有人的权益及公平而客观地进行计算的情况下，才会获得香港证监会认可。

• 392 •

结合我国试点项目实践的问题，也应该制定类似条款。首先，应该规定《基金合同》需详细披露浮动管理费设置的必要性、合理性，解释浮动管理费计算中关键术语的含义，如营业收入、净收入、实际收入，说明浮动管理费的设置与固定管理费的设置是否有重复。具体而言，证券交易所及证监会在 REITs 发行审核阶段应要求基金管理人及中介机构对条款的内容予以详细解释说明。其次，对于业绩考核目标的设定基准，应说明是否符合逐年增加（新高价）的原则，是否考虑了通货膨胀等因素，若属于由基金管理人自行设定的标准或者规定的标准过于模糊，需经基金持有人大会表决通过。最后，对于因基金的资产收购或处置导致浮动管理费标准变化的，基金管理人应重新提出计算标准，并经基金持有人大会决议通过。<sup>〔32〕</sup>若基金管理人设定的业绩报酬明显过高或不公平，基金持有人可以基金管理人违反受信义务为由，提起返还之诉。

### 2. 委托管理协议的规制

外部管理机构是《基金指引》特设的机构，实践中外部管理机构都是原始权益人的关联方，《基金指引》对外部管理机构的义务性质、解聘及运营管理协议等方面的披露规制较少，但由于存在严重的利益冲突，合同关系或单方承诺无法有效规制外部管理机构。

第一，应明确外部管理机构的法律地位。项目公司与外部管理机构存在委托关系，项目公司为委托人，外部管理人属于受托人。但这是一种长期的商事委托，基金持有人的利益高度依赖外

〔31〕 参见陈飞、韩志峰等主编：《全球主要 REITs 市场法规汇编》，机械工业出版社 2020 年版，第 147 页。

〔32〕 参见《证券投资基金法》第 47 条第 1 款第（四）项。

部管理机构的专业能力及忠实程度。在原始权益人及其关联方控制外部管理机构、基金公司欠缺管理能力的背景下，外部管理机构存在较为明显的利益冲突，外部管理机构可能管理多个相互存在竞争关系的基础资产项目，也可能受到原始权益人的不当指示。而《民法典》对委托合同中受托人义务的规定较为简单，不足以解决外部管理机构多元的利益冲突情形。而且，与一般委托合同的任意解除权不同，我国外部管理机构的解任受到严格限制。解释上，应该参照信托受托人转委托的情形，将外部管理机构认定为基金投资事实上的受托人，要求其为了基金持有人的最大化利益服务，承担忠实义务和勤勉注意义务，不得利用公募 REITs 外部管理机构的地位或相关信息谋取私利。对于外部管理机构的同业竞争，需要遵守类似信托受托人的公平对待义务，外部管理机构的责任限制条款也需要受到更严格的审查，且一般不得减免其忠实义务。

第二，应降低基金管理人解聘外部管理机构的限制。《基金指引》中对外部管理机构解聘的类型规定过于严格，<sup>〔33〕</sup>对于运营管理协议中明确约定的解聘事件，仍需由基金持有人大会表决通过，且关联方不需要回避表决，该规定不仅徒增程序成本，而且将成为基金管理人监督外部管理机构的障碍。一方面，《基金指引》规定基金管理人的责任不因委托而免除，<sup>〔34〕</sup>另一方面，对基金管理人解聘外部管理机构的权力进行严格限制，具有内在的矛盾。因此，应该明确区分法定、意定和任意解除三种情形，对于出现法定事由和在管理协议中明确约定的事由，基金管理人可直接解聘外部管理机构，从而真正发挥契约自治的作用。<sup>〔35〕</sup>对于法定及意定之外的解聘，基金管理人需提请持有人大会表决通过。

第三，现有的公募 REITs 发行文件仅要求披露招募说明书、基金合同等文件的全部内容，并未要求披露外部运营管理协议，不同项目对运营管理协议的披露程度不同，较多项目对于外部运营管理机构的费用及激励、解任补偿条款的有无等重要内容缺乏披露，在我国外部管理机构是 REITs 的重要利害关系方的情况下，可能造成基金管理人对外部管理机构过于“慷慨”的情形。对此，新加坡《集合投资计划守则》第 5.5 条规定，房托基金可委托利害关系方作为其物业管理代理人或物业招商代理人，但支付给该利害关系方的费用或佣金不得超过市场费率，与该利害关系方签署的协议不应包含会实质性限制房地产信托基金解聘代理人的条款。因此，我国《基金指引》也应该要求详细披露外部管理协议的重要条款，对于涉及外部运营管理机构的费用或其他利益条款，应该适用关联交易的审查程序，遵循公平原则。

## 五、结 语

我国存在巨量的基础设施等不动产，房地产行业也面临深刻变革，这些都将促使公募 REITs 在我国发挥其制度优势。但我国公募 REITs 的试点主要在证监会监管的证券投资基金的框架下展开，体现了我国金融法制的路径依赖。由于基础设施资产的特殊性，公募 REITs 的持股结构及管理实践和证券投资基金存在很大差异。《基金指引》通过系列裁剪和拼接，吸收了公司治理

〔33〕 采用了类似于信托法上解除受托人的规定，而不是《民法典》上关于委托合同任意解除权的规定。

〔34〕 参见《基金指引》第 39 条第 1 款。

〔35〕 另一种方案是，意定解除需由非关联基金份额持有人表决通过，从而赋予其他基金持有人慎重考虑的机会。



的要素,创设了混合型治理的结构,实践中也努力尝试完善这一治理框架。但这一框架只是在现行法下的“权宜之计”,由于双重代理人的存在,混合型治理框架需要在诸多方面予以改进。为了提高基础设施 REITs 的效率,充分保护 REITs 投资者的权益,进而为我国商业地产类 REITs 的发展提供制度保障,根本之计在于承认公募 REITs 具有的强组织性,在《基金法》下作为一类特殊的基金类型予以规制,在此基础上构建降低公募 REITs 治理成本的规则体系,实现公募 REITs 在决策、激励及监督等方面的平衡。

---

**Abstract:** “Fund Guideline” constructs the governance framework of public offering infrastructure REITS under the Securities Investor Fund Law. However, due to the different equity structure and management model, public offering REITS have significant difference with classic mutual funds, and a single fund governance is difficult to deal with the complex agent problems of public offering REITS. We should fully recognize the public offering REITS as a commercial organization and learn from the reasonable elements of corporate governance. The original assets providers have several legal roles in the hybrid governance architecture constructed by the Fund Guideline, and there is a double agent problem. The current rules lack systemic regulation of conflicts of interests of original assets providers and fund managers, and the resulting supervision failure. The contractual governance in practice makes up for the shortness of hybrid governance by the terms of the embedded committee, performance incentives and so on, but is incomplete due to conflicts of interest. The power, responsibility and rights of the main governance body should be reconfigured, including the recognition of the fiduciary duty of the original assets provider and its representatives, the optimization of the supervisory power of the fund custodian, building the fund investor’s co-interest rights system, improving the regulation of floating management fee and the agent contracts of external management agency.

**Key Words:** public offering REITS, hybrid governance, original assets providers, contractual governance, double agents

---

(责任编辑:李 敏 赵建蕊)

## 证券虚假陈述中因果关系认定与 损害赔偿数额计算的日本模式 ——以东芝案为例

朱大明\*

**内容提要：**在虚假陈述民事赔偿制度中，因果关系的认定与损害赔偿数额的计算是最核心的问题。我国法律制度中的基本立场是严格区分交易因果关系与损失因果关系，力求精确计算损害赔偿数额。但是由于虚假陈述本身所具有的高度复杂性，从结果上来说事实上存在许多的不确定性。日本法从理念上与我国存在巨大不同，在因果关系的认定以及具体损害赔偿数额的计算上大量采用了推定的方式，从某种意义上讲，可以说牺牲了精确性、提高了制度的效率。发生在2015年的东芝虚假陈述案是日本近年来发生的一起具有重大社会影响的案件。2022年3月福冈地方法院对东芝公司虚假陈述案做出的判决非常立体地呈现出日本虚假陈述民事赔偿制度的立法理念与具体的法制度，为我国在虚假陈述民事赔偿的相关问题的处理上提供一个全新的视角。

**关键词：**虚假陈述 因果关系认定 日本金融商品交易法

• 395 •

### 一、序言

2021年康美药业等一系列虚假陈述民事赔偿案件给证券市场带来了巨大的冲击。特别是巨额的损害赔偿判决额在令市场震惊的同时，也带来了许多的问题。在虚假陈述赔偿案件中，如何确定投资者的损失是其中极其关键的问题。2022年1月21日颁布的《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（以下简称《虚假陈述司法解释》）对此进行

\* 朱大明，东京大学法学政治学研究科教授。

本文在形成过程中，中央财经大学法学院缪因知教授给予了大量的帮助并提供了诸多宝贵的意见，在此表示衷心的感谢。本文的全部文责由笔者承担。

了规定，但是，对于虚假陈述损害赔偿数额的计算方式，我国学术界仍然存在许多争议。

在日本，近年来也发生了多起重大的虚假陈述案。2015 年在日本具有象征意义的东芝公司被曝光存在大量的虚假陈述之后，日本社会受到了巨大的震动。目前围绕东芝公司虚假陈述正在进行的民事赔偿诉讼在日本全国有 37 起。

2022 年 3 月 10 日福岡地方法院针对 21 位一般投资者提起的民事赔偿诉讼做出的判决〔1〕是这一系列案件中最先针对一般投资者保护做出的（以下简称为东芝案）。〔2〕在该判决中，福岡地方法院对虚假陈述中相关问题的处理，特别是在因果关系的判定与投资者赔偿数额的计算方法等问题上所采用的方法与我国证券法的规则存在显著不同。

虽然福岡地方法院的判决仅是一审判决，审级较低，其中众多的争议问题还没有形成最终的结论，但是其可以为我们提供一个非常全面、完整的日本处理虚假陈述的方法，让我们看到日本在制度本身以及制度的设计理念上与我国的显著差异，为我国相关问题的处理提供一个解决问题的全新视角。

笔者希望以日本《金融商品交易法》〔3〕为基础，通过全面、深入地分析东芝案，使我们了解到日本法中虚假陈述的相关规则与法律实践的处理方法，为我国完善虚假陈述的相关法律制度做出贡献。本文如果没有特别说明，讨论的范围仅限于交易市场的虚假陈述行为。〔4〕

## 二、东芝案的事实概要与判决

• 396 •

### （一）事实概要

2015 年 12 月 21 日，原告向福岡地方法院提起诉讼，认为被告东芝公司从 2008 年至 2014 年之间连续七年在年度报告书等披露文件中存在虚假陈述，造成了原告的损失，因此，要求东芝公司以及东芝公司的 5 名董事向原告赔偿损失以及律师费等相关费用。福岡地方法院在审理本案时决定将 2016 年 3 月 28 日以及 2016 年 8 月 9 日针对上述同样的事实提起的损害赔偿诉讼进行合并审理。本案的事实概要按照时间的先后顺序整理如下。

2015 年 2 月 12 日，日本证券交易等监视委员会〔5〕突然对东芝公司的大型项目财务会计处理标准等问题进行了现场检查，同时依照《金融商品交易法》第 26 条的规定命令东芝公司向其

---

〔1〕 参见 2022 年 3 月 10 日福岡地方法院判决 [2015 年（ウ）第 3936 号]，载 [https://www.courts.go.jp/app/files/hanrei\\_jp/086/091086\\_hanrei.pdf](https://www.courts.go.jp/app/files/hanrei_jp/086/091086_hanrei.pdf)，最后访问时间：2022 年 10 月 12 日。

〔2〕 在东芝虚假陈述系列案中，针对机构投资者保护的第一份判决是东京地方法院于 2021 年 5 月 13 日做出的 [东京地方法院 2017 年（ウ）第 32404 号]。

〔3〕 日本的《金融商品交易法》是 2006 年由《证券交易法》更名而来的法典。换言之，《金融商品交易法》的前身是《证券交易法》。本文为了避免读者出现误解，除了有特别说明的地方，不对《证券交易法》（2006 年之前）与《金融商品交易法》（2006 年之后）进行区分，而统一使用《金融商品交易法》。关于 2006 年《金融商品交易法》形成的相关中文资料，可以参考朱大明、陈宇：《日本金融商品交易法要论》，法律出版社 2019 年版，第 6 页；〔日〕近藤光男、吉原和志、黑沼悦郎：《金融商品交易法入门》（第 3 版），梁爽译，法律出版社 2021 年版，第 13 页。

〔4〕 在日本法中，关于虚假陈述民事赔偿制度严格区分了发行市场与交易市场，这一点与中国法存在显著不同。

〔5〕 日本证券交易等监视委员会是根据日本《国家行政组织法》第 8 条设置在金融厅内的一个独立的证券监管行政机关，其主要职能是对证券市场上的不正行为进行监督，换言之就是监督市场的规则是否被遵守的专门监督机关。拥有独立的权限与独立的地位。关于日本证券交易等监视委员会的组织结构与具体权限可以参考其官方网站 <https://www.fsa.go.jp/sesc/>。

报告相关的情况。

2015年4月3日,东芝公司决定设立特别调查委员会,成员包括公司的高管以及外部专家,对2013年基础设施大型项目的财务会计处理标准等相关问题进行了调查。

2015年5月8日,东芝公司发布了《关于设置第三人委员会的通知》《有关本年度利润分配的通知》《关于修改公司业绩预测的通知》。在这三个通知中主要记载了以下内容:首先,特别调查委员会认为东芝公司在大型基础建设项目财务会计处理标准中,存在少计项目成本、项目损失没有及时计算等问题。特别调查委员会认为,除了应当对大型基础建设项目的财务会计处理情况进行检查以外,还应当按照日本律师联合会制订的指引,设置由外部专家组成的第三人委员会来负责对其他项目进行全面调查。其次,根据特别调查委员会的调查结果,2013年以前的财务决算报告中也存在需要修改的可能性。因为这些情况将会对2014年度的财务会计决算产生重大的影响,所以2014年度财务会计决算的最终报告推迟到2015年6月之后公布。此外,东芝公司决定设立第三人委员会,同时还决定2014年度东芝公司不分配利润,并将2014年度的业绩预测修改为不确定。

2015年5月13日,东芝公布了《修改现阶段已经确定的过往年度需要修正的数额以及关于设置第三人委员会的补充说明》。在该文件中,第一,在现时点上,特别调查委员会认为,在过去的财务会计决算中,已经查明需要进行更正的数额,从2011年开始至2013年之间预测将会超过500亿日元。该预测的金额可能会和新设置的第三人委员会的判断存在差异。第二,特别调查委员会认为,除了应当对大型项目的财务会计处理进行调查以外,东芝公司还有必要对包括项目会计处理的时期以及数额的妥当性、经费处理时期的妥当性、库存评价的妥当性等问题进行调查。第三,对于上述第二项内容,特别调查委员会认为在应当进行调查的科目中,存在出现需要对过往年度的决算报告进行订正的可能性,如果需要更正的话,会涉及多大的规模,目前尚不明确。

2015年7月20日,第三人委员会完成了针对上述记载的各个事项的调查报告书。<sup>〔6〕</sup>次日,东芝发布了《第三人委员会调查报告全文的公开以及本公司今后的应对及经营责任的明确化》,并公开了《第三人委员会调查报告书》。

2015年8月18日,东芝公布了《新经营体制以及治理结构改革对策与过往年度决算修正概要及业绩预测的通知》,承认东芝过去的财务会计报告中需要进行订正的总额为2130亿日元。

2015年9月7日,东芝公司针对2012年、2013年、2014年、2015年、2016年第1期至第3期季度报告书,正式提交了《订正报告书》,对此前披露文件的主要的修改内容包括以下几个方面。

#### (1) 累计修改金额

《订正报告书》累计修改金额的总额为2248亿日元(以下金额均为日元)。其中,对之前每年年报的修改金额总额如下:2008年170期修改金额总计为764亿;2009年171期修改金额总

〔6〕 第三人委员会调查报告书是第三人委员会在调查辅助人(律师或注册会计师)的辅助之下完成的。在制作的过程中,向公司经营者以及普通职员进行了询问,并调查了会计数据、采算管理数据、凭证、公司内部会议资料、公司会议记录、电子数据恢复的电脑内数据等资料。



计为 415 亿；2010 年 172 期修改金额总计为 71 亿；2011 年 173 期修改金额总计为 840 亿；2012 年 174 期修改金额总计为 847 亿；2013 年 175 期修改金额总计为 14 亿；2014 年 176 期第 1 季度到第 3 季度修改金额总计为 533 亿。

(2) 通过追加减损的订正数额

2008 年 170 期年度报告书，少计入 247.68 亿的损失；2009 年 171 期年度报告书，少计入 53.1 亿的损失；2010 年 172 期年度报告书，少计入 61.61 亿的损失；2011 年 173 期年度报告书，少计入 350 亿的损失；2012 年 174 期年度报告书，少计入 160.93 亿的损失；2013 年 175 期年度报告书，少计入 96.85 亿的损失。

(3) 通过重新编制并购报表的订正数额

2011 年 173 期，少计入 36.51 亿的成本；2012 年 174 期，少计入 1.67 亿的成本。

(4) 对当期纯利润进行订正的内容

对 172 期、175 期、176 期第三个季度报告为止的有价证券报告书的《当期纯损益》进行了订正，但是订正的内容是增加了当期纯利润。

2015 年 12 月 7 日，日本证券交易等监视委员会要求金融厅〔7〕对被告东芝在有价证券报告书中的虚假记载行为进行罚款。2015 年 12 月 24 日，金融厅针对东芝的虚假陈述行为，发布了处罚决定命令书，对东芝公司处以罚款 73.735 亿日元。该处罚决定命令书明确指出东芝公司的财务会计处理中，在大型项目中，存在少计损失、多计利润的情形；在映像事业、半导体事业、电脑事业的信息披露中，存在少计销售金额、少计费用的问题；同时还指出了相关各期有价证券报告书错计的具体数额，171 期将 539.43 亿的损失记载为 197.43 亿，173 期将 31.94 亿的利润记载为 700.54 亿，174 期将 134.25 亿的利润记载为 773.66 亿。

(二) 法院的判决

针对被告东芝公司的请求：对于被告东芝公司自认的虚假陈述行为，法院判令其对原告承担由于实施虚假陈述所造成的民事责任；对于原告的其他请求全部不予支持。针对被告东芝公司董事的请求：对于原告要求被告东芝公司的董事就虚假陈述承担责任的主张，法院不予支持。

首先，关于针对被告东芝的请求，原告认为，根据《金融商品交易法》的规定，被告东芝负有不进行虚假记载的注意义务，以及对过往年度提出的年度报告书等文件中存在的虚假陈述进行检查、订正、披露的注意义务。被告东芝在 170 至 176 期中都存在金额上百亿日元的虚假陈述，显然违反了《金融商品交易法》中规定的各项义务，应当按照《金融商品交易法》第 21 条之 2 承担损害赔偿责任。

原告还认为，被告东芝对影响投资者判断的重要信息负有及时披露的义务，被告东芝应当负有了防止存在虚假记载，对公司的违法经营行为进行监督的注意义务，以及发生不正当的会计处理时及时进行披露的注意义务。而被告东芝的行为显然违反了上述义务。

---

〔7〕 金融厅是根据日本《国家行政组织法》第 3 条在 2001 年设置的国家行政机关，其职能包括对证券、银行、保险等在内的整个金融领域进行监管。关于金融厅的组织架构与具体权限可以参考其官方网站 <https://www.fsa.go.jp/>。

法官认为原告除了《第三人委员会调查报告书》以外,没有提供其他的证据来证明自己的主张,因此法官认为由于证据不充分,所以不能支持原告的主张。<sup>〔8〕</sup>

其次,关于针对被告东芝公司董事的请求,原告认为,根据日本《金融商品交易法》第24条之4、第22条1款以及《公司法》第429条<sup>〔9〕</sup>的规定,被告东芝公司的董事应当对原告承担赔偿责任。被告董事与被告东芝一样,负有防止虚假记载的注意义务、对过去的年度报告书以及季度报告书进行监督、订正、披露的注意义务。董事应当承担对自己任期内和任期前提出的年度报告书以及季度报告书上的虚假记载及时发现、及时订正、及时披露的注意义务,并就违反注意义务的法律后果,承担民事损害赔偿责任。

被告东芝认为,原告没有进行具体的主张与举证,因此原告针对被告董事提出的请求的相关事实完全不清楚。

被告东芝的董事认为,被告东芝是一家规模非常庞大的公司,董事信赖各个部门有效并合法地履行了职务,同时,在自己所管辖的领域尽到了最大可能的注意,因此自己的行为符合“高度的注意”的要求,不构成日本《公司法》第429条规定的职务懈怠,也不存在侵权行为责任中所要求的主观故意或重大过失。此外,即使被告董事负有损害赔偿责任,从被告东芝提交存在虚假记载的年度报告书到提起诉讼的时间已经超过了5年,超过了日本《金融商品交易法》规定的虚假陈述诉讼的除斥期间。<sup>〔10〕</sup>

最终,法官认为,由于本案中除了被告东芝自认的部分,其他的不实记载没有被认定为虚假陈述,因此不存在讨论被告东芝董事等经营者责任的前提。此外,原告也并没有提供充分的证据(原告只提交了《第三人委员会调查报告书》),所以不支持原告的主张。

• 399 •

### 三、东芝案中因果关系的认定与损害赔偿数额计算的处理方法

因果关系的认定与损害赔偿数额的计算是虚假陈述民事赔偿中最为核心的问题。

#### (一) 是否存在虚假陈述的行为

##### 1. 订正披露文件是否等于虚假陈述

原告认为被告东芝公司对年度报告书以及季度报告书的所有订正行为都应当属于虚假陈述。而被告东芝的抗辩分为两个部分。第一,东芝承认,在171期、173期、174期年度报告的合并报表中《当期纯损益》的部分确实存在虚假陈述(自认部分)。事实上,被告东芝公司承认的虚假陈述行为的范围与金融厅处罚决定书中认定的部分完全相同。第二,东芝认为在170期至175期的年度报告书中的当期纯损益对《减损损失计算的部分》进行订正的部分,以及173期、174

〔8〕虽然金融厅对东芝公司的虚假陈述行为进行了处罚,但是福冈地方法院在判决中明确指出该行政处罚对法院的裁判没有任何约束力。

〔9〕日本《公司法》第429条规定了董事对第三人的责任。具体而言,董事在履行其职务存在恶意或者重大过失时,如果造成了第三人的损失,那么该董事应当向第三人承担相应的损害赔偿责任。

〔10〕参见日本《金融商品交易法》第21条之3。

期年度报告书中的对《并购部分重新编制的内容》进行订正的部分不属于虚假陈述。主要理由为，首先上述的年度报告书中东芝通过订正报告书进行订正的部分确实属于不实记载，但是，这些不实记载，不论是会计处理行为本身还是具体内容全部符合业界公认的会计标准，并且完全是按照业界公认的会计标准来进行的，因此不构成虚假陈述。其次，原告除了《第三人委员会调查报告书》之外，并没有提出针对被告东芝不实记载中具体内容或具体行为存在违反注意义务的明确证据。最后，在更正内容中由于金额较小等原因根本不可能构成虚假陈述（不符合重大性的要求）。

## 2. 《第三人委员会调查报告书》的证明力

在本案中，原告提供的、主张被告东芝实施虚假陈述的证据只有被告东芝公布的《第三人委员会调查报告书》。被告东芝与被告东芝的董事等经营者认为，《第三人委员会调查报告书》虽然是被告东芝组织的调查，但是其本身不具有任何约束力，内容也与事实有许多出入，因此仅以此作为证据是不充分的，原告应当对自己的主张所针对的具体行为、具体情形进行举证说明，而不能仅通过《第三人委员会调查报告书》来宽泛地认为被告东芝与被告东芝的董事等经营者的行为违反了其对公司所负有的注意义务。<sup>〔11〕</sup>

## 3. 法官的判断

法官认为，在《金融商品交易法》中是允许信息披露义务人对年度报告书等披露文件进行订正的，因此订正行为本身不能认定存在虚假陈述。在本案中，原告仅以《第三人委员会调查报告书》为证据主张被告东芝以及经营者存在虚假陈述行为，从证据上来看不足以证明被告东芝与被告东芝的经营者存在违反对公司负有的注意义务。因此法官在判决中没有支持原告的主张。

## （二）因果关系的认定

### 1. 两种损害认定的路径

日本《金融商品交易法》中要求虚假陈述行为应当与损害之间具有因果关系。但是，对于如何认定因果关系并没有明确的判断标准。有日本学者主张将虚假陈述区分为“高额取得损害”与“取得自体损害”两种不同的类型，然后根据不同的情形进行综合判断。该学说被称为“两分论”（下文会详细说明）。<sup>〔12〕</sup>虽然两分论颇有争议，<sup>〔13〕</sup>但是日本的司法实践逐渐地接受了这样的理论，大量的虚假陈述案件中事实上采用了两分论的理论来进行判决。<sup>〔14〕</sup>在东芝案中，法官也同样依据两分论的理论，认为本案属于高额取得损害理论所对应的情形。由于被告东芝自己承认存在虚假陈述行为，因此在本案中对于因果关系没有争议。

### 2. 两种损害的内容

在本案中，法官认为，除了由于投资者购买被告东芝股票的价格中含有虚假陈述行为造成的

〔11〕 关于《第三人委员会调查报告书》证明力的问题，笔者认为考虑到第三人委员会的性质以及《第三人委员会调查报告书》形成的过程，应当承认其作为事实证明的初步证据。由于这一点与本文讨论的重点无关，因此笔者不再展开说明。

〔12〕 黑沼悦郎『金融商品取引法』（第2版）（有斐閣、2020年）248頁参照。

〔13〕 例如，有学者批评，高额取得说中所主张的“买入时的差额”（买入价与真实价格之间的差额）在理论上并不能完全成为损害。神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」法曹時報62巻3号（2010年）14頁参照。

〔14〕 例如，在日本最高法院的判决中，奥林巴斯公司虚假陈述案、livedoor公司虚假陈述案等案件中都是以两分论理论为基础做出了判决。

水分所造成的损失以外,在虚假陈述的行为被发现后,公司信用毁损以及投资者过剩反应(挤兑交易)等因素也会造成股价的下跌,进而损害投资者的利益。因此,公司信用毁损以及挤兑交易所造成的股价下跌也应当属于投资者的损失,该损失与被告东芝的虚假陈述行为之间存在因果关系。

### (三) 赔偿数额的计算方法

#### 1. 法官自由裁量的适用

虚假陈述的损害赔偿责任追究中数额的计算可能会非常复杂,因此,日本《金融商品交易法》明确规定,如果案件内容极为复杂的话,可以适用《民事诉讼法》第248条的规定,<sup>[15]</sup>由法官以推定的方式来确定损害赔偿的具体数额。<sup>[16]</sup>在本案中,法官认为符合“极为复杂”的情形,因此适用了《民事诉讼法》第248条的规定,以推定的方式对具体赔偿数额进行自由裁量。

#### 2. 具体的赔偿数额计算

在本案中,法官认为被告东芝的虚假陈述情形构成高额取得损害,原则上需要计算取得价格与股票真实价格之间的差额。由于股票真实价格的计算是非常困难的,因此在日本金融商品交易法的理论中就采取了一种推定的计算方式。具体而言,首先需要确定一个计算期间,来计算股价在虚假陈述揭露日后的下跌金额,其次以这个下跌金额为基础,从中扣除公司信用毁损、挤兑交易造成的股价下跌部分以及减去虚假陈述以外的原因造成的下跌部分。按照这个方式计算出的数就是虚假陈述造成的虚高部分(水分部分),也就是原告损失的具体数额。很显然,这种做法的本质就是以这种计算方式计算出一个金额,然后推定这个金额就是虚假陈述所造成股价的虚高部分。事实上,这种计算方法在日本金融商品交易法理论中存在着诸多争议,但是在日本金融商品交易法的实践中却被经常采用。在该计算方式中,如何确定一个合理的计算期间是其中的核心问题。关于这个问题,不仅理论上有不同的主张,在日本的司法实践中也有不同的做法(关于这一点在下文中会进一步说明)。<sup>[17]</sup>

在本案中,法官也采用了上述的基本理念对本案中虚假陈述的具体赔偿数额进行了计算。具体而言,法官设定的计算期间的起始日为虚假陈述的揭露日。法官认为,被告东芝在2015年4月3日公布了由于需要调查会计处理适当性的问题,需要设置特别调查委员会。同时,在被告东芝的公告中也明确记载了可能会影响被告东芝的业绩。对于该公告,有多家新闻对此进行了报道。因此,对于一般投资者而言,4月3日就应该可以了解到被告东芝所存在的风险。在此之后买入股票的股东是在充分意识到这些风险的前提下进行的投资判断,因此即使由于虚假陈述而造成股价下跌也不能因为虚假陈述而进行损害赔偿。因此,法官认为将2015年4月3日确定为揭

• 401 •

[15] 日本《民事诉讼法》第248条的条文如下:在可以认定发生了损害的情况下,如果损害的性质以及损害的金额的举证极其困难时,法院可以根据口头辩论的内容以及质证的结果,来认定一个妥当的损害赔偿数额。

[16] 关于日本《民事诉讼法》第248条的属性,一般认为“证明度减轻说”是通说,在金融商品交易法的理论中认为,虽然对于损害数额的举证责任被减轻了,但是并不是不需要举证了,只不过是对于证明程度的要求降低了。浅江贵光「金融商品取引法21条の2第1項に基づき損害賠償を請求する際の主張・立証方法について」東京大学法科大学院ローレビュー第4号(2009年)16頁参照。

[17] 例如在东芝虚假陈述民事赔偿系列案件中,2021年5月13日东京地方法院在对两家信托银行起诉东芝公司的案件做出的判决[2021年5月13日东京地方法院判决2017年(ワ)第32404号]中就是以更正日为计算期间的终止日的。



露日是合理而妥当的。

关于虚假陈述影响期间的终止日，法官认定 2015 年 9 月 29 日为终止日。被告东芝的股票在 2016 年 2 月 12 日为每股 155 日元，这是东芝股票在历史上的最低值。原告认为造成这个价格的原因就是被告的虚假陈述行为，因此应当以这一点为终止日。但是法官认为 2016 年 2 月 12 日距离 2015 年 9 月 7 日被告东芝更正虚假信息的时间点已经过去了 5 个月以上，很难认为虚假陈述的行为对股价的影响可以持续到这个时间。法官也没有直接采用被告东芝《订正报告书》的提交日（订正日）为终止日。法官认为在本案中，订正日之后被告东芝公司的股票价格仍然处于下跌的趋势，这种持续下跌的趋势一直持续到 9 月 29 日，从 9 月 30 日开始东芝公司的股价有一个持续反弹的过程。因此，法官认为在本案中，虚假陈述对股价所造成的影响到 9 月 7 日订正日为止，仍然还没有完全消除，在订正日之后到 9 月 29 日为止，在这个区间内仍然可以认为股价的持续下跌是由于虚假陈述造成的。因为 9 月 30 日开始东芝公司的股价出现持续上升的情形，所以法官最终认为将 9 月 29 日、即揭露后连续下跌的最低日作为本案计算期间的终止日是较为合理而妥当的。

如上所述，在本案中，法官确定的计算方式如下：

**【计算期间的起始日与终止日的价格】**

起始日的股价：2015 年 4 月 3 日东芝股价为 512.4 日元。

终止日的股价：2015 年 9 月 29 日东芝股价为 291.9 日元。

**【计算公式】**

买入价小于 512.4 日元，同时，卖出价低于 291.9 日元时：买入价减去 291.9 日元

买入价小于 512.4 日元，同时，卖出价高于或等于 291.9 日元时：买入价减去卖出价

买入价高于或等于 512.4 日元，同时卖出价低于 291.9 日元时：512.4 日元减去 291.9 日元

买入价高于或等于 512.4 日元，同时卖出价高于或等于 291.9 日元时：512.4 日元减去卖出价

**（四）虚假陈述以外的原因造成的股价下跌**

根据日本《金融商品交易法》的规定，如果作为被告的发行人可以举证证明确实存在由于虚假陈述以外的原因造成的股价下跌，那么法官应当予以支持，将这部分的下跌幅度从损害中扣除。<sup>〔18〕</sup>对于这个部分的判断，法官拥有较大的裁量空间。在日本的司法实践中，法官对此的态度也不尽一致。<sup>〔19〕</sup>

在本案中，法官认为，由于虚假陈述以外的原因造成的损失主要涉及两个部分，即同类公司的股价整体持续下跌以及在本案中由没有被认定为虚假陈述的不实记载所造成的下跌部分。以下对这两个部分进行详细说明。

**1. 同类公司的股价整体持续下跌**

在本案中，被告东芝分析了夏普股份公司、日立制造所股份公司、三菱电机股份公司、松下

〔18〕 参见日本《金融商品交易法》第 21 条之 2 第 5 项。

〔19〕 在日本的司法实践中有大量的案例涉及虚假陈述以外的原因造成股价下跌的问题，有支持的判决，也有不支持的判决，因此总体来说不论是理论还是实践仍然还没有达成统一的意见。

股份公司、三菱重工股份公司共五家与被告经营内容非常相似、同时具有代表性的以家电制造业等事业为经营内容的公司在上述的计算期间,即2015年4月3日(设立调查委员会日)至9月29日之间的股价,夏普股份公司股份的下跌金额为92日元(231日元—139日元,下跌率为39.8%)、日立制造所股份公司股份的下跌金额为239.4日元(831.4日元—592日元,下跌率为28.8%)、三菱电机股份公司股份的下跌金额为404.5日元(1467.5日元—1063日元,下跌率为27.6%)、松下股份公司股份的下跌金额为386日元(1565.5日元—1179.5日元,下跌率为24.7%)、三菱重工股份公司股价的下跌金额为150.6日元(667.1日元—516.5日元,下跌率为22.6%)。在此期间内,东芝公司的股价下跌总额为220.5日元(512.4日元—291.9日元,下跌率为43.0%)。被告认为4月3日至9月29日的计算期间中,事实上该行业主要公司都存在不同程度的股价下跌,因此主张在这一期间日本东京证券交易所市场第一部<sup>〔20〕</sup>的市场中,与被告类型相似的公司存在整体下跌的趋势,对于该原因造成的股价下跌部分应当从上述计算方法得出的数额加以扣除。

法官支持了被告东芝的主张,认为上述的原因(可以说是一种系统性风险)确实造成了股价下跌。但是法官对于该部分的具体数额是以推定的方式自由进行的计算。具体而言,法官认为,到2015年9月29日订正报告书提出的时间点,存在虚假陈述的报告书至少都已经经过了2年了,可以说此时虚假陈述对股价的影响在某种程度上已经得到了消散。综合上述这些因素,法官酌定认为这些系统性的原因造成的股价下跌部分占下跌总额的60%。因此,本案在下跌总额中扣除60%,才是应当赔偿的具体数额。

## 2. 本案中没有被认定为虚假陈述的不实记载所造成的下跌部分

被告东芝存在大量的不实记载是双方都没有争议的事实。但在这些不实记载的内容中,只有一部分由于被告东芝自己承认,最终被法官认定为虚假陈述。法官认为,没有构成虚假陈述的不实记载,也会影响市场、影响股价。所以在计算虚假陈述的具体赔偿数额时,应当扣除该因素造成的股价下跌部分。

## 3. 公司信用毁损与挤兑损害在损害中的比例

法官认为,投资者的损害包括两个部分,由于买入价含有水分造成的损失和由于虚假陈述导致公司信用毁损以及挤兑交易造成的损失。从具体损害赔偿数额来看,在下跌总额中60%是与虚假陈述无关的原因造成的损害,剩下的40%才是由于虚假陈述行为造成的损害。在这40%之中包括了上述两个部分的投资者损失,关于这两个部分损失的比例,法官酌定认为,由于买入价中含有水分造成的损失为下跌总额的20%,由于公司信用毁损以及挤兑交易所造成的损失为下跌总额的20%。区分这一点的意义在于,法官认为在虚假陈述实施日之后买入、在揭露日之前卖出股票的投资者的损失中包括上述两部分,在虚假陈述实施日之前买入股票的投资者的损失中仅包括后者。

## (五) 多年度虚假陈述的处理

在本案中,法官认定的虚假陈述涉及171期、173期、174期三个年度。法官认为,虽然按

〔20〕 东京证券交易所市场第一部类似于我国主板市场,不过从2022年4月4日起,东京证券交易所对各交易板块进行了调整,将所有的交易板块重新划分为优质市场、标准市场、成长市场。

照日本《金融商品交易法》的规定，上市公司的年度报告以及季度报告等披露文件应当保持至少公开 5 年的时间。<sup>〔21〕</sup>同时，当年度的年度报告书中通常也会出现上一年度的财务会计相关的数据（一般是为了进行对比等目的）。但是，应当承认这些虚假陈述的信息随着时间的推移会影响逐渐减少，甚至消失。换言之，虚假陈述实施时间离当下越久远，对市场的影响就会越小，离当下越近，对市场的影响就会越大。因此应当从上述计算方式计算出的赔偿数额中，按照不同的年度所造成的不同影响，进一步予以区分。在本案中，法官认为投资者的损失仅限于与买入当期的虚假信息之间存在因果关系。因此多年度虚假陈述对市场价格造成影响的范围，仅限于对高额取得的部分所造成的影响。

在这种理念之下，在本案中法官的做法可以分为两个部分，首先，法官为了区分原告所受到的具体影响，对于存在虚假陈述的 171 期、173 期、174 期三个年度的年度报告书所对应的时间区分为不同的时间段，来确定原告买入被告股票的具体时间段。具体而言，171 期年度报告书对应的期间为 2010 年 6 月 24 日（171 期年度报告书提出次日）至 2012 年 6 月 22 日（173 期报告提出当日）。173 期年度报告书对应的期间为 2012 年 6 月 23 日（173 期年度报告书提出次日）至 2013 年 6 月 25 日（174 期报告提出日）。174 期年度报告书对应的期间为 2013 年 6 月 26 日（174 期年度报告书提出次日）至 2015 年 4 月 3 日（订正报告书提出当日）。

其次，以原告提起诉讼的时点为标准，按照距离这个时点久远的程度，来确定不同时间段内购买被告东芝公司股票时所受到的虚假陈述对其损害所产生的影响。在本案中，法官认为：174 期对应的期间内买入被告东芝股票的，虚假陈述的影响程度为 100%；173 期对应的期间内买入被告东芝股票的，虚假陈述的影响程度为 60%（其余 40%是由 174 期年度报告书中的虚假陈述行为所造成的）；171 期为 30%（其余的 70%是由 173 期与 174 期的年度报告书中的虚假陈述行为所造成的）。

也就是说，对上述法官认定的存在虚假陈述行为的三个年度报告书所产生的影响进行了区分。在按照上述计算方式计算出赔偿数额之后，如果是 171 期对应的期间内买入被告东芝股票的投资者，那么其损害赔偿数额最后要再乘以 0.3（下跌总额 $\times$ 0.2 $\times$ 0.3），如果是 173 期对应期间内买入被告东芝股票的投资者，那么其损害赔偿数额要再乘以 0.6（下跌总额 $\times$ 0.2 $\times$ 0.6），如果是 174 期对应期间内买入被告东芝股票的投资者，那么其损害赔偿数额乘以 1.0（下跌总额 $\times$ 0.2 $\times$ 1.0），最后得出的金额才是原告在买入时由于虚假陈述造成股价虚高所受到的损失（不包括信用毁损以及挤兑交易造成的损失）。

#### （六）交易的相关费用

在本案中，原告认为损失应当包括买入、卖出的手续费以及消费税，信用交易的情况下信用买入的手续费以及消费税，信用交易的信用买卖决算的手续费以及消费税，信用交易的利息，信用交易中管理费以及消费税。被告认为，该部分的费用与虚假陈述行为之间没有因果关系，因此不应当计入损害之中。

法官认为，在本案中原告的行为不构成“没有虚假记载就不会买入股票”的情形，因此可以

〔21〕 参见日本《金融商品交易法》第 25 条。

说原告的行为都是原告根据当时的状况按照自己的判断实施的股票交易行为（买入或卖出）。换言之，原告具有买入股票的意愿，只是由于虚假陈述在价格水分方面遭受了损失。因此，上述的这些与交易相关的费用与虚假陈述的行为之间没有因果关系，应当由原告自行承担。

#### 四、日本法中虚假陈述民事责任追究制度的特点及对我国的启示

##### （一）日本法中虚假陈述民事责任追究制度的特点

##### 1. 日本法的制度沿革与现状

在日本金融商品交易法的历史沿革中，将虚假陈述纳入规范范畴的时间还是比较早的。早在1971年日本《金融商品交易法》（当时为《证券交易法》）就建立了对虚假陈述的规制。<sup>〔22〕</sup>2004年日本通过修改《金融商品交易法》，针对虚假陈述民事责任追究的问题建立了专门的规则。其中，一项重要的内容是将发行人责任规定为无过错责任。此后在2014年，一方面考虑到发行人的无过错责任对于市场影响极大，<sup>〔23〕</sup>另一方面也考虑到行政罚款制度已经逐渐完善以及公司内部风险防范体系构筑机制的建立，对虚假陈述行为的规制已经有了更多层面的安排，因此日本《金融商品交易法》通过修改将发行人的无过错责任调整为过错推定责任。<sup>〔24〕</sup>在2004年以后，特别是近十年来，日本出现了大量的案例，推动了理论的迅速发展，同时，理论的发展也反哺了司法审判，影响了案件的具体判决，这样的相互关系对推动日本虚假陈述规制的发展发挥了重要的作用。以下，根据现行日本《金融商品交易法》的规定以及司法实践与法学理论的情况，对日本的虚假陈述规制进行简要的说明。

##### （1）起诉权人与民事责任主体的范围

在日本《金融商品交易法》中，虚假陈述民事赔偿诉讼的起诉权人中包括虚假陈述实施日之后股票的买入者与卖出者。

虚假陈述行为责任主体限于三种类型，即发行人，发行人的董事等经营者，以及负责审计的注册会计师事务所。其中，发行人的董事等经营者的具体范围包括：发行人的董事、会计参与、<sup>〔25〕</sup>监事、执行官、<sup>〔26〕</sup>以及具有类似地位的其他主体。<sup>〔27〕</sup>值得注意的是，在日本法中，发

• 405 •

〔22〕 在1971年日本《金融商品交易法》（当时为《证券交易法》）修改之前，对于流通市场中的虚假陈述只能依据民法中的侵权责任以及公司法（当时为商法）中的董事对第三人责任来对发行人以及公司经营者提起损害赔偿诉讼。前越俊之「有価証券報告書等虚偽記載に関する発行会社の民事責任——損害論からの考察」福岡大学法学論叢63巻1号（2018年）134頁参照。

〔23〕 例如，发行人无过错责任的制度安排已经影响到了新兴企业上市的积极性。山下友信・神田秀樹『金融商品取引法概説』（第2版）（有斐閣、2017年）221頁参照。

〔24〕 参见前引〔12〕，黑沼悦郎书，第235页。

〔25〕 会计参与是日本《公司法》在2005年引入的一种新的公司机关。会计参与是一种任意机关，可以由公司自由决定是否设置，会计参与的主要职能是负责公司内部各种会计文件的制作。担任会计参与的主体必须是注册会计师、由注册会计师设置的监查法人、税理士、税理士事务所中的任一主体。

〔26〕 执行官是公司在选择设置美国式单层制模式时必须设置的公司机关，主要负责董事会决议的具体执行。

〔27〕 参见日本《金融商品交易法》第24之4准用第22条、第21条第1款第1项。关于类似地位的其他主体，在判例中，包括与年度报告书的制作、提出相关，但是在年度报告书提交时已经离职的前董事或前监事。另外，子公司的年度报告书中存在的虚假陈述行为若是由于母公司董事做出了相关的指示，在这种情况下母公司的董事也被认为构成“与董事相类似的地位”的情形。参见前引〔12〕，黑沼悦郎书，第254页。



行人的董事等经营者以及负责审计的注册会计师事务所对发行人的民事赔偿责任并不必然承担连带责任。只有法官认为发行人的董事等经营者以及注册会计师事务所与发行人之间构成共同侵权的前提下，发行人的董事等经营者以及注册会计师事务所才可能会承担连带责任。

## （2）举证责任分配

对于发行人的责任追究，根据现行日本《金融商品交易法》第 21 条之 2 的规定，采用过错推定责任的方式。

在日本《金融商品交易法》中，发行人董事等经营者责任采用过错推定责任，董事等经营者如果有证据证明自己尽到了应有的注意，那么就可以免除该经营者责任。值得注意的是，发行人的董事等经营者的损害赔偿责任并非是发行人的连带责任，而是一种独立责任。在追究董事等经营者虚假陈述民事损害赔偿的时候，投资者只需要证明虚假陈述与损害之间的关系，不需要证明董事等经营者违反注意义务与损害之间的因果关系。

对于虚假陈述，负责公司审计的注册会计师事务所如果提供了监查证明，<sup>〔28〕</sup>那么应当对投资者承担损害赔偿（日本《金融商品交易法》第 24 条之 4）。注册会计师事务所承担的责任与发行人的董事等经营者相同，是一种独立责任，不是发行人的连带责任。<sup>〔29〕</sup>如果注册会计师事务所可以证明自己没有故意或重大过失的话可以免除其责任。

## （3）简易的责任推定制度

日本《金融商品交易法》第 21 条之 2 第 3 款对于虚假陈述所产生的损害赔偿金额的计算规定了一种简易的责任推定制度。在流通市场虚假陈述的责任追究中，虚假陈述的损害数额应当为取得价格与真实价格之间的差额。但是，事实上这个损害的计算非常难以举证。因此，在虚假陈述揭露后，在法律上设计了“下跌金额 $\approx$ 买入时股价中的水分”的推定计算方式，不仅减轻了投资者的举证责任，同时对于在诉讼中迅速认定赔偿数额具有重要的意义。<sup>〔30〕</sup>

关于责任推定制度的具体设计，有以下三点重要内容。第一，上述推定制度的适用有严格的限制，只有同时符合“投资者必须是实施日后、且在揭露日前一年之内买入股票的”和“投资者在揭露日后继续持有该股票”这两个条件，才可以适用。第二，责任推定制度的计算方式为，“以揭露前 1 个月之间的平均价格与揭露后 1 个月的平均价格之间的差额”为推定的损害数额。第三，责任推定制度作为一种特殊规则，也同样适用举证责任倒置的规则。

## （4）责任限定制度

在日本《金融商品交易法》中，交易市场虚假陈述的责任追究中，对于发行人所承担的责任设定了上限。具体而言，根据差额说的基本理论，投资者买入股票的价格与提起诉讼时股票的市场价格（投资者持续持有的情形）或是股票的处分价格（在提起诉讼之前已经处分股票的情形）之间的差额为发行人责任的上限数额（日本《金融商品交易法》第 19 条第 1 款）。

关于设定发行人责任上限的原因，主要有两个方面，第一，责任限定制度是 2004 年日本《金融商品交易法》修改时建立的制度。在 2004 年《金融商品交易法》修改时将发行人责任规定

〔28〕 日本监查法人出具的监查证明类似于我国会计师事务所出具的审计报告。

〔29〕 参见前引〔12〕，黑沼悦郎书，第 256 页。

〔30〕 参见前引〔12〕，黑沼悦郎书，第 239 页。

为无过错责任，当时由于担心发行人责任过重，因此对发行人的责任进一步规定了赔偿上限。<sup>〔31〕</sup>第二，考虑到如果交易市场中发行人承担的责任数额超过发行市场发行人承担责任的数额的话，会影响到制度之间的平衡。<sup>〔32〕</sup>

#### （5）损害确定

在虚假陈述中什么是损害本身就存在巨大的争议。在日本民法中一般认为，损害是指“如果没有侵权行为的话，被害人应当会拥有的利益与侵权行为实施后被害人所拥有的利益之间的差额”。如何将这种“损害”（差额）融入金融商品交易法的制度与理论中，也存在不同的理论主张。这些理论中除了“两分论”（包括“高额取得损害说”“取得自体损害说”）以外，比较重要的学说还有“下跌差额说”。<sup>〔33〕</sup>但是到目前为止，“两分论”是主流的观点，在司法实践中也被广泛采用。

在“两分论”中，将虚假陈述的内容区分为“高额取得损害”与“取得自体损害”两种不同的类型，高额取得损害对应的情形为“如果没有虚假陈述，投资者可以用更低的价格购入股票”（高额取得损害理论），取得自体损害对应的情形为“如果没有虚假陈述，投资者就不会购买股票”（取得自体损害理论）。高额取得损害是虚假陈述中的常见情形，而取得自体损害是少数情形。

关于计算投资者损失数额的具体方法，虽然上述“两分论”作为理论基础在实践中被广泛采用，但是在日本的司法实践中并没有形成一致的做法，目前日本司法实践中主要的做法大致可以分为四种，①以“揭露日与更正日之间的价格差额”作为基本算式来确定损害的数额。其法理基础为上述的两分论中的“高额取得损害说”。②以“揭露日前一个月的平均价格与揭露日后一个月的平均价格之间的差额”作为基本算式来确定损害的数额。这是日本《金融商品交易法》第21条之2第3款中明确规定的推定方式（必须符合适用该条款的要求）。<sup>〔34〕</sup>这种计算方式在本质上也是以两分论中“高额取得损害”作为基础的。③以“口头辩论终结的时间点为止的价格中投资者的总体财产所受到的损失”为标准来进行计算，该算式以投资者的总体财产价值作为标准，来计算投资者的损失。其法理基础为日本有学者提出的“市场下跌说”。<sup>〔35〕</sup>④以“买入价格减去卖出价格之间的差额”作为基本算式来计算损害的数额。其法理基础有两种可能，第一，虽然依据《金融商品交易法》第21条之2第1款来提起诉讼，但是在确定损害的问题上不采用两分论，而是按照《金融商品交易法》第19条的规定来确定损害。第二，按照民法侵权责任的法理（《民法》第709条）提起的诉讼中其基本的算式与上述算式也是相同的。<sup>〔36〕</sup>

• 407 •

〔31〕 神作裕之＝弥永真生＝大崎貞和『注釈金融商品取引法』（改訂版）（第1巻）（きんざい、2011年）366頁参照。

〔32〕 参见前引〔12〕，黑沼悦郎书，第238页。

〔33〕 “市场下跌说”是指投资者的损害应当是在虚假信息被揭露后股价的下跌造成的一种固有的损害。“市场下跌说”与“高额取得损害说”之间在外观上存在非常相似的地方，但是在根本上是存在不同的。具体而言，“高额取得说”的理论基础是投资者在买入股票时由于虚假陈述造成股价虚高而受到的损失，而“市场下跌说”认为投资者的损失是在虚假陈述揭露后造成股价下跌才形成的。参见前引〔13〕，神田秀樹文，第14页。

〔34〕 参见东京地方法院平成20年6月13日判决。

〔35〕 日本最高法院平成24年3月13日判决的livedoor公司虚假陈述案被认为是采用了股价下跌说的理论。

〔36〕 在虚假陈述中，按照民法侵权责任的法理追究发行人责任的时候，究竟采用何种方式来计算投资者的损害在日本金融商品交易法的理论中也存在争议，但是以买入价与卖出价之间的差额为标准的“差额说”是日本民法学界的通说。四宫和夫『事務管理・不当利得・不法行為』（下）（青林書院、1985年）434頁参照。

## 2. 日本法中虚假陈述规制的特点

### (1) 《金融商品交易法》中的规定是民法的特殊规则

虚假陈述行为归属于民法中侵权行为的规范范畴。因此，金融商品交易法对于虚假陈述行为的规范从法律规范体系的结构上而言，毫无疑问是一种民法中侵权行为规范的特殊规则。值得注意的是，虽然金融商品交易法与民法之间被认为是“特殊规则与一般规则”的关系，但是这仅是指所规定内容在法理上存在的联系，并不意味着两者之间在适用上存在优先与劣后。因此，投资者除了可以按照金融商品交易法的规则来提起损害赔偿诉讼，也可以依据民法侵权行为的规则来提起诉讼。

### (2) 发行人与投资者之间的平衡

在日本法中，作为民法的特殊规则，金融商品交易法对于虚假陈述行为进行的规范与民法规则之间存在显著不同。在金融商品交易法的制度设计中，举证责任倒置的安排、因果关系的推定以及损害推定的规则等制度显然是基于有利于投资者原则设计的。在另一方面，责任上限制度、因果关系的反证制度又显然是有利于发行人的制度设计。因此，从总体而言，可以明显感觉到，日本法虽然坚持以侵权作为基础来实现对投资者进行保护的基本立场，但同时还顾虑到在前文中已经说明的法理上发行人向投资者进行赔偿会造成的利益循环的问题，<sup>[37]</sup> 所以其实在制度的设计上明显考虑了在发行人与投资者之间的平衡问题。

### (3) 推定制度的广泛适用

虚假陈述民事责任制度具有的高度复杂性，所以作为解决的方法，日本法大量采用了推定制度。其中典型的制度包括，通过虚假陈述类型化对因果关系进行推定，对赔偿数额的计算采用推定的方式，通过法官自由裁量对虚假陈述以外的原因所造成的损害数额进行推定等，事实上从根本上而言，在日本法的“高额取得损害说”等理论中可以清楚地看到损害本身其实也是一种推定。因为大量采用了推定的方式，所以精确性自然就会受到影响，这也是很多问题存在争议的最根本原因，但是在另一方面，大量采用推定方式无疑会降低判断的难度、提高诉讼的效率。

## (二) 对我国的启示

日本法的理论以及司法实践中对于虚假陈述的处理方法与我国存在显著差异。以下笔者以东芝案为基础，聚焦于起诉的法律依据、因果关系的认定、损害赔偿数额的计算以及损害赔偿计算中法官的自由裁量权这四个问题来进行详细讨论。

### 1. 关于虚假陈述中可获得赔偿的投资者范围

在我国，可获得赔偿的投资者必须是在虚假陈述实施日后才开始交易的。交易行为发生在虚假陈述实施前，或者是在揭露或更正之后的，法院应当认定交易因果关系不成立，更不用说损失因果关系。

对此日本《金融商品交易法》中并没有进行明确的规定。但是在东芝案中，法官认为在虚假陈述实施日之前买入东芝公司股票的投资人受到的损失与虚假陈述之间存在部分因果关系，但是，该部分的投资人受到的损失仅限于在虚假陈述揭露后、由于公司信用毁损或挤兑交易造成的损失，而不包括由于买入价中包含水分所遭受的损失。这里的意思是在虚假陈述实施日前买入

[37] 加藤贵仁「流通市場における不実開示と投資家の損害」新世代法政策学研究 11 号（2011 年）341 頁参照。

股票的投资者虽然不能依照《金融商品交易法》提起诉讼,但是可以依照民法中侵权的一般规则来提起诉讼。关于这一点,在我国法中,虽然从法理上而言亦可以得出投资者可以选择适用《证券法》或《民法典》的结论,但是由于难以克服举证难的问题,在实践中基本没有不依据《虚假陈述司法解释》而起诉的案件。相比而言,日本法在这一点上具有极为清晰的体系,从保护投资者的角度来考虑,日本法显得更有层次。

## 2. 关于因果关系的认定

对照中日两国的虚假陈述制度,可以看到在东芝案中,对于因果关系认定的部分有以下两点值得注意。

第一,日本对于因果关系采用综合判断的方式,并不明确区分交易因果关系与损失因果关系,也并不要求必须同时具有交易因果关系与损失因果关系。换言之,日本的法官认为在不成立交易因果关系时,仍然可能由于存在损失因果关系,而认定存在因果关系。我国强调虚假陈述需要同时具有交易因果关系与损害因果关系。<sup>〔38〕</sup>在东芝案中,法官采纳了高额取得损害理论,即认为“如果没有虚假陈述的行为,投资者可以用更低的价格买入股票”。尽管这意味着投资者可能并非由于虚假陈述而买入该证券,但因为日本金融商品交易法的理论对于因果关系采用综合判断的方式,所以仍然推定投资者由于虚假陈述所受到的高额损失与虚假陈述之间存在因果关系。其损失为买入股票时由于虚假陈述人为造成的股价升高而导致股价中存在水分。

此外,关于因果关系的具体认定,虽然在程度上存在不同,但是中国与日本都在一定程度上依赖推定的方式。相比而言,日本法中按照虚假陈述类型(两分论)来推定因果关系的做法相比我国《虚假陈述司法解释》第11条与第12条中规定的因果关系的认定方法,似乎更为立体,由于日本法中对因果关系的推定背后还连接了完全不同的赔偿理念与赔偿数额的计算方法,似乎更为精细更具有理论说服力。

第二,日本不承认佣金与印花税的支出与虚假陈述之间必然存在因果关系。

我国《虚假陈述司法解释》第25条明确将股票交易的佣金与印花税包括在应赔偿的投资者损失中。在东芝案中,如前所述,法官认为不论是否存在虚假陈述,投资者都会买入该股票,所以法官认为虽然虚假陈述确实客观存在,但是,投资者交易的相关费用(包括佣金与相关税费)与虚假陈述之间不存在因果关系,因此,不能作为损失的内容。虽然可以说这是日本法下损失不以交易因果关系存在为前提的逻辑产物,但是《虚假陈述司法解释》第25条并不区分具体情形,而是明确将股票交易的佣金与印花税明确包括在投资者损失中的做法显然是存在讨论空间的。

## 3. 关于损害赔偿数额的计算方法

中日两国在虚假陈述赔偿数额计算的问题上,事实上都是以差额说理论为基础的,<sup>〔39〕</sup>但是,

〔38〕 参见樊健:《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》,法律出版社2021年版,第1页;张子学:《虚假陈述案中民事司法与行政执法的协调衔接》,载《证券市场导报》2019年4月号。

〔39〕 差额说本身是来自于美国法的一种理论,但是中国法与日本法在参考借鉴的过程中形成了完全不同的做法,从这个意义上而言,关于虚假陈述的中日两国制度的比较研究是值得进一步深入探究的。关于差额说的含义存在不同的主张,其中最单纯的模型是指以买入价与卖出价之间的差额作为损失来计算的方式。我国《虚假陈述司法解释》第25条与第27条就是采用了这种方式。日本法虽然有不同的学说主张,但是一般虚假陈述损害的学说都是以差额说为基础展开的。松尾直彦『金融商品取引法』(第6版)(商事法務、2021年)220頁参照。



由于“损害”的计算本身极其复杂，甚至可以说是根本无法计算出准确的金额，在如何确立“损害”以及如何计算损害数额的问题上可以看到中日采用了不同的做法。<sup>〔40〕</sup>日本的做法是希望确定一个近似值，将这个近似值作为损害来处理。这样的做法蕴藏着两个方面的要素，第一，有利于作为原告的投资者，因为确定损害会更为便利。第二，有利于作为被告的发行人，因此这种方式在一定程度上可以限定被告的责任。从这一点来看，可以说日本的做法本身也是充满矛盾的。

作为具体的计算方式，在日本法中，首先要区分不同的类型，以对应不同的情形，然后适用不同的计算方式。在前文中已经详细说明，日本的法律实务中目前所采用的主流做法是依据两分论的理论，将虚假陈述的情形区分为“高额取得损害”与“取得自体损害”。我国不承认无交易因果关系下的单纯高额取得损害。《虚假陈述司法解释》第27条规定的损害赔偿数额的计算方法为“买入价与卖出价之间的差额”（没有卖出价时按照基准日的价格进行计算），其基本思路是希望计算出“真实的损失”。从整体上而言，似乎更接近上述日本法中“取得自体损害”的处理方法。我国的做法从赔偿投资者损失的角度也许更为接近真正的损失，但是其反面也需要更精细化的技术支撑。值得注意的是，2021年以来在多起虚假陈述案件中法院在计算损害赔偿数额时引入了第三方鉴定机构的方式（虽然第三方鉴定机构目前一般只用于计算系统风险），一方面显示出我国司法实践中在计算损害赔偿数额时力求精确的发展趋势，另一方面这种发展方向也暗合了我国目前所采用的处理方法的特点。综合对照中日两国的做法，从总体来看，对于日本法中区分类型的做法虽然很难做出优劣的评价，但是至少从逻辑上来看，日本的计算方法相比我国而言显然更多样化，也有更大的空间去更为合理地对应不同的情形。

• 410 •

#### 4. 关于损害赔偿数额计算中法官的自由裁量权

在东芝案中，可以看到法官在确定具体损害赔偿数额的时候，在“不同年度的年度报告书对股价下跌所造成的不同影响”“虚假陈述以外的原因所造成的股价下跌的具体数额”“公司信用毁损以及挤兑交易等原因所造成的损害在股价下跌中所占的比例”，这三个事项上进行了自由裁量。从法官的判决结果来看，仅“虚假陈述以外的原因所造成的股价下跌的具体数额”一项就直接从下跌总额中扣除了60%，与其说这个扣除比例很大，不如说法官在确定这个扣除比例上所享有的自由裁量权是巨大的。

在我国证券法以及《虚假陈述司法解释》中，对于上述第一个事项并没有进行明确规定，有待理论与实践的探索。关于第二、三个事项，《虚假陈述司法解释》第31条第2款中规定对于“他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场对特定时间的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的损失”，如果被告对此可以举证证明的话，可以从损失中加以扣除。

总体而言，我国对系统性风险因素扣减的判决虽然较多，但是对非系统性风险因素扣减的判决相对较少，采纳“信用毁损及挤兑”这样的损害赔偿扣减理由更是罕见。我国关于系统风险因素扣减的多数判决是依据形式上客观的公式或算法得出，而不像日本法官这样高度依赖裁量取整

〔40〕 与日本的做法不同，我国一般采用交易价差额算法。参见汤欣、杨祥：《虚假陈述损害赔偿的最新实践与法理——以万福生科与海联讯补偿方案为例》，载《证券市场导报》2015年3月号。

数比做扣除。有学者指出,试图“精算”系统风险的路径本身在技术上未必精确度更高,法官“斟酌”也并非一定会逊色一筹。<sup>[41]</sup>

日本法因为意识到很难实现精确计算,所以明确规定可以由法官来自由裁量。这种做法并非是一种粗糙的表现,而恰恰是值得我国重视与思考的,这种做法也为我国的制度完善提供了一个思路。

## 五、结 语

虚假陈述民事损害赔偿是一项非常复杂的工程。证券代表人诉讼制度的推行带来了巨额的损害赔偿,使这个问题更彰显出其重要的意义。如何认定因果关系、计算损害赔偿的具体数额不仅是一个技术性问题,同时还会直接影响虚假陈述行为规制的效果。虽然本文着重介绍的东芝案仅是一审判决,可以说其中的许多争议问题还没有得到最终的答案,但是通过东芝案可以看到日本采用的是一种与我国多有不同的处理方式,为我国处理虚假陈述民事损害赔偿的问题提供了一个新的视角,这对于推动完善我国的虚假陈述规则是有意义的。

---

**Abstract:** The assessment of the causative relationship and the calculation of damages are two of the most important concerns in the civil compensation mechanism for false statements. Our legal system's fundamental principle is to strictly distinguish between transaction and loss causation and to strive for precise computation of damages. However, due to the exceedingly complicated nature of the false statement itself, the outcome is extremely unpredictable. Japanese laws are conceptually significantly different from ours, and there are a huge number of presumptions utilized in determining cause and calculating specific damages in Japanese laws, sacrificing precision while boosting system efficiency. The Toshiba false statement case, which occurred in 2015, is one of the recent events that has had a big social impact in Japan. In March 2022, the Fukuoka District Court's opinion in the Toshiba false statement case may offer the legislative concept and detailed legal system of Japan's civil compensation system for false statement to China, and provide a fresh viewpoint on dealing with issues linked to civil liability compensation for false statement in China.

