



科创板专题解读及创新 案例分析（上）

2022

金杜律师事务所
KING&WOOD
MALLESONS

科创板专题解 读及创新案例 分析（上）

2022

声明：

本资料不代表金杜律师事务所对有关法律问题的法律意见。任何仅仅依照本资料的全部或部分内容而做出的作为和不作为决定及因此造成的后果由行为人自行负责。如您需要法律意见或其他专家意见，应该向具有相关资格的专业人士寻求专业的法律帮助。

本资料中，凡提及“香港”、“澳门”、“台湾”，将分别被诠释为“中国香港特别行政区”、“中国澳门特别行政区”、“中国台湾地区”。

版权声明：

© 金杜律师事务所 2022 年版权所有

画作：杜飞辰《种子计划 - 游戏》

金杜律师事务所保留对本资料的所有权利。未经金杜律师事务所书面许可，任何人不得以任何形式或通过任何方式（手写、电子或机械的方式，包括通过复印、录音、录音笔或信息收集系统）复制本资料任何受版权保护的内容。

有关本资料的咨询及意见和建议，请联系：

publication@cn.kwm.com

序言

科技是国家强盛之基，创新是民族进步之魂。2018年11月5日，习近平总书记在进口博览会上宣布将在上海证券交易所设立科创板并实施注册制，将上海建设成国际金融中心 and 科技中心，并不断完善资本市场基础制度。2019年7月22日，科创板正式开市，首批25家上市企业揭开科创板的大幕。2021年5月28日，中国科学院第二十次院士大会、中国工程院第十五次院士大会和中国科学技术协会第十次全国代表大会在北京召开，习近平总书记出席大会并发表重要讲话，部署了加快建设科技强国的重点任务，其中就包括“要加强原创性、引领性科技攻关，坚决打赢关键核心技术攻坚战。”截至2022年4月25日，已有417家公司在科创板挂牌上市，其进度之快，充分展现了领导层对资本市场支持实体经济和金融供给侧改革的高度重视。

而金杜作为全球最具创新力的律所之一，始终致力于打造创新生态系统，助力科创企业以全球视野思考问题、参与国际竞争，向创新要活力、要动力、要效益。在新的市场环境中，金杜将协助科创企业及时抓住时代机遇，在科创板引领的资本盛宴中获得新活力和新机遇，真正与企业一起在生态圈各环节实现共生共赢。在2020年9月科创板开市一周年时，我们对当时科创板改革成效、运行特征、制度建设进行回顾与总结，形成了2020年版《科创板专题解读及创新案例分析》（上）（下）。如今科创板开板已两年有余，科创板规则政策与监管环境、科创板七大行业的行业热点亦有了些许新的变化，结合近期金杜各个领域团队形成的关于科创板上市、科技企业及高新行业的智慧结晶，我们对原内容进行了更新，形成了2022年版《科创板专题解读及创新案例分析》（上）（下），与各位读者共同巡礼科技创新，共同探寻前沿时代焦点。

本资料分为上下两册，上册将聚焦于科创板政策规则、科创企业管理、科创板信息披露、科创板法律实务及证券合规等科创企业共同关注与面临的问题；下册将从科创板主要行业领域选取相关典型文章，全面解读行业相关政策与关注要点，并为读者透彻分析经典科创板上市案例。仔细研读本资料中每一篇文章，您会看到金杜律师们在以下方面的匠心妙思与积极贡献：

1. 科创板的政策与规则。以注册制为核心的科创板已在两年多的实践中逐渐凸显出“坚持以信息披露为中心，坚持审核公开透明，坚持压实中介责任，坚持加强事前事中事后全过程监管”的特征，金杜也在科创板法律实务中对科创板发行上市审核规则、发行与承销规则、股票上市规则、二级市场交易规则等各个方面积累了全面的经验。这部分内容中，金杜律师会对科创板自开板以来运作至今的情况进行简要介绍、总结，对2021年上市重点新规进行解读，并重点分析“发行人出具符合科创板定位的专项说明”需要考虑的相关事项以及红筹企业选择海南自贸港作为回归A股的上市主体注册地的优势，旨在帮助有意冲击科创板的企业快速了解A股上市的主要政策规则以及科创板的创新与突破之处。

2. 科创企业成长过程中的问题。本部分内容会围绕科创企业成长过程中的痛点、难点，从股权、知识产权及公司治理等角度系统深入剖析企业所遇到的一些共通问题，为企业的做大做强保驾护航。比如在“股权安排”这一部分，可以看到关于科创公司股权分配的原则及相应的创始人保持控制权指南；在“知识产权”部分，会系统梳理知识产权诉讼相关律师函/法律函应对方法；而“公司治理”部分，将会为科创企业的股东（大）会概括性授权以及一致行动安排作出规划。

3. 科创板的信息披露。2019年4月19日中共中央政治局会议明确指出：“要以关键制度创新促进资本市场健康发展，科创板要真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制。”本部分内容将从2022年最新发布的《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》为起点，结合规则与法律实践，为科创企业梳理在申报科创板上市过程中以及成功A股上市后所承担的信息披露义务以及相应的法律责任，帮助科创企业构建符合其自身特点的信息披露制度。

4. 科创板的法律实务。中介机构是否勤勉尽责，是科创板注册制能否顺利落地的重要基础。金杜律师在科创板法律实务中已积累了宝贵的经验，在本部分中将为科创企业揭秘发行人律师等中介机构是如何开展各个不同部分核查工作的，以及如何将核查过程以工作底稿的形式进行留存的，旨在帮助科创企业进一步深入理解中介机构的工作职责以及要求，更好地协助配合中介机构完成各个部分的核查工作，在紧张的时间表下与中介机构一起为科创板上市的目标共同奋斗。

5. 证券合规与证券诉讼。2019年末修订的《证券法》承载了我国证券市场对于证券发行注册制改革、强化证券违法违规责任、加强投资者保护等问题的殷切希望。长期深耕证券合规和证券诉讼领域的金杜专业律师团队，将结合新《证券法》、证券监管执法工作纲领性文件《关于依法从严打击证券违法活动的意见》的条文规定以及多年从事相关业务的经验，就其实施对证券违法行为的行政稽查执法以及相关证券诉讼产生哪些影响、可能带来哪些新变化的问题进行解读，为科创企业防范上市后的诉讼与处罚风险。另外，金杜团队还将结合证券特别代表人诉讼第一案——康美药业案的一审判决情况，对新《证券法》下证券代表人诉讼制度的落地实施进行专业分析。

6. 科技创新行业。为进一步贯彻落实党中央创新驱动发展战略的重大部署，科创板主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业，重点支持新一代信息技术、高端装备、生物医药、新能源等领域企业上市。本部分内容将结合不同创新行业最新的政策要点、行业热点，引领读者探寻最新热点，如数据资产、半导体产业、智慧城市、平台经济、金融科技、生物医药、新能源、储能等相关领域的主要法律法规和政策，帮助不同行业企业在追逐风口破浪前行过程中有效防范和规避风险。

7. 科创板创新型典型项目分享。为了帮助读者对科创板这块注册制改革的试验田及科技企业上市实操有更加深刻的理解，我们将在这部分内容中集中展示金杜承办的科创板上市项目，并对一些创新型典型科创板上市案例进行分析解读，如零营收企业上市案例、设置AB股企业上市案例、发行CDR的案例、红筹企业上市案例等等。在科创板受理申报企业数量突破700家的历史新阶段，与读者共同回望过去、总结经验，从而更好地在未来把握新机遇、迎接新挑战。