**Key Words:** false statement, determination of causation, Japanese financial instruments and exchange act

---

• 411 •

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)

---

[41] 参见缪因知:《精算或斟酌: 证券虚假陈述赔偿责任中的系统风险因素适用》,载《东南大学学报(哲学社会科学版)》2020 年第 5 期。

## 证券虚假陈述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。<sup>〔1〕</sup>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。<sup>〔2〕</sup>这被称为价格敏感性标准,<sup>〔3〕</sup>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。”<sup>〔4〕</sup>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。

• 413 •

## 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。<sup>〔5〕</sup>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〉若干问题的意见(试行)》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他分析，即使投资者不知晓虚假

• 414 •

〔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)。

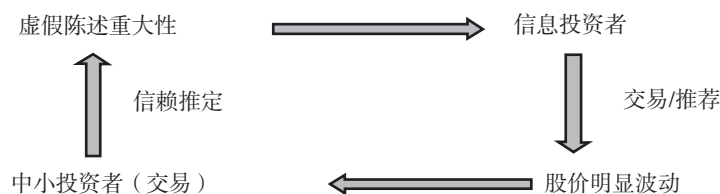
〔9〕对于投资人的损失与虚假陈述行为之间的因果关系，系以“推定信赖”为原则，投资人无须证明自己信赖了虚假陈述行为才作出投资，只要证明其所投资证券的价格受到虚假陈述行为的影响，即可予以认定。参见南京市中级人民法院（2015）宁商初字第161号民事判决书。在著名的美国 Basic 案中，美国联邦最高法院认为，因相信证券市场的正直性而依据市场价格购买股票的投资者被推定为信赖了虚假陈述。See *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988)。

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。”<sup>〔10〕</sup>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。”<sup>〔11〕</sup>司法实践对此也表示认可。<sup>〔12〕</sup>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。<sup>〔13〕</sup>

## (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

• 415 •

〔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〕 贾伟:《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”<sup>〔14〕</sup>。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。<sup>〔15〕</sup>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。<sup>〔16〕</sup>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。<sup>〔17〕</sup>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）。<sup>〔18〕</sup>美国联邦最高法院同时也指出，该信赖推定可以被推翻。<sup>〔19〕</sup>

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。<sup>〔20〕</sup>

〔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<sup>[21]</sup>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。<sup>[22]</sup>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。<sup>[23]</sup>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。<sup>[24]</sup>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。<sup>[25]</sup>

## (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。<sup>[26]</sup>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;<sup>[27]</sup>第二,被告如何证明股价没有受到虚假陈述影响;<sup>[28]</sup>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。<sup>[29]</sup>

### 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。<sup>[30]</sup>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。<sup>[31]</sup>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。<sup>[32]</sup>因此,法院受理或者不受理案

• 417 •

[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。<sup>〔33〕</sup>

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？<sup>〔34〕</sup>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。<sup>〔35〕</sup>因此，将两者在不同的诉讼阶段处理，并不令人完全信服。<sup>〔36〕</sup>

## 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的，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。<sup>〔37〕</sup>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。<sup>〔38〕</sup>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。<sup>〔39〕</sup>

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，<sup>〔40〕</sup>这并不容易。<sup>〔41〕</sup>

〔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。<sup>[42]</sup>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。<sup>[43]</sup>

#### (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<sup>[44]</sup>

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<sup>[45]</sup>

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。<sup>[46]</sup>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,

• 419 •

[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 10-b5 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<sup>〔47〕</sup>

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）。<sup>〔48〕</sup>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<sup>〔49〕</sup>

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。<sup>〔50〕</sup>这与该院在前述巴克莱案中的观点一致。

### 5. Aeterna Zentaris, Inc. 案<sup>〔51〕</sup>

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〕

• 421 •

##### （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。”<sup>〔55〕</sup>

## 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。<sup>〔56〕</sup>

### （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。”<sup>〔57〕</sup>

### （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。”<sup>〔58〕</sup>

### （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。”<sup>〔59〕</sup>

## 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。华信国际的股份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，华信国际的股份上涨了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。”<sup>〔64〕</sup>

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，<sup>〔65〕</sup>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，可以被选取作为对比指数。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。”<sup>[66]</sup> 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”<sup>[67]</sup>。《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。<sup>[68]</sup>

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。<sup>[69]</sup>

### (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

• 425 •

[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。<sup>[70]</sup> 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。<sup>[71]</sup> 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。<sup>[72]</sup> 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。<sup>[73]</sup>

• 426 •

## 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

---

## “参照”规则视角下的 证券虚假陈述侵权适用范围之辨

杨 婷 王 琦\*

• 428 •

**内容提要：**近年来，我国证券虚假陈述侵权制度在适用中似有不断扩张的趋势，“参照”适用的主张被大量提出。但该制度的适用与“参照”适用范围的判断重点似不应完全落在涉案交易对象是否构成名义的“证券”上，而应重点考虑作为其制度特色的信赖推定规则。作为一种因果关系推定，信赖推定的规则设置需有充足的合理化理由。因此，对于目前尚未经合理化论证、尚不明晰合理化基础的情形，不宜一概允许其“参照”适用信赖推定；但证券虚假陈述侵权制度中基于一般民法理论产生的其他规则或可予以“参照”。在此基础上，应对目前该制度的大量“参照”适用主张加以分析，合理界定该制度的适用与“参照”范围。

**关键词：**虚假陈述 信赖推定 因果关系 参照适用

### 一、“参照”适用引发的疑问

近期，我国关于证券欺诈民事责任制度的理论讨论及实践尝试如火如荼。这既有国家政策的指导作用，也有市场的引导作用。理论界和实务界需认识到，越是在这种背景下，越应当重视制度建设与适用的审慎，必要时暂予缓行，以充分识别操作过限，防止脱离初衷。

我国目前规则最完善、实务运作最成熟的证券欺诈民事责任制度是证券虚假陈述侵权制度。最初，最高人民法院（以下简称最高院）2003年《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（以下简称2003年《司法解释》）系以股票市场诱多型虚假陈述为“模板”制定。但近年来，该制度在司法适用中似有不断扩张的趋势。例如，在蝶彩资产等操

\* 杨婷，北京市金杜律师事务所合伙人；王琦，北京市金杜律师事务所律师。

纵恒康医疗股票案中,法院系参照2003年《司法解释》认定蝶彩资产的操纵行为与投资者损失之间存在因果关系,进而支持索赔请求。<sup>〔1〕</sup>再如,在中车金证诉保千里证券虚假陈述责任纠纷案中,中车金证系通过非公开发行认购方式买入涉案股票。法院虽认定中车金证不属于2003年《司法解释》规定的原告范围,但认为该司法解释中关于“三日一价”及损失计算等规定“亦可以参照适用”。<sup>〔2〕</sup>此外,在立法层面,最高院于2022年初发布的新修订《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(以下简称新《司法解释》)第1条第2款规定:“按照国务院规定设立的区域性股权市场中发生的虚假陈述侵权民事赔偿案件,可以参照适用本规定。”最高院指出:无论任何类型的证券,只要信息披露义务人实施了虚假陈述,均应适用新《司法解释》;除全国性证券交易场所之外,其他股权市场中发生的虚假陈述也可以参照适用新《司法解释》。<sup>〔3〕</sup>

本文认为,证券虚假陈述侵权制度的核心特色在于因果关系的推定,而“参照”适用意味着这种推定需被推广到其原适用范围之外,该等现象需要引起警觉,需对其适用界限加以辨析。在探讨证券虚假陈述侵权制度之适用或“参照”适用问题时,不应完全着眼于涉案交易对象是否构成名义的“证券”,而应重视作为其内核本质的因果关系推定规则,对因果关系推定的巨大威力保持警惕,适度、公允地对证券欺诈责任作出评价。

因此,面对目前证券虚假陈述侵权制度的大量“参照”适用主张,本文至少有三项追问:第一,证券虚假陈述侵权制度作为一种极为特殊的侵权制度,其本身是否可以或者适合被“参照”适用;第二,证券虚假陈述侵权制度由一整套规则组成,究竟其中哪些规则可以被“参照”,还是其全部规则均可被“参照”;第三,如可以“参照”,那么能够“参照”适用证券虚假陈述侵权制度的情形应具备哪些特点。对此,本文将从“信赖推定”这一核心特色制度入手,首先阐述证券虚假陈述侵权制度如何围绕信赖推定进行规则展开,其后将论述该制度适用范围的判断标准,最后将讨论该制度在若干具体场合下的适用性以及“参照”适用所面临的问题。

• 429 •

## 二、围绕“信赖推定”的制度理解

### (一) 信赖推定与欺诈市场理论的合理化支撑

相较于一般性的侵权制度,证券虚假陈述侵权制度的最特殊之处在于因果关系推定。证券虚假陈述侵权制度的肇源系美国法中的欺诈侵权。侵权案件中,原告需证明两重因果关系,一是事实因果关系(大抵对应大陆法责任成立因果关系),二是法律因果关系(大抵对应大陆法责任范

〔1〕 参见《恒康医疗案一审判决原告胜诉“首恶”担责》,载 <http://www.isc.com.cn/html/zxxw/20200121/1743.html>,最后访问时间:2022年3月8日;系列案件示例裁判文书参见四川省高级人民法院(2020)川民终1532号民事判决书。除此之外,在G证券公司“乌龙指”民事赔偿案等其他非虚假陈述类型的案件中,也能见到“参照”适用证券虚假陈述侵权制度的影子;系列案件示例裁判文书参见上海市高级人民法院(2016)沪民终234号民事判决书(由本文作者及所在单位参与代理的诉讼案件本文均作隐名处理,下同)。

〔2〕 参见广东省高级人民法院(2019)粤民终2080号民事判决书。

〔3〕 参见林文学、付金联、周伦军:《〈关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定〉的理解与适用》,载《人民司法·应用》2022年第7期。



围因果关系)。<sup>〔4〕</sup>其中,事实因果关系在虚假陈述欺诈中主要指原告对被告虚假陈述内容的合理信赖。<sup>〔5〕</sup>

但在现代股票市场的“非面对面”交易中,普通投资者对被告虚假陈述的合理信赖难于举证。至1972年,美国联邦最高法院在 *Affiliated Ute Citizens v. United States* 案中对因果关系的认定作出了重大突破,确立了在虚假陈述具有重大性情况下的推定信赖规则。<sup>〔6〕</sup>在其后1975年 *Blackie v. Barrack* 案中美国法院指出:“我们认为在非个人之间的股票交易背景下,没有直接信赖证据,只要购买人证明虚假陈述的重大性,因果关系就成立。重大性确立了某些市场交易者的购买行为是基于信赖,因此股价虚高时,只要有购买行为,被告的行为和原告损失之间的因果关系就形成了,完成了表面上的证明。”<sup>〔7〕</sup>对于信赖推定的合理性,该案进一步解释道:“此处我们排除了原告需要承担证明信赖要件的要求,因为该举证责任既不合理也不存在关联性……他(原告的投资)一般依赖于股票价格合理的假设,不会预料到有人为操作抬高股价的情况,从而间接地依赖股价背后陈述的真实性。不论是否意识到,其支付的价格都反映了虚假陈述的重大性。”<sup>〔8〕</sup>目前多数研究认为欺诈市场理论(FOMT)是在1988年 *Basic Inc. v. Levinson* 案中由美国联邦最高法院确认的,<sup>〔9〕</sup>也有观点认为 *Blackie v. Barrack* 案就正式确立了欺诈市场理论,即:虚假陈述构成了对所有投资者的欺诈,所以原告只要证明当时的股价是受到虚假陈述影响之后的非正常价格,而其按照这种价格交易了股票,就可以构成对虚假陈述信息的合理信赖。<sup>〔10〕</sup>

由此,在信赖推定规则确立之前,证券虚假陈述侵权的构成要件与“普通法欺诈侵权责任保持一致”<sup>〔11〕</sup>,并未自成一派。但在此之后,信赖推定一方面解决了原告主张权利的现实难点,另一方面也通过推定事实因果关系使得证券虚假陈述侵权独树一帜。该领域内常被述及的欺诈市场理论则是服务于信赖推定的理论,系以“有效市场”假说为基础对信赖推定“提供一个精进的理论解说”。<sup>〔12〕</sup>因此,证券虚假陈述侵权制度的最大特点,或者说其制度内核,就是由欺诈市场理论提供合理化支持的事实因果关系推定。

## (二) 围绕信赖推定的制度理解

承上分析,我国法律于证券虚假陈述侵权领域中也采“信赖推定”说并认可“欺诈市场理论”,故我们亦可尝试围绕信赖推定这一核心规则去理解目前我国的整套证券虚假陈述侵权制度。<sup>〔13〕</sup>具

〔4〕 参见缪因知:《内幕交易民事责任制度的知易行难》,载《清华法学》2018年第1期;王泽鉴:《侵权行为》,北京大学出版社2014年版,183-184页。

〔5〕 “假如原告并没有信赖被告的虚假陈述,被告的行为与损害结果就没有实际联系(即,不存在事实上的因果关系),也就不存在诉讼。如果原告虽然听到被告的陈述,但对于陈述不屑一顾,因为他明知陈述的不实性或根本不相信被告,结果也一样。”〔美〕文森特·R·约翰逊:《美国侵权法》(第五版),赵秀文等译,中国人民大学出版社2017年版,第222页。

〔6〕 See *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128 (1972).

〔7〕 See *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891 (1975).

〔8〕 参见前引〔7〕。

〔9〕 See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

〔10〕 参见施天涛、周伦军主编:《美国证券欺诈经典案例:内幕交易与虚假陈述》,法律出版社2015年版,第217页。

〔11〕 耿利航:《欺诈市场理论反思》,载《法学研究》2020年第6期,第130页。

〔12〕 参见前引〔11〕,耿利航文,第130页;焦津洪:《“欺诈市场理论”研究》,载《中国法学》2003年第2期;陆思璇:《“欺诈市场理论”的三原色——金融、社会与法律三方面的分析》,载《中国证券期货》2020年第5期。

〔13〕 本节论述主要参考夏东霞、杨婷、王琦:《新〈虚假陈述司法解释〉解读之六:总结及未尽事宜探讨》,载“金杜研究院”微信公众号,2022年2月19日。

体而言,信赖推定属于“推定”的因果关系,故其需要构建“推定”所需的基础事实;<sup>[14]</sup>同时,鉴于这种因果关系是拟制的(而不一定是客观存在的),所以也需要建立被告的反证规则。此外,作为欺诈侵权之一种,其亦需适用不涉及信赖推定的其他侵权规则。因此,围绕信赖推定这一核心理念,证券虚假陈述侵权中的具体制度可以理解为三种类型:(1)为构建完整信赖推定机制而设置的规则(信赖推定建立规则);<sup>[15]</sup>(2)为赋予被告反证权利和反证情形而设置的规则(信赖推定抗辩规则);(3)基于普遍民法和程序法理念或规则产生的其他规则。

在信赖推定建立规则方面,我国的2003年《司法解释》和新《司法解释》均大抵通过三类规则构建信赖推定所需的基础事实:一是虚假陈述重大性规则,二是虚假陈述期间规则,<sup>[16]</sup>三是损失成立与认定规则。在信赖推定抗辩规则方面,我国同样采“可抗辩的推定”立场。<sup>[17]</sup>从大的方面来看,由于我国制度同时推定事实和法律两重因果关系,故在两种因果关系方面均需赋予被告相应的抗辩情形。从小的方面来看,对事实因果关系(交易因果关系)的抗辩主要是推翻“推定”所需的基础要件,即:重大性抗辩、<sup>[18]</sup>交易期间抗辩,以及触及交易因果关系本质的交易原因抗辩。对法律因果关系(损失因果关系)的抗辩主要是“纯化”虚假陈述对证券价格的影响、排除其他无关致损因素的抗辩,实践中常见情形为系统风险抗辩、非系统风险抗辩及其他因素抗辩。除此之外,我国的证券虚假陈述侵权制度还包括从民法和民事诉讼法一般原则、规则延展出的配套规则,大抵包括相关程序规则(如受理、管辖、集体诉讼制度等)、责任主体范围、归责原则、连带责任人的承认定规则、诉讼时效规则等。

综合来看,上述具体安排构成了我国证券虚假陈述侵权的完整制度,其中最具特色并居于核心地位的系信赖推定建立规则与抗辩规则,其他配套规则或多或少都可从民法和诉讼法的基本原理中推演而来。尽管证券虚假陈述侵权制度不是完全按照“信赖推定→具体规则”的时间脉络发展起来的,但在进入信赖推定时代后,证券虚假陈述侵权中的主要制度确实具有紧密围绕信赖推定展开的特点。“信赖推定→具体规则”的思考逻辑可以协助我们更容易、更准确、更触及本质地理解和把握整套规则的精神核心以及具体规则之间的内在联系。且从本文作者的实务体会来看,照此逻辑进行整体制度理解,也更容易把握具体案件中的处理思路。

在此理解之下,可以厘出证券虚假陈述侵权制度的几个理解侧面:其一,证券虚假陈述侵权制度是以推定因果关系为根本特色的侵权责任制度;其二,相较于美式信赖推定和经典欺诈市场

[14] “《规定》参照了欺诈市场理论的思路,以‘推定信赖’的原则,确定投资损失与虚假陈述之间的因果关系存在与否。只要《规定》设定的有关基础事实得到证明,就可以推定该因果关系存在。”李国光主编:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》,人民法院出版社2015年第2版,第250页。

[15] 另需注意的是,我国证券虚假陈述侵权制度在借鉴美国经验的过程中未全盘照收,两者在因果关系推定方面的最大差异是我国允许推定事实和法律两重因果关系,而非仅推定事实因果关系。

[16] 参见前引[14],李国光主编书,第250-251页。

[17] “在证券欺诈案中采纳欺诈市场理论认定因果关系,并非将原告的‘合理信赖’这一连接虚假陈述行为与损害结果之间的要件完全取消,只是通过建立投资人信赖股票价格,进而信赖虚假陈述的一种推定,将举证负担由原告转之于被告。这种推定是可以抗辩的。”前引[14],李国光主编书,第250页。

[18] 重大性抗辩在我国制度中的地位可能略有存疑之处。按照新《司法解释》的规定以及最高院的解读,虚假陈述的重大性在新《司法解释》中似为侵权构成要件本身,而非“推定”所需基础要件,这是否符合信赖推定的原旨有待讨论。但基于体系化思考的方便,本文暂将其安置于此,并期待对此问题的进一步解释。参见前引[3],林文学、付金联、周伦军文;前引[13],夏东霞、杨婷、王琦文。

理论所要解决的问题，我国制度的推定范围更大，在适用范围的衡量上也需更加谨慎；其三，证券虚假陈述侵权中的具体制度，具有不同的来源、承担不同的功能，理论上也应具有不同的适用范围，相关制度不应一概而论、等同视之。

### 三、适用证券虚假陈述侵权制度的前提条件

#### （一）因果关系推定的特殊地位

现代侵权法以及证券法中部分民事责任制度是调整民商事争议中强弱平衡的重要阵地，因为私法同样需要“正视个人与社会的差异，认为法律应支援社会弱者，而牵制社会的强者，使之达于真正的平等”<sup>〔19〕</sup>。侵权法实现这一目的的主要方式不外乎在侵权要件上为原告（潜在受害者）“减负”：或是降低甚至倒置、免除原告的证明责任，或是直接省略某一构成要件。除了运用较为广泛的过错推定、无过错责任制度在主观要件上的减负之外，侵权法也通过如替代责任、根据被告得利确认损失等方法在侵权行为和损害要件上为原告减负。但是，直接在因果关系上为原告减负的侵权制度则相对罕见，有学者称之为“被传统侵权法忽略的问题”<sup>〔20〕</sup>。

根据我国学者的总结，我国侵权法可以适用因果关系推定（或从规范中可以解读出因果关系推定）的情形仅包括共同危险行为和原因力不明的侵权行为、雇主责任、高度危险责任、动物占有人责任以及环境侵权责任等。<sup>〔21〕</sup>以上制度或是在因果关系客观上无法查明时对受害人的倾斜保护之举，或是替代责任下的产物，有其出现和存在的特殊性。而且，在因果关系推定规范最为明确、目前理论界讨论也最多的环境侵权领域，中外学界都对因果关系推定的合理化问题提出了大量理论解说，旨在赋予其足够的规则正当性。亦需关注的是，即使在法律已经明确设置因果关系推定规则的情况下，我国法院在司法实践中的评判尺度也显得极为谨慎。有研究表明，在《侵权责任法》实施后至2016年，我国法院对环境侵权诉讼的全部驳回率（未支持原告任何诉讼请求）高达66.66%，其中以因果关系不成立为由驳回的比例更高达68.51%。<sup>〔22〕</sup>至2020年的研究，上述比例均有所下降，但支持原告全部诉讼请求的比例仍然仅有15%，且由于因果关系不成立而判决驳回的比例依然居高不下。<sup>〔23〕</sup>这与目前我国证券虚假陈述诉讼中（同样有因果关系推定保护）的原被告胜诉率以及法院对因果关系认定的普遍态度存在较大区别。

以上情况至少说明两个问题：其一，在法律上设置侵权因果关系推定制度需要极强的合理性要求，依学者总结，这至少要根据经验法则达到较高的盖然性要求，同时也需有正当的规范目的。<sup>〔24〕</sup>首先，盖然性要求意味着某一特定侵权情形下的被告行为与原告损害之间的联系需普遍

〔19〕 郑玉波：《民法总则》，中国政法大学出版社2003年版，第7页。

〔20〕 马栩生：《因果关系推定的基本法律问题》，载《武汉大学学报（哲学社会科学版）》2004年第4期，第528页。

〔21〕 参见叶名怡：《过错及因果关系推定与证明责任倒置——从事实到价值的思考》，载《北方法学》2007年第4期；周翠：《〈侵权责任法〉体系下的证明责任倒置与减轻规范——与德国法的比较》，载《中外法学》2010年第5期。

〔22〕 参见叶锋：《新司法解释视域下环境侵权责任因果关系的反思与重构——以120份民事判决书为分析样本》，载《法律适用》2016年第4期。

〔23〕 参见范兴龙：《民法典背景下环境侵权因果关系认定的完善》，载《法律适用》2020年第23期。

〔24〕 参见前引〔21〕，叶名怡文。

存在,而非仅在特定情形下才会发生。且需注意的是,这种“普遍”的广泛程度也需具备较高的要求,否则举证责任的公分配可以通过个案处理,而无需上升为制度层面对某类侵权的普适性推定要求。其次,所谓“正当规范目的”也是有限度的,一般而言指法律需要惩治高度危险行为、威慑某种涉众侵权、解决现实的证明困难或实现特定弱势群体保护等情况。其二,即使在法律规定可以推定因果关系的情况下,也并不意味着法院必须将举证责任全部加诸被告,而是需要在“推定”基础事实成立的情况下,综合考量双方的证据情况,以“被告行为是否使损害结果发生的盖然性增加”等标准判断因果关系是否成立。<sup>[25]</sup>因此,因果关系推定不等于法院无需实质考虑因果关系问题,这也恰恰说明了因果关系在侵权要件中“无法省略”的重要地位。

## (二) 证券虚假陈述侵权制度适用范围的判断条件

如上分析,因果关系推定规则的设置需要极高的正当化基础,所以因果关系推定规则亦应当根据其特有的正当化基础“专事专用、专人专用”;否则,就会出现未经正当化论证而径行适用因果关系推定的不合理情况。因此,对证券虚假陈述侵权制度适用范围的分析,亦需考虑该侵权类型下的因果关系推定系为解决哪些“专人、专事”问题而设置。只有满足这些“专人、专事”的情况范围,才应当是该制度理论上的直接适用范围。

从美国以欺诈市场理论支持的信赖推定规则设置缘由来看,其正当规范目的主要是解决普通中小投资者对交易因果关系的证明困难,且需加上中小投资者保护,威慑和惩治证券市场虚假陈述行为等目的。但从技术角度来看,解决特定市场、特定人群的证明困难仍应是最重要的理由。在盖然性要求上,欺诈市场理论支持下信赖推定规则的推理逻辑应是:其以半强有效市场中的证券价格为连结点,认为该等市场中的重大虚假陈述有高度可能会影响证券价格,而投资者在作出投资决策时又有高度可能性会参考证券价格、受其影响,故认为重大虚假陈述和原告的投资决策之间具有交易因果关系。因此,在盖然性要求方面,信赖推定的适用还需满足两个预设前提:一是涉案虚假陈述需满足重大性要求,二是涉案证券需在半强有效市场中发行和交易。

进一步而言,美国欺诈市场理论支持下的信赖推定规则只考虑了交易因果关系的推定。在1981年 Huddleston v. Herman & Maclean 案<sup>[26]</sup>中,美国法院强调了交易因果关系和损失因果关系的区分,并明确将损失因果关系的举证责任施于原告。<sup>[27]</sup>至1995年《私人证券诉讼改革法》(PSLRA)之后,其针对证券欺诈发行案件采损失因果关系举证责任倒置的规则,但在持续信息披露阶段的证券交易中发生的欺诈诉讼,则明确要求由原告证明损失因果关系。<sup>[28]</sup>在后续发生的 Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo 案<sup>[29]</sup>和 Halliburton Co. v. Erica P. John Fund Inc. 案<sup>[30]</sup>中,美国法院再次强调了交易和损失因果关系的不同,并指出推定损失因果关系不符

[25] 参见施理:《环境侵权诉讼中因果关系推定的适用》,载《法律适用》2015年第3期。

[26] Huddleston v. Herman & Maclean, 640 F.2d 534 (1981).

[27] 法院认为,对虚假陈述的信赖和损失因果关系是不同的问题,对虚假陈述的信赖意味着如果投资者知悉虚假陈述就不会做出涉案投资行为,而损失因果关系则要求对投资行为作进一步分析,“即使投资者不会这样投资,虚假陈述行为还能否是造成损失的原因”。参见龙非:《美国证券欺诈案件中“损失因果关系”的证明责任》,载《证券法律评论》2020年卷,中国法制出版社2020年版,第382页。

[28] 参见前引[27],龙非文,第374页。

[29] Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336 (2005).

[30] Halliburton Co. v. Erica P. John Fund Inc., 134 S.Ct. 2398 (2014).



合法律规定。与之不同的是，我国的证券虚假陈述侵权制度可以对交易和损失因果关系予以双重推定，但对于损失因果关系的推定似没有单独的正当化理由。本文认为，虽然我国采取损失因果关系推定的态度几成定论，但在制度适用中，仍需考虑到该等推定可能存在的正当化理由尚不充足之处。尤其是在新《司法解释》已明确区分交易和损失因果关系的情况下，<sup>〔31〕</sup>在“推定”中如何采取一定的区分态度亦显得必要。

综上，如果我们更侧重于理解证券虚假陈述侵权制度系一类可以适用因果关系推定的侵权制度，那么其直接适用范围应当与目前经过正当化论证后、法律允许推定因果关系的范围相同。也即，能够完整适用证券虚假陈述侵权制度的前提条件应包括：（1）虚假陈述具备重大性；（2）涉案证券上市交易所处的市场具备有效市场假说的要求，证券价格能够反映虚假陈述信息；（3）原告的交易与信赖虚假陈述之间具备足够的盖然性要求，且原告属于在因果关系上确有举证困难的群体，需要采取推定规则予以倾斜保护。

#### 四、直接适用与“参照”适用的若干讨论

##### （一）基本判断原则

综合以上论述，本文对题述问题提出的判断原则是：（1）符合前述三项（因果关系推定之正当化理由的）前提条件的，可以完整适用证券虚假陈述侵权的制度规则；（2）不符合虚假陈述重大性条件的，理论上不能适用与因果关系推定有关的规则；（3）不符合有效市场条件的，亦不能适用与因果关系推定有关的规则，但可以基于个案情况“参照”适用依托民法基本理念设置的配套规则；（4）原告信赖虚假陈述在某类情形下的盖然性整体不足，或原告对于因果关系的举证没有与普通投资者相等同的现实困难的，不能适用因果关系推定规则，但可以基于涉案证券的性质以及个案情况“参照”适用与损失认定有关的规则以及依托侵权法基本理念设置的配套规则。

本文考虑以上方案的根本出发点是，现行制度中的因果关系推定规则已经历了正当化论证，其正当化基础系基于特定情形（即前述三项前提条件）而存在。因此，因果关系推定本身只能在这一特定情形中“适用”，而不应未加论证地“参照”至其他情形。同时，对于没有经过因果关系推定之正当化论证的情形，原告不能“参照”因果关系推定规则，并不意味着原告会因此得不到救济。此时，可以视情况“参照”除因果关系推定之外的其他规则，以达到参引目的。基于以上基本判断原则，本文将框架性讨论几种目前已在实践中发生的情形对证券虚假陈述侵权制度的适用性。

##### （二）基于原告身份的不同情形

原告的身份区分，在目前司法实践中主要讨论的是“机构投资者”与“普通投资者”问题。我国法院在早期并不认为应对机构投资者和普通投资者采取相同的标准判断其对虚假陈述的合理信赖程度。在D基金公司诉Y上市公司案中，法院援引《证券投资基金法》的规定认为应当对

〔31〕 参见夏东霞、杨婷、王琦、范晓：《新〈虚假陈述司法解释〉解读之三：关于虚假陈述侵权行为及因果关系认定》，载“金杜研究院”微信公众号，2022年1月28日。

基金管理人适用高于普通投资者的标准进行判断,并指出D基金公司“是否依照基金契约的规定,运用其专业知识和技能,严格履行投资决策程序,是判断(其)能否合理信赖(上市公司)虚假陈述的关键”。最终,法院认为D基金公司“未能合理运用自身专业知识和专业技能”对涉案股票投资价值作出判断,“实际决策过程中存在不周全和瑕疵之处”,也并未按照基金合同履行投资决策程序,投资涉案股票具有重大不合理性,因此以因果关系不成立为由驳回了D基金公司的全部诉讼请求。<sup>[32]</sup>至2019年,我国法院在Y投资公司诉X上市公司案中亦认为专业投资机构与普通投资者在适用信赖推定规则时应存在区别,且明确指出:“不能仅凭(专业投资机构)买入受虚假陈述影响的股票即认定其投资损失与虚假陈述存在因果关系,应分析辨别其投资损失是受虚假陈述影响还是其他因素导致。”<sup>[33]</sup>

但在近期,我国法院对待机构投资者的态度似发生了转向。无论是在W债券案<sup>[34]</sup>还是前述中车金证案中,法院都不支持在信赖推定问题上区分对待机构投资者与普通投资者(当然,在中车金证案中,法院以中车金证系保千里非公开发行股票认购人的原因仍然认定应由其承担交易因果关系的举证责任)。<sup>[35]</sup>在近期发生的一些案件中,已有包括公募基金公司在内的不少典型机构投资者起诉主张索赔,故对其能否适用信赖推定规则的问题,也必将成为这部分案件的诉辩焦点之一。

以本文观点,要判断机构投资者是否应适用信赖推定规则,除了目前已讨论的“是否与普通投资者尽同等注意义务”之外,也要回溯到设置信赖推定的合理化理由,即机构投资者在普遍意义上是否具有与普通投资者相等同的举证困难。在此意义上,目前实践中讨论的“机构投资者”概念或许还不十分严谨,<sup>[36]</sup>“专业投资者”和“非专业投资者”的概念或许更加适合该问题的讨论。专业投资者“通常指具有专业知识、技能和投资经验或者拥有高额财富,具备自我保护能力而无须证券法专门保护的投资者”<sup>[37]</sup>。研究表明,专业投资者的投资情绪能够明显影响、引领普通投资者,且其投资行为对于被投公司的公司治理和信息披露本身也具备促进作用。<sup>[38]</sup>故如部分学者所言,专业投资者正是基于其收集和分析的证券市场信息而非单纯的证券价格开展交易,是“价格的制造者、调整者,而非被动接受者,可谓有效市场假说的真正的基石。所以专业投资者并不理所当然地完全适用欺诈市场理论的保护”<sup>[39]</sup>。

[32] 参见宁夏回族自治区高级人民法院(2007)宁民商终字第74号民事判决书。

[33] 浙江省高级人民法院(2019)浙民终1414号民事判决书。

[34] 系列案件示例裁判文书参见浙江省高级人民法院(2021)浙民终436号民事判决书。

[35] 中车金证案中法院指出:“无论是机构投资者,还是普通投资者,在证券交易中的身份均是投资者。投资者是否应负有更高注意义务,不应因其身份有所差别,而应根据交易市场和交易方式来确定。”参见广东省高级人民法院(2019)粤民终2080号民事判决书。

[36] 在W债券案的代表人诉讼中,法院系按照自然人与非自然人投资者对案件进行划分,将所有非自然人投资者划为一案。但本文认为非自然人投资者并不一定代表其系专业投资者,有可能只是以法人名义进行的投资;反之亦然,自然人投资者也未必不属于专业投资者。

[37] 洪艳蓉:《从雷曼迷你债券案看香港证券业专业投资者制度》,载《金融服务法评论》第1卷,法律出版社2010年版,第116页。

[38] 参见刘维奇、刘新新:《个人和机构投资者情绪与股票收益——基于上证A股市场研究》,载《管理科学学报》2014年第3期;谭劲松、林雨晨:《机构投资者对信息披露的治理效应——基于对机构调研行为的证据》,载《南开管理评论》2016年第5期。

[39] 缪因知:《证券虚假陈述与投资者损失因果关系否定的司法路径》,载《证券法苑》第30卷,法律出版社2020年版,第92页。

从这一角度观察，基于专业投资者超越非专业投资者的能力、资金量以及在证券市场中的“话语权”，其作出的投资决策多数应存在较为严谨且满足一定标准的论证过程。故对这部分投资者而言，不宜认为其在证明是否信赖虚假陈述的问题上与非专业投资者具备同样的举证困难情境。事实上，无论在D基金公司案还是中车金证案中，原告也确实具备对信赖要件的举证能力，客观上向法院举示了与投资决策有关的证据。在此情况下，要求专业投资者证明自身合理地相信了虚假陈述信息，并基于对该信息的分析和信赖作出投资者决策不应十分困难。因此，在专业投资者并非普遍存在举证困境的前提下，不宜同样允许其直接适用信赖推定规则。

另外，不允许专业投资者直接适用信赖推定还有更深层次的意义。首先，专业投资者自身也有自己的投资者。法律要求或合同约定专业投资者需履行必要的程序、审慎作出投资判断，也系保护投资者之举。故不允许专业投资者适用信赖推定，也是倒逼其重视投资的研究和决策过程、尽到法律要求的勤勉尽责义务，这最终会使其投资者受益。其次，实证研究表明，专业投资者的决策机制越完善、法律对其勤勉程度的要求越高，其对持股公司的绩效越能起到改善作用。<sup>〔40〕</sup>故不允许对专业投资者直接推定信赖，其自我保护机制也会对提升上市公司表现、净化资本市场起到推动作用。总之，如果对专业投资者还轻易推定信赖、使其失败的投资能够轻易获偿，则不利于鼓励谨慎投资，更会消减专业投资者对于资本市场整体的内在价值。

### （三）基于原告交易方式的不同情形

除了证券虚假陈述侵权制度重在保护的场内集中竞价交易之外，目前实务中讨论最多的、基于交易方式的制度适用性场景主要有两类：一是大宗交易和协议转让，二是非公开发行认购。本文认为：上述情形下的讨论主要应集中于相应场景之下原告信赖虚假陈述的盖然性程度以及原告是否具备充分的举证困境；不区分交易方式而一概适用信赖推定的主张似并不公允，需进一步考虑。

#### 1. 大宗交易与协议转让

2003年《司法解释》规定，“在国家批准设立的证券市场上通过协议转让方式进行的交易”不适用该司法解释，上述情形既包括大宗交易也包括协议转让。<sup>〔41〕</sup> 最高院认为，2003年《司法解释》调整的虚假陈述侵权所面向的是不特定对象，而大宗和协议转让则通过“一对一”方式进行，如果一方权益受到侵害，可以单独向对方提起违约或侵权之诉，无需适用2003年《司法解释》。<sup>〔42〕</sup> 现新《司法解释》将该条规定予以删除。最高院的倾向意见是“原解释将证券类型限定为股票、将大宗交易和协议转让排除在适用范围之外的做法，难以满足审判实践的需要”，认为新《司法解释》的适用范围不受到交易方式的影响。<sup>〔43〕</sup> 本文认为，最高院在2003年《司法解释》项下的态度具备合理性。从信赖推定设置的合理化理由角度，应当考虑到大宗交易和协议转让的特殊性。

〔40〕 参见张涤新、李忠海：《机构投资者对其持股公司绩效的影响研究——基于机构投资者自我保护的视角》，载《管理科学学报》2017年第5期。

〔41〕 据本文观察，在新《司法解释》出台前夕，法院仍在严格按照2003年《司法解释》的要求将大宗交易和协议转让排除在适用范围之外。参见成都市中级人民法院（2020）川01民初5885号民事判决书。

〔42〕 参见前引〔14〕，李国光主编书，第114-115页。

〔43〕 参见前引〔3〕，林文学、付金联、周伦军文。

首先,如最高院对2003年《司法解释》的解说所述,大宗交易与协议转让实质上是“一对一”交易模式,且其定价规则亦不同于场内竞价交易,交易双方存在一定的协商自主定价空间,定价结果受公开披露文件的影响要相对较小。<sup>〔44〕</sup>其次,很多大宗交易和协议转让都具有特定的交易目的,而不完全是为了投资获利。目前上市公司的控制权转让以及具有特定交易背景和持股调整安排的交易等,相当一部分都是通过大宗交易和协议转让进行。尤其是在目前我国对于大额股份权益变动的监管规则之下,很多大股东、特定股东的增持股票或减持套现也会选择大宗交易。此类交易者不仅自身即可能知悉虚假陈述是否存在,且其需要在提前披露的增减持计划之下开展具体交易,也会根据其自身掌握的信息进行择机交易。<sup>〔45〕</sup>因此,这不仅更进一步地降低了交易者信赖虚假陈述的盖然性程度,也无法说明其与普通投资者具备等同的举证困境。此时,如果仍对其适用信赖推定规则,则反而可能出现被告的举证困难(例如被告无法调查交易者对虚假陈述真实的知悉情况、无法知悉其真实的交易目的等),这与信赖推定的设置初衷恰恰相反。

## 2. 非公开发行认购

在前述中车金证案中,法院针对非公开发行认购问题主要提出了两项观点:一是2003年《司法解释》项下的信赖推定适用于受到虚假陈述侵害的不特定投资者,而非公开发行认购属于“面对面”交易,故不是2003年《司法解释》的适用对象。二是虽然非公开发行认购者应就其交易因果关系负有举证责任,但由于涉案虚假陈述属于“应披未披”,“投资者难以就该消极事实对交易的影响进行举证,故只要投资者证明违法行为客观存在,就可推定交易因果关系成立”<sup>〔46〕</sup>。也即,尽管法院认为对非公开发行认购人不应该适用信赖推定,但在实际判断中仍然根据案件情况推定了交易因果关系。在新《司法解释》出台之后,相当一部分评论认为其已对2003年《司法解释》的规定作出了修改,非公开发行认购已不再属于排除适用的范围。其中,很多评论认为非公开发行认购不应当适用新《司法解释》。<sup>〔47〕</sup>

从本文的讨论框架出发,非公开发行中认购人信赖虚假陈述的盖然性程度是要明显低于普通场内竞价交易的,推定信赖在此场合下很难说具备普遍意义上的正当化基础。其一,根据现有监管规则,非公开发行过程中具有实质意义和内容的信息披露文件主要是非公开发行预案;在披露时点上,该文件需与董事会决议同时发布。<sup>〔48〕</sup>但在董事会会议之前,非公开发行的对象在有些情况下已经被提前确定,即认购人在非公开发行预案公开披露之前已经作出了投资决策。此时,确实难以推定认购者的交易因果关系成立。而且,在上市公司非公开发行股票整个信息披露过

• 437 •

〔44〕 实证研究也表明,我国大宗交易的价格发现功能要弱于场内竞价交易,即大宗交易价格不如场内交易价格“(如收盘价)更能及时反映市场信息、更能揭示真实价格”。参见陈磊、李平、廖静池、许香存:《大宗交易的价格发现功能——来自沪深股市的经验证据》,载《证券市场导报》2013年7月号。

〔45〕 参见唐齐鸣、赵传玺、赵袁军:《减持新规对大宗交易市场筛选股票能力的影响——基于双重差分模型的实证检验》,载《证券市场导报》2018年12月号;林振兴、屈文洲:《大股东减持定价与择机——基于沪深股市大宗交易的实证研究》,载《证券市场导报》2010年10月号。

〔46〕 广东省高级人民法院(2019)粤民终2080号民事判决书。

〔47〕 参见龙非:《〈证券虚假陈述若干规定〉评论之一:非公开发行适用新司法解释吗?》,载“读律者”微信公众号,2022年1月28日;雷继平、王巍、兰朝晖:《系列解读之三:〈新虚假陈述司法解释〉是否适用于证券非公开发行等特殊情形?》,载“雷继平法律订阅”微信公众号,2022年1月25日。

〔48〕 参见前引〔47〕,龙非文。



程中，上市公司集中提及近年主要财务指标的信息披露文件是发行已结束时披露的《上市公告书》，此时，该文件的披露更显得与投资人的交易决策相去较远，难以建立起实质意义上的交易因果关系。其二，如前所述，目前信赖推定中的盖然性标准主要以欺诈市场理论之下的证券价格为纽带建立。但无论是对董事会决议之前已确定全部发行对象的锁价发行还是在董事会决议前尚未确定全部发行对象的竞价发行而言，<sup>〔49〕</sup>其发行价格的确定都具有相当的自由度。尤其是在竞价发行过程中，公司还需向意向投资者、前 20 大股东以及特定金融机构询价。<sup>〔50〕</sup>换言之，在非公开发行认购过程中，认购者是实质参与定价过程的，其并非只是被动地依据证券价格作出投资判断。因此，或许一段时期内的证券价格确实会成为认购者的参考，但这一场合下的证券价格并不必然体现了虚假陈述信息，<sup>〔51〕</sup>且此时的证券价格并不是认购者作出投资判断的唯一依据，当然也无法按照推定的标准构成认购者信赖虚假陈述的表面证据。其三，对于战略合作、战略投资以及发行股份购买资产等情形而言，认购者受虚假陈述诱导作为交易原因的盖然性还会进一步降低。

因此，从上述角度来看，非公开发行认购者信赖虚假陈述的盖然性程度在整体上低于普通场内竞价交易者。加之，基于非公开发行认购者的主体特殊性，其对于交易因果关系的举证能力与普通场内竞价交易者也存在较大差异。故非公开发行认购者信赖虚假陈述的普遍盖然性程度以及举证能力似不能达到目前设立信赖推定的合理化论证水平，不宜允许一概对其适用信赖推定规则。

#### （四）基于发行和交易市场的不同情形

目前实务中对题述问题的讨论有相当一部分集中于债券市场对证券虚假陈述侵权制度的适用性问题。目前的研究普遍认为，我国除了沪深交易所的主板、创业板、科创板股票市场可以认为属于“半强有效市场”之外，<sup>〔52〕</sup>其他的证券交易市场是否满足有效市场条件均有待论证。但无论是新近的司法判例还是新《司法解释》的修改精神均认为，债券市场中发生的证券虚假陈述救济也适用包括信赖推定在内的证券虚假陈述侵权制度。由此，在是否满足有效市场条件高度存疑的情况下，这样的结论是否合理，值得深入考虑。

其一，从市场有效性角度考虑，债券市场确有其特殊性。根据中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中央结算公司”）的分类，我国的“债券”可分为 8 个大类、20 个小类，目前实务中常讨论的企业信用债券分为 8 个小类。<sup>〔53〕</sup>在关于市场有效性的研究中，理论界又通常会根

〔49〕 参见前引〔47〕，雷继平、王巍、兰朝晖文。

〔50〕 中国证监会《上市公司非公开发行股票实施细则》第 23 条规定：“认购邀请书发送对象的名单由上市公司及保荐人共同确定。认购邀请书发送对象的名单除应当包含董事会决议公告后已经提交认购意向书的投资者、公司前 20 名股东外，还应当包含符合《证券发行与承销管理办法》规定条件的下列询价对象：（一）不少于 20 家证券投资基金管理公司；（二）不少于 10 家证券公司；（三）不少于 5 家保险机构投资者。”

〔51〕 如在锁价发行中，发行价格可以按照不低于董事会决议公告日、股东大会决议公告日、发行期首日的八折确定，此时市场未必来得及消化可能同期披露的非公开发行预案中的信息。

〔52〕 “有效市场由弱至强分为三个层次：弱有效市场，即证券价格充分反映历史信息；半强有效市场，即证券价格充分反映公开信息；强有效市场，即证券价格充分反映公开和内幕信息。”由于弱有效市场不能充分反映当下的信息，而强有效市场可以甄别出虚假陈述信息，故理论上这两种市场中的证券价格都不含有虚假陈述的因素，而只有半强有效市场才适用欺诈市场理论。参见徐文鸣：《注册制背景下债市虚假陈述司法裁判的金融逻辑——以五洋债代表人诉讼为例》，载《证券市场导报》2021 年 5 月号。

〔53〕 参见中债研发中心：《中国债券市场概览（2020 年版）》，载 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/zzfx/nb/20210402/156808636.shtml>，最后访问时间：2022 年 3 月 29 日。

据沪深交易所市场和银行间市场进行分类。尽管现有研究指出,以价格延迟衡量为标准来看,基于交易方式的不同,沪市的市场有效性较好,深市的价格反映有所延迟,而银行间市场的债券价格反映则比较迟钝,<sup>[54]</sup>但上述有效性论述也仅是“相对而论”。直到目前,关于我国债券市场是否达到“半强有效市场”的程度,理论研究众说纷纭,尚未见相对权威的结论。<sup>[55]</sup>不过,一个可以预见的定性结果是,债券市场的有效性应当与股票市场存在普遍性差异。故以股票市场为原型、以半强有效市场作为假设的欺诈市场理论所支撑的信赖推定规则,在债券市场中很难不加论证地当然适用。

其二,从投资者信赖虚假陈述的盖然性角度,信赖推定规则在债券虚假陈述中的适用性也宜作缓进论证。美国学者指出,相较于股票持有人,债券持有人“在面临债券欺诈时没有那么脆弱”<sup>[56]</sup>。在对股债两种证券的估值中,股票持有人更侧重于对公司盈利及未来的评估,而债券持有人则享有收取本金和利息的合同权利,这种权利不会因为公司在一段时期内的盈利规模发生改变,故只有在“改变投资者对债券发行人能否完成利息支付和到期返还本金的评估时,新的信息才应当会影响债券的估值”<sup>[57]</sup>。换言之,只要虚假陈述没有影响到市场对于债券违约风险、信用风险的评估,债券价格不应当视为受到虚假陈述影响。<sup>[58]</sup>根据我国学者的研究,从W债券案中的债券价格走势来看,发行人关于募集资金使用管理不规范、募集说明书部分存在虚假记载等信息被揭露之后,“15W债”价格没有受到明显影响。至虚假陈述进一步揭露、评级机构下调评级、信用风险已经暴露时,债券价格才出现长期停牌之后的“腰斩”,但在信用风险进一步释放之后,债券价格又进入回升趋势。<sup>[59]</sup>以上情况表明,债券投资者因为虚假陈述而改变投资判断的意愿并非足够强烈,对发行人违约风险的预估或许才是改变投资判断的关键因素。但即使是对于违约风险而言,我国的债券市场价格也未必能够予以充分反映。有实证研究指出,尽管我国债券市场中的成交价格与违约风险之间存在一定的关联性,但其关联程度、预警效果也受到债券流通性的影响,对于流动性较差、偿付能力不足的债券而言,其成交价格对违约风险的反映程度要相对更低。<sup>[60]</sup>

• 439 •

承前述,在经典欺诈市场理论支撑下的信赖推定正当化论述中,对投资者信赖虚假陈述的盖然性论证主要依托于虚假陈述重大性和有效市场假说两个维度。然而在债券市场中,半强有效市

[54] 参见施一宁、李志冰、张海云:《债券市场价格效率研究》,载 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/zzyb/yjbg/list.shtml>,最后访问时间:2022年3月29日。

[55] 相关讨论包括樊健:《我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题》,载《中外法学》2016年第6期;高强、邹恒甫:《企业债券与公司债券的信息有效性实证研究》,载《金融研究》2010年第7期;张心瑜:《公司债券虚假陈述纠纷交易因果关系研究》,华东政法大学2020年硕士学位论文;刘梦堂:《我国公司债市场的有效性研究》,南京大学2018年硕士学位论文等。

[56] Jonathan Macey, Geoffrey Miller, Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud on the Market Theory, 42 *Stanford Law Review* 1059, 1085 (1990).

[57] [美]詹姆斯·J·帕克:《债券持有人与证券集团诉讼》,应元中、蔡卓瞳译校,载《证券法苑》第29卷,法律出版社2020年版,第6-10页。

[58] See Simon Kwan, Firm-Specific Information and the Correlation Between Individual Stocks and Bonds, 40 *Journal of Financial Economics* 63, 63 (1996).

[59] 参见前引[52],徐文鸣文。

[60] 参见袁海霞、彭月柳婷、王晨:《债券价格对信用风险预警有效性的实证研究》,载《债券》2022年第2期。

场的假定预设高度存疑，虚假陈述重大性与可能实质影响债券投资者判断的违约风险之间也并非完全重合。虽然最高院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》中对债券虚假陈述中的“重大性”以“发行人财务业务信息等与其偿付能力相关的重要内容”为标准作出了新的定义，但新《司法解释》仍以对于信息披露义务人的法定信息披露要求作为认定重大性的关键因素。因此，目前设置信赖推定规则的合理化理由似难与债券市场虚假陈述的情况完全适配，故是否仍应将其推广至债券市场，需再作深入思量。

其三，从原告举证的困难程度来看，债券市场投资者显著区别于股票市场投资者，且两市场之间的交易方式也有明显不同。根据中央结算公司的报告，按照我国的债券投资者适当性管理制度，我国银行间债券市场中的投资者均为机构投资者，交易所债券投资者分为合格投资者和公众投资者。<sup>〔61〕</sup>其中，银行间债券的“交易达成主要通过交易双方自主谈判、逐笔成交”，主要包括询价交易、点击成交和请求报价三种；<sup>〔62〕</sup>交易所债券的交易方式中虽然也包含竞价撮合成交，但大宗交易（协议交易或盘后定价）的门槛不高，且普通投资者不能参与固定收益平台的交易。另需注意的是，目前“银行间市场是中国债券市场的主体，债券存量接近全市场的90%”<sup>〔63〕</sup>。换言之，我国债券市场整体上呈现一种绝大部分由机构投资者参与、由投资者双边议价、以大宗交易为主的市场样貌。这种整体样貌不仅与最高院2003年《司法解释》中“救济不特定主体”的初衷有较大差别，且原告的举证难度也不如股票市场中的竞价交易者。因此，如果我们认为一类市场中的投资者普遍不存在同等程度的举证困难问题，那么仍然要对其适用信赖推定的合理性，似需作出进一步说明。

• 440 •

由此，基于前述分析框架，本文不支持未加专门论证地对我国债券市场虚假陈述案件适用信赖推定规则。且诚如我国学者的建议，债券虚假陈述中的损失界定与损失因果关系的判断也需作单独考虑。<sup>〔64〕</sup>换言之，除了现行规则中基于一般民法理论建立的规则之外，本文不建议在债券虚假陈述案件中简单地“参照”适用有关因果关系推定的全部规则，而是认为债券虚假陈述需另立适合的评判体系。

当然，美国学者也指出，美国的司法实践中正有越来越多的债券持有人参与因证券欺诈引发的集团诉讼，<sup>〔65〕</sup>这不仅符合很多公司治理学说的倡导，而且基于公司股东与债权人之间可能存在的利益冲突，债券持有人集团也会对证券欺诈的司法处理带来不同视角。但是，美国的研究结果和法院判例同样对债券市场的有效性判断感到困难。在著名的AIG案件中，法院经过Cammer测试的“五要件”判断后认为“原告没有提供足够的证据证明AIG债券在公开、发达且有效的

〔61〕 银行间债券市场中的机构投资者包括人民银行、财政部等特殊结算成员、商业银行、非银行金融机构、证券公司、保险机构、基金公司、非金融机构、非法人机构投资者、境外机构投资者等。以上海证券交易所为例，其合格投资者包括证券公司、基金管理公司及其子公司、期货公司、商业银行、保险公司、信托公司、财务公司等金融机构，证券公司资产管理产品等非法人机构投资者，QFII和RQFII等境外机构，净资产不低于人民币2000万元的企事业单位法人、合伙企业，名下金融资产日均不低于人民币500万元的个人投资者等。参见前引〔53〕，中债研发中心文。

〔62〕 参见前引〔53〕，中债研发中心文。

〔63〕 前引〔53〕，中债研发中心文。

〔64〕 参见冯果、张阳：《证券侵权民事赔偿标准确立的内在机理与体系建构》，载《证券法苑》第25卷，法律出版社2018年版，第124-126页。

〔65〕 参见前引〔57〕，詹姆斯·J·帕克文，第6-10页。

市场中交易”；尽管上诉法院对一审的集团诉讼裁定作出改判，但没有明确否认一审关于信赖推定的结论。<sup>〔66〕</sup> 该案引发了不少理论反思，这些讨论大多指向了信赖推定目前的支撑基础，也即欺诈市场理论本身。美国学者认为，债券市场的有效性确实普遍达不到标准，现有的欺诈市场理论假设需要得到修正后方能继续适用。鉴于债券投资者的决策与债券的信用风险高度关联，可以考虑将“欺诈市场”转向为“欺诈信用评级”，以投资者对评级结果的信任作为连结点构建债券市场中的信赖推定。<sup>〔67〕</sup> 本文认为这种主张确实具备一定的合理性，其充分关注了影响债券投资决策的普遍原因并且给出了解释方案。但无论如何，想要设置一项完善的因果关系推定规则，似乎还需要更加充分的合理理由。

## 五、结 论

基于以上，本文拟讨论一种对于证券虚假陈述侵权制度之适用范围和“参照”范围的判断框架。本文的基本观点和分析逻辑是，证券虚假陈述侵权制度的核心和特色在于信赖推定，以其为核心，整套制度可以分为信赖推定建立规则、信赖推定抗辩规则以及基于一般民法理念设置的其他配套规则。信赖推定作为一种因果关系推定，其规则设立需要足够充分的合理化论证，故应以具备这些合理化基础的情形作为证券虚假陈述侵权制度的直接适用范围；对于欠缺合理化基础的情形，信赖推定规则不应未加充分论证地“参照”适用。基于构建信赖推定的合理化基础，对于第四部分所讨论的情形，本文均不建议在目前的条件下直接适用或简单“参照”信赖推定规则，当然，这些情形仍可“参照”适用其他配套规则。这一主张并不意味着本文认为这些情形下的证券投资者无需保护，而是认为这些情形之下的因果关系推定制度尚缺乏足够的合理化论证，不宜迫切地上升为普遍规则。如果法院在具体情形中认为仍有必要对原告施以倾斜保护，可以通过调节个案中的举证责任分配来实现目的。<sup>〔68〕</sup>

• 441 •

最后，本文认为，我国现行的证券虚假陈述侵权制度虽冠以“证券”之名，但其运用范围的判断重点不应仅在于“证券”二字，而在于各界对于其信赖推定的制度内核采取怎样的态度。由于信赖推定的威力实在太过巨大，近年实务中以“证券虚假陈述”之名起诉的案件已是汹涌而来，这其中也裹挟了一些如纯属债券违约、主动购买“垃圾债”、因明确的商业安排购股等情况

〔66〕 目前美国诸多法院延续和发展 Cammer v. Bloom 案中的测试方法（Cammer 测试）。Cammer 测试的“五要件”为：（1）具备足够规模的周交易量；（2）存在大量分析师跟踪分析公司股票；（3）存在能够对公司新闻迅速反应的做市商和套利者；（4）公司能够对其公开发行股票提供 S-3 注册表；（5）表明公司披露预期之外事件与股价反应之间有因果关系的经验事实。在此后的判例中，美国法院在此基础上又增加了新的考量要素，大致形成了经营要件（operational factors）和价格影响要件（price-related factors）两方面的判断因素。参见前引〔55〕，张心瑜文，第 31-32 页。

〔67〕 参见前引〔57〕，詹姆斯·J·帕克文，第 49-51 页。

〔68〕 对此问题，本文赞同中车金证案中法院的部分观点。该案中，法院在认定涉案情形不适用 2003 年《司法解释》的前提下，认为“特定投资者作为被侵权人应举证证明其投资决定与信息披露义务人的虚假陈述行为之间存在因果关系”；当然，在原告已经完成证明义务后，则举证责任发生转移，由被告反证推翻原告的合理信赖主张。不过如前所述，该案中法院以涉案虚假陈述属于消极虚假陈述为由，仍然认定“只要投资者证明违法行为客观存在，就可推定交易因果关系成立”。但实际上，从判决书所载情况来看，中车金证已经提交了参加涉案非公开发行的《可行性报告》等证据，如果要对原告的证明效果作进一步分析也具备事实基础。未来，法院可以将举证责任的分配更加细化地处理，根据个案情况将因果关系证明问题划分为子问题，向双方公允分配证明责任。



下的案件。理论上讲，类似这种案件确实缺乏适用信赖推定保护的正当性，但在“证券”二字的包装下，这些情形对于其所涉案件的法律适用准据都有一定的蒙蔽作用。故面临愈加复杂化的现实局面，如果我们不以信赖推定为基础思考问题，而仅以“证券”二字为侧重点思考问题，那么不仅在理论思索上难以成立，或许在未来也要考虑如何纠偏的现实问题。因此，以信赖推定为内核的证券虚假陈述侵权制度的扩张、“参照”趋势有必要加以合理限制，识别操作过限，防止脱离初衷。

---

**Abstract:** In recent years, there seems to be a trend of continuous expansion in the application of the tort system for securities misrepresentation in China, and a large number of claims have been made to apply the relevant provisions of that system *mutatis mutandis*. However, in determining whether the system can be applied and how to apply the relevant provisions *mutatis mutandis*, the focus of judging such issues shall not only be on whether the relevant transaction is related to “securities”, but also on whether the specific transaction situation shall be applied to the presumption of reliance, which is the institutional characteristics of the securities misrepresentation tort system. As a kind of presumption of causation, the rule of presumption of reliance must be set up with sufficient and appropriate reasons. Therefore, it is not advisable to apply the presumption of reliance rule to transaction situation where reasonableness has not yet been argued and where rationalization basis is not yet clear. However, other rules based on general civil law theory in the tort system for securities misrepresentation may be applied to the relevant transactions. On this basis, a part of claims for “apply *mutatis mutandis*” should be analyzed, and the scope of “apply *mutatis mutandis*” of the system should be reasonably defined.