唐丽子



黄任重

目录

科创板现状与规则政策

科创板整体回顾 006

2021 年境内外上市重点新规盘点 017

新指引下再看科创属性 029

海南自贸港：红筹企业回归 A 股的选择 043

科创企业与股权安排

论 A 股 IPO 发行人股东特殊权利的终止时点 051

婚姻家庭纠纷对股权激励计划的影响及防范 059

初创新经济公司的股权分配 063

企业创始人的控制权维持 071

拟上市企业“债转股”评估事宜分析 081

IPO 股东信息披露新规之十问十答 086

对赌协议之税务考量 092

国有控股 A 股上市公司股权激励政策解析 099

股权激励纠纷的案件定性之争及对审判规则的影响 114

科创企业与知识产权

初创企业不可忽视的法律风险——知识产权行政执法的应对秘籍 118

应对科创属性“4+5”详解科研成果转化 121

科创企业公司治理

股东（大）会概括性授权董事会行使职权的合法性问题 144

“一致行动协议”约束力研究 154

科创板与信息披露

新《虚假陈述司法解释》解读之主要变化及修订亮点 158

新《虚假陈述司法解释》解读之责任主体及其侵权责任的界定 163

《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》项下合理信赖制度研究 171

证券中介服务机构虚假陈述中连带责任的疑惑及修正 181

证券虚假陈述中证券公司的连带责任是否过重？192

关于实际控制人“指使”上市公司信息披露违法的几点辨析意见 200

科创板法律实务

《证券法》修订背景下证券律师注意义务探讨——以重大债权债务核查为例 205