**Key Words:** securities misrepresentation, the presumption of reliance, causation, apply *mutatis mutandis*

---

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)

## 虚假陈述中介机构连带责任的检视与改革

任孝民\*

**内容提要：**由监管主导的现行《证券法》对中介机构民事责任的配置主要基于监管政策目标考虑，即确保投资者充分获赔、威慑阻遏欺诈，但《证券法》简单刚性的连带责任规定对司法环节关注不足；法院处在监管导向的法律规定与自身“公平合理分配责任”的角色要求的拉扯困境中，开始在个案中尝试限缩连带责任给中介机构带来的过大风险敞口。中介机构连带责任之赔偿与阻遏功能设想存在问题：完全赔偿的价值导向有其视野局限，而通过连带责任最大化投资者赔付存在系统性的激励扭曲问题，影响市场稳健性；威慑阻遏功能在故意、明知与过失情形下的实现路径不同，连带责任的探查激励效果有情形局限。未来应修改《证券法》，剥离中介机构民事责任上的过度监管目标考量，回归司法裁判视角；结合侵权责任原理，分类限缩连带责任的适用，引入比例责任、修正的连带责任等多样化的责任形态与赔偿分摊安排，满足法院避免中介机构过责失衡的规则需要。

**关键词：**虚假陈述 中介机构连带责任 比例责任 完全赔偿 阻遏预防

虽然《证券法》明确规定了中介机构的连带责任，但近来法院在个案审理中开始分割、限缩连带责任。如在保千里、五洋债、华泽钴镍、中安科、康美药业等案件中，法院判决中介机构承担补充责任或特定比例内的连带责任，事实上挑战乃至突破了《证券法》上连带责任形式的标准要求。同时，在一些案件中，不同地区不同审级法院做出了截然相反的判决与改判，这不仅让实务界困惑，更反映出司法本身对此类案件责任分配的裁量困境。近期发布的《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（法释〔2022〕2号）（以下简称“新《虚假陈述司法解释》”）虽迂回地限缩连带责任适用，但碍于《证券法》的明文规定，并未直接触及中介机构的责任形式问题，司法困境并未从正面得到根本上的解决。法院做出不同于标准连带责任的责任安排，原因为何？深层冲突何在？应通过何种改进予以理顺？基于此，本文聚焦于探

\* 任孝民，北京大学法学院博士研究生。

讨监管主导的《证券法》立法下,我国法院偏离《证券法》限缩连带责任的现实动因,并反思过往对中介机构连带责任的目标与功能的设想。

尽管学界已就改革中介机构连带责任进行了多角度讨论,但鲜少关注其背后的“监管与司法张力”问题。明确“中介机构民事责任本质上是民事司法的问题,而非监管政策工具”这一应然立场,可为理顺虚假陈述民事责任配置、重塑中介机构责任形态以解决司法裁判的困境,提供有益且必要的视角思路。行文具体结构为:首先,分析当前《证券法》关于虚假陈述中介机构连带责任的规则逻辑,解释其背后监管导向的政策目的。其次,介绍评析法院个案对《证券法》的偏离,尤其是限定比例的连带责任的判决做法,并从监管与司法的不同角色目标分析背后的动因,指出监管中心主义的《证券法》民事责任条款与其本身作为司法裁判依据之间的张力。然后,重新审视监管对中介机构连带责任在“赔偿”与“阻遏”上的功能假定,揭示其问题与局限:单纯强调完全赔偿投资者可能导致系统性的不当激励;而威慑阻遏的达成受制于中介机构成本收益的客观约束,在中介机构过失状态下,连带责任激励探查以阻遏欺诈的效果有限。最后,针对司法当前面临的困境,阐述中介机构责任配置要“去监管化”,剥离过度强调投资者获赔、阻遏欺诈的监管考量,关注民事司法层面的规则需要;在以“责任与过错相匹配”为原则限缩连带责任适用的整体思路下,从实体责任调整与形式路径选择两方面提出建议。

## 一、《证券法》下中介机构连带责任的规则与逻辑

• 444 •

### (一)《证券法》的相关规定与问题

#### 1. 多主体之全面单一的连带责任

证券虚假陈述行为及其民事赔偿往往涉及多个主体,包括上市公司及其董监高与其他直接责任人员、控股股东与实际控制人以及各类中介机构。基于共同侵权的学理构造,有关主体对投资者的赔偿系一种“多数人责任”。〔1〕我国《证券法(2019)》第85条与第163条首先规定了发行人、上市公司承担“无过错责任”,其次对控股股东与实际控制人、董监高等人员、保荐人、承销的证券公司及其他证券服务机构则规定了“过错推定”基础上的连带责任,即“与发行人、上市公司承担连带赔偿责任”“与委托人承担连带赔偿责任”,但能够证明自己没有过错的除外。

总体上看,《证券法》对中介机构规定的是全面且单一的连带责任。“全面”是指连带责任适用于所有过错情形,《证券法》未对故意、明知和过失等不同主观形态加以区分。“单一”体现在《证券法》除了连带责任,未提供其他责任形态以备选择。从文义表述看,连带责任的适用具有绝对性。此外,以第85、163条为基础,虚假陈述民事责任制度构建了以发行人、上市公司为“首要责任主体”,〔2〕以及各主体承担连带责任的赔偿安排,这一制度是以作为主要信息披露义务人的发行人与上市公司为核心的类型化、层次化体系,各主体并非简单的并列关系。〔3〕在虚

〔1〕关于多数人责任,参见阳雪雅:《连带责任研究》,人民出版社2011年版,第151-166页。

〔2〕参见杨城:《论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新》,载《证券市场导报》2017年7月号。

〔3〕参见刘磊:《虚假陈述连带赔偿责任分配的价值基础和实现标准》,载《证券法苑》第30卷,法律出版社2020年版,第96-115页。

假陈述的规制逻辑中，不同主体在上市公司虚假陈述行为中的角色、地位及其对投资者损失发生的原因力、作用大小不同。从动因上看，行为决策者通常是董事、高管或实质上直接行使了管理权的控股股东、实控人，故而也被视为“首恶”。〔4〕比较而言，中介机构处于公司的权力架构之外，以合同关系为基础，其职责在于核验、检查，除了与上市公司共谋协同、教唆帮助或明知情外，中介机构过失状态下未能发现虚假系一种不作为，其角色与过错要弱于直接做出或指使公司虚假陈述的积极行为人。

## 2. 连带责任引发的层次解体与过责失衡

《民法典》第178条第1款规定：“二人以上依法承担连带责任的，权利人有权请求部分或者全部连带责任人承担责任。”在连带责任的标准定义下，被侵权人可向任一连带责任主体提出全部损失求偿，而后者无论过错大小都有对外全额赔付之义务。“任一责任主体的全额负担”意味着，不同主体在虚假陈述中基于权力角色、主观过错的层次区分，在赔偿的实际承担上被极大消解。这一意义上，“全面、单一的连带责任”与“多主体的层次性”间存在张力。

此外，尽管第178条也规定了连带责任主体内部的责任份额划分与超出自身责任份额的追偿权，但当被告有一方缺乏偿付能力时，连带责任会直接加重有偿付能力责任主体的负担，而后续追偿困难又会使先赔偿者成为最终的实际赔偿者，承担远超其责任份额的赔偿，背离“责任与过错相匹配”原则。〔5〕现实中，很多欺诈发行、虚假陈述的上市公司财务状况不佳，因欺诈而被索赔时通常已经或即将被退市；而控股股东、实控人、董监高等主要责任主体的偿付能力往往也存在问题，此时过错较小但资金实力相对可观的中介机构将最终承担远超其过错的赔偿额。〔6〕

## （二）连带责任的正当化：契合监管目标

“任何人都只对自己的行为所引发的后果承担责任。”〔7〕背离“自己责任”“过失责任相匹配”等基本原则，是连带责任的固有争议。但多数人侵权中，责任的分配极其复杂，〔8〕侵权责任模式也往往内含特定时期的公共政策选择与价值偏向。连带责任在我国证券欺诈领域的适用亦如此。表面上，在“乱世用重典”的实用主义逻辑下，我国证券市场在发展初期规范性不足，投资者保护与证券欺诈责任制度不健全，这为严厉的连带责任提供了正当性支撑。但内在逻辑则是，“侵权行为法的重要机能在于填补损害及预防损害”〔9〕，关于连带责任的流行观点——连带责任能达致补偿与威慑功能的统一〔10〕——恰好与监管对强化投资者保护（赔付）的政治性强调、维护市场秩序目标下威慑效果的政策追求相契合。

首先，基于投资者保护在舆论、政治上的正当性，我国证券欺诈救济强调充分完全赔付投资者，而连带责任将更多主体作为赔偿来源的“钱袋子”，被认为可使无辜的中小投资者获得更充

〔4〕“追首恶”或“惩首恶”作为当前执法导向，旨在打击决策、指使的关键主体，一般指向控股股东或实控人，但证监会等部门并未给出明确定义与具体范围界定。“首恶”强调实质视角，理论上可指实际扮演了决策指挥者的任何主体。

〔5〕参见李明辉：《注册会计师的过失责任：连带责任抑或比例责任》，载《河北法学》2005年第4期。

〔6〕如五洋债案中，对五洋集团债务承担连带责任的实控人、承销商、会计师的实际履行结果分别是15万、5.75亿、1亿。

〔7〕程啸：《侵权行为法总论》，中国人民大学出版社2008年版，第172页。

〔8〕有关技术、理论争议可参见叶金强：《共同侵权的类型要素及法律效果》，载《中国法学》2010年第1期；杨立新：《多数人侵权行为及责任理论的新发展》，载《法学》2012年第7期。

〔9〕王泽鉴：《侵权行为法》（第一册），中国政法大学出版社2001年版，第34页。

〔10〕参见郭锋主编：《虚假陈述证券侵权赔偿》，法律出版社2003年版，第84、90页。



分赔偿。在新《证券法》修订前,我国缺乏可比拟于美国证券集团诉讼的程序机制,加之受理的行政前置要求,使得司法救济程序的可获得性显著不足,诉讼提起率较低。<sup>〔11〕</sup>在民事赔偿落实困难的背景下,对投资者保护的整体政策性强调,反而增加了实体层面对更严格责任形态的需要,以平衡程序方面的不足:仿佛唯有连带责任才能对弱势投资者施以法律制度文本上的平衡性补偿。

其次,连带责任被认为更有市场震慑力,可敦促中介机构更积极地尽职调查并阻遏欺诈。承销商、保荐人以及会计师、律师等专业独立的第三方被赋予了“看门人”(gatekeeper or watchdog)之角色期待:以自身声誉为担保向市场提供核实鉴定服务,“通过不作为或不同意的方式来阻止市场不当行为”<sup>〔12〕</sup>,确保信息披露或相关预测的可信度,以减少资本市场中的信息不对称。一般认为,在过错推定下,中介机构为避免承担连带责任的大额赔偿风险,会更有动力对上市公司欺诈保持敏感,甚至主动探查,由此连带责任更具阻遏预防效果。同时,因我国证券市场发展时间较短,中介机构与发行人等的合谋造假时有发生,可责难性较高,连带责任也被视为落实中介机构主体责任的一种措施。

不过,一方面,连带责任之赔偿与阻遏功能看似契合监管目标,但其中存在诸多未经审视的“想当然”,忽略了中介机构连带责任潜在的问题与局限;另一方面,全面单一的中介机构连带责任规定忽视了民事司法裁判的需要。下文将予以详述。

• 446 •

## 二、司法实践对《证券法》的偏离

### (一) 法院在责任划分上的创造性尝试

#### 1. 限缩连带责任的个案处理

一方面,司法中的个案裁判并不完全符合《证券法》“全面、单一的连带责任”与“连带责任之任一责任主体的全额负担性”;另一方面,一些结果互异的改判案例也凸显了司法系统内缺乏统一认识。例如,保千里案中,法院对未共谋、非故意的资产评估机构,通过援引《最高人民法院关于会计师事务所为企业出具虚假验资证明应如何承担责任问题的批复》(法释〔1998〕13号)中对会计师“补充责任”的规定,最终判决其承担补充赔偿责任。<sup>〔13〕</sup>此外,法院甚至创造了中介机构承担“特定比例内的连带责任”的做法。五洋债案中,一审判决五洋集团实际控制人、承销商、会计师对五洋集团的赔偿债务额承担连带赔偿责任,而对律师和资信评估机构,则考虑责任承担与过错程度相结合原则,酌定二者分别在5%和10%范围内连带赔偿。<sup>〔14〕</sup>二审予以了维持。

对比而言,华泽钴镍案与中安科案中的一二审则出现了完全相反的判决结果。华泽钴镍案

〔11〕 参见何朝丹:《“虚假陈述证券民事诉讼”法律实效研究》,载《证券法苑》第2011年第2期。

〔12〕 〔美〕约翰·C·科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社2011年版,第2、3页。

〔13〕 参见广东省深圳市中级人民法院(2018)粤03民初3866、3867、3869号民事判决书。

〔14〕 参见浙江省杭州市中级人民法院(2020)浙01民初1691号民事判决书。

中，一审法院认为：华泽钴镍存在主观故意，应赔偿原告全部损失，而国信证券与瑞华会计师事务所是过失，应在各自过失范围内承担连带赔偿责任，分别为40%和60%。<sup>〔15〕</sup>不过，二审中，四川省高级人民法院将中介机构责任改判为对全部赔偿承担连带责任。中安科案中，一审判决财务顾问与审计师均对中安科的相关赔偿义务承担连带责任。<sup>〔16〕</sup>但上海市高级人民法院二审予以改判：连带赔偿责任并非仅限于全额连带赔偿，部分连带赔偿责任也是法律认可的责任形式；责任范围上应考量行为性质、过错程度以及与投资者损失之间的原因力等因素予以综合认定，认定二者分别对行政处罚中涉及的不同特定项目未能勤勉尽责，进而判决分别在25%和15%范围内承担连带责任。<sup>〔17〕</sup>

## 2. 特定比例内连带责任的定性

保千里案中，虽然法院形式上突破了《证券法》的规定，也存在法律适用上的问题，<sup>〔18〕</sup>但至少补充责任本身有法律依据。然而其他案件中，中介机构在特定比例范围内承担连带赔偿责任的判决，看似仍冠以连带责任，但其并非我国《民法典》与侵权法上被类型化的责任形式，也无直接条文表述与法律依据支持。当前《证券法》也并未特别规定或可间接推导出“可就损害赔偿进行部分连带”。

关于这种责任承担方式的定性归类，一种肯定性观点认为，连带责任并不意味着需对所有赔偿都连带，即便法律没有明确规定，部分连带也是连带责任的一种方式。<sup>〔19〕</sup>但这种部分连带责任说在我国缺乏法律与法理支持，一是区分“全部”与“部分”，不符合连带责任概念中“各责任人均负全部给付之责任”的规范定义与法律效果，二是学理上也尚未构建出“部分连带责任”的正式法律概念。<sup>〔20〕</sup>类似的“比例连带责任”之说法，亦有同样的概念含混与原理错误问题。<sup>〔21〕</sup>

另有认为，我国法院似开始向美国证券欺诈诉讼中的按份责任或比例责任（proportional liability）<sup>〔22〕</sup>靠拢。但该解释存在难以自圆其说的粗陋——虽有比例之外形却未贯彻比例责任的技术处理。以美国为例，判责之关键是确定原告及各被告的“过错比例”，<sup>〔23〕</sup>以此确定各自的责任比例与赔偿数额，所有过错方的过错比例加总应为100%。然而，前述案例中所谓比例的确定近乎直觉，缺乏认定过错比例的论述和说理，也未在100%总和下精确划定“各方”的过错。如华泽钴镍一审判决券商与会计师分别在各自过失范围（即40%和60%比例）内对故意欺诈的上市

〔15〕 参见四川省成都市中级人民法院（2019）川01民初2202号民事判决书。

〔16〕 参见上海金融法院（2019）沪74民初1049号民事判决书。

〔17〕 参见上海市高级人民法院（2020）沪民终666号民事判决书。

〔18〕 一是该复函是在《证券法》颁行前做出的；二是该复函并未规定非虚假验资情况下是否适用补充责任。

〔19〕 参见丁宇翔：《证券发行中介机构虚假陈述的责任分析——以因果关系和过错为视角》，载《环球法律评论》2021年第6期。

〔20〕 参见傅远泓：《论“连带责任”责任效果的类型化及适用》，载《民商法论丛》2020年第3期。

〔21〕 实务界开始区分“全部连带责任”和“比例/部分连带责任”，并将1998年《证券法》规定的中介机构“就其负有责任的部分承担连带责任”作为后者的依据。但既然能区分“负有责任的部分”，且又限定于此，那么已然是比例责任，为什么又称之连带责任？反言之，在连带责任之任一主体的全额负担性下，又如何能仅就“负有责任的部分”连带？或因意识到该问题，2005年修法删除了“就其负有责任的部分”，直接规定“承担连带责任”。

〔22〕 参见前引〔5〕，李明辉文。

〔23〕 See Robert Mednick & Jeffrey J. Peck, Proportionality: A Much-Needed Solution to the Accountants' Legal Liability Crisis, 28 Valparaiso University Law Review 867, 867-918 (1994).

公司的赔偿金额承担连带责任,但该比例显然并非二者的过错比例。

综上,我国法院之创造,既非连带责任也非比例责任,实质上仅是对连带责任基于公平责任考虑所施加的一种“比例限制”或“限额”。直接动因则是法院在《证券法》刚性规定与遵循“责任与过错相匹配”这一公平裁判原则的张力下,面对上市公司被诉时普遍缺乏偿付能力的现实,为限缩中介机构最终的责任承担而不得不进行的粗糙技术尝试,系权宜之举,存在原理错误。

## (二) 偏离动因: 监管与司法间的张力

《证券法》被监管主导的立法现实及监管与司法间的张力,即不同的机构角色目标及所导致的对责任认定规则逻辑的不同偏好,是法院偏离《证券法》的深层原因。作为我国证券市场起步发展的法律保障,《证券法》的最初起草与历次修改主要围绕证券监管目标由监管机构主导,加之前期缺乏真实案件争议,很难预见性地对目前司法裁判所遇问题与规则需求予以考虑,故其对虚假陈述民事责任的立法选择主要受监管目标和诉求影响,而非基于司法裁判视角。

监管强调投资者赔付与司法以衡平为主基调的救济,看似都指向民事赔偿,但实则不同,因为监管机构的角色与司法系统的职责定位不同。美国1933年《证券法》颁行时,有学者就指出其监管导向的立法观:行政监管旨在促进合规,证券法本身的目的不在于为投资者提供法律救济,民事责任条款仅为实现监管政策目的——确保法律强制披露信息的准确性——的手段,规定民事责任重在预防(preventive)而非补救矫正(redressive)。<sup>[24]</sup> 尽管相较而言,我国的监管一贯也强调投资者赔付,但因其机构职能并不针对民事赔偿层面,故其对民事责任也更多是出于功能性考虑,服务于监管政策目的:一是凸显投资者保护(充分赔付)的政治目标,二是实现威慑效果。例如2005年的《证券法》修订说明提道:“对投资者特别是中小投资者的合法权益的保护机制不完善,对损害投资者权益的行为缺乏民事责任的规定……过于原则,难以操作,不利于打击违法、违规行为,维护资本市场的秩序。”<sup>[25]</sup> 可见《证券法》强化民事责任根源于高度监管导向的目标。

相较监管而言,民事司法则旨在妥善处理案件纠纷、定分止争,需以“责任与过错相匹配”为原则导向。虽然特定时期法院对特定问题也会有政策偏向,如“亲消费者”或“亲生产者”,但其目标侧重在原告投资者与各被告间公平分配风险与责任,这就需要综合考虑各方的利益平衡,而非偏重一方。由此,司法与监管对民事责任规则的需求侧重也就不同。

当前《证券法》的表述逻辑是“有过错即要承担连带责任”,过错与连带责任之间几乎划等号,以增进监管的功能性目的。然而,司法裁判的职责要求所导向的逻辑是“有过错→产生责任→对不同情形施以适合的责任方式,合理确定、分摊赔偿”,由此产生了《证券法》简单刚性的“有过错→连带责任”逻辑与法院“视情况选择责任安排”的灵活性需要之间的矛盾。

基于此,《证券法》虽是更高阶的法律,但司法系统内具体裁判规则的表述与其并非完全一致。例如《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》<sup>[26]</sup>《最

[24] See Harry Shulman, Civil Liability and the Securities Act, 50 *The Yale Law Journal* 227, 227-253 (1933).

[25] 《关于〈中华人民共和国证券法(修订草案)〉的说明——2005年4月24日在第十届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议上》,载 [http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/lftz/rlyw/2015-04/23/content\\_1934300.htm](http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/lftz/rlyw/2015-04/23/content_1934300.htm), 最后访问时间:2022年2月22日。

[26] 如第24条规定:“专业中介服务机构……虚假陈述,给投资人造成损失的,就其负有责任的部分承担赔偿责任。……”

最高人民法院关于审理涉及会计师事务所审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》（以下简称《会计师责任若干规定》）<sup>〔27〕</sup>等，均以“过失大小”“负有责任的部分”等字眼限定责任范围。《全国法院民商事审判工作会议纪要》也要求“责任承担与主观过错程度相匹配”。特别是，《会计师责任若干规定》第10条明确了验资审计中会计师的赔偿责任顺序上劣后，同时对“与其过失程度相应的赔偿责任”设定了上限——“以不实审计金额为限”；第5条列明的连带责任适用情形也限于故意、共谋或明知，有关司法裁判立场是：应注意区分故意与过失，分别相应承担连带责任和补充赔偿责任，对共同故意或明知情形才适用连带责任。<sup>〔28〕</sup>

### 三、中介机构连带责任的目标与功能检讨

监管导向下，中介机构连带责任的政策正当性在于“最大化投资者赔付”的赔偿目标与“威慑阻遏虚假陈述”的预防目标，但其中之设想未经检视。对其检讨涉及两个层面：一是目标本身的合理性，二是通过连带责任加以实现有何问题、局限。

#### （一）反思最大化投资者赔偿目标

理论层面，强调投资者充分赔付是“完全赔偿”价值导向的体现，但这种传统侵权法的补偿功能解读已无法适应与证券相关的复杂案件；商业现实层面，通过中介机构连带责任实现最大化赔付，会导致系统性的权责扭曲以及中介机构、投资者等多方主体的不当激励，最终影响行业持续良性运转，带来不良市场后果。

#### 1. 价值导向的理论检讨

“完全赔偿”意味着填平被侵权人遭受的全部损害，即计算现状与未发生侵权时两种状态之差额。只要基于因果关系而论证责任成立，那么责任范围就单方面基于受害方的受损额，而独立于行为人的过错程度、可预见性等因素，<sup>〔29〕</sup>因此法院的综合判断与自由裁量亦受到限制。但侵权法上，差额补足的完全赔偿原则并不绝对，其仅是偏向受害方的政策选择，存在多方面局限性，<sup>〔30〕</sup>与其相对的还有限制赔偿模式。如在美国等广泛采纳比例责任、比较过错（comparative negligence）的国家，完全赔偿更多是纯理论概念，司法实践侧重以“过错程度与责任范围成比例”为导向，损害赔偿范围交由法院综合多种因素权衡决定，诸如原被告过错、过错要件满足度、因果关系盖然性与贡献度、利益保护力度、行为正当化程度、损害分散的可能性、风险控制便利度等。我国侵权法学界也已开始反思僵化适用完全赔偿带来的过错责任失衡问题。<sup>〔31〕</sup>

本质上讲，随着社会经济互动复杂化与价值诉求多元化，侵权法已从朴素的“主补偿、辅预防”的功能解读中完成进化，转而在法经济分析中被视为一套社会风险分配机制。降低个体受害风险所需的行为自由之控制亦有成本，侵权法要调整的是行为人（自由价值）与受害人（安全价

• 449 •

〔27〕 如第6条第1款规定：“会计师事务所……给利害关系人造成损失的，人民法院应当根据其过失大小确定其赔偿责任。”

〔28〕 参见最高人民法院民事审判庭第二庭编著：《最高人民法院关于会计师事务所审计侵权赔偿责任司法解释理解与适用》（重印本），人民法院出版社2015年版，第217-265页。

〔29〕 参见郑晓剑：《侵权损害完全赔偿原则之检讨》，载《法学》2017年第12期。

〔30〕 参见前引〔29〕，郑晓剑文；徐银波：《论侵权损害完全赔偿原则之缓和》，载《法商研究》2013年第3期。

〔31〕 参见叶金强：《论侵权损害赔偿范围的确定》，载《中外法学》2012年第1期。



值) 两方, 旨在维持社会活动必要风险程度与救济受害人间的复杂平衡。<sup>[32]</sup> 同时, 控制行为自由的成本由社会整体承担, 相对分散且难以货币化度量,<sup>[33]</sup> 这些成本在立法过程中代表不足 (under-represented), 往往造成过度阻遏 (over-deterrence) 的次优选择。在此意义上, 强调对证券投资者完全赔偿, 实则将投资者参与投资的必要风险转嫁给中介机构及受其服务影响的其他市场参与者, 从而抑制后者的市场参与积极性, 过犹不及。此外, 结合证券市场复杂、独特的价格形成与交易机制, 精确的损失完全赔偿只是技术想象, 因此需警惕将完全赔偿绝对化。

## 2. 激励扭曲与市场后果

中介机构连带责任是“深口袋” (deep pocket) 问题的典型表现。深口袋是指“因具有较强资金实力而易被作为索赔对象的人或实体”<sup>[34]</sup>。法院裁判也偏好让“钱袋子被告”承担更多的赔偿。<sup>[35]</sup> 在我国的连带责任规定下, 投资者发现上市公司通常缺乏偿付能力, 此时一并起诉具有一定资金实力的中介机构的情形愈来愈多; 监管推动的保荐人先行赔付更直接显示了监管的深口袋偏向。基于财富因素施加责任的结果是个案中责任与过错的错配, 连带赔偿致使过错责任“保证化”, “钱袋子被告”变相成为对所涉风险提供保险的保险公司。

若只是偶然承担加重的赔偿责任, 一次随机的责任错配对主体行为激励的扭曲并不严重, 但深口袋的真正危险在于, “钱袋子被告”具有“重复参与者” (repeat player) 属性。<sup>[36]</sup> 作为市场中的重复参与者, 中介机构会因其“理想被告”身份常态化地成为主要的赔付资金源, 这将系统性地扭曲各类市场主体的权责激励。

首先, 可能诱发中介机构的行业危机。一方面, 中介机构会将额外的赔偿责任风险视为业务固定成本, 通过提价向上市公司与投资者转嫁, 或干脆减少向特定行业或初创公司等高财务风险企业提供服务, 这均会推高证券市场的信息获取成本。20 世纪 70、80 年代, 美国中介机构在连带责任与集团诉讼的双重挤压下, 为应对诉累而付出巨大成本, 一些会计师事务所甚至因过重赔付而破产, 得以存续者则避免为高风险公司提供审计服务。另一方面, 为中介机构提供职业保险的保险公司也提高了保费与赔偿条件, 乃至为避免高额保险赔付而退出有关业务领域, 中介机构因此丧失风险平滑转移途径, 进一步加剧了业务保守化。<sup>[37]</sup>

其次, 将求偿重点放在过失的中介机构一侧, 使其承担连带责任下的额外惩罚, 而故意欺诈的上市公司及行使管理决策的董事高管、控股股东、实控人等首要行为人, 却可能因缺乏偿付能力而实际避开赔偿责任, 且不论其能否通过促进中介机构勤勉尽责而减少欺诈, 但对次要侵权主

[32] 参见前引 [29], 郑晓剑文; 王磊:《侵权损害赔偿范围的确定机制》, 载《法学》2021 年第 4 期。

[33] See Walter Olson, Overdeterrence and the Problem of Comparative Risk, 37 *Proceedings of the Academy of Political Science* 42, 42-53 (1988).

[34] Jonathan Wallace & Susan Ellis Wild, *Webster's New World Law Dictionary*, Wiley, 2006, p. 119.

[35] See Robert MacCoun, Is There a Deep-Pocket Bias in the Tort System? The Concern over Biases Against Deep-Pocket Defendants, RAND Corporation, 1993, pp. 1-6; Victor E. Schwartz, Phil Goldberg & Christopher E. Appel, Deep Pocket Jurisprudence: Where Tort Law Should Draw the Line, 70 *Oklahoma Law Review* 359, 359-404 (2018).

[36] See Janet Cooper Alexander, Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions, 43 *Stanford Law Review* 497, 497-598 (1991).

[37] 具体可参见前引 [12], 约翰·C·科菲书, 第 191-193 页; Eric R. Fencl, Rebuilding the Citadel: State Legislative Responses to Accountant Non-Privilege Suits, 67 *Washington University Law Quarterly* 880, 880-882 (1989).

体 (secondary wrongdoer) 过度制裁、对故意的积极行为人责任施加不足而导致阻遏不足 (under-deterrence)，反而会激励董事高管、实控人等的欺诈行为。<sup>〔38〕</sup>

此外，会给投资者造成“反正有金主出钱兜底”的认知心理，减弱其投资谨慎度，乃至鼓励投机。<sup>〔39〕</sup> 当主要责任人缺乏偿付能力时，问题是如何对其不足额偿付风险重新分配。<sup>〔40〕</sup> 有主张认为，连带责任让有过错的其他被告承担个别被告无偿付能力的风险，显然比让无辜原告承担更公平合理。<sup>〔41〕</sup> 但即便存在金融消费者一说，投资本质上不同于消费，直面、甄别并承受风险是投资者的角色所在；如果疏于防范公司经营与财务上的风险，很难说投资者是无辜受害人。证券市场是一个复杂的博弈系统，其能有效运行、优化资源配置，是基于“投资者理性审慎”而非“投资者无知无辜”。家长主义的强投资者保护背离了促进市场在更高理性水平上博弈的目标，不宜过度强调最大化赔付、足额赔付而忽略其风险。

## （二）连带责任阻遏预防的功能局限

连带责任对中介机构的激励效果并非固有、普遍的。数人侵权中，连带责任的预防功能有其实现的机理、条件，具有场景限定性，取决于能否产生与假定目标相容的激励倾向。“决定连带责任的，正是信息、惩罚和行为的特性。”<sup>〔42〕</sup>

### 1. 阻遏预防的要素与路径

连带责任实现阻遏功能的前提在于成本端的“连通性”或行为端的“控制能力”。前者如古代连坐中，对亲属的惩罚等同于行凶者自己的成本。不过基于情感、血缘的亲属成本概念已基本被现代法废弃。后者则指在数人侵权中，基于各行为人对行为决策实施的实质影响力，即各主体均可通过作为或不作为，对行为或事件的发生施以一定影响或控制，进而可通过加大责任产生激励效果，促使一方对行为的发生或结果加以管控。因此，连带责任的作用以“现实能力” (competence) 与“心理动机或激励” (incentive) 为共同基础，且前者更为重要——若客观上已无力识别获悉欺诈，加大责任激励也将无济于事。

中介机构发挥影响力的方式有两种：第一种是在有意思联络的情况下，作为虚假陈述的参与者之一，对行为事态发展具有直接的积极控制力；第二种是在无意思联络的情况下，基于获悉欺诈的信息优势，具有纠正或向市场预警的能力。不同主观状态下，中介机构施加影响控制的现实能力和方式，以及连带责任的激励效果不同（如图1）。

“有意思联络”通常是指中介机构故意同公司共谋，或存在协同、帮助或教唆行为，各主体具

〔38〕 故而有学者认为，虚假陈述民事责任的求偿重点应是追究“首恶”责任，而非“看门人”责任。参见邢会强：《证券中介机构法律责任配置》，载《中国社会科学》2022年第5期。

〔39〕 See Ronald A. Dabrowski, Proportionate Liability in 10b-5 Reckless Fraud Cases, 44 *Duke Law Journal* 571, 593&604 (1994).

〔40〕 See Marc I. Steinberg, et al., Contribution and Proportionate Liability under the Federal Securities Laws in Multidemandant Securities Litigation after the Private Securities Litigation Reform Act of 1995, 50 *Southern Methodist University Law Review* 337, 380-381 (1997).

〔41〕 See Adam F. Ingber, 10b-5 or Not 10b-5: Are the Current Efforts to Reform Securities Litigation Misguided?, 61 *Fordham Law Review* S351, S371 (1993).

〔42〕 张维迎、邓峰：《信息、激励与连带责任——对中国古代连坐、保甲制度的法和经济学解释》，载《中国社会科学》2003年第3期，第101页。

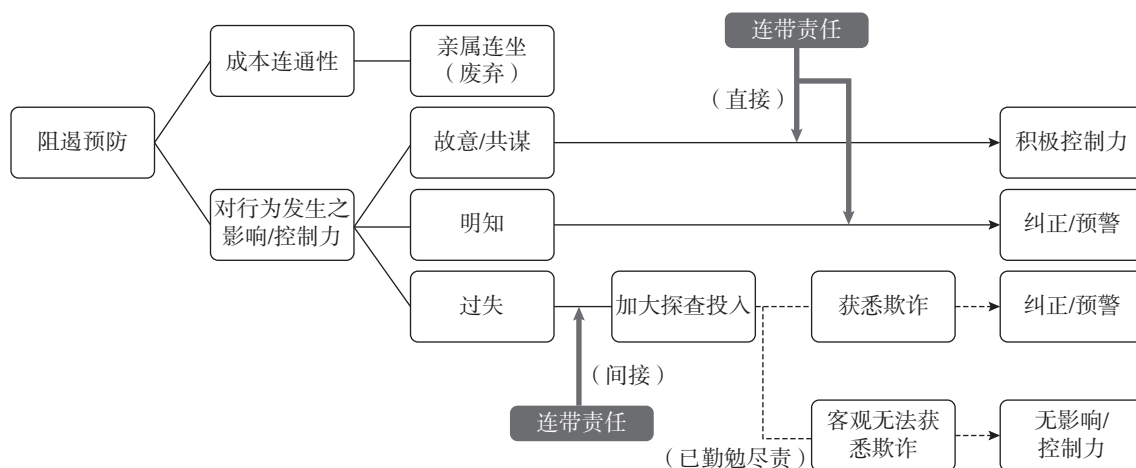


图1 中介机构连带责任威慑阻遏的作用路径

有主观上的关联性，均知晓欺诈。此时作为积极行为人的中介机构有直接管控的现实能力（即第一种）。动机上，虚假陈述的主要受益者通常是上市公司及其董事高管或大股东，中介机构仅收取固定业务费，通过对收益较小的中介机构施加连带责任，可对其产生激励进而实现阻遏效果。

“无意思联络”的主观状态包括明知与过失，此时中介机构的影响力表现为纠正或预警能力（即第二种）。在知情情形下，中介机构通过业务关系等已知晓欺诈，<sup>〔43〕</sup>此时也具有纠正预警的现实能力。中介机构虽出于维护客户关系而具有忽视虚假的动机，但类似故意情形，连带责任的严厉惩罚往往超过该客户收益，可促使中介机构核实风险并采取行动——与公司沟通以阻止欺诈，或以不予出具专业意见、解除合同乃至报告监管机构等方式向市场传递信号。

不同于故意和明知，在过失状态下，连带责任阻遏预防的实现路径是间接的，需通过促使中介机构加大探查投入、提高注意水平进而识别欺诈。在是否加大投入的动机上，中介机构在具体业务中需在发现欺诈所需探查投入与未能发现欺诈所面临的赔偿责任（即发现欺诈所能避免的损失）间进行成本收益分析，其纠正预警能力特定情形下不具期待可能性，下文予以详述。

## 2. 成本约束与激励效果局限

《证券法》第163条要求证券服务机构“应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证”。但作为外部人员，中介机构核查验证均需公司配合，缺乏对过程的直接控制；加之技术手段难以完全映射现实，且客观上无法对公司的海量信息进行逐一还原式彻查。<sup>〔44〕</sup>由此，信息获取上的成本约束了探查欺诈的边界，因为作为市场主体、“理性人”，中介机构不可能为求真相而不顾成本地无限投入。因此，除少数特别情形下中介机构的核查被赋予了一定保证色彩（如上市时保荐人的制度构造），勤勉尽责实际上并非“发现所有漏洞以杜绝

〔43〕 明知通常也包括程序上的主观推定状态，此处暂且忽略法律技术上的推定，强调事实效果上的“已知悉”。

〔44〕 有关执业活动的局限可参见刘燕：《会计师民事责任研究——公众利益与职业利益的平衡》，北京大学出版社2004年版，第23-78页。

欺诈，保证披露信息的绝对真实”〔45〕的结果性保证。

在探查激励的成本收益图（图2）中，由于边际投入效益递减，为获取信息每增加一单位探查投入的收益会越来越小，因此“发现欺诈所需探查投入 $\alpha$ ”曲线会加速上升，并无限趋近于为确保绝对真实所需的注意力水平 $N$ 。此外，只有探查成本小于赔偿责任时，中介机构才有动力继续投入以求免责，而随着探查成本趋近赔偿责任，责任的激励效果会逐渐减弱至近乎无效。

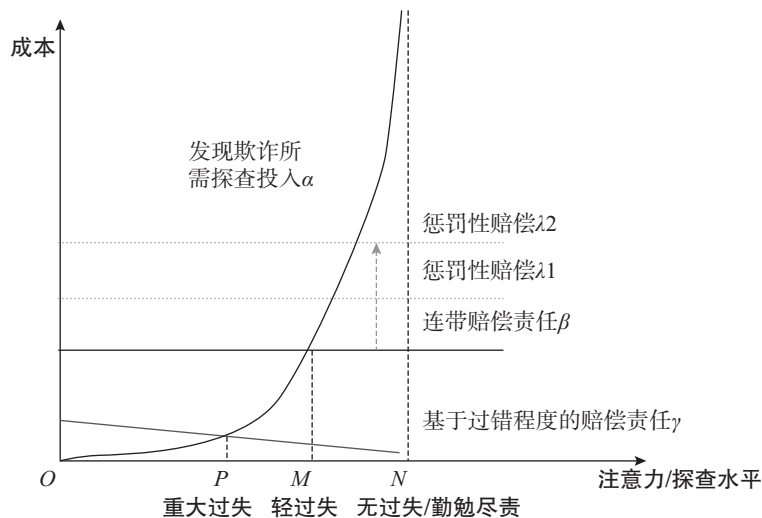


图2 中介机构连带责任探查激励的成本收益情况

• 453 •

具体而言，（1） $P$ 点前，各种责任形式的赔偿均高于探查投入，中介机构提升注意力以求免责有正收益（ $\gamma - \alpha > 0$ ； $\beta - \alpha > 0$ ； $\lambda - \alpha > 0$ ），各类责任均有激励效果。（2） $P$ 点后，探查投入超过基于过错程度比例的赔偿责任 $\gamma$ ，该责任形式不再有激励效果，此时更高额的连带责任 $\beta$ 仍有效。（3） $M$ 点后，即便施加连带责任，事前提高注意力仍是负收益（ $\beta - \alpha < 0$ ），此时连带责任也失效，除非采取不断加大上限的惩罚性赔偿 $\lambda$ 。不过，不断加大的惩罚虽可通过减少虚假带来信息真实的收益，但极大的探查成本与过度阻遏导致的经济损失会更大，总体上仍是不效率的。（4）接近 $N$ 点时，探查成本趋于无限，此时无法期待中介机构不计代价去探查不实，任何赔偿责任形式都将失去激励效果。

可见，连带责任的探查激励效果会随着已有注意力水平的增加而减弱，同时仅在有限情形下优于基于过错程度的赔偿责任（如比例责任）。因此，合理的责任安排应区分注意力水平与过失程度。对于中介机构“重大过失”情形，即本可通过较低成本进一步提升注意程度、探知虚假却未能予以揭露阻止而有违勤勉尽责，连带责任有效率，也是公平的。但是，对已在较高注意力水平上的“一般过失”或“轻过失”情形，客观成本约束下本就难以发现全部不实，连带责任缺乏激励效果，且由于责任与过错的严重错配，也会失去公平基础。

特别是，前述分析仅考虑了中介机构在业务中“加大探查投入”与“承担赔偿责任”间的选

〔45〕 郭雳、李逸斯：《IPO中各中介机构的职责分配探析——从欣泰电气案议起》，载《证券法苑》第23卷，法律出版社2017年版，第12页。



择,如果同时考虑中介机构在“探查投入+责任风险”与“业务收益”对比下“做业务”与“不做业务”的选择,那么连带责任过度阻遏导致中介机构服务供给不充分,会使市场整体福利受损。当前《证券法》单纯强调连带责任的功能而忽略其条件、局限与问题,不区分过错情形简单施加连带责任将难达预期。

以上结合证券市场与中介机构业务的特点,在“责任—激励—行为”分析框架下反思、揭示了中介机构连带责任之上的过度功能设想,从而提供了限缩中介机构连带责任的原理基础。

#### 四、破解司法困境的路径建议

司法的困境,在个案中的外在表现是:存在限缩中介机构连带责任的现实需求却受制于《证券法》刚性绝对的表述,无所适从。其内在症结在于:中介机构民事责任本质上是司法环节的问题,但《证券法》上全面单一连带责任的规定却是监管逻辑主导的产物,且基于想当然的赔偿与阻遏之功能设想。简言之,是监管主导立法的《证券法》与强势监管逻辑对司法裁判需要的关注不足乃至挤出。破解司法的困境:理念上,需明确“民事司法”以及立法之“民事责任”安排与“行政监管”间的定位回归;具体制度规则上,需修改《证券法》,区分情形以限缩连带责任适用,借鉴引入域外侵权法上的其他责任形态与赔偿分摊安排,从而使中介机构民事赔偿回归“过错与责任相匹配”的基本原则。

##### (一) 中介机构民事责任配置的去监管化

首先,需提升民事司法之于监管的自主独立。过往,我国金融证券领域存在“强监管、弱司法”问题。受制于专业能力与经验积累不足,法院民事司法呈现对监管的“目标依附”与“技术判断依赖”。不过,新《虚假陈述司法解释》明确了前置程序的废除与法院在虚假陈述认定、重大性、因果关系、过错等要素上的判断标准。提升法院司法程序及要件判断独立性的改革正在推进,这为法院司法回归本职角色——基于过错、公平合理地确定并分配赔偿责任——奠定了基础。

其次,需扭转民事实体责任安排上的“监管中心主义”倾向,剥离中介机构责任配置上的过多监管考量。第一,在赔偿目标上,要弱化确保投资者充分获赔的监管政策强调,从风险分配视角理解侵权民事赔偿,修正受害者单方视角下不考虑行为人过错程度的“完全赔偿”之价值导向,转向行为人视角下遵循“责任与过错相匹配”原则,以公平分配中介机构赔偿责任、合理填补原告损失。第二,在威慑阻遏上,基于中介机构连带责任的客观局限,不应对其赋予过高的法律控制效果期待,遏制欺诈应交由监管执法。尽管监管的公共执法(public enforcement)与民事诉讼的私人执法(private enforcement)间有一定功能替代性乃至目标上的融合促进关系,<sup>[46]</sup>后者对于实现监管目标也曾在我国法律制度借鉴时备受推崇,但值得注意的是,美国学界已在反思公司证券、反垄断法等领域的私人执法以及连带责任、惩罚性赔偿等民事责任安排的实际阻遏功效。<sup>[47]</sup>在

[46] See J. Maria Glover, The Structural Role of Private Enforcement Mechanisms in Public Law, 53 *William and Mary Law Review* 1137, 1137–1217 (2012).

[47] See James D. Cox, Private Litigation and the Deterrence of Corporate Misconduct, 60 *Law and Contemporary Problems* 1, 1–38 (1997).

违法阻遏的经济分析中，行为人决策并不单纯取决于严厉连带责任带来的心理威慑，还受“受制裁概率”的影响，因此通过强化监管执法提高发现率去震慑市场，更为直接有效。<sup>〔48〕</sup>尤其对中介机构而言，行政执法框架下因受调查带来的业务受理资格暂停、业务停滞等即刻不良后果，对业务经营影响极大，往往比私人诉讼中或然的民事责任威胁更能直接提高其执业谨慎性。

## （二）责任形态重塑之实体安排

在取消前置程序与新《证券法》“特别代表人诉讼”机制不断提升救济程序可得性与便利度的背景下，为避免“高程序可得性+加重的连带责任”给中介机构服务的充分供给、稳健开展带来类似美国曾经历的行业困局，救济程序可得性与实体责任严格程度间的再平衡势必要求限缩中介机构连带责任。要实现限缩效果，一种思路是个案司法的“技术精细化”，即法院在侵权责任认定中，通过严格界定行为损害范围、因果关系等要件，更精确细化责任，间接实现中介机构损失赔偿范围与数额的实质限缩。目前，学界、实务界已就此展开了具体且针对性的讨论，如通过“重大性”解释扩大轻微瑕疵的“勤勉尽责”保护，通过因果关系的区分来限定损失范围等。<sup>〔49〕</sup>不过，这一思路仅有个案意义，且难以突破《证券法》全面单一连带责任的硬性规定。因此，有必要从抽象立法层面直接限缩连带责任的适用情形，调整中介机构的责任形态，如以比例责任乃至引入修正的连带责任等更宽松的责任形态替代连带责任。值得注意的是，对于公开发行环节，有学者已指出保留中介机构连带责任的适当性，本文不再赘述。<sup>〔50〕</sup>以下主要讨论公司IPO后虚假陈述中的中介机构责任应如何调整。

### 1. 一般过失适用比例责任

首先，对于故意共谋与明知情形，中介机构直接背离了自身职业角色，可责难性较高，连带责任也可直接起到阻遏预防效果，因此保留连带责任并无争议，这也与《民法典》第1168条标准共同侵权的规定契合。

实践中争议较大的是过失情形。虽然区分过错程度限制连带责任渐成共识，但具体如何调整，各主张则宽严不同。一种观点笼统认为，过失的中介机构应仅就其负责任的部分承担比例责任。另有观点认为，“重大过失”仍适用连带责任，一般过失、轻微过失才适用比例责任。<sup>〔51〕</sup>其理由是，重大过失在侵权法原理上是一种“应知”或“有认识的过失”，即介于故意与普通过失之间但更接近故意，是一种行为人很大程度上可避免的、具有较强道德可责难性的过错形态，<sup>〔52〕</sup>“表现为审验机构极端疏忽或极端懈怠的心理状态，欠缺一般专业机构起码的应当具备的注意程度”<sup>〔53〕</sup>，因此原则上与故意情形适用相同的法律效果。对此，保留“重大过失”下的连带责任更加可取。因为连带责任此时较比例责任更能激励中介机构加大探查投入，且不会显著不公。当然，不同中

〔48〕 参见彭冰：《解构证券虚假陈述的民事赔偿制度——从先行赔付到投资者补偿基金》，载《商法界论集》第7卷，法律出版社2021年版，第39-64页。主张弱化对民事责任阻遏威慑的强调，行政责任和刑事责任才是对违法行为人更好的惩罚，能更有效遏制虚假陈述。

〔49〕 参见彭冰：《证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析》，载《法律适用》2022年第5期。

〔50〕 参见邢会强：《证券中介机构法律责任配置》，载《中国社会科学》2022年第5期。

〔51〕 参见陈洁：《证券虚假陈述中审验机构连带责任的厘清与修正》，载《中国法学》2021年第6期；缪因知：《证券虚假陈述赔偿中审计人责任构成要件与责任限缩》，载《财经法学》2021年第2期。

〔52〕 参见叶名怡：《重大过失理论的构建》，载《法学研究》2009年第6期。

〔53〕 前引〔51〕，陈洁文，第217页。

中介机构因各自职责角色、业务流程而构成重大过失的具体情形,应在个案中不断予以明晰、类型化,且应严格界定、不宜扩大化。

对重大过失之外的一般过失、轻微过失情形,应适用比例责任。其一,原理上符合当前侵权责任领域对非主观关联的共同侵权排除连带责任适用的整体趋势。作为侵权责任的具体适用场域,证券欺诈民事赔偿责任安排也受到侵权法在侵权责任功能导向、共同侵权问题上一般抽象的理论立场、模式选择的影响。随着侵权责任的技术处理发展与理论反思,严格的连带责任限制派主张“除非行为人有主观上的意思联络,否则不能让其承担苛刻的连带责任”<sup>[54]</sup>。美国20世纪80年代侵权法改革大幅限缩废止了连带责任,1999年《第三次侵权法重述·责任分担编》建议,除故意侵权、共谋行为以及安全保护义务人的连带责任外,应在比较过错基础上,以比例责任为主、以连带责任为例外。其二,虽然《民法典》第1171条规定了无意思联络的共同侵权——分别实施造成同一损害且每个行为都足以造成全部损害——承担连带责任,但该条对中介机构涉及虚假陈述的情况不宜适用。因为投资者交易决策所依赖的信息有其直接的披露义务人,披露义务人之披露行为与中介机构对其所披露信息核查验证、出具意见的行为,两者并非单独、并列的“分别实施,且每个都足以造成全部损害”,而是具有从属关系,没有前一行为,就没有后一行为,两者的实质作用并不相同。其三,这也符合域外中介机构责任配置的一般做法。面对证券集团诉讼下滥诉问题与“深口袋”偏向下原告过度索赔问题带来的中介机构行业危机,美国1995年的《证券私人诉讼改革法》(The Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA)顺应侵权法限制连带责任的整体趋势,修改了1934年《证券交易法》关于虚假陈述责任的规定,以比例责任替代了“疏忽大意”(recklessly)下的连带责任,同时保留了“明知”(knowingly)的连带责任。<sup>[55]</sup>相较于《证券交易法》的监管法色彩,PSLRA则侧重法院对虚假陈述赔偿责任认定分配的具体操作,更加司法导向。

不过,适用比例责任需避免我国前述案例中的技术误区。在美国以比例责任为原则、比较过错的背景下,责任分摊首先需要对包括原告在内的各方对损失之发生进行过错比例认定,过错主要依据行为的性质(故意还是过失)、因果关系的性质与强度加以认定,<sup>[56]</sup>各方过错比例加总应为100%,<sup>[57]</sup>再由过错比例决定责任比例,原告自身过错比例下的损失由原告自身承担,不能从被告处获偿。<sup>[58]</sup>具体而言,法院需首先认定涉案上市公司、董监高、控股股东、实控人及各中介机构的过错比例,然后通过主观状态进行责任形式分流,故意、明知或重大过失的被告承担连带责任,一般过失的被告只承担其被认定过错下的比例责任。

至于补充责任,其并不适合证券虚假陈述中介机构的责任。一是,补充责任本身并不完全符合“责任与过错相匹配”,而是具有补充性、兜底性。二是,《会计师责任若干规定》中会计师的补充责任限于出资核验情形,且以不实审计金额为限,这一确定的不实金额与被侵权人(如无法

[54] 王利明:《侵权责任法研究》(上卷),中国人民大学出版社2010年版,第511页。

[55] See 15 U. S. Code § 78u-4.

[56] See Restatement, Third, Torts: Apportionment of Liability § 8. (2000).

[57] 参见前引[12],约翰·C·科菲书,第194页。

[58] See Restatement, Third, Torts: Apportionment of Liability § 7. (2000).

获偿的债权人)损失之间有直接对应关系;但在证券虚假陈述中,投资者损失源自公司股价波动,具有不可预测性且可能金额巨大,与公司资产上的价值并不直接一致。

## 2. 原告无法获偿风险的再分配

比例责任会增加投资者无法充分获偿的风险,对此,美国法院可将无法获赔额在原告和各被告之间依其过错比例进行再次分配。PSLRA 也特别规定了精细复杂的平衡性赔偿分摊安排,可予借鉴引入。具言之:如果原告投资者最终无法从各被告处有效获偿,过失的中介机构不因其比例责任而完全置身事外,还需对原告未获赔付的赔偿数额(uncollectible share)承担如下“连带性”偿付义务:<sup>[59]</sup>(1)如果原告是小额索赔者,即财富净值小于20万美元且案涉损失超过其净财富的10%,需对此类投资者的全部损失承担连带清偿责任;(2)即便原告并非小额索赔者,也需对原告未被偿付部分以其责任比例清偿,但总额不超过按其比例责任赔偿的50%。<sup>[60]</sup>如此,既保证了风险承受能力较弱的中小投资者获得充分赔偿,又限制了过失被告的总体赔偿责任风险,实现了各方利益的相对平衡。

## 3. 引入修正的连带责任与责任限额机制

责任配置回归“过错与责任相匹配”原则并不局限于比例责任。美国侵权责任改革除限定连带责任于特定主观状态(明知、共谋)、损害类型(经济损失)与案件类型外,还构造了区分过错程度的“修正的连带责任”(modified joint and several liability),以限缩过错较小被告的责任。一是,可根据过错程度赋予不同责任形态。美国有些州规定只有过错超过一定比例的被告才承担连带责任,否则只需承担比例责任。各州的比例设定不一,比例越高,对连带责任的限缩越强:伊利诺伊和夏威夷要求25%及以上过错才承担连带责任,<sup>[61]</sup>爱荷华和明尼苏达要求50%及以上,<sup>[62]</sup>密苏里和威斯康星要求51%及以上,<sup>[63]</sup>而宾夕法尼亚则要求60%及以上。<sup>[64]</sup>如共计100元的损失,若原告有10%的过错,被告A、B、C分别有55%、20%、15%的过错,那么B、C只对自身过错分别承担20元、15元的比例责任,而A则要对自身以及B、C的责任份额承担连带赔偿责任(55+20+15=90)。二是,可根据过错程度为连带责任设定上限(caps)。如美国南达科他州规定“过错在50%以下承担连带责任的被告,最多承担不超过2倍于其过错比例的赔偿责任”<sup>[65]</sup>。就前述假设情形,被告B、C的赔偿上限分别为40元、30元。

综上,要实现对不同行为角色被告过责相当的责任分配,势必要求多元、立体的责任形态与赔偿分摊规则,赋予法院区分处理的空间。我国当前的侵权责任形态相对扁平、有限,借鉴前述域外做法,不仅有助于理顺中介机构责任分配问题,对处理其他复杂的共同侵权案件也有裨益。

## (三) 责任形态重塑之形式路径

限缩连带责任适用,形式上须直接修改《证券法》,原因如下:

[59] 承担比例责任的被告看似又需承担额外赔付,但并不影响初始责任分配上的“比例责任”性质。

[60] See 15 U. S. Code § 78u-4.

[61] See 735 Ill. Comp. Stat. 5/2-1118.; Haw. Rev. Stat. § 663-10.9.

[62] See Iowa Code § 668.4.; Minn. Stat. § 604.02.

[63] See Mo. Rev. Stat. § 537.067; Wis. Stat. Ann. § 895.045 (1), 283 Id.

[64] See 42 Pa. Cons. Stat. § 7102 (a.1).

[65] S. D. Codified Laws Ann. § 15-8-15.1.



其一,一方面,全面、单一的连带责任无法满足实践需要,也就无法杜绝法院基于公平考量的突破性尝试,最终使《证券法》的规定缺乏现实统摄力;另一方面,其他各类裁判规则中存在不同于连带责任的规定,司法实践也一直强调区分故意明知与过失适用不同责任形态,这些事实上的责任多样化也削弱了《证券法》的权威性基础。

其二,仅司法解释或下位规则的改动不足以解决问题。在现行《证券法》的刚性表述下,新《虚假陈述司法解释》以迂回方式限缩连带责任适用的做法,存在下位法与上位法规定间的解释摩擦。新《虚假陈述司法解释》第13条将《证券法》中的过错明确区分为“故意、明知”和“严重违反注意义务的过失”两种情形,<sup>[66]</sup>以试图将连带责任的适用限于“重大过失”的过失。<sup>[67]</sup>有学者评价此种限缩解释“明确了只有在故意与重大过失情形下……承担全部连带责任……是对现行证券法下不分主次、不区分过错状态的全部连带责任的重大修正”<sup>[68]</sup>。但是,这种体系解释的说法无法避开来自《证券法》的质问——重大过失之外的一般过失、轻过失并未被《证券法》明确排除于连带责任的适用。此外,新司法解释也并未明确赋予其他过失情形以不同责任形态,是适用比例责任、补充责任,还是其他何种责任?未能彻底实现“一般过失、轻过失→非连带化”的明确分流,会始终面临《证券法》上“有过错→连带责任”表述逻辑的笼罩。

因此,未来《证券法》修改,需改变简单刚性的规定,限定连带责任仅适用于特定情形,即故意共谋、明知与重大过失;对此之外的情形,则突出原则性与可解释性整体导向,如规定中介机构“依过错程度对其应负责部分承担相应赔偿责任”,至于具体适用何种责任形态、是否设定赔偿上限机制,则可由司法解释区分情形加以规定。

• 458 •

## 五、结 论

不加区分的中介机构连带责任是监管目标导向下基于特定市场与制度环境的政策选择,但其建立在对连带责任赔偿与阻遏功能的不当假设与片面理解之上,也并未对司法适用中的潜在问题予以预见性考虑。过往证券诉讼处于受抑制状态,《证券法》中全面单一的连带责任规定未引发波澜,但证券欺诈民事诉讼改革的推进或将提升中介机构的风险敞口,使过责不匹配问题凸显,催生了限缩中介机构责任的调整动力与现实需求。华泽钴镍案中一审法院的创新尝试与二审法院的“悬崖勒马”,及其与中安科案二审法院相反方向的改判对比,呈现了司法裁判当下的困局。

中介机构民事责任问题的处理涉及两条问题线:一是监管与司法,二是证券法的特殊规定与侵权法之一般原理规范。就前一问题,《证券法》同时作为监管法与司法裁判依据,该双重角色间存在张力。目前监管主导的僵化规定无法满足司法实践需要,因此未来修改《证券法》之际,关于虚假陈述民事责任条款的设计,应扭转监管中心主义的立法倾向,首要考虑民事司法需公平

[66] 该两种情形具体为:行为人故意制作、出具存在虚假陈述的信息披露文件,或者明知信息披露文件存在虚假陈述而不予指明、予以发布;行为人严重违反注意义务,对信息披露文件中虚假陈述的形成或者发布存在过失。

[67] 参见林文学、付金联、周伦军:《〈关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定〉的理解与适用》,载《人民司法》2022年第7期。

[68] 陈洁:《虚假陈述民事赔偿制度的新发展理念及其规范实现》,载《法律适用》2022年第3期,第56页。

合理分配责任的基本目标与规则需要。在回归司法视角后，就后一问题，还需学界进行更为细致的辨析和讨论，兼顾一般侵权责任原理与虚假陈述民事侵权在主体、行为等方面的特点，同时考虑侵权责任的基本价值取向反思与功能侧重转变等基础问题模式转型的大背景。比如，如何从完全赔偿模式转向限制赔偿模式，侵权法如何为虚假陈述民事责任安排引入修正的连带责任、责任限额机制提供可能空间等。本文着重处理了第一条线，对于第二条线的问题，虽有涉及，但中介机构责任形式的重塑还需协同侵权法进行更为系统的审视与设计。

---

**Abstract:** The joint and several liability of intermediaries under the current Security Law, whose legislation is dominated by regulatory agency, is calculated to advance the goals of regulatory policies, that is, to guarantee investors a full compensation and deter securities fraud by pressuring intermediaries to be more prudent. Since the civil liability clause is substantially shaped by preferences of the regulatory agency, rather than the real need of the adjudication system, the judiciary seems to get stuck in confusion between the “domineering securities regulation” and its own inherent objective of apportioning responsibilities based on fault reasonably and fairly. There also emerges an interesting phenomenon, if not a trend yet, that some courts are going to limit the excessive risk exposure of intermediaries brought by joint and several liability of the Securities Law. Re-examining the presumptions underlying the functions of joint and several liability can shed light on the proposals to narrow joint and several liability. On the one hand, the full compensation to plaintiffs is not an absolute and incontestable claim and joint and several liability might create systematically distorted incentives among security market participants, undermining the robustness of securities markets. On the other hand, there are totally different paths to cause deterrence for “intentionally” “knowingly” and “recklessly” situations, and joint and several liability would not necessarily create and impose salient incentives on intermediaries to increase input for fraud detection in some scenarios. For the policy implication and legislation reform, undue regulatory concerns should be divided away from the civil liability clause. Also, diversified liabilities like proportional liability and modified joint and several liability should be included and the formulation of the Securities Law should be adjusted to give courts more leeway to apportion responsibilities more flexibly, by doing so, avoiding the disproportion of responsibilities to fault.

**Key Words:** misrepresentation, joint and several liability of intermediaries, proportional liability, full compensation, deterrence

---

## 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

### 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。<sup>〔1〕</sup>

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。<sup>〔2〕</sup>

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。<sup>〔3〕</sup>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。<sup>〔4〕</sup>

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。<sup>〔5〕</sup> 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，<sup>〔6〕</sup> 1973年举行听证会后决定为预测性信息的披露设立标准，<sup>〔7〕</sup> 1975年公布了一系列规则建议稿，<sup>〔8〕</sup> 1976年宣布其“既不鼓励也不抑制预测性信息的披露”，<sup>〔9〕</sup> 最终在1979年建立安全港规则，<sup>〔10〕</sup> 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。<sup>〔11〕</sup> 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。<sup>〔12〕</sup> 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。<sup>〔13〕</sup>

## （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”<sup>〔14〕</sup>，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. Fflis, *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”<sup>〔15〕</sup>，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。<sup>〔16〕</sup>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，是否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。<sup>〔17〕</sup>这体现在民事责任层面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。<sup>〔18〕</sup>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。”<sup>[19]</sup>

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,<sup>[20]</sup>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。<sup>[21]</sup>

### 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。<sup>[22]</sup>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。<sup>[23]</sup>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。<sup>[24]</sup>

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

[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。<sup>〔25〕</sup>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。<sup>〔26〕</sup>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。<sup>〔27〕</sup>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。<sup>〔28〕</sup>

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”<sup>〔29〕</sup>，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。<sup>〔30〕</sup>

〔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”<sup>[31]</sup>, 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。<sup>[32]</sup> 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。<sup>[33]</sup>

## (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%”<sup>[34]</sup>。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%。<sup>[35]</sup> 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。<sup>[36]</sup> 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。<sup>[37]</sup> 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。<sup>[38]</sup>

## (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。<sup>〔39〕</sup>

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、<sup>〔40〕</sup>郑州市中级人民法院“森源电气”案、<sup>〔41〕</sup>北京市第三中级人民法院“弘高创意”案<sup>〔42〕</sup>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<sup>〔43〕</sup>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。<sup>〔44〕</sup>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。<sup>〔45〕</sup>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。<sup>〔46〕</sup>

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”<sup>〔47〕</sup>。但

• 467 •

〔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。<sup>〔48〕</sup>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。<sup>〔49〕</sup> 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。<sup>〔50〕</sup>

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”，<sup>[51]</sup> 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。<sup>[52]</sup> 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。<sup>[53]</sup> 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。<sup>[54]</sup>

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 (11<sup>th</sup> 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 (5<sup>th</sup> 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。<sup>〔55〕</sup>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”<sup>〔56〕</sup>。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”<sup>〔57〕</sup>。

## 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。<sup>〔58〕</sup>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。

• 470 •

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”<sup>〔59〕</sup>，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

〔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。<sup>〔60〕</sup>

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）。<sup>〔61〕</sup>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；<sup>〔62〕</sup>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。<sup>〔63〕</sup>

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。<sup>〔64〕</sup>（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。<sup>〔65〕</sup>

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；<sup>〔66〕</sup>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。<sup>〔67〕</sup>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。<sup>〔68〕</sup>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。<sup>〔69〕</sup>

〔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。<sup>[70]</sup>

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。<sup>[71]</sup>

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。<sup>〔72〕</sup>“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。<sup>〔73〕</sup>“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。<sup>〔74〕</sup>“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。<sup>〔75〕</sup>

• 473 •

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,不宜仅因为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。

## 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。<sup>[76]</sup>《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] 参见郭锋等:《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。<sup>[77]</sup> 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 20<sup>th</sup> 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)

<sup>[77]</sup> 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).