律师工作底稿如何反映律师证据收集与推理过程 215

律师证券业务工作底稿的电子化 223

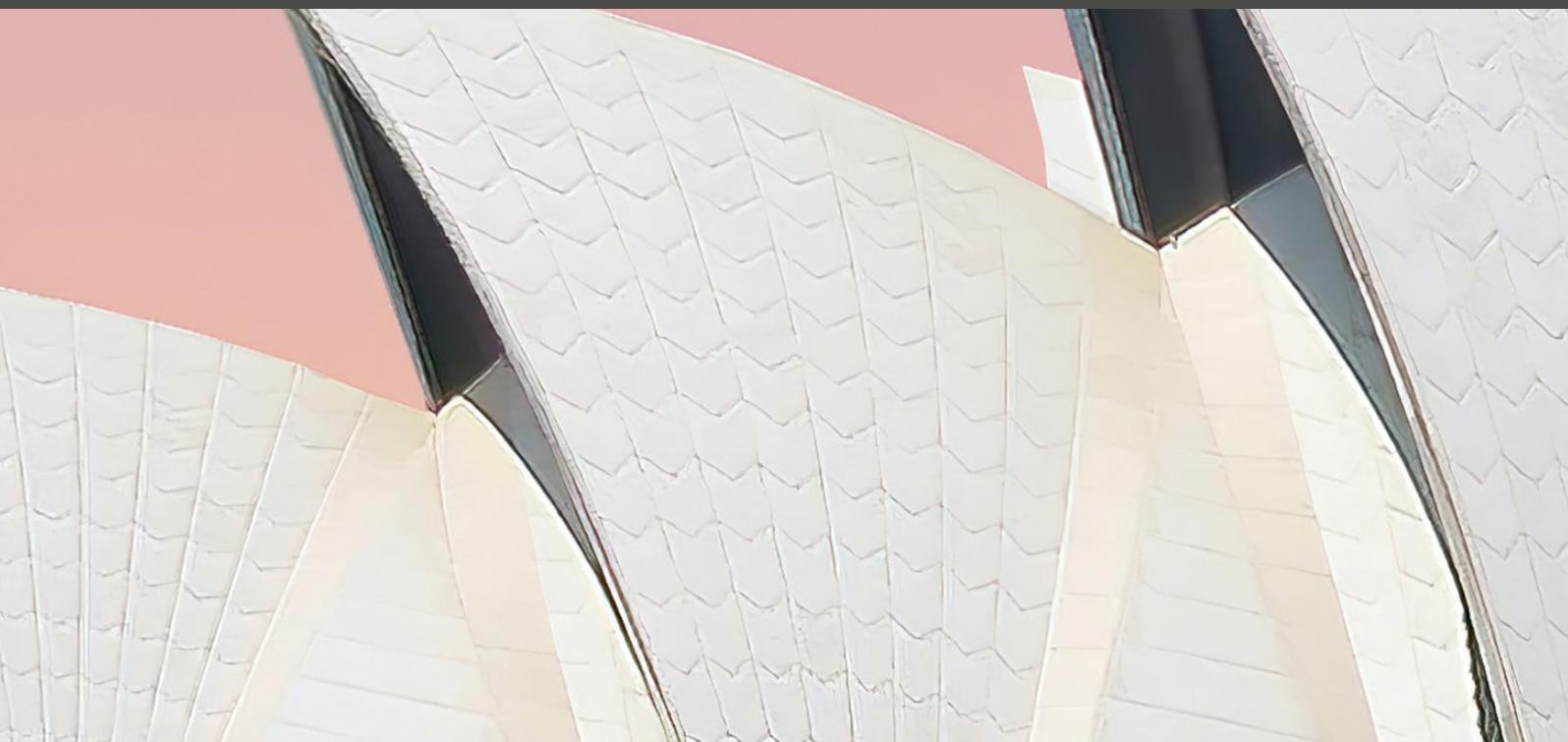
证券合规与证券诉讼

结合《关于依法严厉打击证券违法活动的意见》看资本市场监管趋势 228

新《证券法》下的欺诈发行及其关键词 231

深度解析证券特别代表人诉讼第一案——康美药业证券虚假陈述责任纠纷案评析 240

科创板现状与 规则政策



科创板整体回顾

黄任重 张世源



黄任重

huangrenzhong@cn.kwm.com

前言

“创新是引领发展的第一动力，是建设现代化经济体系的战略支撑。”2018年11月5日，习近平主席在首届进博会上提出在上海证券交易所设立科创板并试点注册制；2019年3月2日，中国证监会、上海证券交易所正式发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》等科创板制度文件与配套规则，并正式开始实施；2019年7月22日，科创板首批25家公司在上交所挂牌上市交易，标志着设立科创板并试点注册制这一重大改革任务正式落地；截至2022年2月14日，根据上海证券交易所官网统计的数据，已有389家公司在科创板挂牌上市，已有701家公司的科创板上市申请获得受理（其中12家终止后二次申报的企业不重复计算）。这一“科创板速度”充分展示了党中央坚持实施创新驱动发展战略，将科技创新作为实现第二个百年奋斗目标的关键支撑。

在此时代背景下，我们回顾科创板开市至今走过的历程，从科创板的分布特征、科创板的板块定位、上市标准及定位、上市流程及审核理念等角度对科创板运作的情况进行简要介绍与总结，与各位读者共同巡礼科技创新。