## 上市公司 ESG 信息披露框架的构建 ——基于新发展理念视角

侯东德 韦雅君\*

**内容提要：**基于 ESG 信息披露在我国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时代背景相契合，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

• 477 •

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，<sup>[1]</sup> 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。<sup>[2]</sup> 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](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重要子公司”，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。<sup>〔3〕</sup>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，<sup>〔4〕</sup>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。<sup>〔5〕</sup>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。<sup>〔6〕</sup>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。<sup>〔7〕</sup>此外，还有少数上市公司同时披露了两种形式的报告。<sup>〔8〕</sup>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。<sup>〔9〕</sup>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。

• 480 •

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”。<sup>〔10〕</sup>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。<sup>〔11〕</sup>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”，<sup>〔12〕</sup>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 信息披露的公信度，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，<sup>[13]</sup> 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。<sup>[14]</sup> 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。<sup>[15]</sup> 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。



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。”<sup>[16]</sup>

### (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,<sup>[17]</sup>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”<sup>[18]</sup>。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。<sup>[19]</sup>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](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。<sup>〔20〕</sup> 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，<sup>〔21〕</sup> 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”<sup>〔22〕</sup>，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，其运行发展与特定时

〔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](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。

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](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”<sup>〔25〕</sup>。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。<sup>〔26〕</sup>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联系。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。<sup>〔27〕</sup>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。

• 485 •

### （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。<sup>〔28〕</sup>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。

#### 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〕 参见张蕙、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，<sup>〔31〕</sup>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”<sup>〔32〕</sup>，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。<sup>〔33〕</sup>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。<sup>〔34〕</sup>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。

• 487 •

## （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。<sup>[35]</sup>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。<sup>[36]</sup>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。<sup>[37]</sup>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,<sup>[38]</sup>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,<sup>[39]</sup>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。

• 490 •

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。<sup>[40]</sup>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。<sup>〔41〕</sup> 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

---

---

• 491 •

(责任编辑：武 腾 赵建蕊)

---

〔41〕 参见前引〔30〕，张蕙、蔡纪雯文。

## 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。<sup>〔1〕</sup>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，<sup>〔2〕</sup>但亦遭到不少质疑，<sup>〔3〕</sup>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社会科学基金项目“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〕 参见咎秀丽：《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](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。<sup>〔4〕</sup>《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”<sup>〔5〕</sup>,还是侵害了投资者的“平等知情权”<sup>〔6〕</sup>,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”<sup>〔7〕</sup>。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,<sup>〔8〕</sup>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。<sup>〔9〕</sup>

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,<sup>〔10〕</sup>尽管该案具有

• 493 •

〔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。<sup>〔11〕</sup>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。<sup>〔12〕</sup>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，<sup>〔13〕</sup>但该案终以内幕交易违法性而尘埃落定，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。<sup>〔14〕</sup>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，<sup>〔15〕</sup>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……”<sup>〔16〕</sup>

〔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,<sup>[17]</sup>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”。<sup>[18]</sup>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。<sup>[19]</sup>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,<sup>[20]</sup>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。”<sup>[21]</sup>但也如边沁所述,我们总需要尝试“剥去其神秘的面具”<sup>[22]</sup>。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。<sup>[23]</sup>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

• 495 •

[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，<sup>〔24〕</sup>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。<sup>〔25〕</sup>

鉴于有关霍菲尔德的理论研究日渐丰富，<sup>〔26〕</sup> 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）。<sup>〔27〕</sup> 尽管自耶林开始，作为权利本质的利益就被法学家发现，<sup>〔28〕</sup> 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。<sup>〔29〕</sup> 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。<sup>〔30〕</sup> 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。<sup>[31]</sup> 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。<sup>[32]</sup> 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。”<sup>[33]</sup> 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，<sup>[34]</sup> 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，<sup>[35]</sup> 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。

• 497 •

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，<sup>[36]</sup> 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，<sup>[37]</sup> 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

[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“知情法益”。〔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法益”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，而属于公法的价格追求，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，<sup>〔45〕</sup>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。<sup>〔46〕</sup>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）。<sup>〔47〕</sup>

• 500 •

### 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责任，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。<sup>〔48〕</sup>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，<sup>〔49〕</sup>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”<sup>〔50〕</sup>。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，<sup>〔51〕</sup>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。<sup>〔52〕</sup>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 In re Cady, Roberts & Co. 案中，首次提出内幕交易是一种证券欺诈行为。<sup>〔53〕</sup>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”。<sup>〔54〕</sup>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。”<sup>〔55〕</sup>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，<sup>〔56〕</sup>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。<sup>〔57〕</sup>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。<sup>〔58〕</sup>

• 501 •

〔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”<sup>〔59〕</sup>，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，<sup>〔60〕</sup> 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。<sup>〔61〕</sup>

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证中亦存在诸多缺陷，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，<sup>〔62〕</sup> 但这一案例迅速遭到反对，在 1976 年 *Fridrich v. Bradford* 案<sup>〔63〕</sup> 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。<sup>〔64〕</sup> 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。<sup>〔65〕</sup>遗憾的是,不仅该规则体现出“急用先行、事急从权”的意味,<sup>〔66〕</sup>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。<sup>〔67〕</sup>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;<sup>〔68〕</sup>(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。<sup>〔69〕</sup>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。<sup>〔70〕</sup>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)”<sup>〔71〕</sup>。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。<sup>〔72〕</sup>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。<sup>〔73〕</sup>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

• 503 •

〔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〕

• 504 •

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〕 郑或：《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,<sup>[82]</sup>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,<sup>[83]</sup>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,<sup>[84]</sup>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。”<sup>[85]</sup>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,<sup>[86]</sup>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。

• 505 •

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，<sup>〔87〕</sup>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。<sup>〔88〕</sup>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。<sup>〔89〕</sup>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。<sup>〔90〕</sup>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，<sup>〔91〕</sup>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。

• 506 •

## 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

---

• 507 •

(责任编辑: 李 敏 赵建蕊)

## 内幕交易抗辩事由：实证分析与法律规制

齐 萌 刘 博\*

**内容提要：**内幕交易的抗辩事由是指当事人提出的不符合内幕交易构成要件或者可以减轻、免除责任的事由。除了内幕交易的可独立抗辩事由之外，内幕交易行为人还提出了种类繁杂的不可独立抗辩事由。中国证监会为了证明和说理的需要，承担着一一定的辩驳压力。通过对比国外关于可独立抗辩事由的监管制度、观察中国证监会2004年至2020年对内幕交易作出的行政处罚案例并进行实证分析，可以归纳出实践中当事人提出的抗辩事由的具体形态，总结其抗辩效力、判断因素，并探寻内幕交易证券执法所存在问题，为证监会提供应对思路。此外，结合实证研究的结果，针对证监会内幕交易监管所遇到的困境和不足，建议细化可独立抗辩事由的适用规定、建立典型案例公布制度、明确证券执法证明标准和推定规则、提高听证程序的合规性。

**关键词：**内幕交易 内幕交易抗辩事由 证监会 行政处罚

### 一、问题的提出

2020年12月28日，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）对轰动市场的“新开普公司被蚂蚁金服收购”一案作出行政处罚，认为马明海和李晖利用新开普公司被蚂蚁金服收购的内幕信息交易相关股票的行为构成内幕交易，当事人对其在敏感期间密切联系的解释自相矛盾。当事人曾辩称其交易基于独立分析判断并符合以往交易习惯。但是，证监会结合当事人的交易时间、通话记录、资金来源、买卖时点等多方面因素认为其交易不具备合法性。<sup>〔1〕</sup>自2004年以来，证监会因内幕交易已经处罚了615位当事人，其中56%的当事人在处罚中提出了抗辩事由。由此可见，内幕交易抗辩在证券执法实践中已较为常见，但长期以来我国内幕交易抗辩制度

\* 齐萌，上海政法学院国际法学院副教授；刘博，上海政法学院国际法学院硕士研究生。

本文为国家社科基金一般项目“公司债券违约市场化处置机制研究”（19BFX154）的阶段性成果。

〔1〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（马明海、李晖）》（证监罚字〔2020〕6号）。

的理论研究却滞后于证券执法现状。

内幕交易是严重危害证券市场健康发展的恶性毒瘤，世界各国均将其作为重点打击对象，同时又将证券市场执法、司法实践中违法阻却性较为显著或行业公认较为可信的抗辩事由予以立法确认。自新《证券法》实施以来，我国加大了对内幕交易的监管和处罚力度，然而针对抗辩事由的规定却相对空白。当前的立法状况未涵盖所有可能出现的抗辩事由，导致证监会的执法实践依据匮乏。<sup>〔2〕</sup>因此，如何优化抗辩事由法律制度便是未来证券监管的重点和热点话题。

根据抗辩事由的提出是否可以独立阻却违法性，抗辩事由可以分为可独立抗辩事由（也可被称为“法定抗辩事由”）和不可独立抗辩事由。前者是指法律明确规定当事人具有抗辩权利的事项，只要当事人对抗辩事由提供了充分且合理的证据，那么便可以产生内幕交易违法阻却性。而后者是指非经法律确认，当事人根据自身的交易状况提出的抗辩事由，这种事由的抗辩效力需考察当事人的举证情况并结合交易的时间、习惯、金额、接触内幕交易的可能性等因素综合判断。在起初阶段，世界大多数法域的立法都采用“知悉说”<sup>〔3〕</sup>来认定行为人是否构成内幕交易，但这也使得监管机构打击范围过于宽广，从而将部分仅“知悉”内幕信息，却与其无关的合法交易行为列入了打击范围，因此不利于证券监管的精准执法。为了提高打击内幕交易的精准度，当今世界主要法域的立法均增添了抗辩事由来区分合法交易行为与内幕交易行为，从而转向了“修正知悉说”。<sup>〔4〕</sup>目前，该学说已经影响了世界上诸多国家和地区，其也被应用到证券立法中作为内幕交易抗辩制度的渊源。比如，美国证券交易委员会（以下简称“SEC”）的 10b5-1 规则给予实施预定交易计划的人免责抗辩的机会。当行为人证明其具有抗辩事由所规定的情形时，其交易的依据就不属于重大非公开信息，其也并未违反对于发行人及其股东等其他内幕消息知情者所负有的忠实或保密义务。此外，欧盟在《市场滥用条例》的序言中、澳大利亚在《2001 年公司法》第 1043B—1043L 条、新西兰在《1988 年证券市场法》第 9D 条和 10C 条、英国在《市场行为准则》第 1.3 条和 1.4 条、日本在《金融商品交易法》第 166 条、南非在《金融服务法》第 73 条、我国香港地区在《证券及期货条例》第 271 条都通过立法建立了内幕交易抗辩制度。虽然中国台湾地区在 2010 年的“证券交易法”修订之时未将内幕交易抗辩制度予以通过，但是在实践中已经承认内幕交易的抗辩事由。比如，我国台湾地区台北地方法院 95 年度重诉字第 9 号刑事判决书中支持了被告“执行预先订立的交易计划”的抗辩理由。由此可见，内幕交易的抗辩制度在世界主要法域的证券法中均已建立。

2012 年 3 月公布的《最高人民法院、最高人民检察院关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》（以下简称《内幕交易司法解释》）第 4 条规定的抗辩事由包括：（1）持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有上市公司百分之五以上股份的自然人、法人或者其他组织收购该上市公司股份的；（2）按照事先订立的书面合同、指令、计划从事相关证券、期货交易的；（3）依据已被他人披露的信息而交易的；（4）交易具有其他正当理由或者正当信息来源的。《内幕交易司法解释》第 4 条同时将上市公司收购、依据公开信息进行交易等正当市场行为作为内幕交

〔2〕 参见蔡奕：《内幕交易特殊行为的形态分析》，载《证券法苑》2011 年第 2 期。

〔3〕 “知悉说”认为行为人知悉了内幕信息，并实施了相关证券的交易行为，便构成内幕交易行为。

〔4〕 中国、日本、美国、澳大利亚等国家均采用了“修正知悉说”的观点。虽然欧盟和英国的立法明确了“利用说”的观点，即行为人“知悉”内幕信息后，还要求当事人“利用”了内幕信息，但是“利用”行为较难取证，因此在行政执法和司法领域，仍偏向“修正知悉说”的观点。



易的可独立抗辩理由,但当前正当市场行为的豁免条款不能满足我国证券市场国际化建设的需要。

从已有的文献来看,现有的研究主要集中在以下几个方面:其一,从制度供给的角度,借鉴境外的制度和经验;<sup>〔5〕</sup>其二,针对内幕交易可独立抗辩事由进行研究,比如,预定交易计划、<sup>〔6〕</sup>正当市场行为(如股份回购制度、<sup>〔7〕</sup>安定操作<sup>〔8〕</sup>等);其三,在探讨其他内幕交易基本问题时涉及抗辩法律制度的问题与完善<sup>〔9〕</sup>。从不可独立抗辩事由的法律规制角度进行系统研究较为罕见。法律修订具有滞后性,列举式立法模式无法穷尽内幕交易者所提出的种类繁杂的抗辩事由,而且我国证券监管机构执法水平的局限性导致其很难在实务中适用抽象、笼统的独立抗辩事由的兜底条款,因此,实践中出现了内幕交易的不可独立抗辩事由“泛滥”的态势。<sup>〔10〕</sup>

内幕交易隐蔽性较强,很难找到直接证据证明违法者“知悉”内幕信息,并从事相关证券交易,因此证监会通常结合当事人通话记录、交易金额、时间、习惯等多种间接证据形成一套相互印证的证据链来推定当事人行为构成内幕交易。为了保证这种证据链的相互印证和有效性,证监会需要不停地反驳法律法规未予明示又难属于抗辩事由的“狡辩”。一方面,不可独立抗辩事由的“泛滥”会强化和从反面激励行为人的违法动机,并大幅度增加监管机构的监管成本,让监管机构陷入无止境的反驳和证明当中,从而降低监管机构的执法效率,妨碍社会公众判断合法和违法行为的界限。另一方面,囿于我国证券行政执法依据匮乏和理论研究的滞后,证监会在辩驳当事人抗辩之时缺乏说服力的情况时有发生,不仅使其常遭受滥用自由裁量权的指责,也未能使当事人诚心伏法,进而引发更多的行政诉讼。这就急需对内幕交易抗辩事由进行较为系统的研究,从而为证券监管提出完善建议。

• 510 • 鉴于此,本文从域外可独立抗辩事由的监管制度和我国的行政监管实践出发,梳理和总结证监会行政处罚决定书所提及的可独立抗辩事由和不可独立抗辩事由,通过观察实践中当事人的抗辩理由,归纳其主要形态、效力或需考虑因素,为证监会应对不可独立抗辩事由“泛滥”的执法实践提出法治建议,为理论研究和制度完善提供滋养。

〔5〕 参见曾洋:《证券内幕交易的“利用要件”》,载《环球法律评论》2013年第6期;夏雅丽、李婧:《论内幕交易主观要件的认定》,载《青岛行政学院学报》2012年第6期;曹理:《证券内幕交易构成要件比较研究》,法律出版社2016年版,第135页。

〔6〕 参见楼秋然:《作为内幕交易责任阻却事由的预定交易计划:问题及其补救》,载《证券法苑》第26卷,法律出版社2019年版,第251-272页;齐萌:《内幕交易中的预定交易计划抗辩事由研究》,载《财经科学》2016年第9期;刘成埔:《内幕交易免责抗辩事由之探讨》,载《铭传大学法学论丛》2011年第15期;Stanley Veliotis, Rule 10b5-1 Trading Plans and Insiders' Incentive to Misrepresent, 47 *American Business Law Journal*, 313 (2010); Jesse M. Fried, Insider Abstention, 113 *Yale Law Journal*, 491 (2003)。

〔7〕 参见朱庆:《论股份回购与操纵市场的关联及其规制》,载《法律科学(西北政法大学学报)》2012年第3期;朱庆:《上市公司股份回购中操纵市场行为认定与豁免探讨》,载《证券市场导报》2015年第4期;Matthew J. Gardella, New SEC Rules for Stock Repurchases, 18 *Insights*, 19 (2004)。

〔8〕 参见蓝威:《论操纵证券交易价格的抗辩事由——以安定操作抗辩为中心》,载《价格理论与实践》2014年第6期;张保华、李晓斌:《欧盟关于市场操纵行为的监管与立法实践》,载《证券市场导报》2005年第1期;程啸:《论操纵市场行为及其民事赔偿责任》,载《法律科学(西北政法学院学报)》2001年第4期;Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991, pp. 89-117。

〔9〕 参见顾功耘:《证券交易异常情况处置的制度完善》,载《中国法学》2012年第2期;刘宪权:《论内幕交易犯罪最新司法解释及法律适用》,载《法学家》2012年第5期;曾洋:《证券内幕交易主体识别的理论基础及逻辑展开》,载《中国法学》2014年第2期;李激汉:《新〈证券法〉下内幕交易主体范围确定之构想》,载《北方法学》2020年第6期。

〔10〕 参见前引〔2〕,蔡奕文。

## 二、我国内幕交易抗辩制度的实践现状

### （一）样本选择和说明

目前我国证券市场内幕交易行为监管体制主要由新修订的《证券法》《内幕交易司法解释》和最高人民法院发布的《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》（以下简称《纪要》）三部规范构成。本文搜集了 2004 年到 2020 年之间，证监会公布的涉及内幕交易的行政处罚案例，共 382 件。通过对这些案例的研究，试图揭示证监会对内幕交易的执法监管实践，而且可以清晰地看出，当事人提出不可独立抗辩事由的典型的类型，也由此展现出内幕交易抗辩事由制度存在的理论和实践问题。此外，之所以选择将证监会的行政处罚决定书作为实证研究的主要样本，主要基于证监会的行政执法在构建我国内幕交易监管法律制度方面具有其他手段不可比拟的作用，行政处罚也是目前实践中对内幕交易行为人最重要的打击手段。<sup>〔11〕</sup>同时，专业监管机构在行政处罚中对法律的适用和解释，在某种程度上会得到司法机关的尊重。<sup>〔12〕</sup>

### （二）实践样态的基本情况

#### 1. 样本期间和数量

本文共收集了证监会从 2004 年至 2020 年对内幕交易作出的 382 份行政处罚决定书。<sup>〔13〕</sup>其中，2004 年 2 件，2005 年和 2006 年 0 件，2007 年 1 件，2008 年 3 件，2009 年 6 件，2010 年 12 件，2011 年 10 件，2012 年 14 件，2013 年 36 件，2014 年 47 件，2015 年 11 件，2016 年 53 件，2017 年 35 件，2018 年 48 件，2019 年 60 件，2020 年 44 件。由此可以看出，证监会内幕交易行政处罚的数量呈现波浪式上涨的趋势。（如图 1 所示）。

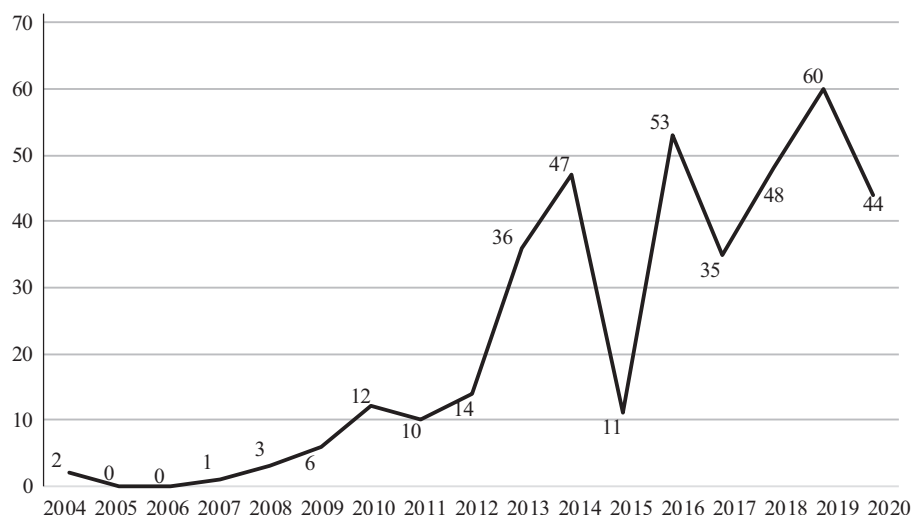


图 1 内幕交易行政处罚概览（2004—2020）

〔11〕 参见蔡奕：《我国证券市场内幕交易的法学实证分析——来自 31 起内幕交易成案的统计分析》，载《证券市场导报》2011 年第 7 期。

〔12〕 参见彭冰：《内幕交易行政处罚案例初步研究》，载《证券法苑》第 3 卷，法律出版社 2010 年版，第 88 页。

〔13〕 我国内幕交易行政处罚案例主要集中于证监会，各地证监局所作出的行政处罚案例极少，故本文所统计的案例只包括证监会官网公布的案例，不包含各地证监局的处罚案例。

## 2. 抗辩比例和人数

在本文统计的 382 个案件当中,共涉及 615 人次,其中提出抗辩的有 347 人次,占比为 56%;未提出抗辩的有 268 人次,占比 44% (如图 2 所示)。可以看出,当事人提出抗辩的比例要高于未提出抗辩的人数比例。究其未抗辩的原因可能在于:其一,当事人确实从事了内幕交易,甘愿受罚;其二,当事人并不知晓自己具有抗辩权;其三,行政处罚数额不大,当事人对此并不在乎。

## 3. 抗辩事由的类型和比例

从 382 份证监会的行政处罚决定书中可以发现,当事人提出的抗辩事由五花八门,类型各异,归纳起来主要包括以下八种:其一,独立分析判断。此种类型是当事人提出最多的,共有 90 人次采用该抗辩,占比为 35%。其二,违法情节轻微。该种抗辩理由共有 60 人次提出,占比 23%。其共包括两种子类型,分别是获利颇少或亏损与社会危害性较小。前者共有 41 人次提出,占比 16%;后者共有 19 人次提出,占比 7%。其三,依据公开信息进行

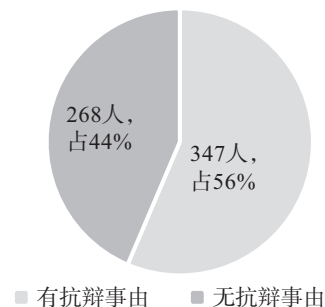


图2 抗辩比例和人数

行交易。该类型有 46 人次提出,占比 18%。其四,符合以往交易习惯。该抗辩事由共有 32 人次提出,占比 12%。其五,法律认识错误。该种抗辩事由共有 14 人次提出,占比 5%。其六,纯属巧合或偶然。该种抗辩事由共有 11 人次提出,占比 4%。其七,依据预定交易计划。该种抗辩事由共有 6 人次提出,占比 2%。其八,已过追诉时效。该种抗辩事由共有 2 人次提出,占比 1%。

其中,依据公开信息进行交易、依据预定交易计划、已过追诉时效属于可独立抗辩事由,共占 21%,而独立分析判断、违法情节轻微、符合以往交易习惯、法律认识错误、纯属巧合或偶然为不可独立抗辩事由,占比 79%。由此可知,在内幕交易执法实践中我国内幕交易抗辩事由总体朝着不可独立抗辩事由的方向发展。

抗辩事由的类型及所占比例请参见图 3。

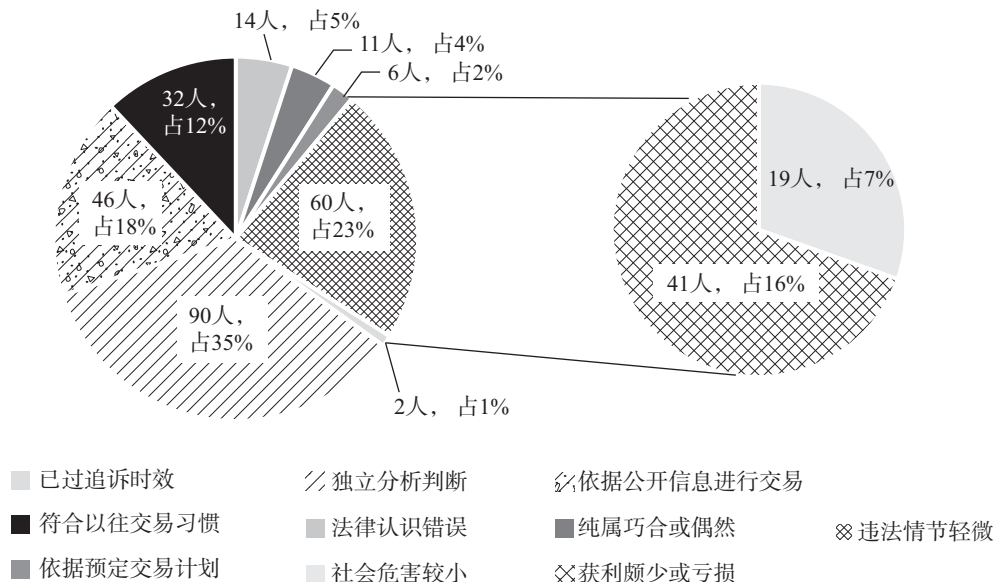


图3 抗辩事由的类型和比例

### 三、内幕交易可独立抗辩事由立法例比较与反思

#### （一）预定交易计划

预定交易计划是指在知悉内幕信息之前，将有价证券交易时间、数量、单价等标的要素通过合同、指示或者书面计划的方式制定的交易行为，该行为与内幕信息无关，因此不属于内幕交易行为。美国 SEC 在 10b5-1 (C) 规则中确立了该项抗辩事由。SEC 同时也制定严格的细则来防止预定交易计划条款被滥用。第一，如果当事人任意改变标的的要素便不可再运用此抗辩事由。第二，交易计划的内容必须包含书面演算公式或电脑程序。第三，除非在未知悉内幕信息之时，否则不允许任何人对该交易计划产生影响。第四，交易计划必须符合诚实信用原则或非出于规避监管的目的。<sup>〔14〕</sup> 在参考美国规定的基础上，我国香港地区《证券及期货条例》第 271 条第 9 款规定了预定交易计划，并在 273 条规定当事人若在知悉内幕信息之前已经获得买入或卖出相关股票或者衍生工具的期权，不得因其交易该等股票而视为内幕交易行为。相比之下，日本《金融商品交易法》第 166 条第 6 款对预定交易计划的例外情形规定更为细致，即在知道重要事实之前就已经签订合同，因履行该合同而进行的证券交易，如法定条件下信用交易的相反买卖，依照持股计划、委托证券公司所进行的共同收购行为等。<sup>〔15〕</sup> 而反观我国《内幕交易司法解释》所规定的预定交易计划则较为简单，无具体适用条件和限制条款。这种较为原则性、抽象的立法状况不仅导致该条款容易被投机者滥用，也导致证监会易滥用自由裁量权反驳该抗辩事由。

• 513 •

#### （二）正当市场行为

合法的交易行为是内幕交易可独立的抗辩事由。主要包括以下几种类型：

第一，上市公司收购行为，通常是指以取得目标公司控制权为目的而购买股票的行为，这种行为理应被排除在内幕交易之外。例如，美国 1934 年《证券交易法》第 14e—3 (c) 条规定，证券公司或者收购方的代理人向证券市场的任何人购买目标公司的股票，或者任何人向其出售的行为，均不认为内幕交易行为。此外，英国《市场行为准则》第 1.3.3 (2) 条和欧盟《市场滥用条例》第 9.4 条，中国香港地区《证券及期货条例》第 271 条第 8 款均有规定。

第二，做市商行为，是指证券公司依照客户的报价指令，利用自有资金或者证券与其交易以此赚取利差的行为。<sup>〔16〕</sup> 通常而言，做市制度有利于证券交易流动性和证券价格稳定，可以促进市场大宗交易的正常开展。英国的《1993 年刑事正义法》《市场行为准则》对该种抗辩制度作出了较为细致的规定。英国的金融服务局提出如下几点来判断做市商交易的合法性：（1）行为人开展做市行为规避风险的程度；（2）行为人是否严格依据了《商业行为准则》；（3）行为人是否以促进市场交易为目的；（4）行为人开展的相关交易与客户是否存在关联，该相关交易是否对相关证券的价格产生了波动，或者是否事前向客户作出了充分的披露，且客户未表示反对；（5）行为

〔14〕 参见前引〔6〕，齐萌文。

〔15〕 参见森田章：《公开公司法论》，中国政法大学出版社 2012 年版，第 351 页。

〔16〕 参见刘道远：《创业板市场强制做市商法律制度研究》，载《河南大学学报（社会科学版）》2011 年第 3 期。



人的交易行为是否为了履行客户的指令。<sup>〔17〕</sup>

第三,执行客户指令。金融机构在执行客户交易指令之时便具有知悉内幕信息的可能性,而法律禁止的是作出内幕交易决定之人,而非执行交易指令之人。所以,金融机构尽职履行客户交易指令的行为不应当视为内幕交易行为。该抗辩事由在欧盟《市场滥用条例》第9.2(b)条、英国《市场行为准则》第1.3.6条和新西兰《1988年证券市场法》第9D条都予以采纳。此后,英国金融服务局将金融机构的“尽职履行”的标准细化如下:(1)行为人是否遵守《商业行为准则》;(2)是否严格依照客户指令的时间、价格和交易对象开展执行工作;(3)该行为是否以完成客户指令为目的;(4)行为具有合理性且符合正常市场交易的特征;(5)该交易对股票价格无负面影响或已向客户履行信息披露。

第四,安定操作行为。该抗辩事由是指允许行为人在遵守相关规定的情况下,为了稳定股票价格而做出连续买卖。但这也可能在稳定股价的同时短暂地造成市场繁荣假象而误导投资者。<sup>〔18〕</sup>因此,美国1934年《证券交易法》第9(a)(6)条禁止安定操作行为。而欧盟则认为可以通过调整市场供需平衡缓解市场压力或避免投资者认购新股所导致的股价非理性上涨。故欧盟在《市场滥用条例》第5条第4款将安定操作认定为合法行为,并在《豁免规则》第9条对安定操作作出了进一步限定。

当前,我国内幕交易可独立抗辩事由的立法状况还不能为我国证券市场的发展提供足够的制度保障。随着证券市场的发展和交易机制的完善,我国也需要结合本国国情,并吸取域外证券市场立法经验,考虑开放正当市场行为的修改项目,优化内幕交易监管和抗辩事由法律制度。

## 四、我国内幕交易抗辩事由的实证分析

### (一)可独立抗辩事由的实证分析

#### 1.依据公开信息进行交易

依据公开信息进行交易是指行为人根据在一般投资者可以接触到的报刊、网站等媒体上,或者在中国证监会指定的报刊和网站等媒体上披露,或者已经被一般投资者知悉和获取的信息所作的交易。在统计的382个案件当中,有39个案件涉及该种抗辩事由,被46人次提出,其使用频率是仅次于独立分析判断的抗辩事由。根据统计可以看出,当事人提出的公开信息的类型多种多样,主要包括年报、股吧帖子、研究报告、业绩预增报告等。《内幕交易司法解释》第4条第3款规定利用公开信息进行交易是内幕交易的合法抗辩之一。有效的信息传递与公平的信息竞争是资本市场投资者参与金融商品价格发现的市场基础。<sup>〔19〕</sup>法律并不禁止基于因市场公开信息获取能力差异形成竞争优势而获取金融交易利润,而是禁止滥用信息优势与资本市场信息的经济价值

〔17〕 参见英国《市场行为准则》第1.3.6条。

〔18〕 参见张保华、李晓斌:《欧盟关于市场操纵行为的监管和立法实践》,载《证券市场导报》2005年第1期。

〔19〕 参见谢杰:《利用未公开信息交易罪量刑情节的刑法解释与实践适用——“老鼠仓”抗诉案引发的资本市场犯罪司法解释反思》,载《政治与法律》2015年第7期。

并从价差发现与相关金融交易中获取利益的行为。具体而言，证监会在审查该抗辩事由的适用时，会以以下理由否认此等抗辩：

第一，所依据的公开信息之外不存在独立的内幕信息。在“证监罚字〔2010〕29号”处罚中，虽然当事人称其以粤富华的业绩预增公告作为投资依据，但是证监会认为该理由不能阻断其利用投资分红方案的可能性。首先，未公开的投资分红方案属于内幕信息。证监会明确指出，尽管粤富华公司发出业绩预增公告，但并未切断内部投资分红方案与股票价格波动的关联性，综合考虑投资者对该分红方案的预期以及该分红方案与上市公司股票价格变动的相关程度等因素，投资分红方案在粤富华业绩占有相当大的比重且对投资者判断的影响重大，故也符合内幕信息的“重要性”标准。<sup>〔20〕</sup>其次，未公开的投资分红方案是影响粤富华业绩预增与粤富华股价变动的主要原因。证监会认为即便当事人依据公开的业绩预增的公告作出交易，但其作为投资分红方案的法定内幕信息知情人，不能够排除其也利用投资分红方案的可能性。

第二，交易行为与行为人所声称依据的公开信息不具有关联性。比如，在“证监罚字〔2012〕24号”处罚中，周晓丹提出依据网络媒体报道的信息交易涉案股票，但实际上该报道既无关于新日投资收购宁夏恒力的内容，也无明确的买入宁夏恒力股票的投资建议。证监会认为周晓丹仅因一篇毫无关联的网络媒体报道就借用他人账户全仓买入涉案股票，且投入资金量是其之前交易的唯一一只股票“民生银行”资金量的7倍多，其辩解缺乏合理依据。<sup>〔21〕</sup>

第三，交易时间在有可能接触内幕信息之后和内幕信息公开之前。即便内幕信息知情人或非法获取内幕信息的人员提出了充分的证据证明其在知悉内幕之前便通过市场的公开信息交易涉案证券，也只能证明其在知悉内幕信息之前交易的合法性，并不能够成为其在知悉内幕信息之后仍然交易涉案证券的抗辩事由。<sup>〔22〕</sup>比如，在“证监罚字〔2017〕36号”处罚中，证监会指出，余伟业在与法定内幕信息知情人接触之后、内幕信息公开之前的时间段内全仓交易“彩虹精华”，并在复牌后全部卖出，交易明显异常，因此余伟业以依据已公开信息进行交易的抗辩理由不能解释其接触内幕信息之后交易涉案证券的不合理性。<sup>〔23〕</sup>

第四，信息来源不权威、没有较高可信度。行为人所依据的公开信息应当来源于官方或者公认的网站。<sup>〔24〕</sup>比如，证监会认为依照“股吧”信息进行交易对当事人专业人士的身份而言不具有可信度，因此不能作为依据公开信息进行交易的分析依据。<sup>〔25〕</sup>

从证监会处理该类抗辩事由的案件来看，我国可独立抗辩事由的解释体系尚未完善。第一，内幕信息的“重大性”没有具体的衡量标准。虽然新《证券法》第80条列举了内幕信息“重大性”的事项，但仍然较为模糊。实践中如何理解“重大性”的标准通常还是由证监会自主裁量。

〔20〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（李际滨、黄文峰）》（证监罚字〔2010〕29号）。

〔21〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（肖家守、朱莉丽、周晓丹、肖传健）》（证监罚字〔2012〕24号）。

〔22〕 参见刘宪权：《论内幕交易犯罪最新司法解释及法律适用》，载《法学家》2012年第5期。

〔23〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（余伟业）》（证监罚字〔2017〕36号）。

〔24〕 证监会官网显示：如果内幕信息在监管部门指定的报刊、网站等媒体上公布，或者在一般投资者能够接触到的全国性报刊、网站等媒体上公布，或者被一般投资者普遍知悉或理解，就可以判定该信息丧失了非公开性。参见《〈证券法〉关于内幕交易认定的法条解读》，载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/guangdong/xxfw/tzbbfwzx/fwzxcjwtd/201307/t20130710\\_230496.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/guangdong/xxfw/tzbbfwzx/fwzxcjwtd/201307/t20130710_230496.htm)，最后访问时间：2021年7月25日。

〔25〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（岳远斌）》（证监罚字〔2011〕57号）。

这便使得证监会与当事人常因内幕信息“重大性”的界定展开争论。第二,现行立法仍然缺少可独立抗辩事由的适用细则。比如,交易行为与公开信息之间的关联度、二者之间的时间联系等。这容易导致市场投机主体抱有侥幸心理、滥用抗辩事由,同时也徒增证监会的监管和执法成本。

## 2. 依据预定交易计划

我国《内幕交易司法解释》第4条第2项借鉴了SEC的10b-1规则,将预定交易计划作为可独立抗辩事由。在证监会行政执法实践当中,共有2个案例、6人次提出了该抗辩理由。在预定交易计划的举证和认定时,证监会主要注意以下几个因素:

(1) 当事人所提交的证据是否足以支持该抗辩事由。在“证监罚字〔2011〕57号”处罚中,岳远斌提出买入是按照预定交易计划所作,而证监会认为当事人的该抗辩事由缺乏证据支持。<sup>〔26〕</sup>

(2) 当事人执行预定交易计划是否基于善意。在“证监罚字〔2013〕59号”处罚中,光大证券等5名当事人认为对冲交易是按照光大证券《策略投资部业务管理制度》的规定和策略投资的原理进行的,符合既定计划的合理性和常识性,但是证监会认为当事人虽然可以按照自身规定实行对冲策略,但是其知悉涉案内幕信息后未向社会公开便进行了交易,并非针对所遇到的风险而进行对冲交易,因此当事人利用预定计划的交易并非基于善意,而是规避法律制裁和法律责任的行为。<sup>〔27〕</sup>

从该类案件的实证结果来看,我国关于预定交易计划的规定未能满足证券执法的需求。我国《内幕交易司法解释》第4条未规定正当交易行为应当出于善意,而证监会在光大证券一案中,却借鉴美国SEC 10b5-1(C)规则,以5名当事人的交易并非基于善意认定其抗辩不能成立。在此便出现了一个两难境地,即如果证监会严格适用现行预定交易计划的规定,该制度适用规则的空白可能会使违法者侥幸逃脱,但如果借鉴境外法域制度来处理此案,又会使得证监会脱离我国现行立法规范开展行政执法监管,从而扩大证监会自由裁量的空间。因此,一方面,我国现行立法缺乏预定交易计划详细的适用规则导致该条款难以发挥实际效果;另一方面,证监会在行政裁量中临时解释预定交易计划具体适用标准也存在着滥用自由裁量权的臆断。此外,在本案中光大证券依照内部规章制度实施的对冲行为,最多认为其预定计划的预定程度较低,而且光大证券在该案中是否构成内幕交易行为在学术界也存在着争议,故证监会以该理由否决光大证券抗辩的法理依据仍然有待商榷。<sup>〔28〕</sup>

## 3. 已过追诉时效

行政处罚时效制度是指对行政机关就违法当事人的不当行为追究行政处罚责任的期限。新《行政处罚法》第36条第1款规定,违法行为两年未发现的,不再给予行政处罚。在内幕交易行政执法实践中,该种抗辩事由涉及1个案件,共2人次提出。

证监会通常认为追诉时效应当从当事人违法行为终了之日起计算。比如,在“证监罚字

〔26〕 参见前引〔25〕。

〔27〕 参见《中国证监会行政处罚决定书(光大证券股份有限公司、徐浩明、杨赤忠等5名责任人)》(证监罚字〔2013〕59号)。

〔28〕 参见缪因知:《光大证券事件行政处罚与民事索赔之合法性质疑》,载《法学》2014年第1期;陈洁、曾洋:《对“8·16光大事件”内幕交易定性之质疑》,载《法学评论》2014年第1期。

〔2015〕45号”处罚中，证监会称当事人违法交易行为属于有连续状态的，应该从行为终了之日起计算追诉时效，而证监会的调查取证行为处于违法行为的追诉时效之内，从而认定该抗辩不能成立。<sup>〔29〕</sup>

但剖析本案后发现，证监会还存在着行政听证程序合法性的缺陷。听证主持人未事先告知行政处罚决定的事实、理由及依据，变相剥夺了当事人合法陈述、申辩的权利，从而导致法院判决证监会先前所作出的“证监罚字〔2014〕59号”处罚无效。迫于此，证监会才作出“证监罚字〔2015〕45号”处罚。<sup>〔30〕</sup>《行政处罚法》第4条、第44条确立了合法行政原则，其要求行政机关在作出剥夺公民、法人合法权益或者增加其义务的行政行为之时，必须符合相关的法律规定，遵守法定程序。证监会作为法律授权的行政主体，其对行政相对人作出行政处罚之时，也必须遵守该原则的规定。<sup>〔31〕</sup>

## （二）不可独立抗辩事由的实证分析

### 1. 未利用内幕信息

内幕交易审查的主要焦点在于当事人是否依据了内幕信息从事相关交易。例如，前文提及的独立分析判断、符合以往交易习惯、纯属巧合或偶然这三种抗辩事由的逻辑出发点均是未利用内幕信息。该种抗辩事由共涉及108个案件，133人次提出。

#### （1）独立分析判断

独立分析判断，是指根据自身的知识储备、投资经验，通过分析上市公司的股价走势、价值及各种影响因素，预测股价未来涨跌的一种正当事由。独立分析判断是被使用频率最高的抗辩事由，在72个案件中，被90人次使用。与独立分析判断类似的抗辩事由包括自主判断、自主分析、个人技术分析、个人对市场行情的分析等。从行政执法实践来看，大多当事人未提交基于独立分析判断的证据，导致无法排除其利用内幕信息从事内幕交易。根据实证分析和归纳总结的结果，证监会在处理该类案件时主要从考察当事人是否知悉内幕信息的角度来考虑该抗辩事由是否合理。如果行为人有证据证明其在完全不知悉内幕信息的情况下，也会从事相同的交易行为，则可以认定行为入确实依据独立分析判断进行交易，否则便不能阻却违法性。比如，证监会认为当事人在敏感期间多次接触内幕人员且申辩缺乏客观、可信的证据，不能排除内幕信息传递的可能。<sup>〔32〕</sup>

从该类案件来看，如果当事人无法证明其不知内幕信息，证监会通常会推定当事人从事了内

• 517 •

〔29〕 在本案中证监会并未直接在行政处罚书中对追诉时效的抗辩详细阐述，而是在当事人提起的行政诉讼中，证监会对追诉时效的抗辩事由进行了详细的回复。参见北京市高级人民法院（2015）一中行初字第236号行政判决书；《中国证监会行政处罚决定书（张益武、李介苗、李焕红）》（证监罚字〔2014〕59号）。

〔30〕 参见前引〔29〕。

〔31〕 最高人民法院公报案例的裁判要旨认为，未听取当事人的陈述和申辩意见，违反“先听取意见后作出决定”的基本程序规则的行政行为因违法而可被撤销。参见“定安城东建筑装修工程公司与海南省定安县人民政府、第三人中国农业银行定安支行收回国有土地使用权及撤销土地证案”，最高人民法院（2012）行提字第26号行政判决书。为了完善程序合法性，证监会从2003年便开始确立实施“查审分离”的改革，其设立行政处罚委员会将案件的审理从稽查部门抽离，改变以往调查与审理案件均为同一部门管理的做法，在保障当事人申辩权等程序合法性方面已经取得了良好的成效。2021年修订的《中国证券监督管理委员会行政处罚委员会组成办法》（以下简称《组成办法》）进一步完善了听证审理的程序，但是仍存在有待改善之处。比如，《组成办法》第10条第5款规定行政处罚委员会应当负责主持听证程序，但第2条第3款却规定该委员会主任由证监会负责人担任。这便使得证监会行政处罚委员会的行政地位可能高于甚至间接领导稽查部门，难以发挥审查部门和稽查部门相互独立的作用，一定程度上有悖于“查审分离”的原则，阻碍了听证主持人中立性和当事人申辩权的实现。

〔32〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（张国明）》（证监罚字〔2020〕45号）。



幕交易行为。这是因为独立分析判断属于主观意识范畴,证监会无法洞察内幕交易者的内心真意,只能通过现有证据排除其独立判断的可能性。因此,《纪要》也明确指出人民法院审理证券行政处罚案件时应当考虑部分证券违法行为的特殊性,监管机关需要对主要违法事实承担举证证明责任,适当将特殊事实的证明责任转移给当事人或者第三方。从实践来看,《纪要》所指的是行为人实施了证券交易,行为人要对其不知内幕信息的事实进行举证。换言之,若行为人无法自证清白,证监会基于其所认定的事实推定其构成内幕交易。因此,《纪要》引入推定原则,一定程度上减轻了证监会的执法难度,但也有悖于行政诉讼证明责任的分配规则,很可能使无辜正当市场参与主体陷入“自证无罪”的困难处境。<sup>〔33〕</sup>因此,如何在监管执法的效率价值和证券投资者权益保障的公平价值之间做到妥善平衡,仍然值得研究。

## (2) 符合以往交易习惯

符合以往交易习惯是指当事人习惯于在特定的时间买入或者卖出特定数量的股票,并经过反复实践而形成一种交易习惯。该抗辩事由在统计样本中,共在27个案件中有32人次主张。交易习惯具有较强的外在性,但又受其投资经验、交易策略、教育背景等多元因素的影响,当事人的交易习惯形态各异。证监会在审核交易习惯的举证并进行认定时,一般考虑以下几个因素:

第一,抗辩理由要与事实相符。在当事人的交易习惯之中,价格因素应该是交易习惯的核心构成要素之一。比如,在“证监罚字〔2015〕4号”处罚中,赵罡辩称交易习惯是选择同类题材中相对价格较低的股票,证监会调查后发现该涉案股票的价格较高,从而认为当事人的申辩理由前后矛盾,因此拒绝了赵罡交易符合自身习惯的抗辩理由。<sup>〔34〕</sup>

第二,综合分析和查证当事人的交易时间、交易规模、投资经验、财务状况等因素。比如,证监会认为当事人在内幕信息形成之后开始股票交易,并且交易资金规模明显比先前扩大,综合资金来源、交易规模、决策依据等因素,便推断其买卖行为系“利用”了内幕信息。<sup>〔35〕</sup>

适用推定原则虽然免除了证监会对当事人知悉内幕信息的证明,但是其仍然需要对主要事实承担能达到行政诉讼证明标准的举证责任。<sup>〔36〕</sup>《纪要》第5条第5款规定了证监会推定事实所要达到的证明程度是“高度吻合”。但是这种模糊的表述在实践中难以把控和量化。<sup>〔37〕</sup>而“高度吻合”“明显异常”等在一定程度上是由证监会利用间接证据在自由心证把控下的推定,在未提供充分且有说服力的解释的情况下,这使得其在执法实践中对主要事实证明标准难以明确,片面地放宽了执法的自由裁量权。

## (3) 纯属巧合或偶然

该种抗辩事由共涉及9个案例,共11人次使用。比如,杨涛辩称自己在敏感期间买入“汉鼎宇佑”纯属偶然。<sup>〔38〕</sup>然而,综合分析当事人的行为异常情况,便可使纯属巧合的理由难以信

〔33〕 参见陈洁:《内幕交易事实认定中自由裁量权的适用及其规制——以内幕交易“知悉”要件的推定为视角》,载《清华法学》2018年第6期。

〔34〕 参见《中国证监会行政处罚决定书(赵罡)》(证监罚字〔2015〕4号)。

〔35〕 参见《中国证监会行政处罚决定书(谢岳峰、谢均云)》(证监罚字〔2020〕57号)。

〔36〕 参见冯俊伟:《行政诉讼中事实推定的适用》,载《行政法学研究》2010年第1期。

〔37〕 参见前引〔33〕,陈洁文。

〔38〕 参见《中国证监会行政处罚决定书(王麒诚、杨涛)》(证监罚字〔2018〕55号)。

服。证监会在对当事人执法之时，通常会调查当事人是否有可能接触到内幕信息或者与内幕人员是否有密切联系，结合当事人交易时间、交易金额以及交易历史信息、当事人解释的合理性和逻辑性等因素综合判断，便驳回了该抗辩事由。比如，在“证监罚字〔2019〕21号”处罚中，证监会认为李建平在敏感期内与内幕知情人有多次电话联系，其辩解不能合理解释突击开户、集中大额交易、单一持股等异常交易情况，因此便认定当事人构成内幕行为。<sup>〔39〕</sup>但是，证监会驳回此类申辩理由之时也存在不足。比如，仅简单说明当事人交易纯属巧合的理由不能排除内幕交易，并未说明具体的理由。<sup>〔40〕</sup>尽管推定原则要求当事人承担举证责任来抗辩，但是当事人举证应当达到何种证明程度才能对抗证监会的假定仍然不明确。因此，推定原则下行为人抗辩的证明标准还需立法来填补空白。

## 2. 法律认识错误

对相关法律认识错误的抗辩事由在统计的样本之中，共涉及9个案件，共14人次使用。其中，有7个案件，共12人次提出因为不了解法律法规，无意触犯，只有2个案件共2人次提出是对相关法律规定较为了解，但不认为自身行为违法。其抗辩用词通常表现为“对法律法规不熟悉”“无法律意识”“对相关法律规定不了解”“了解相关规定但未意识已违法”。比如，在“证监罚字〔2012〕37号”处罚中，当事人邹建平称，其因对法律法规不熟悉，不懂股票交易规则才违法。<sup>〔41〕</sup>

与之相类似的抗辩事由是当事人将对法律不了解的原因归结于证监会的宣传不到位。比如，在“证监罚字〔2012〕55号”处罚中，覃炳辉辩称证券监管部门对禁止内幕交易的宣传缺失，但证监会认为禁止内幕交易是《证券法》所规定的，每个公民都应当遵守。<sup>〔42〕</sup>法律适用于整个国家的公民，并不是只约束这个国家懂法或者不懂法的公民。诚如学者所言，如果用不同的规则要求不同的人，实际上这不是在减少而是在强化社会的不平等，我们会变得非常残忍，却还为自己真诚的虚伪而感动。<sup>〔43〕</sup>

## 3. 违法情节轻微

我国新《行政处罚法》第33条第1款规定违法行为轻微并及时改正，没有造成危害后果的，不予行政处罚。虽然当事人具体适用的措辞略有不同，但是其均是从违法情节轻微的角度来进行抗辩。在执法的实践当中，当事人主要从社会危害性较小和获利颇少或亏损两个角度来进行辩解。

社会危害性较小是当事人从社会危害性的角度提出的理由，当事人通常也用“动用较少资金交易”“市场影响不大”“未造成严重后果”“情节轻微”等理由。该抗辩事由共涉及13个案件，共有19人次提出，主要有以下两种典型类型：第一，内幕交易规模较小，没有使证券市场的股票价格产生较大的波动。比如，邱颖提出自己交易额小，社会危害小，不符合处罚条件。<sup>〔44〕</sup>第

〔39〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（李建平）》（证监罚字〔2019〕21号）。

〔40〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（蔡越）》（证监罚字〔2020〕14号）。

〔41〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（庄坚毅、王建辉、高金花、邹建平、章敏芝、周星夫）》（证监罚字〔2012〕37号）。

〔42〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（李琳杰、覃炳辉）》（证监罚字〔2012〕55号）。

〔43〕 参见苏力：《弱者保护与法律面前人人平等——从孕妇李丽云死亡事件切入》，载《北京大学学报（哲学社会科学版）》2008年第6期。

〔44〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（邱颖）》（证监罚字〔2017〕67号）。

二,违法后果情节轻微。比如,宝利国际等当事人辩称无误导投资者的故意,没有严重危害后果和严重情节,恳请撤销处罚。<sup>[45]</sup>或认为涉案行为情节显著轻微,获利用于公司周转,未损害投资者利益,因此社会危害小。<sup>[46]</sup>

获利颇少或亏损是指当事人认为交易的无盈利可以阻却行为的违法性,但本质上属于当事人从违法情节的角度进行的抗辩。该抗辩事由在统计的样本之中,共涉及16个案件,共有41人次使用。该抗辩事由在实践中的体现,主要包括以下两种:<sup>[47]</sup>其一,交易未获利。当事人沈峰以没有在股票交易当中获利为由,请求不予行政处罚。<sup>[48]</sup>其二,盈利甚微。光华基金会辩称卖出涉案股票盈利甚微。<sup>[49]</sup>

当事人从违法情节轻微的角度提出免责的主张一般不成立。原因在于:

(1)内幕交易的违法情节不属于内幕交易处罚的考量因素。首先,即便交易金额极少也存在获利巨大的可能性。<sup>[50]</sup>其次,内幕交易者通常动用大量的资金参与投机交易,容易造成资本市场的波动和不稳定。在本文统计的382件样本中,当事人动用的资金少则2万多元,多则达到上千万元。因此,在证券执法实践中,内幕交易不具有违法情节轻微的特点,证监会也并未采纳当事人所提出社会危害性小的申辩意见。<sup>[51]</sup>

(2)违反了股票交易的本质。证券市场的“三公原则”要求保证每个投资者都能够平等获取交易信息,凭借独立的决策进行证券交易,营造一个透明、开放、健康的交易场所。证券违法的涉众性和高风险性等特点便使得其危害性区别于一般的违法行为,故难以适用违法情节轻微作为免于处罚的条件。

## 五、完善我国内幕交易抗辩事由制度的法律建议

### (一) 细化内幕交易可独立抗辩事由适用规则

当前我国内幕交易可独立抗辩事由制度较为抽象和宽泛,这种描述性的立法条文缺乏详细的制度构建,在增加执法实践适用难度的同时,也容易导致抗辩事由被滥用。<sup>[52]</sup>在我国内幕交易监管治理水平尚不健全的情况下,原则性规定抗辩事由将会增加执法实践中的不确定性和法律适用的难度,反观其他法域都在不断思考应当如何进一步细化和明确内幕交易抗辩事由的适用条

[45] 参见《中国证监会行政处罚决定书(江苏宝利国际投资股份有限公司、周德洪等6名责任人员)》(证监罚字〔2017〕66号)。

[46] 参见《中国证监会行政处罚决定书(张恩荣、张云三)》(证监罚字〔2017〕88号)。

[47] 当事人还提出过非以牟利为目的而交易的抗辩事由,但该种抗辩事由提出的人数很少且不具有代表性,因此不在文中赘述。

[48] 参见《中国证监会行政处罚决定书(沈峰、黄慧红)》(证监罚字〔2020〕51号)。

[49] 参见《中国证监会行政处罚决定书(光华基金会、任晋阳、梁范栋)》(证监罚字〔2011〕56号)。

[50] 根据A股、H股交易规则,最低单次交易100股,最低股价为0.01元。假设,内幕信息公开前0.01元每股,最低单笔交易1元(不包含手续费、税费),在内幕交易重大利好信息公开后股价连续涨停板到100元每股抛售,获利9999元。因此,即便按照最低的交易标准来考虑,内幕交易者也可能获得高额的回报。

[51] 参见前引〔46〕。

[52] See Huang Hui, *International Securities Markets: Insider Trading Law in China*, Kluwer Law International, 2006, p. 247.

件，因此，建议我国在吸收域外立法经验的基础上，尽快出台内幕交易抗辩事由的具体适用细则。鉴于此，证监会应及时对实践中出现的新问题进行解释和说明，使内幕信息“重大性”的认定等方面更加明确且可量化，以此避免执法中不必要的争论。另外，将可独立抗辩事由的具体适用方法公开，并随着证券监管的实践需要不断补充和完善。由于我国关于正当市场行为的抗辩事由法定情况还较少，随着我国证券监管逐渐市场化和交易逐渐开放化和国际化，将会出现像做市商制度和安定操作等更多需要区别于内幕交易的合法交易行为。同时，基于我国证券市场的发展、改革及其立法特点，需要对我国市场中逐渐出现的较为典型且学界和实务界探讨较为成熟的交易行为予以规制。因此，建议采取“渐进式”的立法模式，随着资本市场的发展逐渐增加抗辩事由的种类。这便要求监管机构根据证券市场整体需求，较为系统地考虑内幕交易监管和避免抗辩事由被滥用的情形，逐步修正、开放抗辩事由的项目，以此保障证券市场参与主体的利益最大化。<sup>〔53〕</sup>随着证券市场结构的快速发展和不断深化，我国立法修改的滞后性将难以满足证券市场的需要，笔者认为我国《证券法》关于内幕交易抗辩事由的兜底条款的解释权利可授权给证监会，以此保证证监会能够应对复杂的内幕交易抗辩实践，也可以针对实践中不断出现的抗辩事由新类型进行及时的回应和规范。鉴于此，建议我国内幕交易抗辩事由的兜底条款修改为“国务院证券监督管理机构规定的其他未利用内幕信息的正当市场行为”。

## （二）建立证券执法典型案例公布制度

法典和司法解释以成文法的形式在我国执法和司法领域发挥着重要的作用，但是由于法律的稳定性、严格的程序性以及实践案件情况的复杂多变性，法律的滞后性便体现出来。我国成文法已经将“预定交易计划”“上市公司收购”等情形作为可独立抗辩事由，但是由于法律规范精炼和抽象的特点，未能周延概括实务中繁杂的不可独立抗辩事由，如“纯属巧合”“独立分析判断”“符合以往交易习惯”等。证监会在面对这些不断出现的抗辩事由时，需要在执法中对这些事由一一论证，这极大制约了行政执法的效率。而典型案例的公布具有针对性强、制定期间较为灵活的特点，能够及时解释执法过程中的难题并作出相应的指引，在一定程度上弥补了成文法的漏洞。因此，建议证监会效仿最高人民法院指导案例制度，将在实践当中泛抗辩化事由的经典案例进行定期的公布，并在普法活动当中大力宣传。这样可以发挥法律的预测、指引和警示作用，告诫证券交易参与主体抗辩事由的个案适用规则及其违法阻却的效力，使得证券投资者形成稳定的法律预期。同时，当事人提出不可独立抗辩事由的概率也会大大减少，证监会也不需在执法理由中详细地一一赘述，从而提高执法效率。

## （三）明确证券执法证明标准和推定规则

虽然《纪要》引入推定原则是在无直接证据的条件下提高证券执法效率的措施，但需要辅以更完善的推定规则和证券执法证明标准才能妥善兼顾证券执法效率与执法公平。由于行政诉讼立法的研究起步较晚，其证明标准规则依然较为模糊，远没有达到民事领域和刑事领域那样成熟。从证监会的执法实践来看，主要采用“明显优势证明标准”，即达到绝对优势的程度。<sup>〔54〕</sup>但是对于

〔53〕 参见前引〔6〕，刘成墉文。

〔54〕 参见宋随军、梁风云：《行政诉讼证据案例与评析》，人民法院出版社2005年版，第489-493页。



当事人而言,其举证能力相对于监管机构明显较弱,如果要求其抗辩也达到该标准明显过于苛责。因此,建议将当事人抗辩的证明标准适当降低,适用“优势证明标准”(相对优势标准即可)。此外,当事人所承担的抗辩证明标准也应因特定身份有所区分。比如,内幕信息法定知情人基于职位或出资关系等因素对接触内幕信息享有某种便利,推定其知悉并利用内幕信息更具合理性,故其所要承担的抗辩证明责任理应越重。同理,如果当事人获得内幕信息的难度越大,其所承担的抗辩证据的标准理应越轻。申言之,如果证监会发现内幕信息法定知情人在敏感期内实施或者建议他人实施相关证券交易,便可以推定其构成内幕交易。而非法获取内幕信息者所承担的抗辩证明标准理应比内幕信息法定知情者更轻,因此当证监会稽查该类当事人便需要拿出更多的证据来推定其构成内幕交易行为。<sup>〔55〕</sup>因此,建议应当尽快根据主体条件的差异,设立不同标准的推定规则,让越易获取内幕信息的人承担更加严格的抗辩证明标准。另一方面,证监会驳斥当事人抗辩事由之时也应达到相应的证明程度。如若证监会未针对当事人的违法行为展开详细的论证,仅以“行为与内幕交易高度吻合”“交易明显异常”等言辞来驳斥,也未必使当事人服法,从而导致更多行政诉讼的可能。因此,笔者建议证监会尽快对“高度吻合”“明显异常”等模糊性的规定进行细致的解释,并对行为人设立账户、买入或卖出相关证券与内幕信息形成的时间间隔和交易资金放大的倍数作出较为量化的规定,使得其执法论证清晰、合理且有说服力,以此避免因举证标准模糊而遭受滥用自由裁量权的质疑。<sup>〔56〕</sup>

#### (四) 提高听证程序的合规性

行政听证制度要求证监会在处罚过程中充分考虑当事人抗辩理由,从而对即将生效的行政处罚进行重新评估和考虑,其对行政相对人权利救济的重要性不言而喻。一个合格且称职的主持人在听证程序中发挥着极其重要的作用,其既能够保证听证程序的合规开展,又能够对双方争论的焦点进行有效把控与引导,使当事人的抗辩理由能够得到有效的听取和讨论。故重新审视听证程序的合规性需牢牢把握听证主持人这个“牛鼻子”。首先,贯彻“查审分离”原则,发挥稽查部门与审理部门之间相互独立、衔接配合的功能。证监会有必要设立与稽查部门平行行政等级的审理部门,将其职责从行政处罚委员会中独立出来并履行听证的职责,确保审理部门在听证会中能够理性、中立地审视当事人的抗辩诉求。其次,基于“有权必有责”的理念,为了有效监督听证主持人合法履行自己的职责,应对其制定专门的处罚和惩戒规则,防止因剥夺当事人的申辩权导致行政处罚被法院宣告无效的窘境,避免证券监管资源的浪费。鉴于此,笔者建议,在《组成办法》第9条关于解聘行政处罚委员会委员的内容中应增加一款,即“任期内因违反法定程序,未严谨履行主持听证职责导致处罚效力瑕疵或无效的”。第三,坚持公众参与原则,证监会应邀请实务律师、证券法学者、财经媒体等社会人士参与听证会中。基于此,证监会应当建立证券执法听证人员库,并向社会公开其受邀人员的标准、人员名单及其邀请的理由。每次行政听证之时,可以从听证人员库中随机抽取受邀名单,让实务界、理论界和社会舆论发表独立的看法。这不仅有利于当事人的辩解得到最大限度的听取,而且使得听证程序合法性得到加强和改善,在增强证

〔55〕 参见前引〔11〕,蔡奕文。

〔56〕 参见前引〔33〕,陈洁文。

监会执法可信度与权威性的同时，也提高了其证券监管能力和水平。

## 六、结 语

对内幕交易抗辩事由法律制度的研究不仅可以帮助证监会明确打击范围，促进证监会的精细化执法，而且有利于提高证监会行政执法的效率，优化监管资源的合理配置。但是，通过审视我国的立法和执法实践发现，我国内幕交易抗辩事由法律制度未能得到足够重视，其整个制度构建还存在许多缺陷，内幕交易的可独立抗辩事由的立法建设尚未良好贴合内幕交易监管实践的发展，导致内幕交易不可独立抗辩事由呈现愈发泛滥的态势。由此，证监会在应对杂乱无章的不可独立抗辩事由之时花费了大量的时间和精力，从而导致执法效率较低和缺乏完善的说理体系。因此，在履行证券监管法定职责与摆脱杂乱无章的抗辩事由的羁绊之间，我国证券市场内幕交易法治监管的建设之路依旧漫长。这就需要立足证监会内幕交易行政执法现状和动态发展的局势，不断地实证考察和梳理当事人所提出的抗辩事由，系统总结出目前我国实践中抗辩事由的种类及抗辩效力，并探寻证券执法所面临的困境及其原因，以此为我国证券市场监管提供参考思路和借鉴。

---

---

**Abstract:** The defense of insider trading refers to the reason that the party does not meet the constitutive requirements of insider trading or can reduce or exempt the liability. In addition to the independent defense of insider trading, insider trading actors also put forward a variety of non-independent defense. In order to prove and justify, China Securities Regulatory Commission (CSRC) bears infinite pressure of refutation. By comparing independent supervision system of the justifications abroad, observing the administrative punishment on insider trading case made by CSRC from 2004 to 2020 and the empirical analysis about them, we can sum up the concrete forms of defense, summarizes its defense force, judgment factors, existing problems, explore the insider trading securities law enforcement and provide countermeasures for the CSRC. In addition, based on the results of empirical research and in view of the difficulties and deficiencies encountered by the CSRC in the supervision of insider trading, it is suggested to refine the applicable regulations of independent defences, establish the system of publishing typical cases, clarify the standard of securities law enforcement proof and presumption rules, and improve the compliance of hearing procedures.

**Key Words:** insider trading, insider trading defenses, The CSRC, the administrative punishment

---

---

## 禁止操纵证券市场的理论基础：法律与金融的分析

樊 健\*

内容提要：就操纵证券市场可被责难的原因，我国目前存在四种主要学说，即“欺诈投资者说”“破坏市场机制说”“滥用优势地位说”以及“剥夺公平交易机会说”。虽然其具有一定的合理性，但无法解释金融市场基准操纵的违法性与上市公司回购股份等行为的合法性。此外，这些理论还存在适用范围过宽或过窄的问题，如无法准确地区分短期套利与短线操纵行为。应从交易行为是否损害证券价格的真实性和证券流动的充分性，即是否减损证券市场效率的角度，来判断该交易行为是否构成操纵证券市场。“市场效率减损说”具有理论的统一性，便于遵守和执法，且不存在适用范围过宽或过窄问题。除了对典型操纵证券市场行为和可被责难的金融市场基准操纵具有解释力，该说还能为“浑水式”做空交易及短期套利的合法性提供理论支持，并对于连续交易、频繁或大量下单并撤单、“兜底式增持”及判断上市公司信息控制等行为的合法与否提供依据。

关键词：操纵证券市场 理论基础 价格失真 流动性降低 市场效率减损说

### 一、问题的提出

操纵证券市场与证券市场的兴起和发展如影随形，同操纵行为的斗智斗勇，也贯穿于整部证券执法历史。<sup>〔1〕</sup>虽然世界主要发达经济体都通过立法的方式禁止任何人操纵证券市场，<sup>〔2〕</sup>然而就

\* 樊健，上海财经大学法学院副教授。

本文为上海市哲学社会科学规划课题“我国证券市场信息型操纵民事责任研究”（2018BFX005）的阶段性成果，同时也获得了上海财经大学法学院“互联网与大数据法治问题研究”项目的资助。

〔1〕 See Jerry W. Markham, *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, Routledge, 2014, pp. 9 - 32.

〔2〕 例如，我国《证券法》第 55 条、美国《证券交易法》第 9 条、欧盟《禁止滥用市场指令》（2014 年修订）第 12 条、日本《金融商品交易法》第 159 条、我国台湾地区“证券交易法”第 155 条。

禁止操纵证券市场的理论基础是什么，学界和实务界并没有形成一致的看法。<sup>〔3〕</sup>少数著名学者甚至质疑法律禁止操纵证券市场的正当性。<sup>〔4〕</sup>因此，操纵证券市场是证券法中最具争议的概念。<sup>〔5〕</sup>

由于法律无法对所有操纵证券市场行为作出明确和细致的规定，立法空白在所难免。因此，需要根据禁止操纵证券市场的基础理论来应对新情况和具体化构成要件，从而有助于证券市场的稳定性和吸引力。<sup>〔6〕</sup>

首先，就证券市场参与者而言，由于其无法明确地预判行为的边界，要么因为害怕动辄得咎，而错失获利丰厚的合法交易机会，要么抱有侥幸心理，游走于“灰色地带”，最终可能受到法律的严厉制裁。<sup>〔7〕</sup>

其次，就法院裁判和证监会行政执法而言，有时会面临法律依据不足或说理不充分的问题。例如，在《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》（以下简称《司法解释》）<sup>〔8〕</sup>和2019年修订的《证券法》生效之前，法院就“抢帽子”交易是否构成操纵证券市场存有相当大的争议。<sup>〔9〕</sup>又如，在“任子良操纵证券市场案”中，任子良的抗辩理由之一就是“法律、法规、规章尚未对《证券法》第七十七条第一款第（四）项（即现行《证券法》第五十五条第一款第八项）作出解释，该规定不能作为处罚的依据。证监会、交易所对操纵案件宣传不够，当事人不知道相关行为构成操纵”<sup>〔10〕</sup>。该案中，证监会没有明确指出“以其他手段操纵证券市场”与《证券法》所具体列举的操纵证券市场行为之间的共同点是什么。在没有明确理论基础的情况下，被告或者行政相对人仅能从法院裁判和证监会行政处罚的个案中，总结“以其他手段操纵证券市场”的类型。这种“类推适用”的方法遇到新型案

• 525 •

〔3〕 See Tālis J. Putniņš, Market Manipulation: A Survey, 26 *J. Econ. Survs.*, 952 (2012); Albert S. Kyle, S. Viswanathan, How to Define Illegal Price Manipulation, 98 *Am. Econ. Rev.*, 274 (2008).

〔4〕 See Daniel R. Fischel, David J. Ross, Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Markets, 105 *Harv. L. Rev.*, 503 (1991); Omri Yadin, Is Stock Manipulation Bad-Questioning the Conventional Wisdom with Evidence from the Israeli Experience, 2 *Theoretical Inq. L.*, 839 (2001).

〔5〕 See Merritt B. Fox et al., Stock Market Manipulation and Its Regulation, 35 *Yale J. on Reg.*, 67, 70 (2018).

〔6〕 《证券法》第55条第1款规定：“禁止任何人以下列手段操纵证券市场，影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量：（一）单独或者通过合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖；（二）与他人串通，以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易；（三）在自己实际控制的账户之间进行证券交易；（四）不以成交为目的，频繁或者大量申报并撤销申报；（五）利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者进行证券交易；（六）对证券、发行人公开作出评价、预测或者投资建议，并进行反向证券交易；（七）利用在其他相关市场的活动操纵证券市场；（八）操纵证券市场的其他手段。”显然，本规定无法涵盖所有的操纵证券市场行为，例如上市公司通过控制信息披露的时间和节奏来操纵证券市场。并且，具体操纵行为的构成要件也不明确，例如短期套利与短线操纵的区别。

〔7〕 例如，在“谢风华等操纵证券市场案”中，谢风华一直宣称自己的行为属于合法的“市值管理”而非操纵证券市场。参见《中国证监会市场禁入决定书（谢风华）》（〔2017〕20号）；缪因知：《利用信息优势操纵市场之执法案例解析》，载《金融法苑》2020年第1期。

〔8〕 根据《司法解释》第1条第2项的规定，“抢帽子”交易是指行为人“通过对证券及其发行人、上市公司、期货交易标的公开作出评价、预测或者投资建议，误导投资者作出投资决策，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量，并进行与其评价、预测、投资建议方向相反的证券交易或者相关期货交易”。

〔9〕 参见范军利：《激辩“抢帽子”交易 汪建中案凸显立法空白》，载 <http://china.caixin.com/2010-10-29/100193418.html>，最后访问时间：2020年1月20日；王崇青：《“抢帽子”交易的刑法性质探析——以汪建中操纵证券市场案为视角》，载《政治与法律》2011年第1期。

〔10〕 《中国证监会行政处罚决定书（任良成）》（〔2015〕85号）。



件就会“力有不逮”。

最后,就某些看似构成操纵证券市场的交易行为,法律法规却并不认定为违法,例如超额配售选择权、<sup>[11]</sup>上市公司回购股份、<sup>[12]</sup>股市异常波动期间的“救市安排”<sup>[13]</sup>以及上市公司的股价稳定预案<sup>[14]</sup>等。那么这些合法“操纵证券市场”行为的合法理由究竟在哪里?探究前述交易行为的合法性基础,不仅能够正当化这些行为,还能回答我国证券实务中的新问题,例如“兜底式增持”是否构成操纵证券市场。<sup>[15]</sup>

总之,如果缺乏对于禁止操纵证券市场理论基础的共识,那么市场参与者、裁判者以及监管者等就难以适应如今不断高科技化、复杂化的证券市场。<sup>[16]</sup>

本文拟从法律和金融两个角度,尤其是金融市场微观结构(market microstructure),<sup>[17]</sup>来探究禁止操纵证券市场的理论基础。在此基础上,研究如何准确地区分合法的证券市场交易行为与非法的操纵证券市场行为,以期市场参与者、裁判者及监管者在遇到疑难情形时,提供充分的理论支撑。

## 二、禁止操纵证券市场的诸多理论及其局限

我国《证券法》第55条规定了操纵证券市场行为人的主观要件,即行为人需要有影响证券交易价格或者交易量的主观意图,缺乏该意图则不构成操纵证券市场。仅仅有操纵的意图,但行为人的行为缺乏可被责难的原因,同样也不构成操纵证券市场。<sup>[18]</sup>证监会制定的《中国证券监督管理委员会证券市场操纵行为认定指引(试行)》(现已失效)(以下简称《原指引》)第2条曾规定:“本指引所称证券市场操纵行为,是指行为人以不正当手段,影响证券交易价格或者证券交易量,扰乱证券市场秩序的行为。”其中所谓的不正当手段与可被责难的原因相近。然而,

[11] 按照证监会颁布的《超额配售选择权试点意见》,超额配售选择权是指发行人授予主承销商的一项选择权,获此授权的主承销商按同一发行价格超额发售不超过包销数额15%的股份,即主承销商按不超过包销数额115%的股份向投资者发售。在本次增发包销部分的股票上市之日起30日内,主承销商有权根据市场情况选择从集中竞价交易市场购买发行人股票,或者要求发行人增发股票,分配给对此超额发售部分提出认购申请的投资者。该制度的主要目的是为了稳定新股的交易价格。

[12] 根据《公司法》第142条第1款第6项规定,上市公司不得收购本公司股份,但是,上市公司为维护公司价值及股东权益所必需的除外。

[13] 参见吴月霞:《国家队救市清单:1.2万亿买入1365股,浮亏2100亿》,载[https://www.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_1391161](https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_1391161),最后访问时间:2020年2月10日。

[14] 《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》第2条第1款第2项规定:“发行人及其控股股东、公司董事及高级管理人员应在公开募集及上市文件中提出上市后三年内公司股价低于每股净资产时稳定公司股价的预案,预案应包括启动股价稳定措施的具体条件、可能采取的具体措施等。具体措施可以包括发行人回购公司股票,控股股东、公司董事、高级管理人员增持公司股票等。上述人员在启动股价稳定措施时应提前公告具体实施方案。”

[15] 参见任明杰:《“兜底式增持”受追捧是否涉嫌操纵股价存争议》,载《中国证券报》2017年6月7日,转引自<https://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/2017-06-07/doc-ifyfuvpm7707545.shtml>,最后访问时间:2020年2月12日。

[16] 参见中国证监会“中国资本市场操纵行为发展趋势及监管执法对策研究”课题组:《中国资本市场操纵行为监管对策》,载《理论动态》2013年第29期;Tom C. W. Lin, The New Market Manipulation, 66 Emory L. J., 1253 (2017).

[17] 金融市场微观结构是金融经济学的一个分支,主要研究证券交易与市场结构的关系,相关研究可参见Larry Harris, Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners, Oxford University Press, 2003.

[18] See Gina-Gail S. Fletcher, Legitimate Yet Manipulative: The Conundrum of Open-Market Manipulation, 68 Duck L. J., 479, 496 (2018).

究竟什么才是可被责难的原因则成为判断操纵证券市场的首要难题。实务界和学界关于禁止操纵证券市场理论基础的分歧，也正是存在于这一点上。

本部分接下来依次分析我国四种关于操纵证券市场可被责难的理由或禁止操纵证券市场的理论基础，即“欺诈投资者说”“破坏市场机制说”“滥用优势地位说”及“剥夺公平交易机会说”，亦将指出这些理论所存在的局限性。

### （一）欺诈投资者说

该理论认为，操纵证券市场的本质是该行为欺诈或误导了投资者，因此为了保护投资者利益，法律禁止操纵证券市场。该理论为我国诸多学者所赞同，居于主流地位。例如，有学者认为：“关于操纵的本质，存在多种见解……‘欺诈说’认为其本质特征在于制造虚伪的市场行情从而诱使投资者在对行情误解的情况下做出错误的投资决定。”<sup>〔19〕</sup> 还有学者认为：“操纵证券市场，指为谋取证券相关利益，故意诱使他人对证券投资价值产生错误判断而实施交易的行为。主流观点将操纵市场视为证券欺诈行为的一种。”<sup>〔20〕</sup> 该学者进一步解释道：“多数操纵在根本上是通过诱导他人交易来实现非法牟利目的，而其他他人被诱导交易是由于被欺诈，即对交易价量产生误判，而非屈服于操纵人的市场力量。操纵引发的市场波动、秩序混乱是大量投资者被欺诈的后果。”<sup>〔21〕</sup> 有法院也认为：“操纵市场本质上是一种证券欺诈行为，其目的是以异常的交易行为，影响市场价格，制造交易假象，诱导或致使其他投资者在不了解真实的情况下作出证券投资……”<sup>〔22〕</sup> 境外有不少学者和实务裁判也持有类似观点。<sup>〔23〕</sup>

确实，针对典型的操纵证券市场行为，例如洗售交易或蛊惑交易等，该理论具有极强的说服力。因为操纵行为人主观上希望投资者因操纵行为对证券的交易价格或交易量产生错误判断，从而跟进买入，<sup>〔24〕</sup> 当证券价格达到操纵行为人所预想的水平时，其再卖出获利。操纵行为人要达成操纵目的，必须集合受到欺诈投资者的集体力量，方能形成“水涨船高”的局面，好让行为人在“退潮”之前安全撤离。<sup>〔25〕</sup>

但该理论无法解释以下一些构成操纵证券市场的行为，即操纵行为人仅凭自身的资金优势等便可达成操纵的结果，此时其提高证券价格的行为无需其他投资者的参与。这种行为在金融市场基准操纵（financial benchmark manipulation）<sup>〔26〕</sup> 中较为常见，尤其是操纵行为人进行尾盘操

• 527 •

〔19〕 汤欣、高海涛：《操纵市场行政处罚案例全景观察》，载《证券法苑》第18卷，法律出版社2016年版，第39页。

〔20〕 缪因知：《信息型操纵市场行为执法标准研究》，载《清华法学》2019年第6期，第161页。

〔21〕 前引〔20〕，缪因知文，第161页。

〔22〕 “薛文聪等与中国证券监督管理委员会行政处罚上诉案”，北京市高级人民法院（2019）京行终1928号行政判决书。

〔23〕 参见赖英照：《最新证券交易法解析》，作者自刊2020年版，第510页；Steve Thel, \$850000 in Six Minutes-The Mechanics of Securities Manipulation, 79 *Cornell L. Rev.*, 219 (1994); Santa Fe Indus., Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977).

〔24〕 因为“一般散户观念，当一股票成交量放大，且股价逐渐上升，表示有市场主力介入，股价容易上涨，散户投资者通常愿意买进、追高。因此，为吸引散户投资人，炒作者必须藉冲洗买卖制造活络现象”。吴光明：《证券交易法论》，三民书局2019年版，第355页。

〔25〕 例如，“沈昌宇操纵证券市场案”，《中国证监会行政处罚决定书（沈昌宇）》（〔2010〕31号）。

〔26〕 美国学者称这种操纵行为是有外部利益的公开市场操纵（open market manipulation with an external interest）（参见前引〔5〕，Fox等文，第75页），或者以合约为基础的操纵（contract-based manipulations）（参见前引〔4〕，Fischel、Ross文，第523页）。关于金融市场基准操纵，参见Andrew Verstein, Benchmark Manipulation, 56 *B.C.L. Rev.*, 215 (2015)。

纵,以避免被平仓、<sup>[27]</sup> 高价减持<sup>[28]</sup>或者获得较高的股权激励薪酬等。例如,就股权激励中的操纵证券市场行为,操纵行为人的获利公式是:(行权时的股票价格-行权价格)×可行权的数量。其中,行权价格和可行权数量固定,因此行权时股价越高,行权人获利也就越丰厚。如果操纵行为人仅凭自身的资金实力就抬高了股价,那么其并未通过买进股票后再卖出的交易行为来欺诈投资者,也不具备诱骗其他投资者跟进买入股票的故意,<sup>[29]</sup> 所以该操纵行为很难被认定为欺诈。<sup>[30]</sup> 事实上,真正受到欺诈的是授予期权的上市公司,而上市公司在此处显然不是投资者。

总之,虽然“欺诈投资者说”具有较高的说服力,但当操纵行为人并不具备欺诈投资者的故意时,则会暴露该说在理论上说服力的不足。正如有学者所指出:“操纵行为的成立,不以欺罔为构成要件。如硬将欺罔因素作为操纵行为之构成要件,则将限缩禁止操纵证券市场之规定的适用范围,而无法达到维护自由市场秩序之目的。”<sup>[31]</sup>

## (二) 破坏市场机制说

有学者认为:“在正常供求关系基础上形成的证券价格可以正确引导资本的流向,从而实现资源的合理配置。而市场操纵行为通过有意抬抬或打压特定证券价格,人为影响证券市场的供求关系,使证券价格与公司的经营状况脱离,操纵者便在人为造成的证券价格异常波动中误导资金流向,导致资源错配……在这个意义上说,市场操纵行为破坏了资本市场的有效价格机制,阻碍了资本市场资源配置功能的有效发挥……”<sup>[32]</sup> 有学者也认为:“在操纵证券市场行为中,行为人利用资金、持股和信息等优势人为地改变市场供求关系,影响证券市场价格和交易量,阻碍了资本的自由流动。”<sup>[33]</sup> 有法院同样认为:“操纵证券市场的行为主要是通过对相关信息进行积极的‘虚构’或消极的‘隐瞒’,非正常地影响证券的价格和量,阻碍价格真实形成,进而侵犯证券交易市场的正常运行机制和投资者的合法权益。”<sup>[34]</sup> 因此,禁止操纵证券市场的主要理由在于防止市场机制被破坏或经由自然供需关系而形成证券价格的机制(fundamental forces of supply and demand)被破坏。<sup>[35]</sup> 该学说具有一定的道理,通常情况下,在操纵证券市场中,操纵行为人的

• 528 •

[27] 例如,在“穗富投资操纵证券市场案”中,穗富投资辩称其“账户组买入6支股票是在发生史上罕见股灾背景下,为防止部分产品‘爆仓’而采取的维护产品净值进而维护投资者利益的行为,不存在通过抬高交易价格或制造交易实际或表面活跃的假象以‘诱使他人买卖’的主观恶意,不具有欺诈性”。《中国证监会行政处罚决定书(广州穗富投资管理有限公司、易向军、周岭松等4名责任人员)》([2016] 77号)。

[28] 例如,“新理益集团等操纵证券市场案”,《中国证监会行政处罚决定书(新理益集团、刘益谦、薛飞)》([2011] 44号)。

[29] 一般认为,行为人构成欺诈行为的前提条件是,其具有故意诱使受欺诈人作出错误意思表示的故意,“所谓诈欺,系欲相对人陷于错误,故意示之不实之事,令其因错误而为意思表示。……亦即诈欺之人明知其表示系属不实,或故意隐匿事实,而意图引起表意人据此作成错误的表示”。陈聪富:《民法总则》,元照出版公司2019年版,第335页。在此类操纵市场行为中,行为人并无诱使对方投资者作出错误意思表示的故意。

[30] 参见前引[24],吴光明书,第361-362页;张益辅:《“证券交易法”第一百五十五条第一项第四款“连续交易”操纵行为之探讨》,载《证交资料》第600期,第66页。

[31] 张进德:《证券交易法》,元照出版有限公司2018年版,第371页。

[32] 前引[16],中国证监会“中国资本市场操纵行为发展趋势及监管执法对策研究”课题组文,第2页。

[33] 郑佳宁:《操纵证券市场行为法律认定标准的实证研究与再审视》,载《政法论坛》2016年第5期,第101页;前引[24],吴光明书,第348页。

[34] “谢风华与中国证券监督管理委员会行政处罚行政责任纠纷案”,北京市第一中级人民法院(2018)京01行初78号行政判决书。

[35] See Charles Mills, Karen Dildei, The Necessity of Price Artificiality in Manipulation and Attempted Manipulation Claims, 37 Futures and Derivatives Law Report, 1 (2017).

介入（不论是通过交易还是通过传播虚假信息）致使市场自由竞争机制无法实现。但该学说的局限性也非常明显。

其一，由于证券市场本身就是由人所组成的市场，因此从广义上说，任何人力的介入都有可能引发证券供求关系变化，进而引发市场的波动。因此，如果采用此观点，合法的交易行为与违法的操纵证券市场行为之间的界限将变得非常模糊，<sup>〔36〕</sup>使市场参与者动辄得咎，反而会损害证券市场的健康发展。例如，短期套利交易者，其在短期内连续买入股票，等股价上涨至其预期水平，便卖出股票以获利。其行为显然改变了该只股票的供求关系，但由于短期套利交易者的交易行为是基于上市公司基本面的分析而做出的投资决策，并非为了操纵证券市场，其行为与所谓的短线操纵有别。<sup>〔37〕</sup>

其二，有法院认为：“《证券法》第七十七条第一款前三项列举的三种典型操纵证券市场行为，不论是利用资金优势、信息优势或者持股优势，其实质均是人为地以各种不正常手段制造证券行情，使得证券市场供需关系无法正常发挥自动调节作用，最终影响证券交易价格或者证券交易量，扰乱证券市场秩序。”<sup>〔38〕</sup>然而，在上市公司回购股份和股市异常波动时的“救市安排”等场合，交易者都是通过自身的资金优势和持股优势等，来人为地干预证券的交易价格或者交易量，而前述行为是被法律所许可的，并不构成操纵证券市场。

因此，“破坏市场机制说”会造成适用范围过宽的问题，不能很好地区分合法的交易行为与非法的操纵证券市场行为，给市场参与者带来所谓“寒蝉效应”，损害证券市场的健康发展。

### （三）滥用优势地位说

在典型的操纵证券市场行为中，相比于一般投资者，操纵行为人通常具有资金或持股优势等，因此其通过这些优势地位来影响证券价格被认为是滥用了其优势地位或者是市场力量。<sup>〔39〕</sup>有学者认为：“正是因为实施操纵行为的交易者拥有其他交易者不具备的优势，包括资金优势、持股优势，在人工智能时代，部分交易者甚至还拥有速度优势、智能优势等，而这部分交易者完全可以通过滥用这些优势，形成对证券、期货市场的控制。”<sup>〔40〕</sup>有法院也认为：“操纵市场的违法行为人通常利用自身优势，采取不正当的手段，操纵或影响证券市场的价格。这种行为会导致市场机制失灵，侵害投资者的合法权益。”<sup>〔41〕</sup>因此，禁止操纵证券市场就是为了防止行为人滥用其优势地位。该理论针对交易型操纵市场具有一定的说服力。在一般情况下，通过交易行为来操纵市场需要耗费大量的资金成本，并且在一定时间段里面，操纵行为人在购买量、申报量以及持股比例等方面占有较大比例，具有优势地位。<sup>〔42〕</sup>

〔36〕 参见前引〔4〕，Fischel、Ross文，第507页。

〔37〕 参见蔡奕：《证券市场短线操纵的界定与规制法律难点分析》，载《金融服务法评论》2011年第1期。

〔38〕 “阮克荣与中国证券监督管理委员会行政处罚纠纷案”，北京市西城区人民法院（2018）京0102行初262号行政判决书。

〔39〕 “2017年2月7日至2月17日期间的9个交易日中，北八道公司实际控制的账户组持仓量、资金量均较一般投资者具有显著优势，期间申买量、申卖量、成交量、成交额均明显高于一般投资者。”“北八道集团有限公司与中国证券监督管理委员会行政处罚责任上诉案”，北京市高级人民法院（2019）京行终4208号行政判决书。

〔40〕 刘宪权、林雨佳：《操纵证券、期货市场犯罪的本质与认定》，载《国家检察官学院学报》2018年第4期，第114-115页；刘宪权：《操纵证券、期货市场罪司法解释的法理解读》，载《法商研究》2020年第1期，第5页。

〔41〕 “谢一峰与中国证券监督管理委员会行政责任纠纷案”，北京市第一中级人民法院（2019）京01行初387号行政判决书。

〔42〕 例如，“黄信铭等操纵证券市场案”，《中国证监会行政处罚决定书（黄信铭、谢冠华、陈国因等6名责任人员）》（〔2016〕61号）。



但该理论无法解释以下一些操纵证券市场行为。首先,针对信息型操纵证券市场行为,尤其是蛊惑交易等操纵行为,操纵行为人显然并不具有信息或资金方面的优势地位,但也可能会引起证券价格或交易量的变化。<sup>[43]</sup>其次,在虚假申报、短线操纵等场合,不少操纵行为人只是普通投资者,很难说其具有资金优势或持股优势。最后,在上市公司回购股份等场合,上市公司自身显然具有资金和信息方面的优势地位,但是其行为并不构成操纵证券市场。

#### (四) 剥夺公平交易机会说

该说与前说有些类似,只不过是从其他投资者的角度出发。由于其他投资者没有操纵行为人所具有的优势地位,如果不禁止操纵行为人利用其优势地位操纵市场,那么显然对其他投资者而言并不公平,有违“三公原则”。而这些受到不公平对待的投资者因而可能会用脚投票,离开证券市场,这样将极大地减少证券市场的资金来源和流动性。<sup>[44]</sup>因此,禁止操纵证券市场的理由在于保护广大普通投资者的公平交易机会。该说也有一定道理。确实,如果普通投资者知道自己在和操纵行为人进行交易,其交易的意愿就会降低。

但该说除了与“防止滥用优势地位说”存在相同的局限外,还存在适用范围过宽(over-inclusive)和过窄(under-inclusive)的问题。就前者而言,该理论同样适用于禁止内幕交易<sup>[45]</sup>和确保信息披露的公平性等场合,因此其对解释禁止操纵证券市场缺乏针对性。就后者而言,其不能解释“兜底式增持”是否构成操纵证券市场,因为该行为并未产生不公平交易的问题。

综上所述,虽然前述四种学说都有一定的合理性和说服力,但也存在着无法解释某些证券市场实务问题的局限性。显然,这些学说无法为到底什么是操纵证券市场可被责难的原因提供统一化与合理化的解释。因此,只有回到证券市场本身,或许才可能找到令人满意的答案。

### 三、“市场效率减损说”作为禁止操纵证券市场的理论基础

#### (一) 证券市场功能及其实现

按照福克斯(Fox)教授等学者的观点,证券市场<sup>[46]</sup>的功能主要体现在以下几个方面:其一,上市公司管理层能够更好地使用现存的资源,最大化其产出(use of existing productive capacity);其二,资本的分配(capital allocation),将宝贵的资源分配到产生最大效用的地方;其三,资源的跨期限分配(allocation of resources over time);其四,风险的分配(risk allocation)。<sup>[47]</sup>

[43] 参见汤欣、高海涛:《证券市场操纵行为认定研究》,载《当代法学》2016年第4期。

[44] 参见前引[18], Fletcher文,第492-493页;前引[24],吴光明书,第349页。

[45] 我国禁止内幕交易的主要理论基础就是公平信息理论(equal access to information)。参见吕成龙:《谁在偷偷地看牌?——中国证监会内幕交易执法的窘境与规范检讨》,载《清华法学》2017年第4期。

[46] 我国绝大多数操纵证券市场行为发生在交易市场。参见前引[43],汤欣、高海涛文。但是,在定向增发等场合,操纵行为人通过操纵交易市场价格来锁定或者抬高定增发行价的案件也有发生,例如《中国证监会行政处罚决定书(浙江恒逸集团有限公司、楼翔)》(〔2014〕41号)。相关讨论,参见Stephen J. Choi, A. C. Pritchard, Should Issuers Be on the Hook for Laddering—An Empirical Analysis of the IPO Market Manipulation Litigation, 73 U. Cin. L. Rev., 179 (2004)。

[47] See Merritt B. Fox et al., *The New Stock Market: Law, Economics and Policy*, Columbia University Press, 2019, pp. 33-58.

也有学者认为，证券市场的核心功能是资本或资源的分配。<sup>〔48〕</sup>

证券市场上述功能的实现主要取决于两个条件：证券价格的真实性（accurate price）和充足的流动性（high liquid trading），两者结合起来即构成一个有效市场（efficient market）。<sup>〔49〕</sup>“根本上讲，资本市场质量的高低取决于其功能能否充分发挥，特别是存量与增量资源配置的效率以及证券定价的效率，因而市场效率（market efficiency）是评估市场质量的重要维度。”<sup>〔50〕</sup>

### 1. 价格的真实性

所谓价格的真实性是指当前的证券价格能够反映（或尽可能）反映发行人的基本面（fundamental value）或内在价值（intrinsic value）。所谓基本面是指证券持有人未来所能获得的现金流（cash flow）。<sup>〔51〕</sup>随着影响现金流状况信息的不断变化，证券价格也随之发生波动。证券价格除了受制于发行人的基本面，还受供需关系、市场行业等因素的影响，但这些因素对于证券价格的影响是短期的。因此，最终决定证券价格的长期性和根本性的因素仍为发行人的基本面。

理想状态下，在任何一个时刻，证券价格都应当真实地反映其基本面。但实际上，证券价格或多或少总是与基本面存在一定的偏离。如果这种偏离是随机的话，那么并不影响以证券价格作为反映发行人基本面的指标。实务中，常用  $R^2$  来测算证券价格的准确性。 $R^2$  越低，则表示证券价格越准确。<sup>〔52〕</sup>

通常而言，只有信息投资者（例如私募基金、证券公司自营部门等）才会对影响现金流的信息进行收集、核实、定性、定价与交易，而其他类型的投资者，例如组合投资者（例如被动型共同基金）并不关心影响现金流信息的变化，而噪音投资者（例如绝大多数普通投资者）则基于他人推荐、小道信息等做出决策，一般也不关心（亦无力关心）影响现金流的信息。信息投资者通过充分地利用公开和未公开的影响现金流的信息，来买进被低估的证券或者卖出被高估的证券，在获得巨额收益的情况下，促进了证券价格对于发行人基本面的回归。如果信息投资者需要耗费大量成本去获得和核实信息，或需要付出大量成本才能完成交易，则其要么不愿意再从事这样的信息套利交易，要么通过其他方式来弥补所支付的巨额成本（如提高管理费或者买卖差价等）。<sup>〔53〕</sup>

### 2. 充足的流动性

流动性是指在一定时间内完成交易所需要的时间或成本，或寻找一个理想的价格所需要的时间或成本。<sup>〔54〕</sup>适度的流动性能够促进市场交易，提高市场效率，降低融资成本。<sup>〔55〕</sup>

〔48〕 See Benjamin P. Edwards, Conflicts & Capital Allocation, 78 *Ohio St. L.J.*, 181 (2017); Charles K. Whitehead, Reframing Financial Regulation, 90 *B.U.L.Rev.*, 1, 35 (2010).

〔49〕 See Zohar Goshen, Gideon Parchomovsky, The Essential Role of Securities Regulation, 55 *Duke L.J.*, 711, 720 (2006).

〔50〕 李志辉、王近：《中国股票市场操纵对市场效率的影响研究》，载《南开经济研究》2018年第2期，第57页。

〔51〕 参见杨朝晖主编：《证券投资分析》，格致出版社2018年版，第36页。

〔52〕 See Merritt B. Fox, Measuring Share Price Accuracy, 1 *Berkeley Bus. L.J.*, 113, 114 (2004).

〔53〕 参见前引〔49〕，Goshen、Parchomovsky文，第726-732页。

〔54〕 See Douglas J. Elliott, Market Liquidity: A Primer, p. 3, available at <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/Market-Liquidity.pdf>, last Visited on Jan. 20, 2020.

〔55〕 参见张峥等：《中国股市流动性间接指标的检验——基于买卖价差的实证分析》，载《经济学》2013年第1期。

一般而言,上述成本主要包括显性成本和隐性成本两部分,其中显性成本主要包括佣金和印花税等费用,而隐性成本主要包括买卖价差(bid-ask spread)、换手率(exchange frequency)、市场冲击成本(market-impact costs)和延迟与搜寻成本(delay and search costs)。<sup>[56]</sup>其中买卖价差是隐性交易成本中的重要组成部分,是衡量证券市场流动性的直接指标,<sup>[57]</sup>证券买卖价差越小,则说明流动性越充足。

证券价格越真实,投资者核实信息等成本将越小,相应的价格套利机会和买卖价差也将越小,因此市场流动性将提升。随着市场流动性的提升,证券买卖价差逐步缩小,反过来又助于真实价格的发现。由此可见,价格的真实性与充足的流动性之间是相辅相成、互相促进的关系。<sup>[58]</sup>

### 3. 价格的真实性与充足的流动性如何实现证券市场功能:以资本的分配为例

将社会资本分配于最能被有效利用的公司,其效用就能得到最大的体现,整个国民经济将因此受益。如果证券价格能够真实反映发行人未来的现金流,那么那些未来现金流充沛的发行人就能获得更多的资本。反之,如果证券价格不能真实反映未来的现金流,那么资本可能被错误地分配,被分配到不能产生最大效益的地方,整体而言则是资本的浪费。充足的流动性,使得社会资本能够以更低的成本(买卖差价、交易成本等)进行分配。相反,如果流动性不充足,则资源分配的成本会提高。因此,价格的真实性和充足的流动性能够实现证券市场的重要功能,即资本的有效配置。<sup>[59]</sup>

## (二) 操纵证券市场可被责难的原因:价格失真与流动性降低

### 1. 价格失真

操纵证券市场最明显的一个后果是,“致使相关证券的价格走势明显偏离发行人基本面的情况”<sup>[60]</sup>。不论通过什么方式,操纵证券市场行为都是将错误的信息反映到了证券价格上,扭曲了证券价格,释放了虚假的市场信号,最终使证券价格不能真实地反映基本面。<sup>[61]</sup>有学者也认为,操纵证券市场的结果是导致产生没有支撑的价格压力(exercising unsupported price pressure),<sup>[62]</sup>事实上也即造成证券价格失真。“操纵市场之行为人不论是直接向市场散布流言或不实资料,还是透过相对委托或冲洗买卖而向市场散布交易数量之不实资讯,乃至藉由连续买卖(连续交易)散布交易价格之不实资讯,皆有害于特定有价证券真实价格之形成,损及证券市场之健全发展。”<sup>[63]</sup>

证券价格一旦失真,上市公司、投资者以及其他证券市场参与者(例如融资融券中的证券公司)等无法再以证券价格作为发行新股、确定行权价格、投资公司或者确定股权质押合同核心条款

[56] 参见前引[55],张峥等文。

[57] 参见前引[54],Elliott文,第3页。

[58] 参见前引[5],Fox等文,第86页;Yakov Amihud et al., Liquidity and Asset Prices, available at <http://pages.stern.nyu.edu/~lpederse/papers/LiquidityAssetPricing.pdf>, last visited on Jan. 20, 2020.

[59] See Merritt B. Fox et al., Law, Share Price Accuracy, and Economic Performance: The New Evidence, 102 Mich. L. Rev., 331 (2003).

[60] 《原指引》第14条第3款第4项。

[61] 参见证监会:《2018年证监会行政处罚情况综述》。

[62] See Maithijs Nelemans, Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 Val. U. L. Rev., 1169 (2008).

[63] 王志诚等:《实用证券交易法》,新学林出版股份有限公司2018年版,第522页。

的参数。如此一来，证券市场资源配置的重要功能也将消失殆尽。<sup>〔64〕</sup>此外，作为操纵行为人的重要交易对手方，信息投资者将耗费大量的时间和资金成本去核实证券价格发生波动的真实原因，以避免受到操纵行为的损害。因此，信息投资者做出投资决策的时间会延长，并且其会通过扩大买卖差价等方式来弥补这些成本，尤其是在做市商交易的情况下，<sup>〔65〕</sup>从而又降低了市场的流动性<sup>〔66〕</sup>。

## 2. 流动性降低

操纵证券市场的另一后果是，扩大了证券买卖价差，延长了投资者尤其是信息投资者的交易时间和成本，加剧了证券市场的波动性，从而降低了市场的流动性。

操纵行为人往往会以高于当前市场价格的报价买入证券，或以低于当前市场价格的报价卖出证券，从而确保其实现控制证券价格的目的。等操纵行为一结束，操纵行为人获利离场，由于缺乏基本面支持，证券价格即持续下跌。<sup>〔67〕</sup>该行为不仅会导致证券价格失真，证券波动性加剧（证券的波动性越大，价格也就越失真），也势必会导致该证券买卖价差的扩大，进而降低该证券的流动性。相反，在合法的交易行为中，由于交易行为使得证券价格更能真实地反映其基本面，所以交易结束之后，证券价格一般会保持平稳，不会下跌。有学者研究了尾盘操纵后认为：“操纵行为可能通过两个渠道对市场效率产生影响：一是通过加剧市场波动导致相对有效价差扩大，从而在一定程度上佐证了‘操纵行为—加剧市场波动—降低订单非执行风险—投资者报价策略趋于保守—价差扩大及交易成本上升’的作用渠道。二是通过降低市场交易活跃度导致相对有效价差扩大，这意味着操纵行为由于破坏了市场公正，侵害绝大多数投资者的合法权益，从而恶化投资者信心，降低其参与市场交易的意愿。此时，市场总体的交易活跃程度可能会有所减弱，并促使市场流动性降低和交易成本上升。”<sup>〔68〕</sup>事实上，如果操纵行为时间不长（例如短线操纵），其对流动性的损害要远大于对价格的扭曲。<sup>〔69〕</sup>

总之，“操纵行为不仅影响了证券市场的价格发现功能，而且增加了交易成本，并导致市场有效性降低，从而损害了广大投资者的利益”<sup>〔70〕</sup>。

### （三）禁止操纵证券市场的基础理论：“市场效率减损说”

禁止操纵证券市场的理由在于该行为致使证券价格失真，市场流动性降低，进而减损了证券市场的效率，本文称之为“市场效率减损说”。因此，判断一种交易行为，究竟属于违法的操纵证券市场行为，抑或属于合法的正当交易行为，主要标准为是否减损市场效率，也即是否使证券价格失真和流动性降低。诚如有学者所言：“反操纵条款设置之目的，在于保护效率资本市场机制的正常运作，使资本市场有限的资金，获得最有效率与最适当之配置。倘若操纵行为之结果，有助于资源有效率的配置，进而健全效率资本市场机制，则反操纵条款应无理由，对于该操纵行

〔64〕 See Marcel Kahan, Securities Laws and the Social Costs of Inaccurate Stock Prices, 41 *Duke L. J.*, 977 (1992).

〔65〕 参见萧鑫：《证券做市交易与市场操纵的界分》，载《比较法研究》2019年第1期。

〔66〕 参见前引〔49〕，Goshen、Parchomovsky文，第741-743页。

〔67〕 例如，“陈贇操纵证券市场案”，《中国证监会行政处罚决定书（陈贇）》（〔2016〕69号）；Rajesh K. Aggarwal, Guojun Wu, Stock Market Manipulations, 79 *J. Bus.*, 1915, 1917 (2006).

〔68〕 前引〔50〕，李志辉、王近文，第69页。

〔69〕 参见前引〔5〕，Fox等文，第73页。

〔70〕 李梦雨：《中国股票市场操纵行为及预警机制研究》，载《中央财经大学学报》2015年第10期，第41页。



为加以制裁。或者,更精确地说,操纵者若透过操纵行为,向资本市场释放‘真实的’公司消息,而非传达不实讯息者,则该操纵行为应无该当证券诈欺之可能。申言之,吾人之所以容许合法的操纵行为概念,实是因为本文坚信合法的操纵行为,就等同于行为人向资本市场提供完整且正确的信息,符合证券交易法之立法目的。而效率资本市场机制,也因合法操纵行为之介入,使得投资人拥有更完整与更正确的信息,进而使得市场定价机制更为精准,流动性也更为提高。”〔71〕

因此,操纵证券市场的本质不在于欺诈投资者,而是对证券市场本身的欺诈。所以即使有操纵行为人为辩称其并没有欺诈或者诱骗投资者的意图,也不影响其构成操纵证券市场。据此,在民事诉讼中,一旦操纵行为被确定,法院就可以直接依据“欺诈市场理论”来认定因果关系的存在,而无需再去探究操纵证券市场与投资者交易行为之间的因果关系。〔72〕理由在于,对于那些针对操纵证券市场行为人提出民事诉讼的普通投资者而言,操纵市场行为已经减损了市场效率,因此,基于“欺诈市场理论”,这些投资者可以被推定为由于操纵行为而从事了交易并遭受了损失,投资者自身无需证明因为信赖了操纵证券市场行为而从事交易,并遭受损失。

相较于本文第二部分所介绍和分析的诸理论,“市场效率减损说”的优势在于:

#### 1. 理论的统一性

“市场效率减损说”能够为禁止操纵证券市场提供统一的理论基础,而不像现存诸多理论那样,无法对认定某些特定交易行为是否构成操纵证券市场行为提供较为合理的解释。

例如,就上市公司回购股份而言,从形式上看,其符合连续买卖操纵的构成要件,即通过资金和持股优势,连续买卖本公司股份,影响股价。并且,上市公司回购股份的主观意图也在于影响股价。但上市公司回购股份并不构成操纵证券市场,其主要理由在于该行为致使股价偏离基本面的状态得到恢复或使得股价能够更为真实地反映基本面。质言之,有时由于公司内部人与外部投资者之间信息不对称或由于整个证券市场处于非理性下跌状态,此时上市公司的股价并没有真实地反映其基本面,通过上市公司回购股份,能够使失真的价格恢复到真实状态,〔73〕有利于维护上市公司和股东的利益,所以该行为不仅不应该被认为是操纵证券市场,反而应当鼓励。〔74〕当然,如果上市公司股价并未偏离其基本面,上市公司回购股份的主要目的是防止被收购等,则可能构成操纵证券市场。市场异常波动下的救市安排和首次公开发行时的超额配售选择权等都可以依据该理论而被正当化。

又例如,在行为人进行尾盘操纵以避免被平仓或者获得较高的股权激励薪酬等情形下,由于

〔71〕 庄永丞:《论证券价格操纵行为之规范理论基础:从行为人散布流言或不实资料之操纵行为展开》,载《东吴法律学报》2008年第1期,第30页。

〔72〕 参见四川省高级人民法院(2020)川民终1532号民事判决书。该案一审法院认为:“在一个公开有效的证券交易市场中,公司股票的价格是由公司基本面和供求关系所决定的,操纵证券市场行为扭曲了公司基本面或供求关系,前者主要表现为信息型操纵,后者主要表现为价量型操纵。不管是哪种类型的操纵证券市场行为,最终都会导致公司股票价格偏离真实价值,此时的股票价格对投资者而言是不公平的,因信赖该股票价格为公正价格而交易的无辜投资者将因此遭受损失。”

〔73〕 参见前引〔4〕,Fischel、Ross文,第508页。

〔74〕 证监会在《关于支持上市公司回购股份的意见》中规定:“上市公司股价低于其每股净资产的,董事会应当及时了解是否存在对股价可能产生较大影响的重大事件和其他因素,通过多种渠道主动与股东特别是中小股东进行沟通和交流,充分听取股东关于公司是否应实施股份回购等措施的意见和诉求。”证监会认为当公司的股价低于其每股净资产时,其股价可能并没有真实地反映公司的基本面,因此,公司可以考虑通过股份回购的方式来消除股价和基本面的偏离。

操纵行为人仅凭自身的资金实力即可提高股价，因此难以用欺诈投资者来解释其违法性，事实上其也缺乏欺诈投资者的主观故意。唯一能够解释该行为可被责难的理由在于该行为致使股价偏离上市公司基本面，加剧了该股票的波动性，从而减损了市场效率，所以应当被禁止。

## 2. 便于遵守与执法

“市场效率减损说”给出了非常明确的认定交易行为合法与否的标准，因此对行为人来说，其能够较好地明晰交易行为的合法性边界。对于法院和证监会而言，也能在裁判和行政执法时，较为准确地判断某种新型交易行为是否构成操纵证券市场，并给出令人信服的理由。

例如，就“浑水式”做空交易<sup>〔75〕</sup>是否构成操纵证券市场，我国理论界多数持肯定态度，<sup>〔76〕</sup>证监会对此则不置可否<sup>〔77〕</sup>。但按照本文的“市场效率减损说”，由于“浑水式”做空交易提早曝光了虚假陈述行为，使股价及早恢复其真实状态，因此不构成操纵证券市场。<sup>〔78〕</sup>通过“市场效率减损说”为“浑水式”做空交易正名，不仅能够使这些交易者放心大胆地从事该种交易行为，也能够为证监会认可这种行为提供理论支持。

又例如，判断“兜底式增持”行为是操纵证券市场还是合法交易的关键，在于探寻上市公司实控人等号召员工增持的原因为何。是因为公司股价严重被低估而通过增持来使股价恢复真实水平，还是存在其他原因，例如担心股价下跌而致使自己质押的股票被强制平仓。若为前者，则不构成操纵证券市场。对此，我国台湾地区有法院认为：“被告系因他公司之刻意打压，始被迫采取防御行动，对于他公司之‘意图压低柜台交易市场关于顺发公司股票之交易价格，以他人名义，对该有价证券，连续以低价卖出’之行为施以反制，显然系对于外力之侵害，不正常下跌之情况下……可见被告行为之目的不仅不是‘以人为操作因素导致集中市场行情发生异常变动，影响市场秩序’，反而系‘以人为操作因素使得集中交易市场行情正常化，使之不影响市场秩序，以保护一般投资大众’……尚难认被告在主观上是否有抬高集中交易市场上顺发公司股票价格之意图。”<sup>〔79〕</sup>当然，上市公司实际控制人肯定会以股价被严重低估，看好公司未来发展等理由来号召增持，所以本文认为针对这种处于灰色地带的行为，应当要求实控人提交独立的财务意见书，来详细说明上市公司的股价为何被低估。如此方能防止以“兜底式增持”之名，行违法操纵股价之实。

## 3. 不会造成适用范围过宽或者过窄的问题

由于“市场效率减损说”明确了认定是否构成操纵证券市场行为的标准（使得价格失真和流动性降低），因此不会造成适用范围过宽或过窄的问题。

〔75〕“浑水式”做空（short attack）交易，是指“类似浑水公司（Muddy Waters Research）这般不具有证券投资咨询资格的非持牌做空者，于公开媒介传播关于发行人负面信息、同时卖空（或与行动相关人联合卖空）发行人的股票”。宋澜等：《证券市场的“浑水式”做空 境内外实践与监管选择》，载《证券法苑》2020年第3期。

〔76〕参见王彦光：《做空报告监管的“南橘北枳”——论中国信息型操纵市场规则的建立》，载《金融法苑》2020年第2期。

〔77〕参见证监会对北京中能兴业投资咨询公司的回复函；朱宝琛：《证监会再次回复对做空合法性的询问》，载《证券日报》2013年7月18日，转引自 <http://finance.sina.com.cn/360desktop/stock/t/20130718/032916159205.shtml?from=wap>，最后访问时间：2020年4月15日。

〔78〕当然，为了避免误导投资者情况的出现，“浑水式”做空交易者需披露其交易安排。参见谢杰：《市场操纵犯罪司法解释的反思与解构》，载《法学》2020年第1期。

〔79〕前引〔63〕，王志诚等书，第552-553页。

例如,短期套利行为中,短期套利者抓住了短时间内某些证券被高估或低估的情况,通过多次买进再卖出来获益。本文认为,该种行为缩小了买卖价差,增加了市场流动性,并且使得证券价格能更真实地反映其基本面,因此属于合法的交易行为。相反,短线操纵则是使证券价格背离其基本面,扩大了买卖差价,加剧了证券的波动性。<sup>〔80〕</sup>当然,在实务中,两者并不容易区分。<sup>〔81〕</sup>本文认为,区分两者的主要考量因素包括但不限于:主观上是否有影响证券价格的故意、是否有作为交易基础的分析报告、是否利用他人账户交易、是否有其他违法行为配合(例如虚假申报等)<sup>〔82〕</sup>以及交易之后的证券价格走势。一般而言,在短线操纵的情况下,操纵结束后证券价格往往出现明显下跌。<sup>〔83〕</sup>

#### 四、以“市场效率减损说”检视若干交易行为

本部分运用本文所提出的“市场效率减损说”来检视我国《证券法》《司法解释》等所禁止的操纵证券市场行为和实务中若干新型交易行为,分析这些行为被禁止的原因,并指出判断其合法性时需注意的问题,从而印证本说。

##### (一) 肯定会减损市场效率的违法操纵行为

以下几种交易行为,明显会使证券价格失真,市场流动性降低,减损市场效率,因此属于典型的操纵证券市场行为。

##### 1. 约定交易

约定交易,又称对敲或相对委托,是指操纵行为人“与他人串通,以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易”<sup>〔84〕</sup>。该交易行为虽然表面上存在交易,但并没有任何经济上的理由,主要目的在于造成交易活络的假象,使投资者追涨,等证券价格上涨后,操纵行为人再卖出证券获利。该行为使证券价格失真,加剧了证券波动性,减损了市场效率,是典型的违法操纵证券市场行为。

##### 2. 洗售交易

洗售交易,是指操纵行为人并不实际转移证券的所有权,只是“在自己实际控制的账户之间进行证券交易”<sup>〔85〕</sup>。该行为与约定交易类似,并无经济上的正当理由,主要目的是为了造成交易活络的假象,等证券价格上涨后再卖出获利。<sup>〔86〕</sup>该行为使证券价格失真,加剧了证券波动性,

〔80〕 参见前引〔67〕,Aggarwal、Wu文,第1916页;中国证监会监督管理委员会行政处罚委员会编:《证券期货行政处罚案例解析》,法律出版社2019年版,第194-195页。

〔81〕 参见前引〔37〕,蔡奕文。

〔82〕 “从证监会行政处罚的案例看,短线操纵具有综合性特点,行为人多同时采用拉抬或打压、虚假申报、封涨停申报、尾市交易、操纵开盘价或收盘价等手段。在一些短线操纵特征明显的案件中,行为人在几十分钟甚至几分钟内,在连续交易过程中,同时出现了对倒拉抬、虚假申报、影响开盘价、尾市封涨停等情形,借股价的短期波动反向交易牟利。”前引〔43〕,汤欣、高海涛文,第109页。

〔83〕 也可从行为人属性及交易动机、交易前后之状况、交易形态、交易占有率以及违反投资效率值交易判断。参见前引〔63〕,王志诚等书,第539-543页。

〔84〕 《证券法》第55条第1款第2项。

〔85〕 《证券法》第55条第1款第3项。

〔86〕 参见前引〔63〕,王志诚等书,第559页。

减损了市场效率，同样是典型的违法操纵证券市场行为。

### 3. 蛊惑交易

蛊惑交易，是指操纵行为人“利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者进行证券交易”<sup>〔87〕</sup>。该虚假或不确定的重大信息致使证券价格失真，加剧了证券波动性，减损了市场效率，同样是典型的违法操纵证券市场行为。<sup>〔88〕</sup>

### 4. “抢帽子”交易

“抢帽子”交易，是指操纵行为人“对证券、发行人公开作出评价、预测或者投资建议，并进行反向证券交易”<sup>〔89〕</sup>。操纵行为人一般具有特定的身份属性，例如证券分析师等，所以投资者才会听从其推荐等。<sup>〔90〕</sup>操纵行为人反向证券交易的行为即表明其所做出的评价、预测或者建议等，并非其真实的意思表示。换言之，其所做出的评价、预测或者建议等与涉案证券的基本面并不相符，因此该行为致使被评价、预测或者建议的证券价格失真，加剧了证券波动性，减损了市场效率，同样是典型的违法操纵证券市场行为。<sup>〔91〕</sup>

### 5. 金融市场基准操纵

在证券市场中，诸多合约的核心条款往往与某种金融交易参考基准（例如股价、指数等）相挂钩，例如融资融券中的股票价格、股权激励计划中的行权价格以及定向增发中的发行价格等。操纵行为人可以通过操纵相关证券价格而从该类合约中获利，即使操纵行为本身发生亏损，也能从合约中获得弥补，整体来看操纵行为人能够通过操纵行为获得收益。<sup>〔92〕</sup>因此，在实务中，往往需要将证券交易行为与合约联系起来分析，才能看清操纵行为人的真实意图。<sup>〔93〕</sup>该行为之所以被认定为操纵证券市场行为，主要理由在于其除了致使证券价格失真（当然时间不会很长）之外，更致使市场参与者对金融市场基准失去信心，从而导致交易的时间和成本大大提高，降低了证券流动性，减损了市场效率。

## （二）不会减损市场效率的合法交易行为

本文认为“浑水式”做空交易和短期套利交易不仅未损害市场效率，反而有助于证券价格反映基本面，同时促进证券的流动性，增强市场效率，因此属于合法的交易行为。由于前文对此已

〔87〕《证券法》第55条第1款第5项。

〔88〕在美国乔纳森·李贝得（Jonathan Lebed）操纵证券市场案中，这位15岁的美国高中生，通过在网络上散布谣言的方式，来操纵交易量少的小盘股（thinly traded microcap stocks），最终获利80万美元，成为有史以来被美国证监会处罚的最年轻的操纵行为人。See David B. Kramer, The Way It Is and the way it Should Be: Liability under Sec. 10 (b) of the Exchange Act and Rule 10b-5 thereunder for Making False and Misleading Statements as Part of a Scheme to Pump and Dump a Stock, 13 U. Miami Bus. L. Rev., 243, 277-280 (2005).

〔89〕《证券法》第55条第1款第6项。

〔90〕例如，“朱炜明操纵证券市场案”，上海市第一中级人民法院（2017）沪01刑初49号刑事判决书。朱炜明系开国证券有限责任公司上海龙华西路证券营业部证券经纪人，上海电视台第一财经频道《谈股论金》节目特邀嘉宾。

〔91〕参见前引〔5〕，Fox等文，第113页。有学者认为，“抢帽子”交易的违法性体现在操纵行为人未披露利益冲突事项。参见前引〔43〕，汤欣、高海涛文。但问题在于，操纵行为人即使披露利益冲突，其仍可能虚伪地推荐证券，致使证券价格失真，因此同样构成操纵证券市场。当然，如果其披露利益冲突事项，投资者依据推荐等买进证券时，可能需要仔细考虑该推荐的真实原因。

〔92〕美国经典案例为 United States v. Mulheren, 938 F.2d 364 (2d Cir. 1991).

〔93〕相关讨论参见 Shaun D. Ledgerwood, Paul R. Carpenter, A Framework for the Analysis of Market Manipulation, 8 Rev. L. & Econ., 253 (2012).



详细分析,在此便不再赘述。

### (三) 可能会减损市场效率的操纵行为: 需要严格防范

以下几种交易行为,不必然构成操纵证券市场行为,应当从该行为是否减损市场效率的角度来予以进一步分析。

#### 1. 连续交易

所谓连续交易,是指行为人“单独或者通过合谋,集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖”<sup>[94]</sup>。联合交易,是指两个以上行为人,约定在某一时段内一起买入或卖出某种证券。<sup>[95]</sup>连续交易,是指行为人在某一时段内连续买卖某种证券。在一个交易日内交易某一证券两次以上,或在两个交易日内交易某一证券三次以上的,即构成连续买卖。<sup>[96]</sup>买卖包括未成交的买卖申报,不限于实际成交的买入或卖出交易。

虽然,《证券法》将该种行为认定为操纵证券市场行为,但事实上,此类操纵证券市场行为与正常的交易行为之间并不容易区分,这也是美国著名学者费雪(Fischel)和罗斯(Ross)教授主张不应当禁止操纵证券市场的主要理由。<sup>[97]</sup>例如,投资者连续买进股票的主要原因在于看好该只股票,其行为也可能导致股价出现异常波动,甚至涨停,但该交易行为并不构成操纵证券市场。<sup>[98]</sup>有学者认为,“连续交易操纵之所以具有违法性,关键不在于涉及哪种优势,而在于行为是否反映了操纵的本质,即借助资源优势而连续买卖的外在形式背后,是否具有制造证券交易活跃的假象或诱使他人跟风买卖证券的主观动因”<sup>[99]</sup>。但问题在于,操纵行为人一般不会将该主观动因如实坦白,实践中还是需要通过客观行为去判断操纵意图。

根据“市场效率减损说”,合法的连续交易与非法的连续交易操纵的主要区别,除了主观上是否有影响证券价格的意图之外,最重要的区别在于:前者有助于缩小证券的买卖差价,增加证券流动性,使证券价格真实反映基本面,有助于增加市场效率,因而合法;而后者则有助于市场效率。事实上,合法的连续交易行为人并不希望证券价格出现大幅度波动,因为这样会引起其他投资者的注意,减少其因私人信息而获得利益。<sup>[100]</sup>相反,非法的操纵行为人则希望证券价格出现大幅度波动,从而使其他投资者跟进买入。本文之前在论证短期套利交易合法性时,已分析了判断合法交易行为与非法操纵证券市场的考量因素,例如有无分析报告、是否有其他违法行为或者内部人配合以及交易行为结束后的证券价格走势等,这也可以作为判断合法的连续交易与非法的连续交易操纵的考量因素。

总之,针对连续交易,不能因为有证券法的规定,就想当然地认为其必然构成操纵证券市场行为,而应深入分析该交易行为是否减损证券市场效率,从而准确地判断其合法性。

[94] 《证券法》第55条第1款第1项。

[95] 参见《原指引》第20条第1款。

[96] 参见《原指引》第21条第1款。

[97] 参见前引[4], Fischel、Ross文,第519-523页。

[98] 参见前引[63], 王志诚等书,第542页。

[99] 前引[43], 汤欣、高海涛文,第107页。

[100] 参见前引[4], Fischel、Ross文,第509-510页。

## 2. 频繁或大量下单并撤单

交易者频繁或者大量申报并撤销申报，有可能是基于程序化交易而形成的价格发现策略，以交易为导向的交易策略，有助于价格发现，<sup>〔101〕</sup>并不会减损市场效率，因此不具有可责难性，是合法的交易行为。相反，虚假申报，即“不以成交为目的，频繁或者大量申报并撤销申报”<sup>〔102〕</sup>，其主要的目的并非为了交易，而是通过频繁或者大量申报并撤销申报来加剧证券的波动性，使证券价格偏离其基本面，则减损了市场效率，是典型的违法操纵证券市场行为。<sup>〔103〕</sup>

当然，虽然将“不以成交为目的”作为虚假申报操纵证券市场行为的构成要件，但操纵行为人一般不会承认自己不以成交为目的。因此，有学者指出，区分“不以成交为目的”的虚假申报和以价格发现为目的的合法交易行为的关键在于是否存在反向卖出行为，“反向卖出行为是区别虚假申报操纵和常见的降低交易成本的频繁申报和撤单的重要因素，也是操纵市场行为客观行为必需考量的内容”<sup>〔104〕</sup>。也有学者提出，可以从撤单的频繁程度、堆单行为的异常性以及申报价格和数量的异常性等进行区分。<sup>〔105〕</sup>

## 3. 上市公司的信息控制行为

《司法解释》第1条第1款第4项规定了上市公司信息操纵，即“通过控制发行人、上市公司信息的生成或控制信息披露的内容、时点、节奏，误导投资者作出投资决策，影响证券交易价格或者证券交易量，并进行相关交易或者谋取相关利益”。根据字面解释，只要上市公司从事了“生成或者控制信息披露的内容、时点、节奏”的行为，即构成操纵证券市场行为，但这样的解释会造成适用范围过宽的严重后果，不利于保护证券市场投资者利益。考虑到刑法的谦抑性，应当予以限缩性解释。按照本文提出的“市场效率减损说”，如果上市公司的信息控制行为有助于证券价格反映基本面，增强市场效率，那么该行为就属于合法的信息控制行为。相反，如果上市公司的信息控制行为使得证券价格失真，那么该行为应当被认定为操纵市场行为。

• 539 •

〔101〕 “自动做市商的高速计算机具有通过发出超级快速订单来发现其他投资者投资意向的能力。例如，在以极快速度发出一个买单或卖单后，如果没有被迅速成交，该订单将被马上取消；然而如果成交，系统即捕捉到大量潜在、隐藏订单存在的信息，以此来获利。”叶伟：《我国资本市场程序化交易的风险控制策略》，载《证券市场导报》2014年第8期，第47页。“程序化交易策略中的套利策略，是国内普遍使用的交易策略，主要是通过发现市场价格偏离来寻找获利机会，纠正价格偏差。以股指期货市场普遍使用的期现套利为例：当系统发现期、现货价差偏离历史阈值一定程度后，会自动买入较低价格品种并卖出较高价格品种，赚取基差回归利润。在该策略下，当市场有大量套利单执行时，有助于价格发现，抑制过度投机，降低标的资产波动，使期、现货价格回归正常波动和价差水平，有利于市场稳定。”姜哲：《程序化交易的潜在风险和监管体系研究》，载《金融监管研究》2017年第6期，第81页；Adam D. Clark-Joseph, *Exploratory Trading*, available at <http://www.nanex.net/aqck2/4136/exploratorytrading.pdf>, last visited on Apr. 25, 2020.