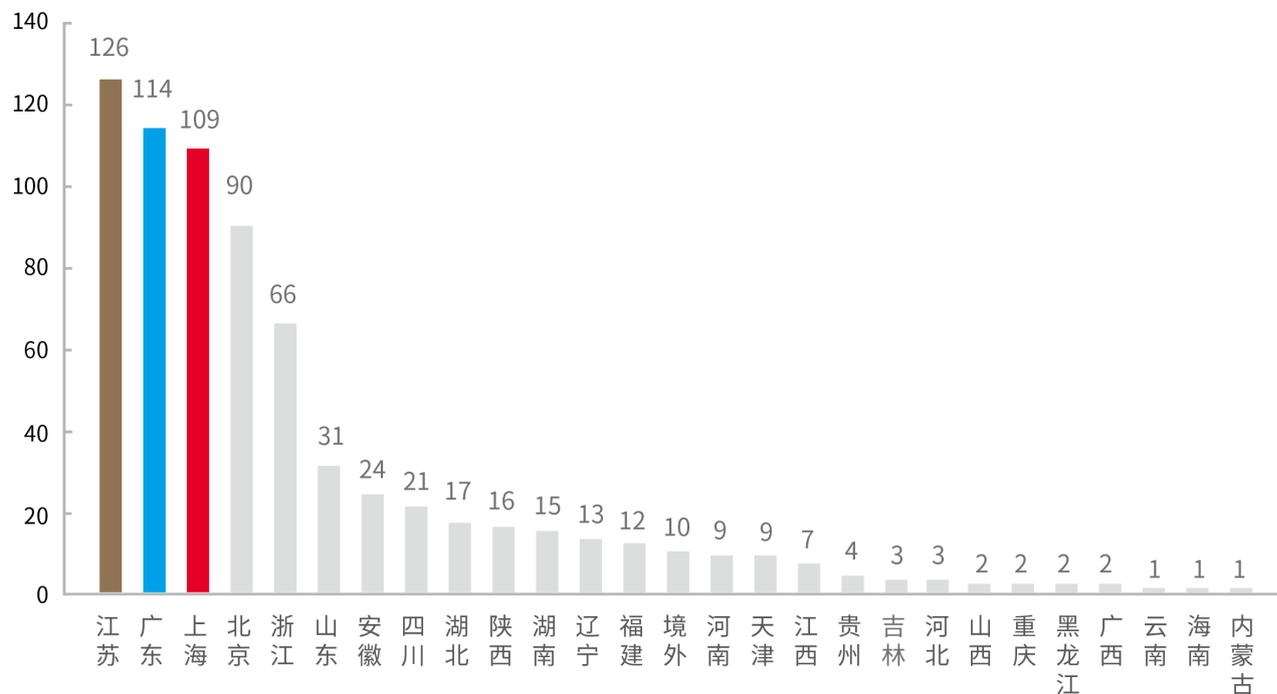
一、科创板的总体分布特征

（一）科创板市场数据（截至2022年2月14日）

上市公司 / 家	上市股票 / 只	平均市盈率 / 倍
389	389	58.76
总股本 / 亿股 (份)	流通股本 / 亿股 (份)	
1343.82	437.47	
总市值 / 亿元	流通市值 / 亿元	
48095.79	19150.70	

数据来源：上海证券交易所官网

（二）科创板申报企业的地域分布：集中“核心增长极”