〔102〕 《证券法》第55条第1款第4项。

〔103〕 例如，在“阮克文操纵证券市场案”中，安徽证监局认为：“阮克荣使用其个人账户大量申报买入‘益民集团’、‘市北高新’股票并非以成交为目的，而是为了通过短时间内的频繁申报、大量申报向市场传递不真实的买入信息，误导其他投资者对该股交易价格和市场供求关系的判断，诱导其他投资者跟进买入，推高股价，进而进行后续反向卖出，其涉案行为已经对市场产生了较为明显的影响。”另参见前引〔43〕，汤欣、高海涛文。

〔104〕 冒智桥：《虚假申报操纵市场认定规则探究》，载《法律适用》2019年第18期，第36页。在“谢一峰操纵证券市场案”中，“账户组在标的股票已经涨停，涨停价申报买入数量较大的情况下，仍以涨停价大量委托申报，并迅速撤单，且存在将排队在前的涨停价买单撤单，再以涨停价申买的情况，并维持至收盘，次日反向卖出。由此可见其不以实际成交为目的、误导投资者的意图明显，具有明显的操纵股价的主观故意”。《中国证监会行政处罚决定书（谢一峰）》（〔2018〕60号）。

〔105〕 参见前引〔43〕，汤欣、高海涛文；肖凯：《高频交易与操纵市场》，载《交大法学》2016年第2期；邢会强：《证券期货市场高频交易的法律监管框架研究》，载《中国法学》2016年第5期。

例如,上市公司提早披露一个真实的利好信息,主要目的在于抬高公司股价,使其在资产购买时减少股份支付,本文认为由于该提早披露真实利好信息并未损害到市场效率,应属合法行为。<sup>[106]</sup> 交易对手方可以通过股价计算公式更为合理化的方式来维护自己的利益。<sup>[107]</sup> 相反,上市公司为了抬高公司股价,使其在资产购买时减少股份支付,披露虚假的或有重大误导性的利好消息或延迟披露真实的利空消息,均使股价失真,有损于市场效率,应当被认定为操纵证券市场行为。例如,在“谢风华操纵证券市场案”<sup>[108]</sup> 中,证监会认定,“恒康医疗”未完整、准确披露收购三家医院对价情况;未真实、准确披露“DYW101”项目研发情况以及未及时披露独一味牙膏研发进展情况,符合信息型操纵的客观行为要件。<sup>[109]</sup> 对此,法院认为:“在行为上,其操纵意图主要体现在信息披露的内容与时点两个方面,即通过控制信息披露的内容与时点来误导投资者形成错误的市场判断。”<sup>[110]</sup> 如果信息控制行为没有误导投资者,则不构成操纵证券市场。

#### (四) 小结

本部分根据“市场效率减损说”检视了《证券法》和《司法解释》所禁止的几种操纵证券市场行为和实务中常见的几种有争议的交易行为。总体而言,《证券法》和《司法解释》所禁止的多种操纵证券市场行为,致使证券价格失真,降低了证券流动性,减损了证券市场效率,因此属于违法的操纵证券市场行为。但连续交易、频繁或大量下单并撤单,以及上市公司信息控制行为,并不必然构成操纵证券市场行为,需要进一步分析其是否减损市场效率。此外,就“浑水式”做空交易和短期套利交易,本文认为并不构成操纵证券市场。本文第三部分就上市公司回购股份、“兜底式”增持等进行了分析,认为使股价能够真实反映基本面的回购行为和增持行为,由于其有助于增强市场效率,故为合法的交易行为。只是从事股份回购和“兜底式”增持的行为人应当说明当前的股价未能真实反映基本面的原因。

## 五、结 论

我国目前对于操纵证券市场行为可责难性的主要理论包括四种,即“欺诈投资者说”“破坏市场机制说”“滥用优势地位说”及“剥夺公平交易机会说”。这些理论虽然都具有一定的合理性,但无法合理解释金融市场基准操纵的违法性与上市公司股份回购等行为的合法性。此外,这

<sup>[106]</sup> 然而,在“阜兴公司等操纵证券市场案”中,证监会认为:“至于当事人所称披露的信息真实,属于正常信息披露的意见,我会认为,本案认定的信息披露事项是在阜兴集团与李卫卫共同操纵股价的目的下实施的,且在信息披露前后,当事人利用掌握信息披露时点、信息内容等优势使用账户组连续交易,符合利用信息优势连续交易操纵的特征,该认定与信息是否真实无关。当事人关于不构成利用信息优势操纵市场的申辩意见不能成立。”《中国证监会行政处罚决定书[上海阜兴金融控股(集团)有限公司、朱一栋、李卫卫等5名责任人员]》(〔2018〕77号)。本文认为,如果行为人所披露的信息是真实的,同时也没有违反信息披露规定(例如延迟披露、不公平披露等),因为没有减损市场效率,所以不应当认为是操纵证券市场行为。

<sup>[107]</sup> 参见前引〔5〕,Fox等文,第110-111页;前引〔23〕,Thel文,第280-284页。

<sup>[108]</sup> 《中国证监会行政处罚决定书[蝶彩资产管理(上海)有限公司、谢风华、阙文斌]》(〔2017〕80号)。

<sup>[109]</sup> 在上市公司收购场合,收购方为了降低收购价格而不予披露大额持股信息的行为,同样也导致股价失真,同时也违反了《证券法》第63条的规定,故有学者认为该种场合也可能构成操纵证券市场,并非无据。参见梁上上:《论违规增持的私法救济》,载《法商研究》2019年第2期。

<sup>[110]</sup> “蝶彩资产管理(上海)股份有限公司与中国证券监督管理委员会行政处罚纠纷上诉案”,北京市高级人民法院(2019)京行终2328号行政判决书。

些理论还存在适用范围过宽或过窄的问题。本文从金融市场微观结构角度出发，认为操纵证券市场可责难性的主要理由在于，该行为致使证券价格失真，降低了证券流动性，减损了证券市场的效率，因此称之为“市场效率减损说”。该说具有理论的统一性、便于遵守和执法，且不会造成适用范围过宽或过窄的问题。该理论除了能解释典型操纵证券市场行为（例如洗售和蛊惑交易）和金融市场基准操纵的可责任性，还能为“浑水式”做空交易以及短期套利交易的合法性提供理论支持，并且对于连续交易、频繁或大量下单并撤单、“兜底式增持”，及上市公司信息控制等行为的合法与否提供基本的判断依据。

---

---

**Abstract:** The key component of securities market manipulation is the objective behavior must be blameworthy. As for the reasons of blameworthiness, the four major theories, namely defrauding investor, disrupting market mechanism, abusing privilege position and depriving fair trading opportunity are persuasive to some extent, but they can not explain the illegality of financial benchmark manipulation and the legality of shares repurchases by listed corporations. Besides, these theories are over-included or under-included, e. g. they can not tell the differences between short-term arbitrage trading and short-swing manipulation. Whether some trading is manipulation action or not shall be judged by whether it makes price inaccurate and liquidity attenuated or not, namely makes the securities market inefficient or not, which is named the theory of reduced market efficiency (TRME). The TRME is inner unified, easy to be followed and enforced, and will not cause the problem of over-and-under inclusion. The theory can explain the blameworthiness of classic manipulation behavior and financial benchmark manipulation, besides it also can support the legality of muddy water style short selling and short-term arbitrage trading and provide theoretical basis for judging whether continuous trading, high frequent or large placing and withdrawing orders, profits guaranteed buying and information controlled behavior by listed corporations are illegal or not.

**Key Words:** securities market manipulation, theoretical basis, inaccurate price, attenuated liquidity, theory of reduced market efficiency

---

---

(责任编辑：李 敏 赵建蕊)



## 操纵市场民事索赔中因果关系推定的法理与适用

刘东辉\*

• 542 •

**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。<sup>〔1〕</sup> 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。<sup>〔2〕</sup> 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。<sup>〔3〕</sup> 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。<sup>〔4〕</sup> 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。

• 543 •

## 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〕 参见贾纬:《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。<sup>〔5〕</sup>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。<sup>〔6〕</sup>

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。有效市场假说莫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。”<sup>〔7〕</sup>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）。

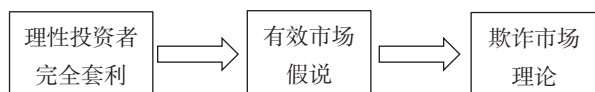


图1 欺诈市场理论的金融学前提

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。<sup>〔8〕</sup>

## （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表现或散布虚假、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。<sup>〔9〕</sup>

### 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，<sup>〔10〕</sup>大多属于真伪不明的“小道消息”。<sup>〔11〕</sup>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

• 545 •

〔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”<sup>〔12〕</sup>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

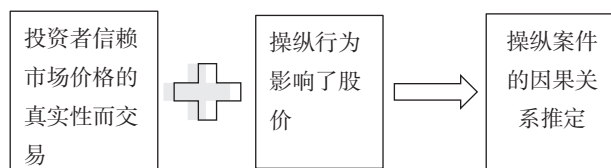
• 546 •

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。<sup>〔13〕</sup>原告投资者除了证明直接受到欺诈影响而交易外，还可以在一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。



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。<sup>〔14〕</sup>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。<sup>〔15〕</sup>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

• 547 •

〔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。<sup>〔16〕</sup> 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<sup>〔17〕</sup>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时间的投资策略,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”<sup>[18]</sup>。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。<sup>[19]</sup>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,<sup>[20]</sup>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。<sup>[21]</sup>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

• 549 •

[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，<sup>〔22〕</sup>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。<sup>〔23〕</sup>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 market 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

• 551 •

〔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。<sup>〔28〕</sup>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則，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）》<sup>〔29〕</sup>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。<sup>〔30〕</sup>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。<sup>[31]</sup> 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。<sup>〔32〕</sup>“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。”<sup>〔33〕</sup>因雨浩投资咨询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。<sup>〔34〕</sup>

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。<sup>〔35〕</sup>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

• 555 •

〔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。<sup>〔36〕</sup>

究其本质，上市公司发布的重大虚假陈述信息通常会影响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。<sup>〔37〕</sup>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。

• 557 •

## 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)

## “双碳”背景下 我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则构建论

季立刚 张天行\*

**内容提要：**ESG 责任投资原则以现代公司治理、可持续发展及经济负外部性理论为基石，促使投资价值评估从以利润回报指标为核心向融合环境、社会和公司治理多维价值与多维指标体系转化，并以信息披露、量化评估、投资策略指引等为主要实施路径。在国际、区域、国别层面，虽 ESG 责任投资拥有不同模式、不同特点，但其遵循共同的理念和原则，其标准体系及治理框架亦日渐成熟。我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则的实施较晚，但其关注经济、社会、环境可持续发展等价值取向已被广泛认同。结合域外实践进程，并基于我国绿色证券市场的发展需要，应将 ESG 责任投资理念与原则更深地融入绿色证券市场中，通过努力培育绿色证券市场投资主体、优化绿色金融资源配置、完善上市公司 ESG 治理，构建完善的绿色证券市场 ESG 责任投资原则、制度，从而释放我国绿色证券市场发展的巨大新活力。

**关键词：**ESG 责任投资 绿色证券 企业社会责任 信息披露

• 559 •

全球可持续发展正面临来自气候变化、生物多样性遭破坏及污染等环境问题的威胁，实现生态环境保护与改善的进程紧迫而艰巨。近年来，与应对气候变化、环境保护议题高度契合的 ESG 责任投资逐步得到投资者广泛认可并成为全球资本市场的主流投资策略，至 2021 年底，已有管理资产规模超过 120 万亿美元的 4600 余家金融机构成为联合国负责任投资原则（UN PRI）的签署方。<sup>〔1〕</sup> 在国际组织、各国政府及投资者等多方主体的共同推动下，以“信息披露、评估评级、投资决策”为主要内容的 ESG 责任投资标准体系逐步建立。

\* 季立刚，复旦大学法学院教授、复旦大学中国金融法治研究院执行院长；张天行，复旦大学法学院博士研究生、复旦大学中国金融法治研究院研究人员。

本文为 2019 年度国家人权教育与培训基地重大项目“人权保障与金融秩序治理研究”（19JJD820010）的阶段性成果。

〔1〕 参见 UN PRI：《PRI 季度更新（2021 年 10 月—12 月）》，载 <https://www.unpri.org/download?ac=15820>，最后访问时间：2022 年 4 月 27 日。

我国经济发展模式正在经历向低污染、低能耗、低碳排放、高生产率重大转型的历史进程，在“双碳目标”引导下，绿色金融市场建设成就斐然，但在绿色金融特别是绿色证券市场的发展实践中还面临着一些制度困境和发展挑战亟待解决。域外国家较早关注到 ESG 责任投资对可持续金融发展的促进作用，ESG 评估和披露体系以及由此衍生出的多元化投资策略，可以推动一个更为丰富的可持续金融生态体系的形成。而我国 ESG 理念在投资领域的应用尚处于起步阶段，其市场接受程度和配套制度完备程度都有待提升，对经济社会全面绿色转型发展起到的正向支撑作用极为有限。在理论层面，现有研究成果或从实证出发探讨 ESG 投资策略与获得财务收益间的联系，或着眼于 ESG 责任投资机制中的具体制度，缺乏体系化论述域内外 ESG 责任投资原则理论发展、实施路径、治理模式的研究成果。由此，系统梳理“双碳”与经济绿色转型背景下责任投资原则的理论内涵与现实价值、比较分析全球 ESG 投资与治理实践、寻求我国 ESG 责任投资原则下绿色证券制度发展的优化方案，是促进我国绿色证券市场健康发展的一项重要任务。

## 一、ESG 责任投资原则的理论演进

ESG 责任投资 (Environmental, Social and Governance Investing)，是指商业主体在投资决策中将企业的环境影响、社会责任履行及公司治理结构纳入考量因素。ESG 责任投资原则以现代公司治理、可持续发展、经济负外部性理论为基石，由传统道德投资演化而来，对追求利润最大化的投资理念进行校正。<sup>〔2〕</sup>

### (一) 责任投资的觉醒：ESG 责任投资的伦理起源

以历史视角观察，责任投资的由来可追溯至犹太法律 (Jewish Law) 中明确规定的道德投资 (ethical investing) 概念。<sup>〔3〕</sup> 在中世纪的欧洲，受天主教会影响，从事高利贷活动被视为道德败坏的象征，许多人拒绝与放高利贷者的生意往来。<sup>〔4〕</sup> 18 世纪，约翰·卫斯理 (John Wesley) 倡导卫理公会教徒 (Methodists) 避免投资奴隶买卖、走私、酒精、烟草和赌博等与其宗教价值观念相冲突的行业或企业所发行的罪恶股 (sin stocks)，这种基于“不伤害” (do no harm) 的宗教教义对投资行为的道德筛选，借由教会团体的宣扬，开始作为一种独特的投资哲学逐步兴起。<sup>〔5〕</sup> 真正现代意义上的责任投资诞生于 20 世纪 60 至 70 年代，二战后西方国家反战运动、民权运动及种族平等运动的崛起很大程度上推动了社会责任投资的发展，其核心诉求是在投资活动过程中关注投资标的公司的社会治理，避免投资与社会发展进步价值观相悖的行业。1971 年美国的第一只社会责任共同基金——派克斯世界基金 (Pax World Funds) 诞生，明确规定不得向资助越战的公司投资，此后，社会责任投资逐渐不再拘泥于宗教伦理，并根据价值观念的不同逐渐分为两个流派：遵循传统道德价值的社会责任投资和更具前瞻性的 ESG 责任投资。前者以“道德基金”为典型代表，其投资动机来源于道德观念以及对工业化所带来负面影响的关

〔2〕 参见蒋建湘：《企业社会责任的法律化》，载《中国法学》2010 年第 5 期。

〔3〕 See Mark S. Schwartz, The “Ethics” of Ethical Investing, 43 *Journal of Business Ethics* 195, 196–197 (2003).

〔4〕 See Robert Heilbroner, *The Making of Economic Society*, Pearson Education Inc., 2012, p. 27.

〔5〕 See L. Caplan, *From SRI to ESG: The Changing World of Responsible Investing*, Commonfund Institute, 2013, pp. 2–3.

注，大多采用负面筛选的投资策略；而融合多元价值观念的 ESG 责任投资逐步演化成为一种更具包容性的投资策略，并拥有丰富的投资手段，突破了横亘在责任投资与主流投资方式间的阻碍。<sup>〔6〕</sup>

## （二）价值追求的跃升：从企业社会责任到 ESG 责任

企业存续目的在历史发展阶段上可分为股东至上主义（shareholder primacy）和利益相关者主义（stakeholder theory）。股东至上主义曾长期被奉为公司治理的圭臬，认为企业唯一的社会责任就是在法律与道德限度内运用其资源增加利润，<sup>〔7〕</sup>企业管理层为股东之外的其他外部利益群体负责与股东利润最大化的目标不一致，当管理层不以股东利益行事时，就会产生减损委托人福利的代理成本。<sup>〔8〕</sup>利益相关者理论则认为：建立于股东价值最大化基础上的商业运行规则无法平衡各经济参与者的利益，<sup>〔9〕</sup>公司是由不同类型的利益相关者（如债权人、客户、供应商、雇员及社区）所构成的组织，<sup>〔10〕</sup>除股东外的其他利益相关者所提供的人力资本、社会资本等对企业价值创造具有重要贡献，并与股东一道共同参与公司治理。<sup>〔11〕</sup>为此，企业管理层除对作为资本主要提供者的股东负有受托义务，还应对其他要素提供者和产品消费者等利益相关者承担更为广泛的社会责任。

企业社会责任（corporate social responsibility, CSR）治理主要是公司内部自我监管模式，<sup>〔12〕</sup>通过具有社会责任感的商业行为对公共领域产生积极影响。ESG 责任投资原则以 CSR 为理论基础，但因其可在量化、强制性、盈利性方面的制度优势，正在超越 CSR，成为衡量公司整体健康状况的重要指标。<sup>〔13〕</sup>其一，ESG 是一种实现社会价值与投资价值融合的投资方式，将可持续发展及道德原则置于与获取利润同等的地位，强调投资者履行社会责任的同时也可以获取自身利益的提升，而 CSR 更多被视为企业通过对慈善和社会事业的投入获得品牌及声誉价值的提升；其二，不同于原则导向的 CSR，ESG 是衡量公司可持续性和社会影响表现的可量化指标，被金融机构广泛用于规避风险和投资决策，而披露信息包含大量定性描述的 CSR 报告往往可比性和实用性不强；其三，ESG 将环境、社会及治理问题提升至投资者关切的领域，不再只属于公司自治范畴，而是受 ESG 强制性规范规制的合规行为。不过，有关“利”与“责”的争论从未

〔6〕 See Blaine Townsend, From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing, 1 *The Journal of Impact and ESG Investing* 1, 2 (2020).

〔7〕 See Milton Friedman, A Friedman Doctrine: Responsibility is to Increase Its Profits, *The New York Times Magazine*, Sept. 13, 1970, p. 17.

〔8〕 See M. C. Jensen, W. H. Meckling, The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 *Journal of Financial Economics* 305, 310-311 (1976).

〔9〕 See R. E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Cambridge University Press, 2010, pp. 24-25.

〔10〕 See ME Clarkson, A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance, 20 *Academy of Management Review* 92, 112 (1995).

〔11〕 参见李安安、冯果：《公司治理的金融解释——以金融法和金融学的科际整合为视角》，载《法制与社会发展》2015年第4期。

〔12〕 See A. Calveras, J. J. Ganuza, G. Llobet, Regulation, Corporate Social Responsibility and Activism, 16 *Journal of Economics & Management Strategy* 719, 736-737 (2007).

〔13〕 See RHT Law Asia LLP, The Evolution of ESG from CSR, available at <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=80bbe258-a1df-4d4c-88f0-6b7a2d2cbd6a>, last visited on Apr. 24, 2022.



停歇。最初社会责任基金或养老基金的受托人所进行的 ESG 投资因其包含道德和伦理在内的多元价值目标,而被质疑与信义义务项下的受益人唯一利益原则 (sole interest) 相冲突。<sup>[14]</sup> 随着受托人角色由消极向积极的转变,将 ESG 纳入投资决策符合保证受益人利益最大化 (best interest) 的内在要求,相反 ESG 因素与财务绩效之间有着长期而紧密的联系,忽视气候变化相关的风险信息可能违反信托责任。<sup>[15]</sup>

### (三) 投资原则的革新:可持续发展的环境关怀

可持续发展理论是 ESG 责任投资原则产生和发展的重要理论支撑之一,是对人类中心主义 (anthropocentrism) 思维支配下经济发展模式的纠偏。人类中心主义信奉人对自然资源的绝对支配和使用,价值定位围绕人类自身利益的判断而展开,<sup>[16]</sup> 经济发展水平与物质财富总量成为价值衡量的唯一向度。自然资源的过度利用所造成的空气污染、气候变化和物种灭绝等严重问题日益显现。与此同时,强调人与自然内在价值平等的生态中心主义 (ecocentrism) 从人类面临的现实环境危机出发,展开环境伦理上的批判与反思,<sup>[17]</sup> 要求将人与其他生命体平等地视为组成自然界生态系统的组成部分,人不再是唯一的价值主体,人的利益和目的也不再是价值衡量的唯一尺度,而应服从于生态系统的整体利益,<sup>[18]</sup> 但这种将生态环境保护与人类经济发展对立,甚至否认人的主体地位、忽视发展中国家经济发展合理诉求的观点也存在明显缺欠。1987 年联合国世界环境与发展委员会 (WCED) 发布的《我们共同的未来》(Our Common Future) 首次界定了“可持续发展”概念,即人类发展须“既能满足我们现今的需求,又不损及后代子孙满足他们需求的能力”<sup>[19]</sup>。可持续发展理论在克服生态中心主义与人类中心主义局限性基础上形成了更为完善的改良生态伦理体系,强调生态可持续性与经济可持续性的相互协调与良性互动,以解决地区发展不均衡带来的代际内公平失衡,逐步形成人类社会共同追求的可持续发展目标 (SDGs)。

一系列环境和气候变化问题引发的社会关切,也成为推动 ESG 责任投资发展的核心因素。<sup>[20]</sup> 1989 年,埃克森·瓦尔迪兹号 (Exxon Valdez) 漏油事件刺激了责任投资领域的发展,同年由机构投资者、环境组织组成的环境责任经济联盟 (CERES) 在美国成立,并颁布了《环境责任经济联盟原则》(CERES Principle),旨在督促企业在 10 项原则的框架下采用更为环保的技术与管理手段以履行环境责任。<sup>[21]</sup> 2004 年在时任联合国秘书长科菲·安南主导下,多家金融

[14] See Max Matthew Schanzenbach, Robert H. Sitkoff, Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee, 72 *Stanford Law Review* 381, 388-389 (2020).

[15] See Freshfields Bruckhaus Deringer, A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social, Governance Issues into Institutional Investment, available at [https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf), last visited on Apr. 24, 2022.

[16] 参见汪劲:《伦理观念的嬗变对现代法律及其实践的影响——以从人类中心到生态中心的环境法律观为中心》,载《现代法学》2002年第4期。

[17] 参见徐嵩龄:《论现代环境伦理观的恰当性——从“生态中心主义”到“可持续发展”到“制度转型期”》,载《清华大学学报(哲学社会科学版)》2001年第2期。

[18] 参见张德昭、袁媛:《价值层面的可持续发展》,载《自然辩证法研究》2006年第3期。

[19] WCED, *Our Common Future*, Oxford University Press, 1987, pp. 34-44.

[20] 参见前引[6], Blaine Townsend 文,第6-7页。

[21] 参见赵永刚:《绿色金融与绿色股票指数研究》,载 <http://www.greenfinance.org.cn/displaynews.php?id=571>, 最后访问时间:2022年4月23日。

机构联合撰写的报告《谁在乎输赢：将金融市场与变化的世界联系起来》正式发布，首次提出 ESG 责任投资概念。<sup>〔22〕</sup> 2006 年，联合国环境规划署金融倡议组织（UNEP FI）和联合国全球契约组织（UNGC）共同推动成立联合国负责任投资原则组织（UN Principles for Responsible Investment, UN PRI），国际层面的 ESG 责任投资原则框架正式形成。UN PRI 致力于“将环境、社会和公司治理因素纳入投资决策和积极所有权”<sup>〔23〕</sup>，帮助签署方提升 ESG 投资和规避相关风险的能力，以此创建一个兼顾经济效率和可持续性的金融体系。ESG 责任投资原则可视为可持续发展理念在金融投资领域的体现，很多主流 ESG 信息披露框架和评估评级体系在具体指标设计上都吸收了 SDGs 理念，与 SDGs 一道为企业可持续发展提供外部指引。

#### （四）治理工具的转化：经济负外部性与 ESG 多元治理

经济负外部性（negative externality）为 ESG 外部治理的正当性提供了理论依据。传统经济学是建立在亚当·斯密“个人利益最大化会带来集体利益最大化”的假设之上，市场机制作为“看不见的手”配置资源，并最终实现有效率的市场均衡。然而，市场机制无法克服其自身固有的局限性，单纯依靠市场机制难免会出现资源配置缺乏效率而引发的市场失灵。<sup>〔24〕</sup> 福利经济学主张通过征收庇古税的行政干预手段纠正外部性<sup>〔25〕</sup>。但兼具伦理道德性和个体差异性等特征的企业社会责任，单纯依靠对社会行为进行普遍强制力约束的硬法规范，难以满足其多元化治理需求，硬法规范的调整范围局限于企业应尽的最低限度法定责任。ESG 责任投资是一种在政府干预最小化的前提下，激励企业主动承担更多社会责任的多元治理实施机制，<sup>〔26〕</sup> 监管机构和投资者可通过信息披露和评级评价反映出的企业 ESG 绩效，评价投资对象在促进环境保护、经济可持续发展与履行社会责任等方面的表现，并在政策引导和投资决策方面采取相应行动，其实质是引导企业在追求利润的同时自觉把商业行为对环境、社会造成的负外部性“内部化”。国际层面，以全球报告倡议（GRI）、可持续会计准则委员会（SASB）为代表的相关国际组织或第三方评级机构的成立及量化评价标准的发布，使伦理道德层面的责任投资原则逐步演化为具备可操作性和规范流程的标准化投资方式，并在各国政府及监管部门、大型机构投资者等多方主体共同参与下，围绕环境、社会、治理三个维度构建起 ESG 责任投资治理体系。

• 563 •

## 二、比较视野下 ESG 责任投资原则的实践进程

在可持续发展背景下，全球 ESG 责任投资规模逐年增长。根据 GSIA 统计，全球 ESG 投

〔22〕 See IFC, Who Cares Wins — Connecting Financial Markets to a Changing World, available at [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/de954acc-504f-4140-91dc-d46cf063b1ec/WhoCaresWins\\_2004.pdf?MOD=AJPERES&CVID=jqeE.mD](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/de954acc-504f-4140-91dc-d46cf063b1ec/WhoCaresWins_2004.pdf?MOD=AJPERES&CVID=jqeE.mD), last visited on May 1, 2022.

〔23〕 UN PRI, UN Principles for Responsible Investment, available at <https://www.unpri.org/download?ac=10948>, last visited on Apr. 24, 2022.

〔24〕 参见黄世忠：《支撑 ESG 的三大理论支柱》，载《财会月刊》2021 年第 19 期。

〔25〕 See Martin L. Weitzman, Prices vs. quantities, 41 *The Review of Economic Studies* 477, 477–479 (1974).

〔26〕 参见钟颖、向超：《论企业社会责任的软法规制路径》，载《现代经济探讨》2015 年第 9 期。

资产的管理规模已经从2016年的22.8万亿美元增加至2020年初的35.3万亿美元,相较于2016年增长了近55%,年复合增速达13%,远超过同期全球资产管理行业的整体增速6%。<sup>[27]</sup>以信息披露、评估评级、投资决策为主体的ESG投资标准体系也在发展中不断完善,成为推动可持续发展的现代金融体系最终形成的重要力量。但完全依赖资本市场的自发调节机制不能有效预防市场失灵和道德风险,也无法满足ESG市场快速成长的发展需要。各国监管机构以国际组织的相关指引和具体标准为蓝本,通过构建系列激励约束机制,为ESG发展提供有力制度支撑。

### (一) ESG责任投资的标准体系

ESG责任投资被市场主体广泛接纳并非依靠国家强制力保障实施,而是充分借助权威性国际组织的积极倡导及专业机构的ESG治理经验和市场影响力,促使企业自觉遵从。<sup>[28]</sup>在投资体系运行过程中,各项制度紧密衔接,形成了推动ESG实践发展的正向反馈循环路径。各类国际组织制定发布的ESG披露框架和原则指引是ESG责任投资运行的基础,企业会选择特定披露框架定期发布ESG信息,之后,第三方评级机构根据企业自主披露或第三方提供的ESG信息,运用其制定的ESG评估框架对企业ESG绩效进行量化评级,最后投资者参考评级结果或自行分析ESG信息,来决定其投资策略。企业受投资者偏好激励积极履行负责任的商业行为,并提升信息披露数量、质量及时效性,由此构建了金融市场的正向循环。

#### 1. ESG信息披露框架及标准

作为ESG责任投资运行的基础,信息披露是开展ESG评价和投资的重要依据,有助于弥合投资者与企业之间的信息不对称,并为各国监管机构制定信息披露规则提供参考。据统计,目前存在全球报告倡议组织(GRI)、国际综合报告理事会(IIRC)、可持续发展会计准则委员会(SASB)、气候变化相关财务信息披露工作组(TCFD)以及气候披露准则委员会(CDSB)发布的十余个国际通用的ESG信息披露框架及标准。<sup>[29]</sup>其中,被认可程度最高并广泛使用的ESG报告框架是GRI标准。现行的2016版GRI标准由3项通用标准和涵盖经济、环境、社会议题下的34个专项标准构成,每个标准又包含30至50个不等的定性及定量指标,并根据信息披露的强制程度分为要求、建议和指南三种级别。这种模块化的结构设计使得报告编制更加灵活,可以满足不同行业的信息披露需求。<sup>[30]</sup>SASB发布的可持续性会计准则和TCFD框架是近年来发展迅速的新兴披露框架。其中,SASB准则由一般披露指导、可持续性主题及描述、可持续性会计准则等6部分组成。它将企业根据业务类型、可持续概况划分为11个领域共计77个行业,并对其提供差异化的信息披露标准,从环境、社会资本、人力资本、商业模式与创新、领导与治理五

[27] See GSIA, Global Sustainable Investment Review 2020, available at <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>, last visited on Apr. 29, 2022; 东方证券:《ESG专题研究系列之一:ESG投资的起源、现状及监管》,载 [https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3\\_AP202203081551402211\\_1.pdf?1646774760000.pdf](https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP202203081551402211_1.pdf?1646774760000.pdf), 最后访问时间:2022年4月29日。

[28] 参见王兰:《公司软法定位及其与公司法的衔接》,载《中国法学》2021年第5期。

[29] See John Niemoller, ESG Reporting Frameworks: Comparing CDP, GRI & More, available at <http://www.perillon.com/blog/esg-reporting-frameworks>, last visited on Apr. 24, 2022.

[30] 参见李晓蹊、胡杨璘、史伟:《我国ESG报告顶层制度设计初探》,载《证券市场导报》2022年第4期。

个维度对企业的可持续发展报告进行指导规范。<sup>[31]</sup> TCFD 框架则重点关注企业因气候变化带来的风险和机遇以及对财务的潜在影响，从治理、策略、风险管理，以及指标和目标四个方面为金融机构进行气候相关信息披露提供标准建议。<sup>[32]</sup>

然而，基于不同框架标准下生成的 ESG 报告缺乏可比性（comparability）和一致性（consistency），增加了投资者在内的利益相关人的信息处理成本。于是，制定一套全球统一、普遍适用的高质量 ESG 信息披露标准已成为国际组织的共识。为此，各国际组织曾通过成立协调机构或开展合作计划等多种形式就提升框架标准间的兼容性与互补性积极开展多边合作。近年来，国际组织之间的频繁合并加速了 ESG 信息披露的国际标准的形成。2021 年 6 月，由 SASB 和 IIRC 合并组建的价值报告基金会（Value Reporting Foundation, VRF）正式成立。2021 年 11 月，国际财务报告准则基金会（IFRS Foundation）宣布通过合并 CDSB 与 VRF，设立国际可持续发展准则理事会（ISSB）。新成立的 ISSB 致力于推动在全球范围内形成被广泛采用的统一 ESG 标准，在参考包括 TCFD、CDSB 及 SASB 等 ESG 报告框架基础上，已发布了两份关于《可持续发展披露准则》（ISDS）的征求意见稿，并预计在 2022 年年底前发布正式版本。<sup>[33]</sup>

## 2. ESG 评价体系

在责任投资领域，ESG 评级体系是从环境影响、社会责任、公司治理等角度出发，较为系统、全面评价经营主体 ESG 绩效的评估方法，旨在展现企业持续发展能力，以帮助投资者有效识别潜在的非财务风险与发展机会。ESG 评级和标准体系呈现出多元化发展的扩张趋势，截至 2018 年，全球有超过 600 项 ESG 评级及排名体系，<sup>[34]</sup> 包括由专业评级机构富时罗素（FTSE Russell）、路孚特（Refinitiv）、道琼斯（Dow Jones）、明晟（MSCI）以及国际组织英国碳信息披露项目（Carbon Disclosure Project, CDP）研发的 ESG 评价体系（参见表 1）。在特定评价框架下，ESG 评级机构会将获取到的测评对象 ESG 数据进行标准化处理，之后按照特定评价标准对其 ESG 指标表现逐项打分，最后通过特定计算方式得到测评企业 ESG 评分与对应的评级结果。数据来源、指标选取及权重分配是评级体系建构的核心要素，也是不同体系下 ESG 得分与评级差异化的重要来源。<sup>[35]</sup> 评级机构主要通过上市公司披露文件，政府、非政府组织或研究机构发布的数据、媒体资源及专业数据库等公开渠道抓取信息或以发放问卷的形式获取底层数据。在指标选择层面，通常以环境、社会和公司治理三个维度作为一级指标，并逐级延伸至三层及以上的底层指标，底层指标主要选取评级机构研究范畴内易获取和可量化的指标。在指标权重层

[31] See Value Reporting Foundation, SASB Standards, available at <https://www.sasb.org/standards/>, last visited on Apr. 25, 2022.

[32] See TCFD, Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, available at <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf>, last visited on Apr. 24, 2022.

[33] 参见普华永道：《气候信息披露准则将迎新纪元：国际可持续发展准则理事会（ISSB）发布两份 IFRS 可持续发展披露准则（ISDS）征求意见稿》，载微信公众号“普华永道”，2022 年 4 月 18 日。

[34] See SustainAbility, Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results, available at <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/sustainability-ratetheraters2020-report.pdf>, last visited on Apr. 24, 2022.

[35] See Florian Berg, Julian F. Koelbel, Roberto Rigobon, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, MIT Sloan School Working Paper 5822-19, p. 32.



面,虽然不同评价体系对 ESG 三大主题侧重程度有所不同,但大多根据各项指标对不同行业的重要程度而差异化配置其权重比例。

以 MSCI ESG 评级框架为例,对纳入 MSCI ESG 指数的公司开展评级,由 3 个支柱 (pillars)、10 项主题 (themes)、37 项关键问题 (key issues) 和数千个具体数据点 (data points) 组成,并在指标选取上兼顾对企业的 ESG 风险与发展机会的双重考察。在指标赋权方面,充分考虑到行业差异对环境与社会支柱项下指标赋权的影响,按照全球行业划分准则 (GICS) 将测评企业分类,并结合该项指标的影响程度和作用时间对其赋予不同权重,例如“水资源压力”指标在材料、消费必需品、信息科技和金融行业的权重分别为 11%、9%、1.5% 和 0% (即不考虑),而公司治理支柱适用不区分行业的统一权重。在打分评级方面,MSCI 主要从企业 ESG 风险敞口 (exposure metrics) 及对相关风险的管理能力 (management metrics) 两个维度对底层指标评分,再将各项指标自下而上依次加权汇总后的得分,与同行业公司进行比较,最终按得分高低对公司给出 AAA 至 CCC 不等的 ESG 评级。

ESG 评级体系是将原始的 ESG 披露信息转变为可以帮助投资者做出决策和采取行动的投资产品,<sup>[36]</sup> 投资机构 ESG 主动或被动投资策略的构建需要以 ESG 评级为基础,对投资标的进行筛选,并主要应用于 ESG 指数及衍生投资产品、社会责任投资基金、交易型开放指数基金 (ETFs) 等投资产品的开发。在主题覆盖、指标度量及权重设置上,不同评价体系因侧重点不同而存在较大分歧,同一家公司在不同的评价体系下得到的结果之间缺乏必要的相关性与一致性,<sup>[37]</sup> 甚至对同一公司会得出截然相反的 ESG 评价,这使投资者难以准确判断公司 ESG 表现,也在一定程度上削弱了 ESG 评价体系的公信力,甚至导致部分投资机构建立了自己的 ESG 数据库和评估框架。

表 1 国际主流 ESG 评级体系的基本框架与关键指标<sup>[38]</sup>

评级机构	环境因素	社会因素	公司治理因素
富时罗素 (FTSE Russell)	生物多样性; 污染和资源; 气候变化; 水资源安全	客户责任; 人权与社区; 健康与安全; 劳动标准	反腐败; 风险管理; 公司治理; 纳税透明度
路孚特 (Refinitiv)	资源利用; 排放; 环保产品 创新	员工; 人权; 社区; 产品 责任	管理; 股东; 社会责任战略
道琼斯 (Dow Jones)	环境报告; 环境策略与管理 系统	社会报告; 人力资源开发; 人才吸引与留存; 企业公民 与慈善; 劳工实践指标	公司治理; 重大性; 风险及危机管理; 商业行为准则

[36] See OECD, ESG Investing: Practices, Progress and Challenges, available at <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>, last visited on May 6, 2022.

[37] See R. Gibson, P. Krueger, P. S. Schmidt, ESG Rating Disagreement and Stock Returns, European Corporate Governance Institute Finance Working Paper No. 651/2020, pp. 2-3.

[38] 该表根据 MSCI、Refinitiv、CDP、FTSE Russell、Dow Jones 等评级机构的 ESG 评级标准汇总而得。

续前表

评级机构	环境因素	社会因素	公司治理因素
明晟 (MSCI)	气候变化；自然资源；污染和废弃物；和环境相关的发展机会	人力资本；产品责任；和利益相关方是否存在冲突；和社会责任相关的发展机会	公司治理；公司行为
英国碳信息披露项目 (CDP)	气候变化；森林；水安全	无	无

### 3. ESG 投资策略指引

将 ESG 融入投资分析及投资决策过程，不仅是 UN PRI 签署方有义务遵循的责任投资原则之一，<sup>〔39〕</sup>也是 ESG 理念在投资中的具体实现方式。该原则是机构投资者、国际组织、政府机构在内的广泛利益相关方共同参与制定而形成的一套 ESG 责任投资领域决策基本原则，包括：将 ESG 理念纳入投资分析与决策过程；积极行使股东权利，推动企业完善环境保护、社会责任和公司治理；要求所投资的企业适时披露 ESG 相关问题；推动该原则在投资领域的广泛采纳；齐心协力提高该原则实施过程的效率；定期报告该原则的贯彻落实情况等。<sup>〔40〕</sup>

伴随责任投资理念被投资者广泛接受，ESG 投资策略也衍生出更为丰富的样态。根据国际可持续投资联盟 (Global Sustainable Investment Alliance, GSIA) 的划分方法，可将目前国际通行的 ESG 投资策略分为七种子类型：第一类是负向筛选 (Negative Screening)，又被称为排除筛选 (Exclusionary Screening)，作为早在道德投资时期就已出现的投资策略，在现代 ESG 框架下依然发挥举足轻重的作用，要求投资人以负面清单形式避免投资于 ESG 表现低于行业平均水平或在行业内排名落后的公司；第二类正向筛选 (Positive Screening) 或同类最佳策略 (Best-in-Class)，则是将行业内 ESG 表现排名前列或优于行业平均水平的公司纳入投资白名单；第三类是标准筛选 (Norms-based Screening)，指剔除不遵守《联合国全球契约》、经合组织《跨国企业行为准则》等约束企业商业行为的国际准则的公司；第四类是 ESG 整合策略 (ESG Integration)，指系统化地将 ESG 要素融入传统财务和金融分析过程，并根据相关 ESG 信息调整投资组合成分的权重分配；<sup>〔41〕</sup>第五类是可持续性主题投资 (Sustainability Themed Investing)，即通过对符合未来社会发展趋势的投资主题而非特定公司或行业进行 ESG 评估，优先投资与可持续性发展主题相关的资产，以把握经济结构转型中的投资机会，例如投资以绿色债券为代表的主题债券时，投资者尤为关注主题真实性问题，2021 年国际资本市场协会 (International Capital Market Association, ICMA) 新修订的《绿色债券原则》(Green Bond Principles, GBP) 为各市场参与者提供了一套由四项核心要素和两项重点建议构成的绿色债券发行流程和信息披露指引，<sup>〔42〕</sup>以清晰

• 567 •

〔39〕 参见前引〔23〕，UN PRI 文。

〔40〕 参见前引〔23〕，UN PRI 文。

〔41〕 See UN PRI, CFA: ESG in Equity Analysis and Credit Analysis, available at <https://www.unpri.org/fixed-income/what-is-esg-integration/3052.article>, last visited on Apr. 27, 2022.

〔42〕 《绿色债券原则》提出的四项核心要素包括募集资金用途、项目评估与遴选流程、募集资金管理、报告，两项重点建议包括绿色债券框架和外部评审，只有完全遵守四项核心要素的债券才可以被认定为绿色债券。

的披露标准结合独立的外部审查实现对“绿色”的明确定义；<sup>〔43〕</sup>第六类是公司参与及股东行动（Corporate Engagement and Shareholder Action），指股东基于 ESG 理念积极参与公司治理，通过与董事会或管理层直接对话、提交股东提案、召开临时股东大会以及代理投票等方式，<sup>〔44〕</sup>充分行使股东权利影响被投资公司行为以改善该公司 ESG 表现；第七类是社区投资（Community Investing），主要指为解决特定环境或社会问题，以私人投资形式针对性地为传统金融服务难以覆盖的社区提供资金，它被视为慈善事业在责任投资领域的延伸。据最新统计，截至 2020 年，采用 ESG 整合策略的资金规模已达 25.2 万亿美元，超越负向筛选成为适用最广泛的 ESG 投资策略，紧随其后的分别是负向筛选和公司参与及股东行动策略。<sup>〔45〕</sup>

## （二）ESG 责任投资的治理框架

各国政府对待 ESG 投资所采取的监管态度和治理模式在一定程度上影响并决定了一国 ESG 市场的发展路径。国家层面的 ESG 治理体系主要由监管机构和自律组织“自上而下”推动，通过 ESG 信息披露监管和激励引导机制推动 ESG 投资。信息披露监管机制是由监管机构依据 ESG 领域的全球发展战略和国家政策目标，制定和实施符合资本市场发展需要的 ESG 信息披露标准，使投资者和相关利益主体可以有效掌握企业实际 ESG 信息，实现信息有效传递，是监管者对 ESG 投资最为直接的干预措施；而激励引导机制主要运用市场化手段，主动将 ESG 因素纳入主权财富基金和养老基金的投资决策分析，通过示范效应引导社会资本流向 ESG 表现良好的企业，以激励企业提升 ESG 实践。

### 1. 欧盟：强制披露主导的治理模式

作为 ESG 信息披露监管领域的先行者，欧盟通过采取强有力的干预措施，加强对投资端 ESG 信息披露规制，不断扩张 ESG 强制信息披露范围，并积极推进统一的 ESG 报告框架及标准的形成。2014 年 10 月颁布的《非财务信息披露指令》（Non-Financial Reporting Directive, NFRD）是欧盟首次系统纳入 ESG 因素的法律文件，以“遵守或解释”的披露要求，规定员工人数超过 500 人的大型公共利益企业需要公布非财务报告，信息披露内容覆盖环境、社会和员工权益等相关问题。<sup>〔46〕</sup>但其存在的最大缺陷是未对非财务信息披露标准加以规范，又需要经各成员国转化为本国立法，导致信息缺乏可比性。2020 年 6 月，欧盟《可持续金融分类方案》（The EU Taxonomy Regulation, TR）作为欧盟范围内的首个对可持续经济活动进行定义与分类的官方文件正式发布，该文件通过划定绿色项目和绿色融资的法律范围，旨在为欧盟范围内可持续活动分类以及可持续发展信息的报告提供一致性标准，其以欧洲行业标准分类系统（NACE）为框架，

〔43〕 See ICMA, Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds, available at <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>, last visited on May 5, 2022.

〔44〕 See RIAA, Responsible Investment Explained, available at <https://responsibleinvestment.org/what-is-ri/ri-explained/>, last visited on Apr. 24, 2022.

〔45〕 参见前引〔27〕，GSIA 文。

〔46〕 See Directive 2014/95/EU, available at <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095>, last visited on Apr. 25, 2022.

标明每项经济活动所属的宏观行业和等级代码，并从原则、指标、门槛、合理性以及对其他目标无重大损害等角度进行了详细说明。《可持续金融分类方案》为欧盟可持续金融的发展建立了最基础的分类标准，就可持续发展议题建立了公司与投资者之间的共同语言。<sup>〔47〕</sup> 2021 年 3 月生效的欧盟《可持续金融信息披露条例》（Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR）将 ESG 信息强制披露范围扩大至金融领域，要求欧盟境内所有金融市场参与者和金融咨询机构披露主要的可持续性风险以及投资决策中对可持续性的不利影响，金融产品则根据其 ESG 分类履行合同前披露义务和阶段性报告义务，<sup>〔48〕</sup> 并授权欧洲监督机构（European Supervisory Authorities, ESAs）制定合同前和定期披露的《监督技术标准》（RTS）。<sup>〔49〕</sup> 2022 年 2 月，欧洲理事会通过的《公司可持续发展报告指令》（Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD）修订了《非财务信息披露指令》的信息披露要求，把可持续发展报告的披露主体扩大到欧盟的所有大型企业和受欧盟监管的证券交易所上市的公司，并将表外无形资产纳入 ESG 报告范畴。随着《公司可持续发展报告指令》正式实施的逐步临近，信息披露标准也在加速走向统一。根据欧盟委员会发布的时间表，第一套区域内统一适用的可持续发展报告准则将于 2022 年 10 月通过。

## 2. 美国：市场驱动为主的治理模式

与欧盟形成鲜明对比的是，美国长期以来坚持自愿披露的 ESG 监管框架。大型机构投资者在 ESG 市场发展以及推动信息披露标准化进程中发挥着主导作用，通过积极行使股东权利的方式，建议或要求其投资的公司以其指定的披露标准发布 ESG 报告，并将未遵守规定的行为视为该公司无法有效管理 ESG 风险的标志。<sup>〔50〕</sup> 目前，联邦层面没有直接专门针对 ESG 信息披露的强制性规定以及统一的信息披露框架。美国证券交易委员会（SEC）仅一般性地要求上市公司在年度报告 10-K 表格（Form 10-K）中对财务状况、运营业绩或投资者可能面临的重大风险在涉及 ESG 因素时进行披露。对 ESG 信息披露的专门规定可以追溯至 2010 年 1 月 SEC 发布的《上市公司气候变化信息披露指引》（Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change），这是对现行披露要求适用于气候变化议题的解释性文件，SEC 重申其基于原则的披露方法和重要性标准，并用列举的方式建议企业在公开文件中就气候变化以及与气候变化相关的立法、监管和商业模式发展对其业务产生的风险与机遇予以披露。<sup>〔51〕</sup> 在交

• 569 •

〔47〕 See Regulation (EU) 2020/852, available at <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32020R0852>, last visited on Apr. 28, 2022.

〔48〕 SFDR 将产品分为三类：促进环境或社会责任因素的产品、以可持续投资为目标的产品和不以 ESG 因素为主要投资目标的普通产品。

〔49〕 See Regulation (EU) 2019/2088, available at <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32019R2088>, last visited on Apr. 25, 2022.

〔50〕 See Catherine M. Clarkin, Melissa Sawyer, Joshua L. Levin, The Rise of Standardized ESG Disclosure Frameworks in the United States, available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/06/22/the-rise-of-standardized-esg-disclosure-frameworks-in-the-united-states/#2b>, last visited on Apr. 29, 2022.

〔51〕 See Securities and Exchange Commission, Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change (17 CFR PARTS 211, 231 and 241; Release No. 33-9106; 34-61469; FR-82), available at <http://www.sec.gov/rules/interp/2010/33-9106.pdf>, last visited on Apr. 29, 2022.



易所层面,纳斯达克(Nasdaq)和纽约证券交易所(NYSE)均未要求上市公司将ESG信息纳入强制披露范畴,而是基于自愿披露原则,鼓励上市企业在衡量成本收益时充分考量ESG因素,以加强运营能力和风险管理方面的治理。2017年3月,纳斯达克推出首份专门针对北欧和波罗的海国家公司的《环境、社会和公司治理信息报告指南1.0》(ESG Reporting Guide 1.0),并于2019年5月发布修订后的《环境、社会和公司治理报告指南2.0》(ESG Reporting Guide 2.0),在参考SDGs、GRI和TCFD的基础上,设定了30个符合国际主流的披露指标,并将披露主体扩大至在其交易所上市的所有公司。除对上市公司ESG信息披露监管外,联邦和部分州还通过立法规定养老基金或社保基金在ESG责任投资中的比重,并要求其履行相应的ESG信息强制披露义务。<sup>[52]</sup>

近年来,围绕是否将ESG信息列入强制披露事项引发市场参与者的广泛争议,迫于投资者对高标准ESG信息披露的需求,SEC向国会提交了多项涉及ESG或气候信息披露方面的法案,致力于提高ESG信息披露的监管要求和建立全面的ESG披露框架。<sup>[53]</sup>2021年4月,美国众议院金融服务委员会通过《ESG信息披露简化法案》(ESG Disclosure Simplification Act),并于当年6月16日通过美国众议院投票表决,待其实施后将首次要求SEC在法规中定义“ESG指标”,并要求上市公司在年度代理声明书(Annual Proxy Statements)中披露ESG指标与发行人长期业务战略间的联系等,在经审计的财务报表中披露ESG指标。<sup>[54]</sup>2022年3月,SEC发布了《加强和规范投资者气候相关信息披露》(The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors)提案,要求证券发行人在注册声明和定期报告中披露对其业务模式、运营业绩及财务状况等可能产生重大影响的气候相关风险,披露范围在上市公司自身直接温室气体排放的基础上,还包括购买电力或其他形式能源的间接排放以及其供应链上下游企业的排放情况。<sup>[55]</sup>

### 3. 我国香港地区:激励与监管相容的治理模式

我国香港地区围绕发行主权绿色债券以及ESG信息披露制度搭建起引导激励和行政监管相容的ESG发展模式。首先,通过发行特区政府绿色债券,吸引筹资者在香港进行绿色项目投融资,实现对ESG投资的激励引导。2018年初,特区政府宣布推出1000亿元香港主权绿色债券并于2019年5月完成首批发售。2021年11月,特区政府在政府绿色债券计划下成功发售50亿元人民币离岸绿色债券,这也是特区政府首次发行人民币债券。同时,特区政府还推出一系列绿色债券发行的激励政策,对在香港发行债券且符合资格的机构提供补贴;2021年2月,特区政府宣

[52] 例如,美国加利福尼亚州参议院通过的《第185号参议院法案》,要求加州公务员养老基金和加州教师养老基金停止对煤炭投资,并向清洁、无污染能源过渡,以支持加州经济脱碳;加利福尼亚州参议院通过的《第964号参议院法案》,进一步强化对上述基金中气候变化风险的管控以及相关信息披露的强制程度,并将与气候相关的金融风险上升为重大风险级别。

[53] See David Silk, Carmen Lu, Environmental Social & Governance Law, available at <https://iclg.com/practice-areas/environmental-social-and-governance-law/usa>, last visited on Apr. 30, 2022.

[54] See ESG Disclosure Simplification Act of 2021 H. Rept. 117-54.

[55] See SEC, SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate related Disclosures for Investors, available at <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46>, last visited on Apr. 30, 2022.

布将现行的“债券资助先导计划”和“绿色债券资助计划”合并为为期三年的“绿色和可持续金融资助计划”，持续支持绿色金融在港发展。

在信息披露方面，香港 ESG 信息披露机制秉持循序渐进的发展原则，逐步提升信息披露要求。2012 年 8 月港交所（HKEX）首次将《环境、社会及管治报告指引》纳入《上市规则》附件，并以“建议披露”方式倡导上市公司进行 ESG 信息披露。2015 年 12 月，港交所发布修订后的《环境、社会及管治报告指引》，将披露范畴合并为“环境”与“社会”，并将一般披露责任和环境范畴下的关键绩效指标（KPI）提升至“遵守或解释”<sup>[56]</sup>。2019 年 12 月，颁布《关于检讨〈环境、社会及管治报告指引〉及相关〈上市规则〉条文的咨询总结》，从以下方面强化信息披露监管：要求强制披露载明对 ESG 事宜考量的董事会声明、ESG 报告汇报原则及范围，进一步地将所有社会范畴 KPI 的合规披露标准提升至“遵守或解释”层面。<sup>[57]</sup> 2021 年 4 月，港交所为促进《环境、社会及管治报告》披露的适时性，建议规定《环境、社会及管治报告》与年报同步刊发。2021 年 11 月，港交所又发布了采用 TCFD 披露标准的《气候信息披露指引》，旨在指导上市公司在 ESG 报告中适当披露气候变化相关信息，并计划到 2025 年强制要求相关上市公司依据上述标准披露气候变化相关信息。

目前，全球范围内 ESG 信息强制披露制度日益成为主流发展趋势，越来越多的国家及地区选择从以自愿为原则的鼓励型信息披露向“遵守或解释”的半强制或强制信息披露逐步过渡。强制信息披露规则通过要求企业在传统财务披露或专门独立报告中增加有关 ESG 相关的可用信息，可以缓解投资端 ESG 信息供应不足的现状。<sup>[58]</sup> 实证研究结论也表明，强制 ESG 披露显著提高了 ESG 报告的可用性及质量，有效改善了披露公司的信息环境，尤其对于 ESG 过往表现不佳的中小企业具有更强的激励约束效果。<sup>[59]</sup>

• 571 •

### 三、我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则的建构与实施

#### （一）“双碳目标”指引下绿色证券市场的发展现状

广义的绿色证券指募集资金主要用于支持绿色产业项目的证券，包括但不限于各类绿色债券、绿色资产支持证券等绿色基础证券，以及基于绿色基础证券的绿色指数与绿色基金等。<sup>[60]</sup> 绿色证券市场在我国起步较晚但发展迅猛。2015 年 9 月，中共中央、国务院印发《生态文明体制

[56] 参见香港交易所：《附录二十 环境、社会及管治报告指引（2015 年版）》，载 <https://sc.hkex.com.hk/TuniS/cn-rules.hkex.com.hk/node/8299/revisions/2413/view>，最后访问时间：2021 年 4 月 29 日。

[57] 参见香港交易所：《关于检讨〈环境、社会及管治报告指引〉及相关〈上市规则〉条文的咨询总结》，载 [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/May-2019-Review-of-ESG-Guide/Conclusions-\(December-2019\)/cp201905cc\\_c.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/May-2019-Review-of-ESG-Guide/Conclusions-(December-2019)/cp201905cc_c.pdf)，最后访问时间：2021 年 4 月 29 日。

[58] See Emirhan Ilhan, Philipp Krueger, Zacharias Sautner, Laura T. Starks, Climate Risk Disclosure and Institutional Investors, European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper No. 661/2020, pp. 29–30.

[59] See Philipp Krueger, Zacharias Sautner, Dragon Yongjun Tang, Rui Zhong, The Effects of Mandatory ESG Disclosure Around the World, European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper No. 754/2021, p. 27.

[60] 参见唐周俊、李科峰、李煜坤：《注册制背景下绿色证券的现状及其发展》，载微信公众号“中伦视界”2021 年 11 月 26 日，最后访问时间：2022 年 4 月 30 日。

改革总体方案》，将发展绿色债券市场作为建立绿色金融体系的重要内容，初步确立我国绿色证券的顶层设计。2015年12月，中国人民银行、国家发改委相继发布《绿色债券支持项目目录（2015）》和《绿色债券发行指引》，进一步为绿色证券市场发展提供可操作的政策框架。在“双碳”目标和金融转型政策的推动下，绿色证券迎来了迅速发展时期，绿色证券市场已成为我国绿色金融体系的重要组成部分。各类绿色证券的发行数量和规模连续多年保持增长，2021年境内绿色债券发行量超过6000亿元，同比增长180%，余额达1.1万亿元，我国继续稳居全球第二大绿色债券发行市场，<sup>[61]</sup>伴随着市场结构的不断优化，机构投资者参与度稳步提升，与绿色证券市场相配套的绿色金融标准体系及法律规范体系建设也取得了积极进展。作为引导证券业绿色转型的环境经济政策，绿色证券市场的监管体系遵循与ESG责任投资治理近似的话语体系，<sup>[62]</sup>通过上市公司环保核查、环境信息披露和环境绩效评估等相关制度的完善，逐步提升法治保障绿色资本市场发展的水平。当然，仅凭制度优势和政策扶持在较短时间内建立起的规模、体量庞大的绿色金融市场，难免存在市场要素不充分、制度建设不健全等体制机制障碍。目前，我国绿色证券市场也存在一些亟待解决的问题。

第一，资本市场在金融资源绿色化配置中的作用发挥不充分。<sup>[63]</sup>我国绿色证券市场是在行政主导下，依靠“自上而下”的政策推动建立起来的，具有显著的强制性制度变迁特征，证券市场运转和交易机制依靠税收优惠、财政补贴、金融政策等行政手段，绿色证券市场发展“私人力量”不足。以绿色债券市场为例，发行主体以金融机构和国有企业为主，私主体参与程度有限，未充分发挥社会资本参与绿色经济发展的功用。

第二，上市公司环境信息披露质量有待提高。2021年6月，生态环境部发布的《环境信息依法披露制度改革方案》提出到2025年基本形成环境信息的强制性披露制度，2022年2月8日起施行的《企业环境信息依法披露管理办法》将环境信息强制披露要求，由被列入重点排污单位的上市公司扩展至所有重点排污单位、上市公司和发债企业等五类主体。但总体而言，我国境内证券市场ESG信息仍以自愿性披露为主，尚未颁行专门针对ESG信息披露的规则及标准，主要在上市公司年报与半年报内容与格式准则中对ESG相关内容有所涉及。缺乏有效的信息披露使市场参与者处于信息双向不透明状态，市场无法提供有效信息支撑投资者作出理性投资决策，这种信息不对称也加剧了投资者的投机心理和避险意识，严重降低绿色融资效率。同时，披露内容缺乏明确的量化指标，难以形成相应的考评指标，<sup>[64]</sup>披露信息的可比性和有效性不足，易产生发行人“洗绿”的道德风险。

第三，ESG责任投资原则的认识与实践不足。绿色证券市场ESG责任投资观念尚未普及，

[61] 参见中国人民银行：《绿色金融助力碳达峰碳中和》，载 <http://www.zqrb.cn/finance/gzlhghjr/2022-03-04/A1646385615869.html>，最后访问时间：2022年4月28日。

[62] 参见杨为程：《基于绿色证券的环境信息披露：海外经验与启示——从上市公司环境事故说起》，载《新疆大学学报（哲学·人文社会科学版）》2014年第2期。

[63] 参见澎湃新闻：《监管部门谈绿色金融：金融机构要避免谈碳色变，鼓励ESG投资》，载 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1706242760686655208&wfr=spider&for=pc>，最后访问时间：2022年4月23日。

[64] 参见陈志峰：《我国绿色债券环境信息披露的完善路径分析》，载《环境保护》2019年第1期。

个人投资者对责任投资了解极为有限，据统计，83%的调查对象不了解“责任投资”，其中，35%从未听说过“绿色金融”“责任投资”或“ESG”概念，<sup>〔65〕</sup> 泛 ESG 公募基金占市场所有股票型基金和混合型基金的比例仅为 5.92%，这也从侧面体现出个人投资者 ESG 观念淡薄对 ESG 融资能力的负面影响。<sup>〔66〕</sup> 同时，我国机构投资者也缺乏 ESG 责任投资意识和实践能力，高达 71%的证券投资机构对 ESG 持观望态度，还有部分金融机构没有明确的 ESG 发展战略，在投资策略流程、组织管理架构、信息披露机制等方面缺乏实施 ESG 责任投资的相应制度建设，积极的股东参与意识不强，通过利益相关方与企业直接沟通进而推动其履行社会责任的传导机制未能有效发挥作用。<sup>〔67〕</sup> 总体而言，公众投资者与机构投资者对 ESG 责任投资理念的认识与实践都有待加强。

## （二）我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则的实施路径

### 1. 绿色证券市场 ESG 责任投资理念的价值意涵

第一，ESG 责任投资与经济社会转型发展的良性“互哺”。我国正处于绿色低碳转型发展的历史进程中，ESG 责任投资重视环境、社会与治理的协调发展，符合创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念，天然地将绿色发展的政策目标有机融入金融工具之中，通过资金融通有效引导资金配置到可再生能源、节能降碳等项目，<sup>〔68〕</sup> 推动产业链上“三高”企业通过节能减排新技术的研发，实现转型升级。同时，一个高效、可持续的经济社会体系可以反哺以长期价值收益为导向的责任投资，<sup>〔69〕</sup> 实现产业绿色转型和“双碳”目标将产生庞大的绿色低碳融资需求，为 ESG 投资带来广阔的发展机遇。

第二，ESG 责任投资为绿色证券市场提供驱动力。在“双碳”目标指导下，践行 ESG 投资理念与发展绿色证券市场的目标都是通过引导资金配置解决环境资源困境。首先，ESG 投资策略对非财务指标的全面分析，可以帮助投资者识别潜在的 ESG 风险，保护投资者利益，增强市场发展韧性。其次，绿色产业融资具有投资规模大、回报周期长和见效速度慢的特点，而 ESG 责任投资长期性、避险性、公益性等属性，恰好能满足绿色产业融资需求，还可以吸引养老金、保险资金等中长期资金入市，拓展新的投资渠道。最后，ESG 责任投资在实践发展中形成较为完善的产品服务、评级体系和披露标准，可以带动绿色证券市场完善。

第三，ESG 责任投资指导投资者创造长期经济社会价值。不同于视财务回报为唯一关切的传统投资模式，ESG 责任投资原则指导投资人获得财务增值与社会效益提升的“双底线回报”。<sup>〔70〕</sup>

• 573 •

〔65〕 参见商道融绿：《中国责任投资年度报告 2021》，载 <https://www.syntaogf.com/products/csir2021>，最后访问时间：2022 年 4 月 30 日。

〔66〕 参见前引〔65〕，商道融绿文。

〔67〕 参见中国证券投资基金业协会：《中国基金业 ESG 投资专题调查报告（2019）》，载 [https://www.amac.org.cn/businessservices\\_2025/ywfw\\_esg/esgyj/ygxx/202007/P020200805690524924485.pdf](https://www.amac.org.cn/businessservices_2025/ywfw_esg/esgyj/ygxx/202007/P020200805690524924485.pdf)，最后访问时间：2022 年 4 月 30 日。

〔68〕 参见刘兴：《境内外 ESG 投资发展比较及其对上海的启示》，载《科学发展》2021 年第 12 期。

〔69〕 See UN PRI, Asset Owner Strategy Guide: How to Craft an Investment Strategy, available at <https://www.unpri.org/asset-owner-resources/asset-owner-strategy-guide-how-to-craft-an-investment-strategy/402.article>, last visited on Apr. 30, 2022.