数据来源：上海证券交易所官网“科创板股票审核”专栏

二、科创板的板块定位

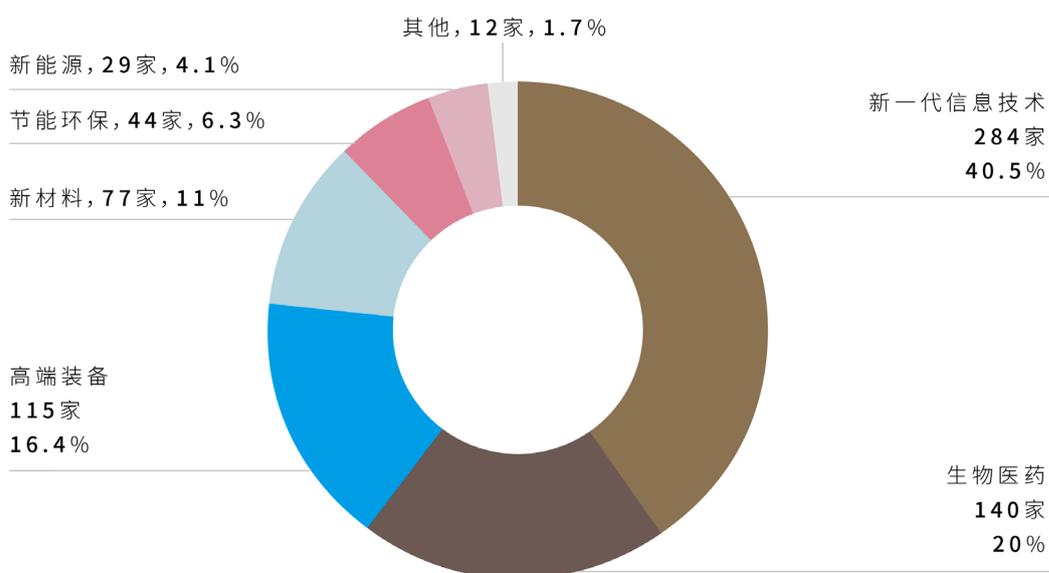
（一）科创板的行业定位

科创板对企业“硬科技”的高要求在科创板的行业定位中就有所体现。《上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定（2021年4月修订）》第四条规定了申报科创板发行上市的发行人应当属于下列行业领域的高新技术产业和战略性新兴产业：（一）新一代信息技术领域；（二）高端装备领域；（三）新材料领域；（四）新能源领域；（五）节能环保领域；（六）生物医药领域；（七）符合科创板定位的其他领域。同时，该条也规定了科创板发行人所属行业的“负面清单”，明确限制金融科技、模式创新企业在科创板发行上市，并禁止房地产和主要从事金融、投资类业务的企业在科创板发行上市。

科创板运作两年多以来，其在“硬科技”产业领域已产生了明显的集聚效应，汇聚了一大批“硬科技”企业。截至2022年2月1日，科创板已受理284家新一代信息技术领域的企业，是科创板受理企业数量最多的领域，这284家企业覆盖了半导体和集成电路、电子信息、下一代信息网络、人工智能、大数据、云计算、软件、互联网、物联网和智能硬件等前沿领域；作为科创板受理企业数量第二大的领域，科创板共受理了140家生物医药企业的上市申请，覆盖了生物制品、高端化学药、高端医疗设备与器械及医疗服务等领域；作为科创板受理企业数量第三大的领域，科创板共受理了115家高端装备企业的上市申请，覆盖了智能制造、航空航天、先进轨道交通、海洋工程装备及相关服务等领域；此外，科创板受理了77家新材料领域企业，涵盖了先进钢铁材料、先进有色金属材料、先进石化化工新材料、先进无机非金属材料、高性能复合材料、前沿新材料及相关服务等领域；新能源领域科创板共受理了29家企业的上市申请，包括了先进核电、大型风电、高效光电光热、高效储能及相关服务等领域的企业；符合科创板定位的其他

领域企业共受理了 12 家，覆盖的产业包括的矿物微量元素、机动车发动机管理系统 / 动力电子控制系统、热电技术解决方案及应用产品、测绘地理信息技术服务、智慧城市建设运营服务等。

业务类型	数量 (家)	占比
新一代信息技术	284	40.5%
生物医药	140	20.0%
节能环保	44	6.3%
高端装备	115	16.4%
其他	12	1.7%
新材料	77	11.0%
新能源	29	4.1%



数据来源：上海证券交易所官网“科创板股票审核”专栏

（二）科创属性定位

科创板对企业“硬科技”的高要求亦体现在对科创属性的定位上。根据《科创属性评价指引（试行）（2021修订）》的规定，科创板支持和鼓励同时符合下列4项指标的企业申报科创板上市：（1）最近三年研发投入占营业收入比例5%以上，或最近三年研发投入金额累计在6000万元以上；（2）研发人员占当年员工总数的比例不低于10%；（3）形成主营业务收入的发明专利5项以上；（4）最近三年营业收入复合增长率达到20%，或最近一年营业收入金额达到3亿元。此外，发行人在申请科创板上市时应当根据中国证监会和上交所相关规定，结合科创板定位，就是否符合相关行业范围和科创属性要求等事项进行审慎评估，并提交符合科创板定位的专项说明，以简洁明了的方式向投资者展示自己的科技硬实力。

正因上述科创属性定位的严格标准，科创板聚集了一大批以研发投入高、研发人数多为显著特征的企业。根据上交所对2021年科创板企业半年报数据的统计，“2021年上半年，科创板公司持续加大研发投入，合计研发投入金额达到254.03亿元；剔除采用第五套标准上市的公司后，研发投入占营业收入比例平均为14%。其中，集成电路、生物医药等行业研发投入强度居前，微芯生物等26家公司研发投入占营业收入比例超过30%。与高研发投入相匹配，科创板上市公司已拥有近10万人的科研队伍，研发人员占公司员工总数的比例平均近三成，中国通号等16家公司研发团队规模在千人以上。在促进技术与产业双向互通方面，科创板公司前十大股东中有不少来自知名科研机构，87家公司系科研院所或知名高校的专家创业；公司上市后持续加强与科研院校的合作，28家公司成立院士/博士后工作站，为技术研发提供应用场景和资金支持。”

三、科创板上市的市值及财务标准

上海证券交易所为科创企业的科创板上市设置了多元化的市值及财务标准，这些标准在设计上以预计市值为中心，结合了净利润、营业收入、研发投入和经营活动产生的现金流量等多项财务指标。发行人应结合自身的财务状况、公司治理特点、发展阶段以及上市后的持续监管要求等因素，选择一项上市标准。具体而言如下表所示：

发行人申请在上交所科创板上市，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：					
财务指标	1. 市值 / 净利润或市值 / 营业收入	2. 预计市值 / 营业收入 / 研发投入合计占比	3. 预计市值 / 营业收入 / 经营活动产生的现金流净额	4. 预计市值 / 营业收入	5. 预计市值 / 其他指标
预计市值	不低于人民币 10 亿元	不低于人民币 15 亿元	不低于人民币 20 亿元	不低于人民币 30 亿元	不低于人民币 40 亿元

净利润	最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元	最近一年净利润为正	/	/	/	主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。
营业收入	/	不低于人民币 1 亿元	最近一年不低于人民币 2 亿元	最近一年不低于人民币 3 亿元	最近一年不低于人民币 3 亿元	
研发投入	/	/	最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于 15%	/	/	
经营活动产生的现金流净额	/	/	/	最近三年累计不低于人民币 1 亿元	/	

内容来源：《上海证券交易所科创板股票上市规则（2020 年 12 月修订）》2.1.2

上海证券交易所还为红筹企业以及存在表决权差异安排的企业专门设置了相应的市值及财务标准，具体而言如下表所示：

红筹企业

企业类型	发行人申请在上交所科创板上市，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：			
	1. 已在境外上市的大型红筹企业	2. 尚未在境外上市的红筹企业		
市值 / 估值 / 预计市值	市值不低于人民币 2000 亿元	估值不低于人民币 200 亿元	预计市值不低于人民币 100 亿元	预计市值不低于人民币 50 亿元
营业收入	/	最近一年营业收入不低于人民币 30 亿元	/	最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元
其他因素	/	/	营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位	