〔70〕 参见邱慈观：《可持续金融》，上海交通大学出版社 2019 年版，第 44 页。



金融实践与学术研究表明：责任投资与投资绩效提高具有正相关作用，<sup>[71]</sup> ESG 评分较高的企业通常具有更低的债券发行利率，<sup>[72]</sup> 因为良好社会形象和企业品牌可以帮助企业赢得资本的认可，降低企业融资成本，投资于 ESG 实践的公司可有效降低系统性风险并产生长期的经济收益。同时，与传统公募基金相比，ESG 基金在参与环境、社会责任和治理等议题方面表现出明显的优势，<sup>[73]</sup> ESG 投资所带来的非财务收益可以满足投资者自身社会情怀与社会声誉的需求。

第四，ESG 责任投资促进企业社会责任的有效履行。在某种意义上，ESG 责任投资可被视为 CSR 在资本市场的延伸，投资机构的投资活动就是自身履行企业社会责任的体现。投资机构参与或承担绿色指数编制、行业标准制定、投资者教育等工作，并将 ESG 指标纳入投资决策，利用自有资金或引导公众投资者支持绿色项目，引导短期投机行为向长期价值投资转变。另一方面，ESG 责任投资原则为上市公司贯彻绿色发展理念、履行保护环境社会责任提供了商业向善的制度保障。ESG 评价体系和信息披露标准为上市公司的 ESG 实践提供了可操作、标准化的量化评价工具，并以此形成推动企业改善 ESG 表现的传导机制。

## 2. 我国绿色证券市场 ESG 责任投资原则的实施路径

其一，确立 ESG 责任投资的政策框架。机构投资者（包括资产所有者和资产管理人）在 ESG 责任投资中扮演着资本提供者和受托资产管理人的双重角色，<sup>[74]</sup> 是推动 ESG 责任投资理念实践的核心环节。应重点培育以绿色产业为主要投资标的的投资群体，<sup>[75]</sup> 积极鼓励引导机构投资者建立并完善 ESG 责任投资的公司战略，制定明确的 ESG 投资业务目标和包括投资标的的评估机制、绩效管理机制、环境风险监控与处置机制在内的标准化绿色投资制度体系。<sup>[76]</sup> 发挥机构投资者优势，研发 ESG 主题多元投资产品，丰富创新绿色证券金融产品服务，重视公众投资者的责任投资教育，引导更多个人投资者参与绿色低碳领域的投融资。机构投资者通过与被投资企业进行直接沟通、股东提案、投票表决或召开临时股东会等形式，积极行使其股东权利，对投资对象社会责任的履行和内部公司治理施加影响，进而为机构投资者的最终受益人带来积极影响，倒逼上市公司提升 ESG 信息披露质量。

其二，完善绿色证券市场的 ESG 配套治理体系。一方面，完善绿色证券信息披露制度，加快绿色证券信息披露强制性与规范化进程。<sup>[77]</sup> 量化统一的信息披露标准则能够为融资机构

[71] See Gunnar Friede, Timo Busch, Alexander Bassen, ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies, 5 *Journal of Sustainable Finance & Investment* 210, 226 (2015).

[72] 参见魏斌：《ESG 表现对国内企业债券融资的影响》，载《金融市场研究》2021年第7期。

[73] See Quinn Curtis, Jill Fisch, Adriana Z. Robertson, Do ESG Mutual Funds Deliver on Their Promises?, 120 *Michigan Law Review* 393, 431-435 (2021).

[74] 参见刘珺如：《开发投资者“尽责管理”潜力，支持中国 ESG 发展》，载 <https://index.caixin.com/2021-12-03/101818603.html>，最后访问时间：2022年4月25日。

[75] 参见王遥、马庆华：《地方绿色金融发展指数与评估报告（2019）》，中国金融出版社2019年版，第75页。

[76] 参见中国证券投资基金业协会：《基金管理人绿色投资自评估报告（2021）》，载 [https://www.amac.org.cn/businessservices\\_2025/ywfw\\_esg/esgj/ygxx/202203/P020220321629243070006.pdf](https://www.amac.org.cn/businessservices_2025/ywfw_esg/esgj/ygxx/202203/P020220321629243070006.pdf)，最后访问时间：2022年4月30日。

[77] 参见洪艳蓉：《论碳达峰碳中和背景下的绿色债券发展模式》，载《法律科学》2022年第2期。

提供标准化的信息供给路径，提高信息披露的可比性，帮助投资者有效识别潜在风险，避免被“洗绿”等虚假或误导性信息干扰，使资金真正流向可持续发展的绿色低碳领域。为此，可通过激励约束机制引导绿色证券发行人提升信息披露透明度，强化认证评估机构外部监督职能，并逐步扩大强制信息披露的主体及范围，为投资者提供更加透明充分的投资决策信息，提升对绿色证券市场的信心。另一方面，加大绿色证券政策支持力度，形成吸引投资人积极参与绿色市场的制度优势。绿色证券作为直接融资模式，可使绿色企业低成本、高效率地获取资金，与我国绿色信贷规模相比，绿色证券市场有巨大发展潜力，应通过财政补贴、税收优惠、绿色项目奖励等激励政策对符合标准的绿色证券提供支持，适度放宽绿色证券发行上市的准入门槛，亦可通过发起设立绿色主权债券或 PPP 模式下的绿色产业投资基金等多种方式引导社会资本投资绿色企业。

其三，搭建上市公司的 ESG 治理框架。作为评估企业可持续发展价值的准财务指标，企业的 ESG 信息可对企业估值和业绩产生重要影响。<sup>〔78〕</sup> 来自利益相关者，尤其是市场投资者的压力也要求将 ESG 责任投资理念融入公司治理与企业运营，注重公司的长远利益和可持续发展。具体而言，鼓励上市公司根据自身发展实际制定明确的绿色发展战略规划，将 ESG 责任投资理念融入日常经营管理之中，构建以可持续发展为目标导向的公司治理框架，推动董事会和管理层积极履行 ESG 监督管理职责，评估公司面临的关键或重大的 ESG 挑战与机遇，积极建立并完善与股东、投资者等利益相关者之间就 ESG 相关议题的常态化沟通机制。同时，提高上市公司 ESG 信息披露的自愿意识，在充分认识 ESG 与企业财务绩效、长期发展之间重大关联性的基础上，主动发布满足投资者决策需求的 ESG 信息，拓展信息披露的深度和广度，催生公司治理向善的自发驱动力。

• 575 •

#### 四、结 语

从社会责任投资基金诞生至今，历经五十余年发展，ESG 责任投资已成为全球资本市场备受瞩目的投资策略，其核心理念及基本原则是融环境保护、社会责任和公司治理为一体，实现投资价值目标的归正，并深刻地影响着现代公司治理样态与金融体系可持续发展的路径。在实现“碳达峰”“碳中和”目标和推进经济、社会全面绿色转型背景下，我国绿色金融发展方兴未艾。凭借制度优势和政策扶持在较短时间内建立起的规模和体量庞大的绿色金融市场，难免存在市场要素不充分、制度建设不健全等体制机制障碍。借鉴域外信息披露规制和激励引导机制等治理方面的成功实践，立足于我国实践需求，将 ESG 责任投资理念及实施机制融入绿色证券市场建设，可为我国金融市场，尤其是证券市场探索“资本向善”的发展模式开辟一条崭新的道路。申言之，ESG 责任投资不仅是以可持续发展为价值内涵的投资策略，与“创新、协调、绿色、开放、

〔78〕 See Guido Giese, Linda-Eling Lee, Dimitris Melas, Zoltán Nagy, Laura Nishikawa, Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance, 45 *The Journal of Portfolio Management* 69, 82 (2019).

共享”的五大发展理念高度契合，作为资本市场的有机组成部分，提供了推动经济和社会转型与结构性变革的动力要素，还是评价企业长期价值的新型投资理念，在促使企业积极参与社会治理、履行社会责任的同时，有助于投资者加强风险管理与发掘商业机会，从而推动社会责任与投资收益兼容的绿色金融市场的最终形成。

---

**Abstract:** The principles of ESG investing based on the theory of modern corporate governance, sustainable development and negative externalities, promotes the way of valuing an investment from focusing on financial indicators to integrating environment, society and corporate governance, and takes information disclosure, quantitative evaluation and investment strategies guidance as a main approach. At the international, regional and national level, ESG investing has different patterns and characteristics, but it follows common concepts and principles, and its standard system and governance framework increasingly mature. China's green securities market had a late start in ESG investing, but its value orientation of focusing on sustainable development of economy, society and environment has been widely recognized. Combined with the process of extraterritorial practice and based on the demand of China's green securities market development, the concept and principles of ESG investing should be more deeply integrated into the construction of green securities market. Through nurturing investors of green securities market, optimizing the allocation of green financial resources, improving the ESG governance of listed companies, we can build a well-established principle and system of ESG investing in green securities market, and then unleash the vitality of the development of China's green securities market.

**Key Words:** ESG investing, green securities, corporate social responsibility, information disclosure

---

(责任编辑: 李 敏 赵建蕊)

## 论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

• 577 •

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。<sup>〔1〕</sup> 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。<sup>〔2〕</sup> 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“行政法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。<sup>〔7〕</sup>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。<sup>〔8〕</sup>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。<sup>〔9〕</sup>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。<sup>〔10〕</sup>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。<sup>〔11〕</sup>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。”<sup>〔12〕</sup>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。<sup>〔13〕</sup>另一方面，守法成本是指社会为遵守法律规定而支付的成

• 579 •

〔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。<sup>〔14〕</sup>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”<sup>〔15〕</sup>。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。<sup>〔16〕</sup>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”。<sup>〔17〕</sup>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查验收等。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。<sup>〔18〕</sup> 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。<sup>〔19〕</sup>

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”<sup>〔20〕</sup>。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。

• 581 •

## 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。”<sup>〔21〕</sup> 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”<sup>〔22〕</sup>，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。<sup>〔23〕</sup>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。<sup>〔24〕</sup>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。<sup>〔25〕</sup>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。<sup>[26]</sup>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。”<sup>[27]</sup>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。<sup>[28]</sup>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。

• 583 •

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 and 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”。<sup>[29]</sup>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。<sup>[30]</sup>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。<sup>〔31〕</sup>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。”<sup>〔32〕</sup>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。<sup>〔33〕</sup>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。<sup>〔34〕</sup>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。<sup>〔35〕</sup>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。<sup>〔36〕</sup>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。<sup>〔37〕</sup>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。<sup>〔38〕</sup>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。

• 585 •

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”<sup>〔39〕</sup>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：《论技术标准法律性质——从行政法规范体系角度的定位》，载《行政法教学研究》2008 年第 3 期。

〔39〕 王贵松：《风险社会与作为学习过程的法律——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。<sup>〔40〕</sup>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。<sup>〔41〕</sup>《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。<sup>〔42〕</sup>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。<sup>〔43〕</sup>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。<sup>〔44〕</sup>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。<sup>[45]</sup> 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。<sup>[46]</sup> 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。

### (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

• 587 •

[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。<sup>〔47〕</sup>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。<sup>〔48〕</sup>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。<sup>〔49〕</sup>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。”<sup>〔50〕</sup>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。

• 589 •

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。<sup>〔51〕</sup>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。<sup>〔52〕</sup>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。<sup>〔53〕</sup>

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。<sup>〔54〕</sup>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。<sup>〔55〕</sup>

### （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)。<sup>[56]</sup>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。<sup>[57]</sup>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。<sup>[58]</sup>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。<sup>[59]</sup>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。”<sup>[60]</sup>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

• 591 •

[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)

## 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

• 593 •

### 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。<sup>〔1〕</sup> 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。<sup>〔2〕</sup> 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；<sup>〔3〕</sup> 有的学者强调其消极影响，主张加强规制以作出应对。<sup>〔4〕</sup> 对于规制路径的选择及具体机制的构建，亦存在诸多争论。<sup>〔5〕</sup> 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。<sup>〔6〕</sup> 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。<sup>〔7〕</sup>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。<sup>〔8〕</sup>

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。<sup>〔9〕</sup>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。<sup>〔10〕</sup>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”，<sup>〔11〕</sup>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。<sup>〔12〕</sup>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

• 595 •

〔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。<sup>〔13〕</sup>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<sup>〔14〕</sup>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。<sup>〔15〕</sup>

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。<sup>〔16〕</sup>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。<sup>〔17〕</sup>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。<sup>〔18〕</sup>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。<sup>〔19〕</sup>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。<sup>〔20〕</sup>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，<sup>〔21〕</sup>有时是为了拖

〔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组成的处于频繁变动之中，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和经验，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。<sup>〔22〕</sup>

### 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。<sup>〔23〕</sup> 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。<sup>〔24〕</sup> 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。<sup>〔25〕</sup> 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。<sup>〔26〕</sup>

• 597 •

〔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。<sup>〔27〕</sup>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。<sup>〔28〕</sup>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。<sup>〔29〕</sup>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。<sup>〔30〕</sup>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。<sup>〔31〕</sup>

## 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)，<sup>〔32〕</sup>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”。<sup>〔33〕</sup>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。<sup>〔34〕</sup> 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。<sup>〔35〕</sup> 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。<sup>〔36〕</sup>

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。<sup>〔37〕</sup> 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》规制证券的公开发售。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。<sup>〔38〕</sup> 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。<sup>〔39〕</sup>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。<sup>〔40〕</sup>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。<sup>〔41〕</sup>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。<sup>〔42〕</sup>

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。<sup>〔43〕</sup>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。<sup>〔44〕</sup>

〔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。<sup>〔45〕</sup> 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。<sup>〔46〕</sup> 《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。<sup>〔47〕</sup>

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。<sup>〔48〕</sup>

## 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。<sup>[49]</sup>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。<sup>[50]</sup>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。<sup>[51]</sup>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。<sup>[52]</sup>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。<sup>[53]</sup>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。<sup>[54]</sup>

### （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。<sup>[55]</sup>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。<sup>〔56〕</sup>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。<sup>〔57〕</sup>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。<sup>〔58〕</sup>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。<sup>〔59〕</sup>

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。<sup>〔60〕</sup>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。<sup>〔61〕</sup>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。<sup>〔62〕</sup>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)。<sup>〔63〕</sup>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

• 603 •

〔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。<sup>〔64〕</sup> 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。<sup>〔65〕</sup>

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。<sup>〔66〕</sup> 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。<sup>〔67〕</sup>

## 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、招标拍卖、坏账核销等方式处置不良资产。<sup>〔68〕</sup> 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。<sup>〔69〕</sup> 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。<sup>〔70〕</sup> 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。<sup>〔71〕</sup> 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。<sup>〔72〕</sup> 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。<sup>〔73〕</sup> 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转移。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，<sup>〔74〕</sup>《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，

• 605 •

〔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。<sup>〔75〕</sup> 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。<sup>〔76〕</sup> 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。<sup>〔77〕</sup> 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。<sup>〔78〕</sup>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。<sup>〔79〕</sup>(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；<sup>〔80〕</sup>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。<sup>〔81〕</sup>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。<sup>〔82〕</sup>

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。

## 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

---



## 论个人破产法上免责考察制度的法律构造

靳岩岩\*

**内容提要：**免责考察制度是个人破产立法中的核心问题，其法律构造包括免责条件和免责程序两大部分。《深圳经济特区个人破产条例》确立了免责考察制度的初步框架，但其免责条件规则对不予免责的债务情形和债务人情形规定不尽完善、缺乏对债务人清偿能力的考量，免责程序规则对免责申请的启动缺乏前置性程序的制约、许可免责程序过于复杂、对债务人所受的权利能力限制的规定过于简单。应在整体主义和利益平衡的理念下完善我国个人破产法上免责考察制度的法律构造。在完善免责条件规则层面，应当删除不予免责债务中的雇佣之债、设置所欠税款年限限制、明晰兜底条款范围，增加不予免责债务人情形中的原则性规定、设置债务人不当行为的审查时间，并在免责条件中纳入对债务人清偿能力的考察。在完善免责程序规则层面，应当以和解作为免责考察的前置程序，简化适格债务人的许可免责程序，完善破产失权和复权制度，进而构建更为合理的个人破产制度规则，为全国性的个人破产立法提供有益经验。

**关键词：**个人破产 免责考察制度 免责例外 前置性审查 失权

2020年8月26日，深圳市人大常委会审议通过了《深圳经济特区个人破产条例》（以下简称《深圳条例》），以地方先行立法的形式开启了我国个人破产的正式立法进程。<sup>〔1〕</sup>2021年7月19日深圳市中级人民法院也发布了首例个人破产案件判决书。<sup>〔2〕</sup>未来不论是全面推广地方性立法还是在全国层面统一立法，抑或二者并行，《深圳条例》均具有极其重要的试验意义，其文本对于完善我国个人破产立法也具有极其重要的分析价值。在整体框架已经完备的情况下，核心制度的完善变得十分紧迫。免责考察制度即属于个人破产法上的核心制度之一，债务人在通过破产清算

\* 靳岩岩，对外经济贸易大学法学院博士研究生。

〔1〕 于此之前，2019年9月台州市中级人民法院出台了全国首个个人债务清理的工作规程——《执行程序转个人债务清理程序审理规程（暂行）》，该工作规程具备了个人破产的实质功能与相当程序，但其主要目的是解决法院的执行难问题，与个人破产法的社会功能与实质目标并不相同，也并未冠以“个人破产”之名，因此，该规程不应归于针对个人破产的规范性文件之中。

〔2〕 参见深圳市中级人民法院（2021）粤03破230号（个1）民事裁定书。由于本案裁定的内容为破产申请人的重整计划而非清算免责，本文不再展开评述。

程序被宣告破产并完成破产财产分配后，只有符合了免责考察制度规定的条件，才能经法院裁定免除未清偿的债务并恢复破产程序中被限制的权利。从法理而言，免责考察制度的法律构造包括免责条件和免责程序两大部分，《深圳条例》第95条至第105条以专节规定了我国的个人破产免责考察制度，其在免责条件和免责程序上均有完善的空间。本文拟循此思路，借鉴个人破产立法成熟国家的相关经验，分析我国个人破产免责考察制度的不足并就其法律构造的完善提出建议，以期对我国个人破产立法的整体完善有所裨益。

## 一、比较法视野下个人破产免责考察制度的法律构造

在现代个人破产法制度确立之前，对于债务的偿还不能多以人身罚论处。英国1705年《破产法》首次准许“诚实而合作”的债务人获得破产债务免责。<sup>〔3〕</sup>该法规定了债务人如果在特定的期限内遵循地方长官的指令，所有的行为都满足该法令的要求，便可在其破产时免除债务。<sup>〔4〕</sup>进入工业社会后，随着资本市场的发展与人权意识的强化，破产免责所内含的债务人保护的制度功能与社会效应日益得到关注，各国个人破产立法也开始向“债务人友好型”的模式转变。例如美国1841年颁布的《破产法》改变了1800年《破产法》中禁止债务人提出破产请求的限制，允许债务人提出自愿破产并予以免责，<sup>〔5〕</sup>并将个人破产制度的适用由商主体扩大至一般主体，自然人的财务困境也可以通过破产法予以纾解<sup>〔6〕</sup>。在德国1877年第一部《破产条例》颁布100多年后，1999年开始实施的《破产法》也正式确立破产免责考察制度。<sup>〔7〕</sup>日本《破产法》也在1952年修改时改变了不允许免除债务的规定，允许债务人向法院提交免责申请。<sup>〔8〕</sup>尽管各国免责考察制度的立法理念与具体规则设计有所差别，但其法律构造基本由两大部分组成，即免责条件规则和免责程序规则。

### （一）免责条件规则

免责条件规则解决的问题是哪些未清偿的债务可以免责，以及债务人在哪些情形下可以免责。各国立法通常以设置否定性规则的方法予以明确。

设置不予免责的债务情形是基于对特殊债权人的保护或对公共利益考量的目的，从而拒绝破产债务人特定种类的债务免责申请。美国2010年修订后的《破产法》对不可免责之债的规定较为详尽，破产法院并不享有通过其衡平权利创设新的免责例外的权利。<sup>〔9〕</sup>具体而言，下列债务被排除在了破产免责之外：破产程序过程中以及申请破产前三年所产生的债务税收、欺诈性债

〔3〕 参见徐阳光：《个人破产立法的英国经验与启示》，载《法学杂志》2020年第7期。

〔4〕 See Bankrupts Act 1705 (4 Anne c. 17: An act to prevent frauds frequently committed by bankrupts), VII, available at [https://en.wikisource.org/wiki/Bankrupts\\_Act\\_1705](https://en.wikisource.org/wiki/Bankrupts_Act_1705), last visited on Aug. 31, 2021.

〔5〕 参见韩中节、高丽：《破产免责制度立法模式的比较考察及借鉴》，载《法学杂志》2010年第10期。

〔6〕 参见张阳：《个人破产何以可能：溯源、证立与展望》，载《税务与经济》2019年第4期。

〔7〕 See Introduction to German Insolvency Law, available at [https://www.justiz.nrw.de/WebPortal\\_en/projects/ieei/documents/public\\_papers/german\\_insolvency.pdf](https://www.justiz.nrw.de/WebPortal_en/projects/ieei/documents/public_papers/german_insolvency.pdf), last visited on Aug. 31, 2021.

〔8〕 参见刘颖：《日本的个人破产免责制度及其借镜》，载《经贸法律评论》2020年第5期。

〔9〕 参见〔美〕查尔斯·J·泰步：《美国破产法新论》，韩长印、何欢、王之洲译，中国政法大学出版社2017年版，第1061页。

务、未列明的债务、信义欺诈或挪用、盗窃、侵占所产生的债务、家庭抚养与赡养费、故意恶性致人损害的债务、行政罚款与处罚、行使赔偿责任、教育贷款债务、酒驾致人死亡或损害的债务、涉及联邦保险储蓄机构或信用合作社的信托欺诈或挪用所产生的债务、其他法律规定的不予免责的情形。<sup>[10]</sup> 英国 2004 年修订后《破产法》对不可免责之债的规定相对笼统，主要包括由家事法院判决需要支付的费用、破产人引发的人身侵权之债、法院的罚款以及因为欺诈或者其他犯罪行为引发的债务、在法院颁发破产令之后产生的债务、自 2004 年 9 月 1 日之后的所有到期的学生贷款等。<sup>[11]</sup> 德国 2002 年《破产法》设置了更为宽松的免责条件，仅将破产程序中提出的赡养费支付申请、破产程序中债务人因疏忽大意而对债权人的侵权之债、行政罚款等强制性罚款、零利息的破产费用贷款等纳入了不可免责的债务范围之内。<sup>[12]</sup>

设置不予免责的债务人情旨在防范不诚实的债务人通过个人破产制度来躲避债务，各国在具体规则制定上各有侧重。例如美国《破产法》第 727 条规定存在以下行为的债务人不能获得免责：实际欺诈转让、无正当理由而未能保存簿册与记录、破产犯罪、财产损失原因不明、拒绝作证或不遵守法院命令、内部人员的破产案件所禁止的行为、违反连续免责的时间限制、放弃免责与未能完成个人财务管理课程。相较于美国《破产法》“结果主义”的禁止性规则，德国《破产法》对债务人不当行为的评判更注重对“疏忽大意”等主观状态的认定，具体而言主要有以下几种情形：实施了破产犯罪；在破产程序开始前的三年内，为取得公共基金的贷款或逃避公共基金的债务偿还而实施虚假陈述行为；<sup>[13]</sup> 在破产申请提交前的十年内获得过破产免责；债务人因疏忽大意或重大过失导致破产债权人在破产程序开始前的一年内，在无法证明经济条件好转的情况下不合理的挥霍浪费或延迟破产申请；债务人因疏忽大意或过失违反了破产程序中披露或相关法律规定的义务。<sup>[14]</sup> 日本《破产法》也规定了严格具体的不予免责情形，但同时赋予了法院“即使存在前述禁止性情形，但针对特例亦可批准免责”的权利。<sup>[15]</sup>

除了设置不可免责的情形，也有国家另行规定了免责应当具备的其他条件。比如美国将免责权利与清偿能力挂钩，如果债务人的收入高于所在州收入的中值，且每月的超额收入能够向债权人清偿至少 124.59~207.92 美元（具体数额取决于债务总额），便推定债务人存在滥用免责的主观意愿，<sup>[16]</sup> 除非债务人同意由第 7 章的破产清算程序转至第 13 章的个人债务清理程序，否则法院将驳回申请<sup>[17]</sup>。再比如日本规定了 7 年内禁止再次申请免责，美国也根据程序类型与清偿比

[10] See United States Bankruptcy Code, Section 532., available at <https://www.usbankruptcycode.org/chapter-5-creditors-the-debtor-and-the-estate/subchapter-ii-debtors-duties-and-benefits/section-523-exceptions-to-discharge/>, last visited on Aug. 31, 2021.

[11] 参见徐阳光：《英国个人破产与债务清理制度》，法律出版社 2020 年版，第 113 页。

[12] See German Insolvency Statute 2002, Section 302, available at <https://germanlawarchive.iuscomp.org/?p=773>, last visited on Aug. 31, 2021.

[13] 公共基金（public funds）是指政府以所有权人身份拥有及处理的基金，包括可用目的支出之一切基金，如普通基金、特别收入基金、资本计划基金等。

[14] See German Insolvency Statute, Section 290.

[15] See Japanese Bankruptcy Act, Section 252, available at <http://www.japaneselawtranslation.go.jp/law/detail/?id=1887&vm=04&re=02>, last visited on Aug. 31, 2021.

[16] 参见前引 [9]，查尔斯·J·泰步书，第 1325 页。

[17] See United States Bankruptcy Code, Section 707 (b).

例设置了相应的后续免责限制。<sup>〔18〕</sup>

## （二）免责程序规则

免责程序是指债务人在进入破产程序后，作出一定行为或满足一定条件而被裁定可以免除债务偿还等责任的程序。按照是否需要经过公权力主体的审查批准，免责程序可以分为当然免责和许可免责。

当然免责是指当法院批准破产程序时或经过一定期间的考察期限后，债务人无需再向法院或行政机关提交申请，便可自动从破产程序中获得免责。<sup>〔19〕</sup> 美国《破产法》实行的是典型的当然免责制度，即一旦法院做出了破产裁定，债务人在免责范围内的债务都将自动失效，债权人禁止采取任何正式或非正式的行动对已免责的债务进行追偿。英国《破产法》在当然免责制度之上增加了免责等待期，2002年《企业法令》将1986年《破产法》的3年等待期缩短至1年，<sup>〔20〕</sup> 规定了债务人只要不违反法律的强制性规定，便可以在破产令颁布之日起12个月后自动免责。<sup>〔21〕</sup> 我国台湾地区“破产法”也规定了债务人可以当然免责。<sup>〔22〕</sup>

许可免责则体现了更为严格的破产审查观念，将破产裁定与免责裁定相分离，债务人需额外提交免责申请且经法院的批准才能免责，且一般伴随着一定时间的考察期。德国最新的《破产法》采取了许可免责制度，第287条规定了欲以免责的债务人需向法院提交申请，第289条规定了法院应当在听取破产管理人以及债权人的意见后，根据债务人的申请作出免责与否的决定。<sup>〔23〕</sup> 日本《破产法》第248条规定了破产人自破产申请之日起到破产程序开始后的一个月内可向法院提出免责的申请，破产法院在审查破产人不存在法律规定的不可免责的事由后，便可作出免责裁决。<sup>〔24〕</sup>

除此之外，不同国家对于是否设置前置程序，以及失权与复权制度等也作出了规定。例如德国《破产法》将债务清偿和解程序设定为破产审判的前置程序，只有在和解不能且向法院提交和解失败的官方证明之后，债务人才能进入正式的破产审判程序。<sup>〔25〕</sup> 失权制度则是债务人免责的“对价”，多以一定期间的限制令增加债务人的义务。英国《破产法》规定了申请免责的破产人不得在没有告诉贷款人已经破产的情况下，借款超过500英镑，或未经法院允许擅自担任公司董事或创建管理或推广公司，或在未告知已经破产的情况下，债务人用另外一个名字去经营公司，同时禁止债务人从事破产从业者的工作。<sup>〔26〕</sup> 德国《破产法》则要求债务人履行申请破产时所提交

• 613 •

〔18〕 参见徐阳光：《个人破产免责的理论基础与规范构建》，载《中国法学》2021年第4期。

〔19〕 参见前引〔11〕，徐阳光书，第111页。

〔20〕 See UK Enterprise Act 2002, Section 256, available at <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2002/40/section/256/enacted>, last visited on Aug. 31, 2021.

〔21〕 但如果英国法院一旦对债务人颁发了刑事破产令，破产人就只能在破产程序启动之日起5年期满后，向法院提出免责申请，而不能适用自动免责的规定。See Insolvency Act 1986, § 280.

〔22〕 参见我国台湾地区“破产法”第149条的相关规定，即“破产债权人依协调或破产程序已受清偿者，其债权未能受清偿之部分，请求权视为消灭。”载 <https://wenku.baidu.com/view/39818c14a1116c175f0e7cd184254b35eefdlaa5.html>，最后访问时间：2021年8月31日。

〔23〕 参见前引〔7〕。

〔24〕 See Japanese Bankruptcy Act, Section 248, available at <http://www.japaneselawtranslation.go.jp/law/detail/?id=1887&vm=04&re=02>, last visited on Aug. 31, 2021.

〔25〕 See German Insolvency Statute, Section 301.

〔26〕 参见前引〔11〕，徐阳光书，第182页。



的收入转让承诺,并及时披露工作地点和薪酬变动,且不得单独清偿部分债权人。<sup>〔27〕</sup>与失权制度对应的是复权制度。申请免责的债务人在特定期限内未违反禁令并履行了其义务,对其行为限制应当自动或依申请解除。香港破产法则规定了复权期限为4年,新加坡解除破产令的时间由5年缩短至3年,但同时要求所剩债务额不超过50万新元。<sup>〔28〕</sup>

## 二、我国个人破产免责考察制度法律构造的现状与不足

### (一)《深圳条例》确立的免责考察制度的法律构造

《深圳条例》在第七章“破产清算”项下以专节规定了我国的个人破产免责考察制度。<sup>〔29〕</sup>关于免责条件,《深圳条例》第97条规定的不予免责的债务情形包括:因故意或者重大过失侵犯他人身体权或者生命权产生的损害赔偿金;基于法定身份关系产生的赡养费、抚养费 and 扶养费等;基于雇用关系产生的报酬请求权和预付金返还请求权;债务人知悉而未记载于债权债务清册的债务,但债权人明知人民法院裁定宣告债务人破产的除外;恶意侵权行为产生的财产损害赔偿金;债务人所欠税款;因违法或者犯罪行为所欠的罚金类款项;法律规定的其他情形。第98条规定的不予免责的债务人情形包括:故意违反行为限制的规定,故意违反协助处理破产事务义务和财产申报义务的规定,因奢侈消费、赌博等行为承担重大债务或者引起财产显著减少,隐匿、毁弃、伪造或者变造财务凭证、印章、信函文书、电子文档等资料物件,隐匿、转移、毁损财产,不当处分财产权益或者不当减少财产价值,法律规定的其他不得免除的情形。

关于免责程序,《深圳条例》采取了许可免责模式。债务人只有考察期限届满才能向法院申请对未清偿债务予以免责,免责考察期设定为3年,债务人在考察期内继续履行行为限制等义务。债务人完成剩余债务的清偿或债权人免除全部清偿责任,或考察期经过1年的债务人清偿剩余债务达到2/3以上,或考察期经过2年的债务人清偿剩余债务达到1/3不足2/3,考察期限推定届满。在考察期届满后债务人申请免除未清偿债务,由管理人对债务人的情况进行调查,征询债权人和破产事务管理部门的意见,并向人民法院出具书面报告。人民法院根据债务人的申请和管理人的报告,裁定债务人是否免除债务并解除对债务人的行为限制。《深圳条例》还规定了一些免责考察的配套制度,包括债务人收支及财产状况的披露义务、管理人对新增或者新发现破产财产的接管分配义务、免责效力所涉及的债权人范围、免责裁定的撤销事由、债务人或债权人的异议机制等。

### (二)《深圳条例》中免责考察制度法律构造存在的不足

#### 1. 免责条件规则存在的不足

首先,对不予免责的债务情形规定不尽完善。如果说债务人不予免责情形的设置目的是防范

〔27〕 See German Insolvency Statute, Section 295.

〔28〕 参见陈建萍、孟军:《个人破产者的重生——新加坡个人破产法律制度的启示》,载《西北大学学报(哲学社会科学版)》2004年第5期。

〔29〕 《深圳条例》将免责制度置于第七章“破产清算”中,在重整章专门规定有关重整计划执行完毕后对债务的免责,本文对这一部分不予讨论。

债务人恶意逃废债，不予免责的债务规则则更多以特殊债权人以及公共利益为出发点进行考量。有学者认为，我国应当“从国情和制度需要出发，规定一个以普通债务为主的较窄的可申请破产债务类型范围”，进而以严格的申请门槛防止个人破产制度被滥用。<sup>〔30〕</sup>该观点的确在“我国信用体系建设仍在起步阶段、社会诚信环境有待加强、个人债权债务纠纷数量庞大、司法系统未完全做好应对准备”的现实国情下有其积极作用。但在立法层面，法律的适用范围和涵盖内容应当适应更为长期的市场发展与社会稳定的需求，任何立法者都难以预估所有的可能性，也无法探明所有的特定情势，因此，《深圳条例》通过“负面清单”将不予免责的债务予以固定的做法值得肯定。但尽管现有立法模式有利于避免在司法实践中出现立法空白或朝令夕改，其具体的范围与规则设置却依然有待斟酌。例如第97条第3款将“基于雇佣关系产生的报酬请求权和预付金返还请求权”纳入不免责的债务范畴的规定是否有违物权优先的原则？又例如第97条第6款“债务人所欠税款”是否可以理解为即便是因税务机关的过错而导致的税款的欠缴，也应在三年追缴期届满后依然追偿？这显然与现行的规定相冲突。种类设置的不合理以及相关解释的缺乏，导致不予免责的债务规定在司法实践中难免会产生适用障碍。

其次，对不予免责的债务人情形规定过于笼统。破产免责的考察归根到底是为了过滤掉恶意破产者，让真正诚实的债务人得到债务重生的机会。但《深圳条例》既有的规定略显笼统而易在司法适用中受阻。例如对不予免责事由的发生时间未作规定，《深圳条例》第98条前两款均为在破产程序中的不当行为，考察的时间范围也自然是在破产程序开始后到考察期届满时。但第3款“因奢侈消费、赌博等行为承担重大债务或引起财产显著减少”与第5款“隐匿、转移、损毁财产，不当处分财产权益或者不当减少财产价值”的行为，可能发生在破产前。对此，法院是仅对发生于考察期的不当行为进行认定，还是只要债务人存在上述行为就取消其免责的资格，《深圳条例》未做任何规定。除此之外，仅有的五个不得免责的条款显然难以涵盖所有情形。例如除了《深圳条例》中所列举的因债务人的主观故意而减损财产的情形外，还可能存在恶意将不免责债务转变为免责债务等情形。尽管《深圳条例》第98条援引了其他法律的禁止性规定作为兜底条款，但无论是《深圳条例》还是其他法律，都尚不存在对破产债务人的免责作出的任何禁止或限制性的规定。在立法规则还不完善且尚未经过司法实践检验其合理性时，原则性规范的重要性尤为凸显。尽管《民法典》中的“诚信原则”“不得违反国家与公共利益”等原则性规定，同样应当适用于拒绝不诚信的债务人申请免责，而且《深圳条例》第3条也提及债权债务的清理应当遵循诚信原则，但这些原则性规定因没有被具体加设在不予免责的规则之中，而在司法实践中的适用性较弱。另外，基于《深圳条例》中不予免责情形的体例设置，“法律规定不得免除的其他情形”应理解为与前五款规定性质相同的内容，即债务人具体的行为而非法律原则，因此通过该兜底性条款进行原则的援引也缺乏可适用性。但罗列所有的不予免责的情形显然是个人破产法运行初期难以实现的，在规范性规则难以达至立法目的时，原则性规定的缺乏必定会导致司法裁判在立法空白情形下面对不应免责的债务人时陷入困境。

最后，现有免责条件规则缺乏对债务人清偿能力的考量。通过负面清单的形式列举免责条

〔30〕 参见赵万一、高达：《论我国个人破产制度的构建》，载《法商研究》2014年第3期。

件,可以最大程度地发挥个人破产免责考察制度对于促进债务人重生的功能,但客观上也导致对债务人申请免责的宽松。免责制度使合法免除偿债责任成为可能,若不设置严格的资格审查规则,不仅难以对欲滥用免责制度的债务人进行“过滤”,还可能会导致破产案件过多而浪费司法资源。前述负面情形的规定看似严格,但实际上适用范围有限,而且并不符合免责应当侧重考虑债务人清偿能力这一基本原则。目前的规则在免责申请条件中未明确清偿能力标准,实质上是个人破产申请条件与免责申请条件混同。《深圳条例》规定的个人破产条件是“因生产经营、生活消费导致丧失清偿债务能力或者资产不足以清偿全部债务”,并未单独规定免责申请的积极条件。个人破产程序包括清算、重整和和解三种,而免责是清算程序中债务人在被宣告破产和财产分配后的申请,申请标准理应高于破产申请。尤其是个人债务人的财产状况和清偿能力往往处于变动之中,此时,若不对债务人的清偿能力进行评估,给免责申请设置明确的标准,则债务人欲通过破产免责解决自身财务困境但并不适宜裁定免责的案件量将难以预估。相比之下,如前所述,美国《破产法》为了防止债务人滥用清算救济程序,设置了严格的滥用识别标准,以债务人清偿能力作为免责申请的必要条件,这一做法显然比我国目前的规定合理。

## 2. 免责程序规则存在的不足

首先,对免责申请的启动缺乏前置性程序的制约。根据《深圳条例》的规定,债务人只要满足前述免责条件即可申请免责,没有前置性程序的制约。尽管申请程序的简易增加了免责制度的适用便利性,但将“对债务人适格与否的审查义务”与“更为合理的债务解决方案的设计工作”全部交由法院承担,显然会加剧司法资源的紧缺。债务人的负债情况与清偿能力不同,不顾个案差异而直接“放水入闸”,会激发过度的免责申请。我国个人破产制度前置程序的缺乏,在导致法院工作量激增的同时,亦可能错过当事人双方和解而达至更为合理的债务偿还计划的机会。

其次,许可免责的程序过于复杂。许可免责制度本身无可厚非,其适应了我国个人信用体系不完善的现状,通过法院审核的程序设置有助于降低债务人恶意破产的风险,适当的司法干预也是个人破产制度处于发展初级阶段的必须之举。但是根据《深圳条例》第101条的规定,在债务人提出免责申请后,要求管理人对债务人予以实质审查,且必须在征询债权人和破产事务管理部门的意见后,才能向人民法院出具报告。此举实际上将债务人的免责的审查权分配给了管理人、债权人、破产事务管理部门与法院。尽管法院为最终的裁定者,但多方主体对于债务人的考察与意见陈述,无疑会降低债务人对免责结果的可能性预期,尤其是将债权人作为意见提出的主体,长期被债权人讨债所困扰的债务人难免会质疑免除债务的可能性。免责结果的不确定性阻碍了债务人对经济重生的预期。而在此之前,债务人除了需要对部分未清偿债务安排清偿,还要承受为期最少三年的限制令以作为债务免责的代价,在较高的免责成本伴随着高风险的不被免责的可能性时,债务人难免会降低通过破产来解决财务困境的意愿,进而产生恶意逃债的主观想法。

最后,对债务人在免责程序中所受的权利能力限制的规定过于简单。对债务人权利能力的限制体现了对其无法履行偿债义务的惩戒与警示,《深圳条例》第23条和第86条分别规定了债务人在免责考察期间应受到的消费行为限制与任职资格限制。前者多是出于对债权人保护的目,防止债务人的高消费行为减损破产财产;后者则是对债务人从事资金密集控制性职业能力的否

定，也是预防债务人通过挪用、转移等行为弥补自身的财务困境。<sup>〔31〕</sup>但现有的规定与债务人应承担的权利能力限制相比尚有距离。尤其是《深圳条例》所限制的债务人任职资格仅包含特定种类的公司的董监高，这样简单的规则设计将法律对债务人的威慑与惩戒功能流于表面而难以发挥实质功效。

### 三、我国个人破产免责制度法律构造的完善

#### （一）强化债权人与债务人的利益平衡理念

规则正外部性的体现，往往不在于它们给予了行动者个人以任何一种可识别的益处，而是它们增加了行动者所属于的那个群体的生存机会。<sup>〔32〕</sup>个人破产是债务处置的特殊手段，是诚实的债务人摆脱财务困境的桎梏、获得经济重生的底线安排。<sup>〔33〕</sup>免责制度的目的不是给予特定的债务人以债务解除，而是通过平衡债权人债务人关系，使双方达至利益均衡点，实现整个社会收益的帕累托最优。一方面给予债务人对未来收入可支配的预期，能够更有动力实现经济重建，另一方面也通过一系列的制度设计，使债权人得到最大程度且公平的受偿。

对于债务人而言，个人破产制度的设计应当为其重新投入经济建设提供激励机制。庞大的债务人群体的存在引起了社会和政治的不安定，当诚信的债务人陷入绝望的债务危机之中，公众全体并不会因此获益。只有通过给予债务人群体恢复经济参与权的机会，优化其在经济社会中的生存环境，进而激励债务人重新投入经济建设，<sup>〔34〕</sup>才能最大程度的促进公共利益的实现<sup>〔35〕</sup>。因此免责制度的设计应当秉持宽严相济的原则，制定相对宽松的程序规则与严格的债务人诚信审查机制，促进债务人通过其诚实合作行为得到经济重生的机会，进而发挥制度应有的功能。<sup>〔36〕</sup>

对债权人而言，个人破产制度的设计应当为债权人得到更合理与公平的清偿提供便利。破产程序的本质在于对破产人的非豁免财产的收集、清理，并以公平方式分配给债权人。<sup>〔37〕</sup>免责制度原本就不是个人破产的不可或缺的组成成分。但由于人道主义与整体主义的发展，单纯的债权保护理念在个人破产法的制定与发展中日渐式微，债务救济理念的兴起也让免责制度的产生有了正当性。但债权人作为社会资源的提供者与出借者，其收回本金及收益的权利理应受到保护。若

• 617 •

〔31〕 消费行为限制包括：乘坐交通工具时，选择飞机商务舱或者头等舱、列车软卧、轮船二等以上舱位、高铁以及其他动车组列车一等以上座位；在夜总会、高尔夫球场以及三星级以上宾馆、酒店等场所消费；购买不动产、机动车辆；新建、扩建、装修房屋；供子女就读高收费私立学校；租赁高档写字楼、宾馆、公寓等场所办公；支付高额保费购买保险理财产品；其他非生活或者工作必需的消费行为。任职资格限制包括：不得担任上市公司、非上市公众公司和金融机构的董事、监事和高级管理人员职务。

〔32〕 参见〔英〕弗里德里希·冯·哈耶克：《法律、立法与自由》，邓正来、张守东、李静冰译，中国大百科全书出版社2000年版，第16页。

〔33〕 参见前引〔6〕，张阳文。

〔34〕 参见张晨颖：《破产免责制度中的平衡理念》，载《浙江大学学报（人文社会科学版）》2006年第3期。

〔35〕 See Charles Jordan. Tabb, The Historical Evolution of the Bankruptcy Discharge, 65 *American Bankruptcy Law Journal*, 365 (1991).

〔36〕 参见前引〔34〕，张晨颖文。

〔37〕 参见前引〔9〕，查尔斯·J·泰步书，第1044页。



免责制度成为债务人逃避债务的避风港,借贷的风险转嫁给债权人一人承担,则会挫伤债权人发放借款的意愿,同时也有违公平原则,不利于社会资源的有效配置。因此在为债务人提供经济重生机会的同时,应当通过个人破产法具体的规则设计,最大程度地保障债权人的公平受偿权。例如发挥管理人的功能,对破产财产提出专业合理的分配意见,避免债务人的财产状态进一步恶化,为债权人提供尽可能多的财产用以偿还。另外,债务人如果存在违反债权人利益的不当行为,法院除了裁定不予免责之外,还应使其承担更为严格的处罚责任,以回应债权人因免责而减损的财产利益与信赖利益。

## (二) 免责条件规则的完善路径

### 1. 不予免责的债务情形

免责债务的例外规定要兼顾公共利益与债务人的合法权利,根据平衡原则将既有的规则具体化。首先,应当将“基于雇佣关系产生的报酬请求权和预付金返还请求权”置于优先受偿的债务范围之中,而非免责例外的债务。基于对劳动者切身权益的保护,给予劳动债权以清偿的优先权是合理的,而且《企业破产法》也在立法与实践中检验了其必要性与可行性。<sup>[38]</sup>在《企业破产法》制定之初,学界亦有相关“担保债权”和“职工债权”的清偿顺位的讨论,“破产立法的根本目的是为解决在债务人丧失清偿能力时债务公平清偿问题(包括但不限于对职工债权的公平清偿),并通过维护市场经济秩序以促进社会经济发展,而不仅仅是为了保护职工权益,并不能将此作为立法的首要目标”<sup>[39]</sup>,而此观点也为立法者所采纳。<sup>[40]</sup>尽管企业破产与个人破产因主体破产后的存续状态不同而导致立法中一些理念与具体操作手段有所不同,但因雇佣关系产生的报酬请求权与担保债权的优先顺位,本质上就是债权和物权的优先顺位,与当初对《企业破产法》的讨论并无二致。如果超出担保物价值外的部分可以免责,而劳动债权却不能被免责,无疑是认为劳动债权的清偿优先于担保债权。且一些个体工商户在经营维持阶段因难以周转而负担的大量的劳动债务可能会成为其主要债务,倘若在破产免责后依然需要清偿则也有碍破产免责发挥其功能。因此建议参照《企业破产法》的规定,将劳动债权与预付金返还请求权从免责例外中删除,置于《深圳条例》第89条规定的“破产财产在优先清偿破产费用和共益债务后”的第一顺位进行清偿。一方面通过统一企业破产与个人破产的规定,避免实践中出现企业所雇佣的劳动力在受偿中比为个体雇佣的劳动力更为劣势的不合理情形,另一方面在发挥免责制度的功能、减少债权人的负担的同时,也可通过优先受偿的制度安排给予劳动者合理的酬金支付,保护其正当权益。

其次,应当给“所欠税款”增加年限限制。《深圳条例》中税收的免责例外体现出给予债务人全新开始的机会政策依然要让步于保护公共财政的目标。<sup>[41]</sup>但《深圳条例》未做任何的特别规定或例外规定,因此所有的税务种类以及所欠税款都会被纳入其中。由于个人破产法的适用包

[38] 《企业破产法》第113条规定:“破产财产在优先清偿破产费用和共益债务后,依照下列顺序清偿:(一)破产人所欠职工的工资……,以及法律、行政法规规定应当支付给职工的补偿金……”

[39] 王欣新:《论职工债权在破产清偿中的优先顺序问题》,载《法学杂志》2005年第4期,第36页。

[40] 《企业破产法》第109条规定:“对破产人的特定财产享有担保权的权利人,对该特定财产享有优先受偿的权利。”

[41] 参见前引[9],查尔斯·J·泰步书,第1063页。

含个体工商户，其所涉及的税款种类不仅仅包括个人所得税，还有营业税、教育税、城建税以及教育费附加等。纳税是法定义务，但将所有欠缴税款的情形都作为免责例外并不合理。美国的《破产法》为税收的免责例外设定了范围，仅有破产程序中产生的税务、所得税等特定种类且报税截止日期在破产程序启动前的3年之内的税务<sup>〔42〕</sup>以及欺诈性税务不可免责。<sup>〔43〕</sup>我国法律也有对税收时效的规定。根据《税收征收管理法》，因税务机关的责任而致使纳税人、扣缴义务人未缴或少缴税款的，三年内的可以要求其补足；因纳税人、扣缴义务人计算错误等失误造成的少缴与未缴，税务机关可以在三年内追征税款与滞纳金，特殊情况下可以延长到五年；而对于偷税、抗税、骗税的，税务机关追征其税款、滞纳金以及骗取的税款，不受期限限制。<sup>〔44〕</sup>因此，在个人破产法的税务免责例外条款制定时，可以与我国税收征收管理的相关规定相契合，实行税务人类型化免责，即对在破产申请前三年产生的因税务机关或个人过失而造成的未缴纳税款予以免责，但欺诈性逃避税收而产生的税务，一律不能免责。此举不仅维护了政府的财政权威性，也敦促了税务机关在征缴税款时履行勤勉义务。

最后，应当明晰“法律规定不得免除的其他债务”的兜底条款的范围。例如，民法中所规定的“人身性质”的债务能否纳入该兜底条款的范畴中？债务人作为被委托人，在完成委托事项前申请了破产，如果继续履行该合同会导致破产财产的减少，能否允许委托人作为一般债权人申请债权，该债权又是否应当免责？笔者认为，“人身性质”的债务尽管是非纯粹的金钱给付债务，但委托人作为债权主体依然有受偿的权利，而且基于其履行方式的特殊性与对债权人的保护，类似债务被纳入不可免责的债务更为合理。因此，在个人破产法制定时应当明晰哪些情形应纳入免责例外的范围，亦可配套出台相应的司法解释做更为详尽的规定。

• 619 •

## 2. 不予免责的债务人情形

不予免责的例外是过滤掉非诚信债务人的最直接制度工具。在个人破产法制定时，应发挥原则性规定对不予免责事项的统领与兜底功能。具体而言，首先应当增加“损害国家与社会公共利益的不得免责”的原则性规定。债务免责制度的社会功能在于通过免责机制提升债务人重新投入经济建设的可能性，激发市场主体投资与创业的积极性，提高市场资金分配效率，降低非法债务催收等恶性事件的发生，通过债务人与债权人的共同获益增加社会的整体福利。但若对个别债权人的免责会严重损害国家与社会的整体利益，导致免责的结果与制度的社会功用相违背，则该免责应当予以禁止。例如通过个人破产免除自身巨额债务进而会引起金融市场甚至整个社会不稳定的债务人，或是曾经出现过严重的经济犯罪或通过技术手段监管套利的行为人，在破产免责申请时，法院应当评估对其免责带来的社会效应，进而裁判是否应当予以免责。其次，应当增加“违背诚信原则的不得免责”的规定。个人破产法是给予诚实债务人以经济重生的机会，所以“诚实”应当成为债务人得以免责的最低标准。免责制度的正当性得以论证的一个重要理论便是“债务人诚实合作”，即以免责的结果作为对诚实与合作的债务人的奖励，从而挖掘尽可能多的债务

〔42〕 美国《破产法》在税收的免责例外中也列举了少数不受时间限制的税种，例如“信托基金”型代扣税，其优先顺位与不可免责性均不受时间影响。但这些税种数量十分有限且在我国实践中较少涉及，因此本文暂不予讨论。

〔43〕 See United States Bankruptcy Code, Section 523 (a) (7).

〔44〕 参见《税收征收管理法》第52条。

人财产,以用于债权人分配。而若债务人在免责程序进行中存在欺诈或隐瞒行为,则债权人会失去对该制度公平合理受偿功能的信任,进而形成“债务人失信—债权人丧失对破产制度的信任—个人破产制度难以运行—债务人财务状况恶化—债务人失信的可能性增加”的恶性循环。而随着技术的发展,债务人对财产的恶意处置的情形也愈发复杂,远远不是《深圳条例》中所能罗列完全的。因此,在列举不当行为以给予一定的确定性与类比指引的同时,还应当增加“违背诚信原则的不得免责”作为兜底条款,给予司法更大的自由裁量空间以应对债务人的不诚实行为。

除了原则性规定的增加,既有的条文也亟需进行完善,给《深圳条例》第98条第3款和第5款增加“破产前三年内”的时间限制。按照对立法目的的理解,债务人不可免责的原因是“引起财产的减少”,该规定旨在对债务人“奢侈消费与赌博”以及“隐匿、转移与损毁财产”行为的禁止,而无论该行为发生的时间。但债务人并不能预见长期的个人资产的恶化,不当财产处置行为也并非都会导致债务人的破产。而该不当处置的行为是否应当成为免除债务人责任的否定因素,不仅要评估债务人破产的因果关系、该行为对破产程序产生了何种实质性影响,还要评判债务人的主观上的善意或恶意状态。而该种评判的标准十分模糊,且每一笔大额交易是否是不当交易都要进行评价必定会浪费大量的司法资源。因此,笔者建议将不当行为的审查时间限制在三年内。三年的限制与《民法典》中的“诉讼时效”的规定相统一,对个人破产免责而言是对三年前的债务“不予追究”,<sup>[45]</sup>体现出立法的一致性,便于司法审判的标准统一。采取“合理行为推定”认定三年前的债务人无法对三年后的破产行为预知,三年内的行为才会实质性地影响破产程序的进程,一方面可以合理保护债务人对其财产的处分权,保障其不因与破产结果无关的财产处置行为而丧失经济重建的机会,另一方面也能减少对债务人交易的不合理审查,避免司法资源浪费。

### 3. 明确将债务人清偿能力作为免责条件

借鉴美国《破产法》的做法,应当给申请破产免责的债务人设置清偿能力标准。债务人如果有足额的固定收入,即便现阶段出现了资不抵债的情形,也因其存在债务完全清偿的可能性而更宜通过和解、重整而非破产清算对其进行债务处理。“足额”的评判标准应当由两个要件构成:个人可支配收入与能用以偿还债务人的“超额收入”。<sup>[46]</sup>个人可支配收入作为个人消费开支能力的决定性因素,也是债务清偿能力最直接的体现;能用以偿还债务人的“超额收入”,则是在扣除债务人基本生活开支与必要花费后可以用来清偿债务的部分,由债务人具体的生产经营或生活水平情况而决定。如果两个评判要件都高于特定的标准,可以认定债务人具有偿债能力,不应对其裁定免责。就具体的标准而言,个人前一年的可支配收入如果低于本地居民的人均和支配收入,且年“超额收入”占比债务小于1/6的,<sup>[47]</sup>应推定债务人满足申请破产的收入标准。与此相关的是《深圳条例》第14条关于破产受理条件中“债务人依照本条例免除未清偿债务未超过8

[45] 此处的“不予追究”并非债务免责,而是不因债务人三年前的不当行为影响破产免责的效力。因该不当行为而产生的债务,可以进行正常的债务申报。

[46] 参见前引[9],查尔斯·J·泰步书,第1325页。

[47] 此处1/6的比例设置是为了与《深圳条例》第100条的规定相匹配,若考察期经过两年可偿还债务依然无法达至1/3的,应当认定债务人在申请破产时的超额收入不具备清偿能力。

年”的规定，即债务人获得免责后8年内不得申请个人破产。免责是破产清算程序的组成部分，而破产程序包括和解、重整和清算，那么规定债务人获得免责后8年内不得再申请破产，固然有助于遏制连续免责行为，但也剥夺了债务人申请和解和重整的权利与获得更好债务偿还计划的机会。这意味着立法将连续破产申请限制与连续免责限制相混同。建议明确8年为不得再申请免责的限制，而不是对于和解和重整程序的限制（包括清算，因为清算程序有转化为和解与重整程序的可能）。值得补充的是，考虑到实践中债务人获得免责后也会发生后续清偿行为，与其施加8年的权利限制，不如借此塑造激励机制。如果债务人获得免责后又清偿部分已免责债务的，则按照偿还比例相应减少8年的限制期限。

### （三）免责程序规则的完善路径

#### 1. 以和解作为免责考察的前置程序

以和解作为免责考察的前置程序不仅可以通过筛选合格的可免责债务人以减少法院工作量，缓解司法资源的紧张，还可以依托和解程序促进债权债务双方的有效沟通与矛盾化解。与德国《破产法》中法官主导且被赋予强制通过协议权利的债务和解程序不同，我国和解程序应当发挥管理人的作用。一方面管理人对破产财产与破产债务有着最为系统全面的了解，其所具备的专业知识有助于作出最合理的分配决策；另一方面只有充分发挥管理人的作用才能真正减少司法负担，提高司法效率。应当在破产程序开始时进行强制性的庭前调解，由破产管理人协助债权人和债务人就债务履行及相关事项进行商议。若形成一致意见，则各方按照和解协议履行即可。<sup>〔48〕</sup>若和解失败则进入破产程序。而在管理人对免责的条件进行认定后，管理人基于破产以及破产免责的效力对当事人告知后可以再次主持庭中和解程序。若和解失败，则继续破产程序。

#### 2. 简化适格债务人的许可免责程序

应当简化适格债务人的免责程序，摒弃多方主体对债务人免责的审查。根据《深圳条例》规定，影响债务人免责的主体包括法院、管理人、债权人以及破产事务管理部门，尽管后两者仅是通过管理人向法院表达自己的意见，但在法院的免责裁定仅基于管理人的报告以及债务人的申请的情况下，债权人和破产事务管理部门的意见无疑会给裁定结果造成实质性影响。这种不合理性显而易见：债权人作为债务人破产的最直接的利益受损者，易对债务人的免责结果产生不满，一般会倾向于债务人正常还债或通过重整程序得到尽可能多的清偿，因此难以根据债务人的实际情况作出理性的免责意见。而破产事务管理部门作为行政事务的承担者，职责的重点在于对管理人的监督以及债务人的破产信息登记与公开，而非对债务人免责的结果产生实质性的影响。因此更为合理的做法是取消征询其他主体的程序，在破产人提交免责申请后，由管理人出具证明材料与意见，由破产事务管理部门监督管理人所提交材料内容的真实性，由破产法院对债务人的情况进行分析与判断，决定是否应当裁定免责。

#### 3. 完善破产失权和复权制度

破产程序的简化与宽松所带来的风险，应当通过实体性的规则予以预防与威慑。<sup>〔49〕</sup>在债务

〔48〕 参见杨显滨、陈风润：《个人破产制度的中国式建构》，载《南京社会科学》2017年第4期。

〔49〕 参见邢会强：《经济法程序的特色与逻辑》，载《厦门大学学报（哲学社会科学版）》2013年第4期。



人享有债务免责的“福利”之时，也应当对其进行必要的惩戒以平衡其履行不能的违约行为，因此建立合理的失权制度尤为重要。<sup>〔50〕</sup>《深圳条例》规定的限制措施的范围较窄，因此，扩大失权的范围是控制和威慑债务人破产后实施不当行为的必要手段。首先，在个人破产法制定初期，可以通过兜底条款将无法列举详尽的情形纳入规则范畴内，赋予法官一定的自由裁量权，基于现有规则对个案中债务人的行为和职务限制进行调整。其次，应当增加职务的限制范围，除了限制破产人担任上市公司、非上市公众公司与金融机构的董监高之外，资金控制性较强的职位都应当纳入考量范围，例如禁止免责考察期的债务人担任上市公司、金融机构以及其他对市场外部效应较强的企业的会计与财务管理人员。另外，债务人也不应当担任与破产案件相关的法院或检察院的公务人员，以防对经办的破产案件产生较强的主观上的倾向性，有违公正原则。

破产程序后债务人所获得的社会评价将直接影响个人破产制度的社会可接受度，<sup>〔51〕</sup>通过给予经济重生的机会来维护诚实债务人的尊严，是债务免责的重要目标之一。但对于债务人而言，债务的偿还是定量的，而破产给其带来的外部效应的正负与多寡，则是难以量化的。如果因破产而使债务人丢掉工作或丧失一些必需的资格，或无法为社会或群体所接受，则该制度将难以发挥其社会功能，亦与原本目标大相径庭。所以应当在立法中禁止歧视依法免责后的债务人。美国《破产法》中所规定的任何政府机构均不得仅因为债务人的破产而在许可、批准、特许设立、特许经营或其他类似的授权、雇佣以及学生贷款等方面对其进行歧视。<sup>〔52〕</sup>尽管该条款因涵盖范围过小、破产与遭到歧视事实的因果关系难以认定等原因在适用上颇受争议，<sup>〔53〕</sup>但其体现出的对债务人破产后权益的实质性保护是与破产免责的本质目标相一致的。在我国个人破产免责制度的构建过程中，应当加入有关对债务人破产后歧视禁止的条款，将债权人、政府以及涉及债务人生产经营的其他主体纳入规制的范围。具体而言，应当禁止债权人损害破产免责债务人的尊严权与生命健康权；应当禁止对已经免责的债务进行任何方式的索要或追偿，但免责裁定被撤销的除外；应当禁止政府仅因破产事由而剥夺或影响债务人的取得行政许可、执照颁发或其他相类似的行政授权；其他社会主体不得仅因破产事由而侵犯债务人的劳动权、受教育权等基本权利。另应当规定兜底性条款，以便于调整歧视禁止的情形范围，进而为债务人的顺利复权提供保障。

#### 四、结 论

免责考察制度直接关系个人破产制度实施中的公平。以免责资格和免责程序为核心，完善个人破产免责考察制度的法律构造，对于完善《深圳条例》乃至我国未来的个人破产立法均具有突出意义。此外，从各国个人破产立法的进程来看，个人破产法律制度的实施效果与社会信用环境的质量密切相关。就整体而言，我国当前社会的信用环境建设尚存在许多顽疾，《深圳条例》以及未来个人破产法律制度的实施，也肩负着改善社会整体信用环境的重要使命。市场经济的重要

〔50〕 参见前引〔6〕，张阳文。

〔51〕 参见缪因知：《新兴法领域的社会科学运用：以金融法为中心》，载《思想战线》2020年第6期。

〔52〕 See United States Bankruptcy Code, Section 525.

〔53〕 参见前引〔9〕，查尔斯·J·泰步书，第1111-1114页。

标志之一就是市场主体从无限责任向有限责任的转化，成熟的市场经济法律制度也应当具备及时和公平清理到期债务的能力。在社会主义市场经济不断深化和完善的背景下，个人破产法律制度不啻于是市场经济法律体系的最后一块奠基石。

---

**Abstract:** Discharge investigation system is the core problem in consumer bankruptcy legislation, and its legal structure includes two parts: discharge condition and discharge procedure. The Consumer Bankruptcy Regulations of Shenzhen Special Economic Zone has established the preliminary framework of the discharge investigation system, but its discharge conditions and rules are not perfect in terms of the circumstances of the debts that are not exempt from discharge and the circumstances of the debtor, and lack of consideration of the debtor's repayment ability. The discharge procedure rules lack the restriction of the prior procedure on the initiation of the discharge application, the procedure of licensing the discharge is too complicated, and the stipulation on the limitation of the debtor's right and capacity is too simple. We should perfect the legal structure of the discharge investigation system in the consumer bankruptcy law under the idea of holism and balance of interests. At the level of improving the rules of exemption conditions, it is necessary to delete the employment debts in the debts that are not exempted, set the limit on the years of tax owed, clarify the scope of the clauses, increase the principled provisions in the case of non-exempt debtors, and set up the review of the debtor's improper behavior period, and include the inspection of the debtor's solvency in the exemption conditions. At the level of improving the rules of exemption procedures, we should take the reconciliation as the pre-procedure for exemption inspection, simplify the procedures for exempting qualified debtors from liability, improve the bankruptcy failure and reinstatement system, and then construct a more reasonable personal bankruptcy system and rules, and provide useful experience to a nationwide personal bankruptcy legislation.

**Key Words:** consumer bankruptcy, discharge investigation system, discharge exception, preemptive review, loss of right

---

## 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

### 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，<sup>〔1〕</sup>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,<sup>〔2〕</sup>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。<sup>〔3〕</sup>

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当出路。

## 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。<sup>〔4〕</sup>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,<sup>〔5〕</sup>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

• 625 •

〔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。

• 626 •

## （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

• 627 •

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〕 胡炬、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。<sup>〔11〕</sup>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。<sup>〔12〕</sup>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；<sup>〔13〕</sup>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。<sup>〔14〕</sup>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。<sup>〔15〕</sup>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。<sup>〔16〕</sup> 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。<sup>〔17〕</sup> 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”<sup>〔18〕</sup>,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。”<sup>〔19〕</sup> 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,<sup>〔20〕</sup> 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。<sup>〔21〕</sup> 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

• 629 •

〔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，<sup>〔22〕</sup>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，<sup>〔23〕</sup>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、财产损失、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。<sup>〔24〕</sup>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，<sup>〔25〕</sup>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。

#### 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,<sup>[26]</sup>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,<sup>[27]</sup>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。<sup>[28]</sup>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。

• 631 •

[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册等资料;(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，<sup>[29]</sup>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，<sup>[30]</sup>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，<sup>[31]</sup>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<sup>[32]</sup>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，<sup>〔33〕</sup>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。<sup>〔34〕</sup>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。

• 633 •

## 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。<sup>〔35〕</sup> 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”<sup>〔36〕</sup> 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纲着重要角色，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，<sup>〔37〕</sup> 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。<sup>〔38〕</sup> 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，

〔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。<sup>〔39〕</sup>“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,<sup>〔40〕</sup>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。<sup>〔41〕</sup>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。<sup>〔42〕</sup>

• 635 •

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。”<sup>〔43〕</sup>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,<sup>[44]</sup>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。<sup>[45]</sup>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;<sup>[46]</sup>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。<sup>[47]</sup>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。<sup>[48]</sup>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;<sup>[49]</sup>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。<sup>[50]</sup>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:一方面若征信机构怠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，债务人有义务向法院、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。

• 638 •

---

**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

---

(责任编辑：王叶刚 赵建蕊)

## 破产程序中数据权益之保护 ——以信义义务为视角

程 威<sup>\*</sup>

**内容提要：**破产程序中数据权益保护问题渐受重视，而现行物权、合同、知识产权等适用规则对此面临保护不足、调整失当的困境。比较法所确立的个人控制论立场，从数据主体锁定数据使用流向的视角出发，对数据权益的商品化约束过甚，无法调息数据人格权益与财产权益的内在冲突，并与破产程序中债务人财产价值最大化的理念相悖离。应重视数据主体与数据控制者之间信赖关系的建构，根据信义义务构成要件理论与破产法的团队生产理论，在破产程序中为数据控制者施加保密、安全、透明与忠实的受托人义务，并根据场景化的路径在数据平台企业与经营管理层之间妥善分配责任，通过强制性的法定责任约束，为数据控制者在破产程序中提供行为指引，以强化对数据主体权益在破产程序中的保护。

**关键词：**数据权益 数据控制者 信义义务 团队生产理论 场景化规制

• 639 •

自 2012 年全国人大常委会通过《关于加强网络信息保护的決定》以来，对个人数据保护的立法活动不断加快脚步，采取强有力的策略保护个人数据已经成为共识。相关的中文研究成果迅速积累，但有关文献所侧重的场景，主要围绕数据平台企业（数据控制者）在企业正常、健康运转过程中与数据主体之间在法律利益上的配置。当企业因不能清偿到期债务或资产不足以清偿全部债务而面临破产时，如何处理相关数据，对此研究不足。特别是数据平台企业以数据资源为其资产增值的引擎，对数据权益的争夺将使得数据主体与数据控制者陷入紧张关系——平台企业是否以及如何处理数据资产及其权益？近年来，如小鸣单车等储备海量数据资源的企业陷入破产，

<sup>\*</sup> 程威，华东政法大学经济法学院助理研究员。

本文为国家社科基金项目“关联企业实质合并破产判断规则的制度化进路研究”（17CFX030）、安徽大学经济法制研究中心招标项目（pcs2021yjs-6）的阶段性成果。

其核心问题即在于此。<sup>〔1〕</sup>

破产程序中,数据权益处理需受重视。事实上,在财务稳健时期,企业数据资源向第三方出售、分享等处理行为已然有之,我国《个人信息保护法》将处理界定为收集、存储、使用、加工、传输、提供、公开等活动,尽管有学者认为这一界定因未对处理行为进行抽象提取且采开放列举,造成概念内涵与外延不甚清晰,<sup>〔2〕</sup>然而可以明确的是,其覆盖破产程序中使数据在主体之间单向与双向传输等行为。个人数据在传输过程中涉及个人对数据利益的期待,其内容不仅包括敏感信息所附载的隐私利益期待,还有数据主体对数据信息所享有的自决权的期待,即非敏感信息的自我保护。<sup>〔3〕</sup>取得数据主体同意是处理行为之前提与神圣法则。然而这一规则对数据权益的商品化约束过甚,不利于破产程序中债务人财产最大化目标的实现。对于这些问题,我国立法上并未给予明复。在《个人信息保护法》推行贯彻,以及《企业破产法》修订工作展开的现实背景下,有必要对此一问题给予立法论上的考量。在中文语境下,个人数据与个人信息可能存在内容与形式的差异,<sup>〔4〕</sup>但法律意义上二者内涵相同,具有内在一致性,为便于论述,本文主要使用“个人数据”的表达。

## 一、破产程序中数据权益保护的法律挑战

我国2020年《信息安全技术/个人信息安全规范》(以下简称“2020规范”)9.3条规定当个人信息控制者发生收购、兼并、重组、破产等变更时,应当满足以下要求:个人信息控制者应当向个人信息主体告知有关情况;变更后的控制者应继续履行原信息责任与义务,如变更个人信息使用目的,应重新取得信息主体明示同意;如破产且无承接方的,对数据做删除处理。这为解决破产中数据处理提供了原则性指导,但并不能真正解决破产程序中数据权益的处理问题,原因在于:首先,该规范本身的法律效力层级属于部门规章,缺乏对于数据权益性质的定义性规范,并不能产生确权与保护的效果,一定程度上是解决个案问题的权宜之计,难以构造稳定的权利保护预期;其次,如果将之视为在破产状态下的特定处理方式,从而绕开基本权益性质的探讨,尽管具有解释上的合理性,却缺乏法理上的规定性。破产程序作为一种集体清偿机制,其所赖以存在的原理基础是对原权利的默示认同,根据债权人谈判理论,尊重非破产法规范是破产制度的前提,只有当事人保有破产前之权利位序、强度,才得以在破产程序推进过程中展开有效的谈判,从而达致债务人财产价值最大化。<sup>〔5〕</sup>除非有特别的理由,否则不应支持对财产权益的调整。<sup>〔6〕</sup>

相应地,从现有的实体性法律规范出发界定数据权益之于破产程序的意义,属于必要的检验

〔1〕 参见广州市中级人民法院(2018)粤01破12—1号民事裁定书。

〔2〕 参见高富平:《个人信息处理——我国个人信息保护法的规范对象》,载《法商研究》2021年第2期。

〔3〕 参见叶名怡:《个人信息的侵权法保护》,载《法学研究》2018年第4期。

〔4〕 关于数据、隐私、信息之间法理关系的细化分析,参见彭诚信:《数据利用的根本矛盾何以消除——基于隐私、信息与数据的法理厘清》,载《探索与争鸣》2020年第2期。

〔5〕 See Douglas G. Baird, Thomas H. Jackson, Corporate Reorganization and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy, 51 *University of Chicago Law Review* 97, 103 (1984).

〔6〕 不轻易改变规则的主要原因是防止打破原有的实体法规规范预期从而扭曲当事人的激励。参见前引〔5〕, Baird、Jackson文,第103页。

步骤，也是破产法律制度的基本要求。实际上，如后文的检验结果所示，传统物理世界的规范表达并不能够回应数字化时代企业破产时的权利诉求。

### （一）物权法的适用

适用物权机制理解数据权益必然着眼于权利主体。我国学者在这一论证视角下将其分为两种类型，即数据私有与数据公有，<sup>〔7〕</sup>在此基础上可进一步细化为四种子类型：数据个人所有、数据平台所有、数据个人与平台共有、数据公众所有。<sup>〔8〕</sup>但是将这一分类规范应用到破产法的世界，均会构成无法逾越的解释困境和不利后果。

如果将数据视为个人所有，破产时数据主体可以行使取回权以获取属于己身的权益，而此时别除权的对象是个人在使用平台企业提供服务过程中自行提交的数据信息，还是应当包括平台企业对该信息进行算法挖掘形成的加工数据？对于前者，数据主体并不需要通过行使权利的方式获取，因为该数据内容之于数据主体是不言自明的；而对于后者，设若将加工数据复制传输给所有被利用信息的数据主体，且不说该类信息之于数据主体而言不具实益，传输数据的成本对于陷入破产境地的企业而言更不可欲。

如果将数据视为平台所有，从根本上否定了数据主体提交数据行为时所含有的隐私期待，破产事件触发后将无法回应数据主体的利益保护。当认为数据归个人与平台共有时，个人与平台在破产程序中的权力边界划分仍然无法拆解。尽管我国司法机关在这一观点上走得很远，并发展出“用户授权+平台授权+用户授权”的“三重授权”模式，强调数据主体可以通过两重授权遏制平台不合理的行为，但这一裁判理念是以个案分析为基础，<sup>〔9〕</sup>当进入破产程序时，强行要求平台企业取得所有用户主体的同意并不现实。<sup>〔10〕</sup>将数据视为公共所有，建立在互联网公共属性认知的基础之上，<sup>〔11〕</sup>但其完全忽视私益保护，因为当企业破产时，该集体利益上的数据主体会产生集体行动的困境，各个主体理性漠视集体权益的维护，最终产生类似于公地悲剧式的权益毁损结果。

### （二）合同法的适用

适用合同法的立足点是将数据主体与数据控制者之间的关系设定为数据服务合同。在破产程序中，数据服务合同囿于相对性原则的约束，难以回应破产情事所对应的大规模债权清偿的问题，特别是服务合同作为未典型化的无名合同，因其标的之非物质性、劳务行为折算成金钱之不确定性等，造成与传统破产法待履行合同解除权与共益债务规则的冲突。

具言之，数据服务合同非即时性合同，而具有持续履行的特征，在平台企业破产时，可将其纳入待履行合同范畴。对此，《企业破产法》第18条规定管理人享有决定解除或继续履行的选择权，设若管理人选择解除合同（拒绝履行），“合同相对人基于双务合同的原给付非金钱债权便在

〔7〕 参见韩旭至：《数据确权的困境及破解之道》，载《东方法学》2020年第1期。

〔8〕 参见丁晓东：《数据到底属于谁？——从网络爬虫看平台数据权属与数据保护》，载《华东政法大学学报》2019年第5期。

〔9〕 参见北京市海淀区人民法院（2015）海民（知）初字第12602号民事判决书。

〔10〕 参见前引〔8〕，丁晓东文。

〔11〕 See Orin S. Kerr, Norms of Computer Trespass, 116 *Columbia Law Review* 1143, 1163 (2016).



破产程序中按照数额转化为金钱债权,作为普通债权向管理人申报”<sup>[12]</sup>,此时,数据控制者在数据服务合同履行期间对数据服务本身所享受到的利益,是否得与为数据主体提供服务所转化的利益相抵消,不无疑问;若管理人选择继续履行,则数据主体的普通债权便升级为“共益债务”,获得升级效果,<sup>[13]</sup>但问题在于,此时继续履行之数据服务并未给数据主体造成权益损失,破产企业或经由重整或经由收购至其他同类企业而得以延续,此时按照权益损害的救济逻辑而另行为数据主体提供价金之补偿,难谓有正当性。

### (三) 知识产权法的适用

知识产权法所适用的具体含义是:数据控制者通过对数据(特别是加工数据)享有汇编意义上的版权而反制爬虫等侵权行为;数据控制者以对数据信息享有商业秘密而获得竞争法与知识产权法上的保护;数据控制者对著作权保护之外的数据可根据数据库保护获得救济。然而破产视角下,知识产权法适用路径的根本缺陷,不仅在于保护范围局限于特定内容,更在于其单独偏向于数据控制者而造成法律天平上对数据主体的保护失衡。

首先,著作权虽然具有人格权与财产权双重属性,但该属性必然指向同一主体。<sup>[14]</sup>具言之,在企业破产时,将数据财产权置于数据控制者、将数据人格权置于数据主体的分割思想不合法理,数据主体对数据在人格权意义上的利益期待将会落空。其次,商业秘密的保护实际上是隐私法对商业化保护的延伸,<sup>[15]</sup>尽管注意到其价值意义,但仍然聚焦于数据控制者的利益。更为重要的是,平台企业破产时,商业秘密如严守秘密保护的政策,根本无益于破产企业穷尽一切途径变现增值的追求。最后,数据库保护限定在结构化数据,数据企业破产时是否必然拥有结构化的数据,不具有普遍性,即便针对具有数据库的企业,破产法仍然仅在尊重非破产法规范上保护数据控制者的诉求。

除了以上法律适用路径,对数据的保护尚存在竞争法、消费者保护法、刑法等工具选择。然而此类保护主要在公法层面,具有公共利益导向、社会倾斜性关照的意涵,因其在破产程序中需做例外处理,故不具一般性讨论价值。综上所述,当企业破产时,“不幸的人各有各的不幸”,现有制度无法解答彼时数据权益保护的问题。这也是信息时代对资产属性的界定与工业时代法律制度之间存在冲突的必然结果。企业破产时数据主体的数据隐私期待面临挑战,如何回应这一挑战关系到数据主体能否顺利从数据控制者的经营失败中抽身。比较法上的规则因应或可提供一定的参考。

## 二、破产程序中数据权益保护的实践因应:个人控制论

### (一) 美国破产程序中的数据权益

数字经济语境下,数据信息的资产价值甚至超越有形资产,承载姓名、物理地址、电子邮

[12] 庄加园、段磊:《待履行合同解除权之反思》,载《清华法学》2019年第5期,第133页。

[13] 参见前引[12],庄加园、段磊文。

[14] 参见王迁:《著作权法》,中国人民大学出版社2015年版,第144页。

[15] See Daniel J. Solove, *Understanding Privacy*, Harvard University Press, 2008, p. 130.

箱、电话号码、购买历史、个人偏好以及其他类型的数据信息，当破产发生时，平台企业可基于数据分发、算法挖掘等方式实现特定财产化的商业目标，<sup>〔16〕</sup> 损害个人隐私利益现象较易发生，对此理应提供更为切实的保护。

美国法实践中，在企业破产时产生数据隐私保护问题的案件一般是，债务人企业在收集数据主体信息时作出不会转让、共享的承诺，但在破产之前或破产要件触发不久后修改隐私政策以准允企业转让数据信息。<sup>〔17〕</sup>

### 1. 制定法立场

在 2000 年左右，伴随着互联网经济的快速发展，收集个人数据并转化为商业利益的盈利模式已经成熟运转，在企业并购、破产中数据主体更换引发的数据权益保护问题，成为美国破产立法的现实议程。当债务人计划出售个人数据时，为了保护消费者，美国国会修改破产法对“个人可识别数据”的出售施加限制，其前提要件是：（1）债务人企业在收集个人数据时，在隐私政策中明确允诺待破产程序开始时禁止转让个人数据；（2）该隐私政策在破产时仍然生效。<sup>〔18〕</sup> 也就是说，在破产申请时，如果债务人企业的隐私政策禁止出售个人数据，或该隐私政策未能明确披露债务人可以出售个人数据，此时债务人企业为了实现数据出售的目的，应满足以下两个条件之一：（1）出售行为与债务人在破产申请时继续生效的隐私政策相一致；（2）经任命的消费者隐私检察员向法院提供相关评估报告，当发现并无证据显示出售行为违反有效的非破产法规范，法院将批准出售。<sup>〔19〕</sup>

关于第一项条件，隐私政策的效力基础是告知同意规则，当且仅当数据控制者在收集数据过程中明确征得数据主体的同意，方可形成对数据在特定用途与方式中的使用权。从合同关系视角来看，隐私政策的发出视为要约，而数据主体点击同意视为承诺，两者意思合致构成有拘束力的合同。但为了防止“全有全无式”管理架构和信息茧房造成的心理预期偏差，如果无法判断数据主体是否对隐私政策作出了同意的意思表示（如数据主体点击同意仅仅是为了便于使用软件程序），则出于保护用户个人数据权利的立场，应认定数据主体并未同意隐私政策内容。<sup>〔20〕</sup> 这反映出，当债务人企业出售数据的行为与收集数据主体数据时隐私政策一致时，数据主体对数据隐私权益的预期已经做了肯定性的处分，是对个人权益自行筹划后的理性安排；但凡数据主体在隐私政策签订时并未给定明确同意，当破产开始时，即可要求数据控制者不得出售其数据，或令后者对出售行为承担无权处分的法律责任甚至是可以撤回出售行为。这种对于数据主体权益的保护，根源在于个人控制的强烈立场。

如果说第一项条件直接地反映了个人控制的立场，则第二项条件在一定意义上似乎增加了社会化的考量因素，但循其根本，仍然谨守个人控制的法理基础。具体而言，消费者隐私检察员作

• 643 •

〔16〕 See Walter W. Miller, Jr., Maureen A. O'Rourke, Bankruptcy Law v. Privacy Rights: Which Holds the Trump Card?, 38 *Houston Law Review* 777, 795 (2001).

〔17〕 See Michael St. Patrick Baxter, The Sale of Personally Identifiable Information in Bankruptcy, 27 *American Bankruptcy Institute Law Review* 1, 2 (2019).

〔18〕 See 11 U.S.C. § 363 (b) (1).

〔19〕 参见前引〔17〕，Baxter 文，第 4 页。

〔20〕 参见王叶刚：《论网络隐私政策的效力——以个人信息保护为中心》，载《比较法研究》2020 年第 1 期。

为美国联邦托管人 (US Trustee) 任命的具有公益属性的行政机构事务辅助专员, 会提出与可适用的隐私政策相一致的出售方式, 以及其他解决隐私问题或减轻隐私损害的手段。就内容上来看, 所建议的方式仍然要求拟议出售行为的前提是债务人向消费者通知了转让行为或建议债务人获得受损害消费者的明确同意。<sup>[21]</sup> 由是可知, 如果债务人破产时, 通知后未获得同意或受损害消费者明确表示个人数据从出售的数据包中退出, 则数据控制者对此显然须作剔除处理。

制定法的立场虽然考虑到市场效率在债务人破产财产处理中的必要性, 但是数据主体的防御性保护仍然是重要的价值判断, 增进财产处分便利性不能以牺牲个人控制的期待利益保护为代价。

## 2. 判例法回应

美国第一起处理破产程序中个人数据保护的案件是著名的 Toysmart 案。Toysmart 是一家在线儿童玩具零售商, 其隐私政策中承诺将永远不会与第三方分享所收集到的用户数据。然而在破产时, 该公司试图出售包括详细的客户数据在内的信息库等所有资产。该行为引起联邦贸易委员会的重视, 后者认为其行为违反了《联邦贸易委员会法案》第 5 条“不公平或欺骗行为”, 要求 Toysmart 公司不得违反隐私政策出售客户数据, 最终两者达成和解协议, Toysmart 获准在破产程序中出售消费者个人数据, 但必须符合以下条件: (1) 消费者数据与债务人其他资产一揽子出售而非单独出售; (2) 买受人须与债务人处于同一行业, 是为合格买受人; (3) 买受人同意遵守 Toysmart 此前对消费者个人数据的隐私政策; (4) 买受人将消费者个人数据转用其他任何用途之前, 须通知受影响消费者并取得后者的明确同意。<sup>[22]</sup>

除 Toysmart 案所确立的示范性规则之外, 破产程序中个人数据出售面临的另一项问题是, 当债务人企业早先的隐私政策进行了数次调整, 特别是为了迎合商业化需求对个人数据出售从保证不分享转为逐步解锁限制, 而消费者通常默示同意隐私政策的修改, 有观点认为, 先前隐私政策下所设定的限制转让的严格要件并不辖制此时的出售行为, 此时条件宽松的修改后隐私政策准允在破产程序中出售个人数据, 并不违反破产法的规定。但美国联邦贸易委员会对此明确指出, 债务人在破产申请日的隐私政策并不是唯一重要的隐私政策, 在某些情况下, 债务人收集的隐私政策可能受制于在此之前隐私政策中的规定。<sup>[23]</sup>

为了回应这一问题, 美国的判例法一般会施加相应的限定条件以保证消费者的数据权益在可控范围内。如 Borders 案中, 借助消费者隐私检察员的协助, 案涉利益各方在最后达成的拟售决定允许个人数据的出售, 而不考虑数据收集的时间点, 其前提是: (1) 买受人向拟转让其个人识别数据的每个消费者发送一封电子邮件, 通知他们要转让的数据信息, 并说明他们的个人识别数据将受买受人隐私权政策的约束, 并给予 15 天的时间选择退出与否; (2) 在 Borders 公司和买受人的官网上发布为期 30 天的转让和退出的通知; (3) 债务人在《今日美国》报刊上发布出售与

[21] See *In re Old BPS US Holding, Inc.*, No. 16-12373 (Bankr. D. Del. Feb. 1, 2017); *In re Borders Group, Inc.*, 462 B. R. 42, No. 11-10614 (Bankr. S. D. N. Y. Dec. 7, 2011).

[22] See FTC Announces Settlement With Bankrupt Website, Toysmart.com, Regarding Alleged Privacy Policy Violations, FTC: PRESS RELEASES (July 21, 2000), available at <https://www.ftc.gov/news-events/press-releases/2000/07/ftc-announces-settlement-bankrupt-website-toysmartcom-regarding>, last visited on Jan. 19, 2022.

[23] See *In re Gateway Learning Corp.*, FTC Docket No. C-4120 (F. T. C. Sept. 10, 2004).

选择退出的通知。<sup>〔24〕</sup>这种面面俱到的附条件出售限制，均以对数据主体的充分知情保护为前提。

## （二）欧盟破产程序中的数据权益

在欧盟法上，隐私权被视为一项基本人权，而数据权益被视为隐私权的延伸。<sup>〔25〕</sup>《欧盟基本权利宪章》（CFR）第8条第1款和《欧盟运行条约》（TFEU）第16条第1款几乎一致地规定“每个人都有权保护自己的个人数据”，欧盟法院（CJEU）同样承认保护数据的权利是一项基本权利。所以在欧盟法层面对于数据保护抱持高压态势，欧盟《通用数据保护条例》（General Data Protection Regulation，以下简称“GDPR”）也是在此观念前提下制定。作为欧盟的二级法律，GDPR的适用必须确保“对自然人的基本权利和自由特别是隐私权的全面有效保护”<sup>〔26〕</sup>。对于欧盟破产程序中的数据权益保护问题，并无欧盟层面统一化的破产条例，所以应当具体结合成员国的破产法律进行观察。一般而言，GDPR作为超主权的欧洲法律，其适用上的优先性高于成员国法律，如成员国破产法。这意味着，成员国破产法的原则与规则需要符合GDPR的要求，否则不得强制执行。下文将主要以德国法为例。

根据《德国基本法》第1（1）条以及第2（1）条的“人格自由发展权”，德国联邦宪法法院在1983年创造了个人数据自决权，这一判决被视为德国数据保护法之滥觞。<sup>〔27〕</sup>德国法上，个人数据是人格之一部分，受制于“人是目的”这一先验认知的权威性和人权保护的神圣性，因此，作为人格构成部分的个人数据断不可成为受处分之客体。也就是说，如果债务人进入破产程序，个人数据是不得作为财产转让给第三人的。如果坚守这一人格保护的传统观念，个人数据的商品化利用不具可能，显然脱离现实发展的客观需要。为了缓解这种理论预设与实践应用上的冲突，学者指出，如果仅将视角放在个人数据是否可以转移，则会陷入人格权属性与财产权属性之间的法政策矛盾，应当避开这一途径，转而将个人数据权益与同其类似的权益进行类推比较，进而援用其规范，而对标的合适对象正是著作权。<sup>〔28〕</sup>著作权与数据权益一样，不仅具有人格权益，也包含巨大的商业价值，虽然因人身专属而不能转让给第三方，但是可以在授权的基础上许可他人使用。根据著作权法原理，享有著作权的意义在于，他人未经许可不得以特定方式利用作品，所以是排他权而非自使用权，<sup>〔29〕</sup>类推至数据权益可得，只要数据主体许可他人使用数据，即可形成法律意义上的权益转让。

由上可知，德国法上的数据权益在破产程序中的转让存在解释上的可能性，若不能得到数据主体许可使用的意思表示，数据流转并无它途。此时，应进一步从GDPR的规则层面进行检验。

GDPR第6（1）条规定了6项数据处理合法事由。<sup>〔30〕</sup>据此，除了数据主体的同意之外，尚

〔24〕 See *In re Borders Groups, Inc.*, No. 11-10614 (Bankr. S. D. N. Y. Sept. 27, 2011).

〔25〕 See EU Agency for Fundamental Rights (FRA), *Data Protection in the European Union: the Role of National Data Protection Authorities*, [2010] 14.

〔26〕 Art. 7, 8 of Charter of Fundamental Rights.

〔27〕 参见杨芳：《个人信息自决权理论及其检讨》，载《比较法研究》2015年第6期；Ronny Hauck, *Personal Data in Insolvency Proceedings: The Interface between the New General Data Protection Regulation and Insolvency Law*, ECFR 2019: 724, 731.

〔28〕 参见前引〔27〕，Hauck文，第732页。

〔29〕 参见前引〔14〕，王迁书，第12页。

〔30〕 译文主要参考瑞柏律师事务所译：《欧盟〈一般数据保护条例〉（汉英对照）》，法律出版社2018年版。



有其他可合法处理数据权益的特定事由,其中,第(3)项法律义务适用于法令或监管所施加的强制性要求,<sup>[31]</sup>第(4)项重大利益标准主要关乎自然人生命或其他人道主义利益,<sup>[32]</sup>第(5)项以公共利益为主,所以在破产程序语境下,如果仅考虑纯粹的市场化破产,则可能适用的合法事由只剩下为履行合同所必需与实现控制者或第三方所追求的合法利益。

在履行合同所必需的合法事由中,数据主体必须是待履行合同的当事方,或者,数据主体必须是为处理其数据所发起的合同之第三方受益人。欧洲数据保护委员会在该条的指引中明确,进行“必要性”评估时,应当综合考虑网络行为广告、服务改进、私人定制、合同双方预期等,<sup>[33]</sup>数据主体的预期利益保护是必要性论证的核心,这直接显示出与目的限制的关联。换言之,破产程序中,除非数据主体在与数据控制者形成以数据为内容的法律关系时预期到,当数据控制者破产时会基于与交易对手的合同关系处理这些数据,否则该处理行为不应认为有效。这种对数据主体的过分期待已然有违数据主体的本意,因为数据主体在交付数据使用权时的合理期待一般是数据控制者稳健运营背景下的处理行为,而不应包括经营失败特别是破产时的出售行为,是故,该项合法事由在破产程序中的适用并不切实际。<sup>[34]</sup>

最后可能适用于破产程序中的数据处理合法事由是实现数据控制者或第三方合法利益所必需,这一事由越过了数据主体同意的要求,为司法机关提供了较大裁量权。根据立法说明,在数据主体未合理预期到数据将被进一步处理的情况下发生个人数据处理行为的,数据主体的利益和基本权利要优先于数据控制者的利益。<sup>[35]</sup>概言之,该合法事由本质上是利益衡量标准,需要对数据主体与数据控制者或第三人进行利益的平衡测试。对此,数据保护委员会的前身,也就是第29条工作小组曾细化过该指令所要综合考虑的因素,其中包括合法利益的性质与来源、对数据主体以及对数据处理之于合理预期的影响、是否有其他替代性保护措施如数据最小化、隐私增强技术等等。<sup>[36]</sup>破产程序中,一方是数据控制者与第三人对数据所附载商业价值的经济利益追求,另一方是数据主体的基本权利、基本自由等人格利益诉愿,形式上表现为数据自决权。在这两种利益之间进行权衡的司法与执法努力,显属不易,目前的实践尚未导出可一体适用的判例规则,是故,平衡的标准预期具有不确定性。<sup>[37]</sup>特别地,在GDPR第83条的罚款威慑下,破产管理人将个人数据作为有价资产进行出售的动力受到阻遏。由此决定了合法利益事由并不具有破产程序中数据处理的现实意义。

所以,在GDPR第6(1)条规定的6项数据处理合法事由中,仍然是以数据主体的同意为黄金标准,除非获得数据主体的明确同意,否则破产程序中的数据权益出售将面临合法性质疑。

### (三) 小结

综上所述,破产程序中的数据保护思想渊源即个人控制论,在美国法上体现为公平信息实

[31] See Peter Carey ed., *Data Protection: A Practical Guide to UK and EU Law*, Oxford University Press, 2018, pp. 55-56.

[32] See GDPR Recital (46); 前引[31], Carey书,第56页。

[33] See EDPB: Guidelines 2/2019 on the Processing of Personal Data under Article 6 (1) (b).

[34] 参见前引[27], Hauck文,第740页。

[35] See GDPR Recital (47).

[36] See Article 29 Data Protection Working Party, Opinion 06/2014 on the Notion of Legitimate Interests of the Data Controller under Article 7 of Directive 95/46/EC, available at [http://ec.europa.eu/justice/data-protection/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/justice/data-protection/index_en.htm), last visited on Jan. 19, 2022.

[37] 参见余佳楠:《个人信息作为企业资产》,载《环球法律评论》2020年第1期;前引[27], Hauck文,第742页。

践，在欧盟法上表述为个人数据自决权。个人控制论是一项富含多元保护原则的价值体系，主要通过为数据主体赋权和施加数据控制者责任的方式保护数据主体的合理预期。<sup>〔38〕</sup>而在破产程序中，数据主体合理预期的稳定性被打破，围绕个体主义展开的风险防范制度必然以个人控制为核心，简言之，个人对数据的控制意愿决定了数据控制者进行数据处理的限度。

### 三、破产程序中个人控制论的困境与出路

个人控制论的预设前提是，数据主体具备充分理性并有能力权衡损益从而做出谨慎判断。然而在破产程序中，这一先验性的假设不仅高估了个体理性在数据关系中的可能性与必要性，也无法回应市场效率对于数据转让的客观要求。

首先，围绕个人控制的规则处于“主观上有控制意愿而客观上无控制可能”的尴尬境地，这在破产程序内外均属易见。数据主体的有限理性与认知不足，在相当程度上扭曲了个体在面对抉择时进行判断的成本收益结构，进而决定了个人控制无法保障数据主体在进行知情同意的选择之前已经展开充分的利益衡量。基于此，数据控制者通过利用并放大这种行为经济学意义上的不理性，以增加信息覆盖形成信息茧房、强化细节刻画制造阅读障碍，使得数据主体作出失真的判断。<sup>〔39〕</sup>一个典型的例子是，当数据主体在与数据控制者形成基于数据的法律关系时，很少特别留意后者所提供的隐私政策，仅仅是以便利使用为目的快速勾选同意条款，而忽视隐私政策中所涵括的涉及自身利益处置内容。此外，数据的算法处理被模糊为一种黑箱形态，导致回溯性证据获取几乎不可能，同时万物互联以企业之间的数据关联与共享为典型特征，当数据主体提交一份数据之后，多元化的信息融合令数据控制者身份复杂化和不易识别。<sup>〔40〕</sup>这都将限缩数据主体个人控制的成效。

其次，破产程序中的个人控制论无法回应市场效率对于数据转让的客观要求，根源上体现为与债务人财产价值最大化理念的冲突。破产法的立法目的在于扩充可供清偿的债务人财产，以集体性约束机制实现债权人公平受偿，<sup>〔41〕</sup>这就要求管理人或经管债务人在自动冻结程序开始之后尽可能地收集债务人财产。此时，数据的财产属性为破产债务人资产整理提供了财产法的理由，而数据的人格属性则限制了将数据作为交易所涉标的。数据主体与数据控制者及受让人之间的利益状态是不均衡的，个人控制论确有缓和、矫正这种不平等的作用，但其减弱了数据流通的合理频度和财产效度，抬高信息流通的成本，反而产生破坏性调整中的新一轮不平等状态。该种内在的冲突应由实定法的规则设计予以调整，而我国相关立法并未对此给予回应，进

• 647 •

〔38〕 参见丁晓东：《论个人信息法律保护的思想渊源与基本原理——基于“公平信息实践”的分析》，载《现代法学》2019年第3期。

〔39〕 参见解正山：《数据驱动时代的数据隐私保护》，载《法商研究》2020年第2期；John A. Rothchild, Against Notice and Choice: The Manifest Failure of the Proceduralist Paradigm to Protect Privacy Online (or Anywhere Else), 66 *Cleveland State Law Review* 559, 615 (2018).

〔40〕 See Daniel J. Solove, Introduction: Privacy Self-management and the Consent Dilemma, 126 *Harvard Law Review* 1880, 1881 (2013).

〔41〕 参见前引〔5〕，Baird、Jackson文，第103页。

一步加重了紧张关系。

从破产法的视角来看,个人控制对于数据的处理而言并不具有可欲性,如果强化个人控制,将衍生更多破产法上的难题。例如,在重整程序中,重整计划通过之前的“363 出售”一般要求在正常营业范围内,对于绝大多数非以数据处理为业务的企业而言,数据出售显然超出常规营业范围,而必须经过听证程序才能实现。<sup>[42]</sup> 如果听证程序中,数量庞大的数据主体利益代表人不同意出售方案,以“假马竞价”为基础所实现的趋向最大化资产出售目的将无法达成。另外,如果是按照常规的重整计划表决,基于数据享有权益的索取权人尚无法定依据成为具有法律地位的主体从而划入相应组别,即便法律为此提供了特别保护,现实中的操作也将类似于大规模证券代表诉讼一般复杂,程序参与成本奇高;如果将数据保护官(Data Protection Officer)作为代表人参与破产衍生诉讼,其所代表的权益比重界定将耗费更高的估测成本,反而与债务人财产最大化的目的背道而驰。

综上所述,个人控制论之于破产程序中的数据处理而言确有一定弊端。合适的方案应是对既有的讨论基础进行修正。传统数据保护的学理研究往往侧重个人与数据企业平台之间的对抗性状态,先验地推定后者对于前者权益的侵害,设置“通知—同意”规则可以降低这种侵害可能性。然而一味强调数据控制者会损害数据主体权益的观念,弱化了个人在与数据平台企业建立数据关系时所保有的信任,而且不利于数据控制者自行构建约束性规范、提高问责意识。

从卡拉布雷西与梅拉米德所构建的卡梅框架的角度进行解读,通过法律赋权并控制数据流动的个人控制论属于财产规则,<sup>[43]</sup> 而这一规则适用的核心问题在于行权障碍,特别是当数据主体与数据控制者存在实质上的权力地位不平等时,数据主体的行权成本将据此抬高。在破产程序中,要求数据主体根据数据控制者所提示的处理申请进行选择,其行权成本在于对可选方案进行量化评估和谨慎选择的识别成本,财产规则并不总是能够为数据主体提供妥善的保护。出路在于,当特定的情形发生时,压缩数据主体与数据控制者之间的协商空间,将其转化为半强制性的剥夺行为,并为该行为造成的负面效果提供补偿,是为责任规则。<sup>[44]</sup> 责任规则引入破产程序中的数据处理,其基本思路是将破产作为特定的事由,要求数据主体允许数据控制者为实现债务人财产最大化等目的处理个人数据,前提是数据控制者为此向数据主体提供充分的补偿。这一思路转向,将规范重点从数据控制者向数据主体请求授权,调整为当破产情事发生时,数据控制者应依循相关义务约束,并在违背义务时向数据主体负担法律上的责任,此时,义务约束内容是为数据主体的利益最大化服务,而法律责任则体现为因违反义务对数据主体承担的补偿性责任。

#### 四、破产程序中数据权益保护的路径优化：信义义务论

必须承认,数据平台企业对于现代社会已经不可或缺,特别是 COVID-19 大流行等灾难性事

[42] See 11 U.S.C. § 363.

[43] See Guido Calabresi, Douglas Melamed, Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral, 85 *Harvard Law Review* 1089, 1092 (1972).

[44] 参见前引 [43], Guido Calabresi, Douglas Melamed 文, 第 1092 页。

件更促进了在线生活的常态化。<sup>[45]</sup> 由于数据主体与数据控制者之间的严重信息不对称，数据主体极易受到数据控制者的伤害，前者必须相信后者不会背叛其信任以操纵之。<sup>[46]</sup> 从信任角度理解数据关系并为数据控制者施加更高的行为标准，成为对个人控制论理念弊端的有效补充。美国学者杰克·巴尔金等将信义法引入数据关系，认为数据主体基于其对数据控制者的信息不对称状态以及信任关系，从而形成信义关系，数据控制者对数据主体负有信义义务，并在违反义务条件下承担责任。<sup>[47]</sup> 印度《个人数据保护法》第 26 条即引入了数据受托人概念，显示出学理与实践的互动。毫无疑问，这一观点为企业正常运行时数据控制者与数据主体之间的关系构造提出了新的解释，然而在企业破产时能否提供同样的解释力，并非不言自明。

需说明的是，将数据控制者界定为数据受托人的解释模糊了数据平台企业与其运营者之间的身份界定，如印度《个人数据保护法》中将数据受托人界定为“单独或与他人共同决定处理个人数据的目的和手段的任何人，包括邦、公司、任何法律实体或任何个人”<sup>[48]</sup>。在数据关系中，数据控制者通常指平台企业实体，而具体履行控制职能的则是以公司董事会及管理层（以下合称“董事会”或“董事”）为代表的企业内行政管理团队。本文一体使用这两个概念，因为当数据平台企业作为受托人时，本质上就是董事会履行受托人义务，易言之，当我们在说数据控制者的信义义务，实际上就是指董事的信义义务，下文也主要围绕董事的信义义务展开。而必要的区分在责任分配层面。

#### （一）破产程序中数据控制者信义义务的法理基础

传统公司法理论认为，在企业正常运营时，由于所有权与控制权的分离，执掌公司运营权力的董事与暂居消极角色的股东之间形成紧张关系，为避免紧张关系产生的代理成本挫伤公司绩效、损害股东利益，公司法规定董事应对股东/公司负担信义义务，<sup>[49]</sup> 从而保证董事积极履职并维持忠诚。当企业破产时，为了防止董事懈怠必须为其行为提供清晰指引，比较法上进而发展出信义义务转化理论，即根据信托基金、风险负担等理论，认定信义义务受益人从股东转向债权人。<sup>[50]</sup> 然而这一转化理论似乎并不能为数据主体的利益保护提供同等适用空间，因为，数据关系的定性并不能从债之关系加以把握。换言之，当企业进入破产时，数据主体具有特殊的法律地位，除非法律作了例外规定，否则信义义务转化理论无用武之地。事实上，这一争论的焦点在企业正常运营时便存在，如针对巴尔金的数据信义义务理论，美国反垄断新星丽娜·菡便结合特拉华州公司法的立场认为数据关系中的信义义务将使董事面临在股东与数据主体之间利益权衡的两难。<sup>[51]</sup> 这一问题在破产程序中更为突出。

• 649 •

[45] See Yan Xiao, Ziyang Fan, 10 Technology Trends to Watch in the COVID-19 Pandemic, WORLD ECON. F. (Apr. 27, 2020), available at <https://www.weforum.org/agenda/2020/04/10-technology-trends-coronavirus-covid19-pandemic-robotics-telehealth>, last visited on Jan. 19, 2022.

[46] See Jack M. Balkin, The Fiduciary Model of Privacy, 134 *Harvard Law Review* 11 (2020).

[47] See Jack M. Balkin, Information Fiduciaries and the First Amendment, 49 *U. C. Davis Law Review* 1183 (2016).

[48] 印度《个人数据保护法》第 2 (B) (13) 条。

[49] See Stephen Bainbridge, *Corporate Law*, Foundation Press, 2015, p. 113.

[50] 参见陈鸣：《董事信义义务转化的法律构造——以美国判例法为研究中心》，载《比较法研究》2017 年第 5 期。

[51] See Lina M. Khan, David E. Pozen, A Skeptical View of Information Fiduciaries, 133 *Harvard Law Review* 497 (2019).



证成数据控制者对数据主体的信义义务主要有两种路径,第一种是基于信义义务存在的实质条件,亦即,无论所处情事如何,只要满足信义义务认定的基本要求,即可承认信义义务存在,这也被称为构成要件理论;第二种是限于破产这一特定情形,从既有的理论资源中寻找信义义务涵括数据关系的可能性,笔者认为合适的理论资源是团队生产理论。以下分而述之。

### 1. 信义义务构成要件理论

通常而言,信义关系是信任、信心、信赖的多重结合关系,受益人将其对于特定事项的控制权转移至受托人,以期待受托人基于受益人的利益而行使权利。<sup>[52]</sup>塔玛·弗兰珂(Tamar Frankel)教授将信义关系构成要件归结为四项:首先,受托人所提供的主要是劳务服务(相对于商品而言),且其所提供之劳务服务内容,在一般社会观念之期待下,须具备一定专业技能,如提供医疗、法律、公司经营管理等;其次,为能有效提供前述劳务,受托人必须被赋予具有处理财产或授予权利之权限;再次,委托人须负担受托人有无法安全被信赖之风险,意即受托人可能会有违背职务或滥用权限之行为,或无法依所承诺之服务内容适当履行;最后,存在三项风险,(1)委托人在信义关系中,无法为适当之自我保护,(2)市场机制也无法对委托人之风险提供保障,(3)受托人如果要取信委托人,可能必须付出高于其可自信义关系所获利益之成本。<sup>[53]</sup>这一构成要件理论已深获学界认许。<sup>[54]</sup>

破产程序中数据控制者与数据主体之间是典型的信义关系。数据主体基于对数据控制者专业能力和职业操守的信任,将数据提交给控制者,在破产程序中所固定的数据承载着用户的原始期待;数据控制者在企业运行稳健时提供相对应的数字化服务,在破产程序中则根据可能的技术化条件延续或优化服务内容。这一服务在一般社会观念下具有专业性、技术性,数据控制者对于该数据行使相当程度的处理权限,而数据主体无从通过有效的市场机制对控制者行为进行约束,数据控制者滥用权力或怠于提供服务并以牺牲数据主体数据权益为代价增进自身利益的可能性抬升。此时必须借助强有力的私法保护机制约束数据控制者的行为,也就是信义义务规则。

### 2. 破产程序中的团队生产理论

团队生产理论起源于经济学上对生产团队与企业绩效关系的研究,其核心内容是囿于团队成员投入与最终产出之间对应关系的不确定性,将剩余索取权人列为团队监督者有利于实现有效激励。<sup>[55]</sup>公司法学者将其引入公司分析中,指出公司是由不同的参与者为了共同的利益而组成的一个生产团体,各种参与者贡献不同但是地位一样,比如股东出金钱,董事出管理,雇员出劳力等,为了准确地衡量并分配生产绩效,应将独立的董事会制度视为协调性科层安排(mediating hierarchy),进而最大限度鼓励并保证每一位主体均进行资产专用性投资、锁定资本,而向团队

[52] See Lawrence Mitchell, Fairness and Trust in Corporate Law, 43 *Duke Law Journal* 425, 430 (1993).

[53] See Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2010, pp. 4-6.

[54] See Andrew S. Gold, Paul B. Miller, *Philosophical Foundation of Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2016, pp. 1-17.

[55] See Armen A. Alchian, Harold Demsetz, Production, Information Cost and Economic Organization, 62 *American Economic Review* 777 (1972).

成员负担信义义务是董事履职的重要前提。<sup>〔56〕</sup> 循此思路，数据主体将数据提交给平台企业，从而成为企业生产团队之一员，并与雇员、股东等享受同样的保护，董事对数据主体负担信义义务属于团队生产理论应有之义。

进入破产重整程序，学者发展出重整中的团队生产理论，在这一框架下，团队成员在重整之前成立公司时的契约继续有效，团队成员基本上仍然保留下来参与重整，团队内部的各个成员将以重整程序为博弈空间，从而对团队契约进行一定程度的修正，为了避免团队成员协商的无效率，该理论认为应由董事会代表团队修正该契约。<sup>〔57〕</sup> 这一理论建构与重整程序中的债务人经营模式相一致，具有解释力。其中，为避免董事会修正团队契约过程消极懈怠或以权谋私，该理论强调应要求其继续负担对团队成员的信义义务。<sup>〔58〕</sup> 以此为前提，破产重整程序中，数据主体同样依据其投入数据的原始行动而成为团队生产合同的一员，并享有团队权利，数据主体在缺乏特别的保护机制下，无力对抗其他强势权利人如优先级债权人等，所以由董事会居中协调并履行对团队成员的信义义务，将最大限度地保护各类主体权益。

综合两种学说可以发现，尽管数据主体并非债权人，无法用信义义务转化理论加以涵摄，但其因对数据存有期待性法益，可借助信义义务构成要件理论与团队生产理论加以证成。

## （二）我国破产程序中数据控制者信义义务的实施机制

英美法上，往往以对衡平法益的保护在个案中阐释信义义务，数字平台畛域内要求增加信义义务的适用已经成为英美学界的主流取态，在破产程序中引入数据控制者的信义义务虽尚无判例法实践，但其符合适用语境，可在个案中激活。我国并无衡平法传统，也缺乏个案造法的司法权力，对实施机制的探寻则须另觅他路。

我国《企业破产法》第 27 条规定了破产管理人应当勤勉尽责，忠实执行职务，但并未对债务人自行经管情形下管理层的信义义务进行说明。前述构成要件理论和团队生产理论均为管理层对数据主体负担信义义务提供了观念资源，实证法应对此做出响应。换言之，在破产法修改之际，创设一部信息时代的破产法的目标决定了应当将对数据主体的保护纳入考虑范围，信义义务是为有益的制定法尝试。不过，我国《民法典》第 7 条规定的诚实信用原则，因在本质上与信义义务内容相当，<sup>〔59〕</sup> 均指向对不忠行为与懈怠行为的管制，在现阶段足为破产程序中董事的信义义务提供规范依据。《个人信息保护法》第 5—9 条从限制欺诈、合理目的、透明化、准确性、保密与安全等方面对个人数据处理行为设定了原则化要求，从所欲规范的行为而言，均与信义义务相符。司法层面，应遵循以上要求探索可供识别的标准，准确对应现实需求。首先，应尝试建立数据受托人的定义性规范，以便在破产程序中清晰地判定责任主体，关键在于是否任何涉及数据处理的企业均应负担类似信义义务，或是否应根据数据平台企业的体量进行分类规制。这不

〔56〕 See Margaret M. Blair, Lynn A. Stout, A Team Production Theory of Corporate Law, 85 *Virginia Law Review* 247, 248-257 (1999).

〔57〕 See Lynn M. LoPucki, A Team Production Theory of Bankruptcy Reorganization, 57 *Vanderbilt Law Review* 741 (2004).

〔58〕 参见前引〔57〕，LoPucki 文，第 741 页。

〔59〕 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。

仅取决于技术化时代企业的发展态势,更应结合反垄断等竞争性法律对相关平台企业地位的界定。尽管尚无确信的指引,但显而易见,在破产程序中,超级网络平台自然须负担更高标准的信义义务。其次,须明确合理期待标准具体指什么。与侵权法上的注意义务所承担的角色一样,合理期待标准决定了是否构成义务违反。注意义务是行为人的主观状态并通过具体行为予以客观化。细化合理期待标准,则不仅需要明晰企业正常运营时数据主体的期待可能,还应给定破产程序中数据主体的期待利益,将二者加以比较,甚至可以综合多项因素建立量化模型,测试是否违反信义义务。

### (三) 破产程序中数据控制者信义义务的内容构成

信义义务二元论是信义法理论的基石,即以忠实义务保证受托人在面临利益冲突时舍弃自身利益,以注意义务要求受托人在知情的基础上勤勉尽职。<sup>[60]</sup>破产程序中的数据权益处理,数据主体对数据平台企业的依赖性更强,而且对于数据平台企业所可能采取的危害行为控制力更弱,<sup>[61]</sup>是故,对数据控制者信义义务的要求也随之提升。信义义务是一个开放的体系,具有伸缩的概念禀赋,能够适应不同语境呈现更为丰富的内涵。

首先,应当将注意义务内容扩充为保密义务与安全义务。注意义务以知情判断为前提,从而勤勉尽职,敦促经营管理层采取合规手段保证内部信息传输系统高效完备,为谨慎的商业判断提供条件。然而在破产程序中,涉及数据处理时,知情判断已非主要诉求,数据主体对平台企业的合理期待中包含着数据保密与数据安全的内容,而这两项均可以在注意义务的文义解释范围内导出。注意,或者谨慎,主要指以一种方式行事或言谈以避免引起冒犯或暴露私人数据的品质,<sup>[62]</sup>保密是最有力的注意形式,它确保受托人必须在有限的范围内共享信息,并维持信任。<sup>[63]</sup>破产程序中,对数据权益的处理可能涉及多重复制、传输,有泄密的风险,谨慎的保密义务要求受托人保证其处理数据的行为特别是接受数据的第三方是值得信赖的,<sup>[64]</sup>在技术上可要求受托人采取措施保证通过搜索引擎乃至非法的爬虫等途径无从获得该类数据。安全义务与保密义务是一体两面,它进一步抬升了保护标准,将是否采用安全保障提高到是否采用符合行业标准或用户合理期待的程度。这一保护标准要求,根据用户数据的性质、质量、浓度等作出区分性和同一性保护,即同等数据同等保护,不同数据分类保护。在此项下,还须遵循适应性原则,即根据当前技术的发展水平和企业本身所能承受的成本约束等加以适应性的动态调整,如引入K-匿名、差分隐私等越来越成熟的技术减少重新识别的风险。<sup>[65]</sup>保密义务与安全义务的设置有利于数据主体信任受托人在破产程序中不危害自身,确保接收数据的下游是合法的适格买受人,从而放心大胆地将个人数据交付后者而非进行持续性监督成本投入,避免数据泄露产生的风险与焦虑以及对人

[60] 参见前引[49],Bainbridge书,第113页;前引[53],Frankel书,第52页。

[61] 参见前引[47],Balkin文,第1222页。

[62] See Discretion, Oxford English Dictionaries, available at [http://www.oxforddictionaries.com/us/definition/american\\_english/discretion](http://www.oxforddictionaries.com/us/definition/american_english/discretion), last visited on Jan. 19, 2022.

[63] See Neil Richards, Woodrow Hartzog, Taking Trust Seriously in Privacy Law, 19 *Stanford Technology Law Review* 431, 460 (2016).

[64] 参见前引[63],Richards、Hartzog文,第461-462页。

[65] See Felix T. Wu, Defining Privacy and Utility in Data Sets, 84 *University of Colorado Law Review* 1117 (2013).

格权益的损害。

其次，受托人应履行持续披露义务以实现透明性要求。当事人的有效谈判是破产程序特别是重整的灵魂，但是当事人自发谈判不等于有效谈判，其容易陷入囚徒困境，从而产生损人不利己的结果。<sup>〔66〕</sup>学理上，破产程序中持续披露的意义一方面在于引导当事人展开有效谈判，另一方面则通过当事人异议制度和灵活务实的披露内容设计，令信息披露更契合当事人表决的需要。<sup>〔67〕</sup>如前所述，尽管在个人控制论的视角下，在破产程序中持续性地披露数据处理细节，可能并不能够令数据主体采取行动以保障自身数据安全，但是披露行为本身可以使数据主体感到信赖，正如论者所言，“通过披露行为传递的信任信号，比收集数据时反复允诺不会随意与第三方公司共享的模糊保证，更为直观而实用”<sup>〔68〕</sup>。进而引出的问题是披露信息的内容与强度为何。应当认为，根据比例原则，披露的内容主要限于非商业秘密以及非加工后的数据，亦即仅仅针对数据主体而言具有保护必要性的数据。此外，在披露过程中应采取手段防范数据主体的恶意利用和非法反向工程，防止部分主体借破产程序推进之名，行盗用数据牟取非法利益之实。至于披露的程度，不应要求令所有数据主体完全了解数据处理细节，而只需要符合基本的商业规范或行业要求，可借鉴证券法上的真实、准确、完整标准。换言之，只要披露行为依循合理的操作规程，满足用户的信赖保护需求，即可认为透明性信义内容的实现。

最后，受托人须履行忠实义务以实现数据主体利益最大化。忠实义务是信义义务的核心，它奠定了数据关系中数据控制者不作恶的理论基础。破产程序中，受托人所面临的利益冲突尤甚，如果在破产程序中面临董事利益与团队生产中其他成员的利益冲突，董事自保的动机可能会促使牺牲其他成员的权益，其中就包括数据主体权益。忠实义务为受托人行为确立了明确的指引，在面临利益冲突时，必须以维护包括数据主体权益在内的团队权益为目的。忠实义务并不意味着受托人不获取利益，<sup>〔69〕</sup>而是要求受托人必须进行利益衡量，将数据主体权益置于自身利益之上。例言之，如果在破产程序推进过程中，受托人违背隐私政策与第三方共享数据、根据数据主体类型在维权层面的能力差异歧视性地捏软柿子、通过不当的信息提示误导数据主体选择次优的利益处置方案等，均将构成对忠实义务之违反。

#### （四）破产程序中数据控制者违反义务的责任分配

前述关于数据受托人的责任讨论，是从宽泛的视角论证责任承担的条件，在实践中，有必要进一步分析数据平台企业与董事会之间的责任分配。在破产程序中，可能存在的责任分配类型是：（1）数据平台企业单独承担责任；（2）数据平台企业与董事共同承担责任。两种责任分配方式的主要区分在于董事承担连带责任情形。根据学界主流观点，即对于数据保护的规范学说，场景化识别与规制是构建数据保护法律关系的重要原则，亦即，根据场景化分类谨慎识别行为属性

• 653 •

〔66〕 参见高丝敏：《重整计划强裁规则的误读与重释》，载《中外法学》2018年第1期。

〔67〕 参见高丝敏：《论破产重整中信息披露制度的建构》，载《山西大学学报（哲学社会科学版）》2021年第3期。

〔68〕 前引〔63〕，Richards、Hartzog文，第464页。

〔69〕 参见前引〔47〕，Balkin文，第1225页。



并加以控制。<sup>〔70〕</sup>当前,数据外包产业的迅速发展,<sup>〔71〕</sup>推动形成企业自建数据分析系统与企业外包数据服务两种场景。<sup>〔72〕</sup>

第一种场景,大型数据平台企业自行研发智能化机器进行数据分析。此时,进入破产程序,董事会应当负总责。责任分配应具体化为以下情形:第一,董事会若积极监督系统是否符合安全标准,以信义义务为指引,谨慎地在推进破产程序中改善、调整数据处理所需的安全技术环境,此时,如若发生数据损害,经过具有行业标准化水平和资质的第三方专业技术机构鉴定发现最终的不利后果由数据分析系统本身的故障所产生,且该故障非可由董事履职所能排除,则认其对最终的数据损害不具有可归责性,应由公司按照破产程序中的正常风险承担责任;第二,如果董事未能确保履职过程中达到信义义务标准、满足用户合理期待,产生了最终的损害后果,且数据分析系统并无设计上的故障,纯粹因董事行为失误所致,董事应当对此结果与公司承担连带赔偿责任。至于董事承担责任的形态应当是仅由技术背景董事担责还是与其他非技术背景董事共同承担连带责任,这一问题与数据处理事项对专业化系统的依赖程度、破产事件对数据处理造成的影响力度、技术董事的解释必要性与清晰度等等因素有关,应根据特定案情加以厘定,不应设定一刀切的规范基准,否则将损及破产程序中董事的行动预期。

第二种场景下,第三方提供数据外包服务。此际,虽然数据外包企业进行数据分析处理,但仍然以董事会指示为依据,两者之间的关系可比照电子代理人行为,令前者行为归诸董事会。<sup>〔73〕</sup>关键在于,数据外包企业会基于其成熟的数据处理经验,在破产程序中为董事会提供备选处理方案。在此模式下,首先,如果董事会对于数据外包企业提供的处理方案进行了技术层面的审查,如复盘和检测了记录数据处理过程的相应分析步骤,在保证其符合安全和保密性要求时,可视为已经适当履职,对于最终的数据泄露风险,应由公司承受。其次,如果董事会在未进行合理审查的条件下,误信数据外包公司的处理建议,从而导致数据损害,则需与公司承担连带责任。至于对数据外包公司的追偿,则由二者之间的合同关系加以调整。

## 五、结 论

通过信义义务为破产程序中数据权益提供实质性保护,与个人控制论的数据保护立场形成合力支撑的体系效用。企业破产对数据保护场景的调整决定了数据主体合理期待应受到更高标准和更为细化的延续,避免数据主体负载在数据之上的人格权益与财产权益的流失。对数据控制者施以信义义务的法定性标准,能在畅通数据财产权益流转和维护数据人格权益正当性之间获得平

〔70〕 See Helen Nissenbaum, *Privacy in Context: Technology, Policy, and the Integrity of Social Life*, Stanford University Press, 2010, pp. 1–11. 相关中文介绍,参见前引〔8〕,丁晓东文。

〔71〕 See Pierangela Samarati, Sabrina De Capitani di Cimercati, *Data Protection in Outsourcing Scenarios: Issues and Directions*, ASIACCS' 10: Proceedings of the 5<sup>th</sup> ACM Symposium in Information, Computer and Communications Security, April 2010 Page 1–14, available at <http://doi.org/10.1145/1755688.1755690>, last visited on Jan. 19, 2022.

〔72〕 参见程威:《人工智能介入董事会的董事义务与责任更新》,载《东北大学学报(社会科学版)》2022年第2期。

〔73〕 参见高丝敏:《智能投资顾问模式中的主体识别与义务设定》,载《法学研究》2018年第5期。

衡。具体承担信义义务的董事会应与数据平台企业一同负担信义义务，并通过责任约束确保数据主体的合理期待得以满足。我国现行法对信义义务的认知仍有不足，仅通过诚信义务的知识体系提供类似保护固然有益，但仍缺乏信义义务的实质性判定规则。在《个人信息保护法》施行和即将启动的《破产法》修改过程中，应当注意数据控制者在破产程序中履行信义义务的内容，探讨适度追究数据控制者违反义务的责任，在破产程序中创造更为有效的数据主体权益的保护制度。

---

**Abstract:** The protection of data rights and interests in the bankruptcy procedure has been paid more and more attention, but the current applicable rules of real right, contract and intellectual property are facing the dilemma of insufficient protection and improper adjustment. The standpoint of personal cybernetics established by comparative law, from the perspective of data subject locking the direction of data use, restricts the commercialization of data rights too much, fails to adjust the internal conflict between data personality rights and property rights, and is inconsistent with the concept of maximizing the value of debtor's property in the bankruptcy procedure. Should pay attention to the establishment of trust relationship between the data subject and the data controller, based on faith obligations constitutive requirements theory and team production theory in bankruptcy law, apply confidentiality, security, transparency and faithful trustee obligations for the data controller in the bankruptcy proceedings, and properly allocate responsibility according to the path of scenario in a data platform between the enterprise and business management. Through the mandatory legal liability constraint, it provides the behavior guidance for the data controller in the bankruptcy procedure, so as to strengthen the protection of the rights and interests of the data subject in the bankruptcy procedure.

**Key Words:** data equity, data controller, fiduciary duty, team production theory, scenario-based regulation

---

(责任编辑：周 游 赵建蕊)