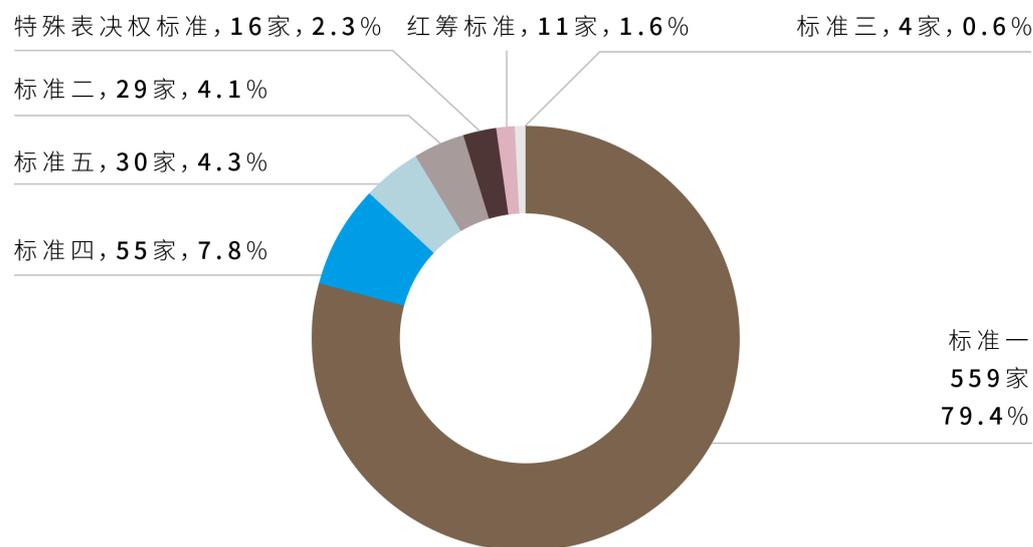
存在表决权差异安排的企业

发行人申请在上交所科创板上市，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：		
预计市值	1. 不低于人民币 100 亿元	2. 不低于人民币 50 亿元
营业收入	/	最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元

内容来源：《上海证券交易所科创板股票上市规则（2020 年 12 月修订）》2.1.3/2.1.4

科创板开板两年多以来，包括上述的 5 套市值及财务标准以及红筹标准、特殊表决权标准在内的各个标准均存在相关的申报案例，科创板申报企业选择的具体市值及财务标准分布情况也大致与科创企业的实际发展情况相符合，凸显出科创板对科创企业极大的包容度。此外，值得注意的是，截至目前科创板选用第五套上市标准的企业均属于生物医药行业，尚未出现其他行业的企业选用第五套上市标准。科创板申报企业选择的具体市值及财务标准分布情况如下：

市值及财务标准	数量（家）	占比
标准一	559	79.4%
标准二	29	4.1%
标准三	4	0.6%
标准四	55	7.8%
标准五	30	4.3%
红筹标准	11	1.6%
特殊表决权标准	16	2.3%



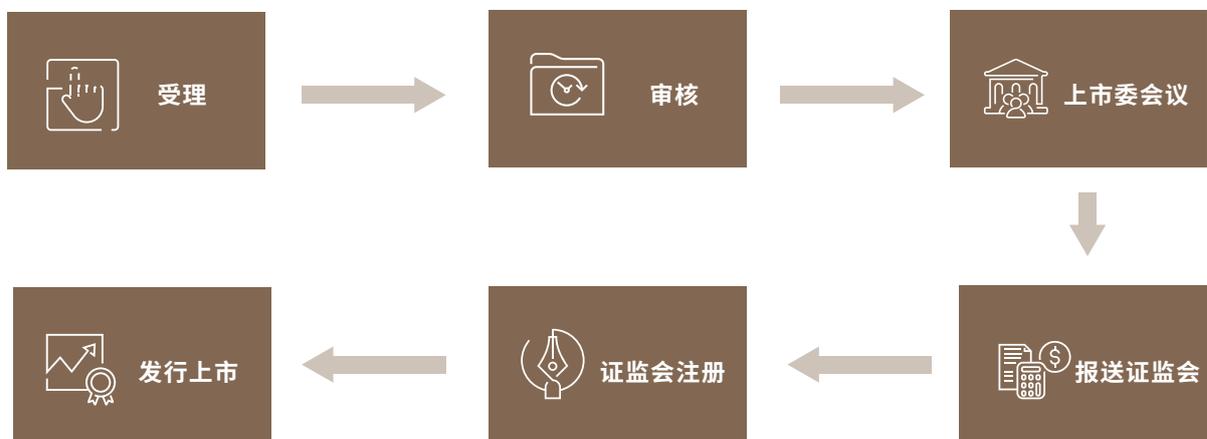
数据来源：上海证券交易所官网“科创板股票审核”专栏

四、科创板的审核理念及上市流程

（一）注册制

从科创板试点注册制起步，再到将注册制相关经验推广至创业板实施，注册制改革已经取得突破性进展。从核准制到注册制，市场上一直以来都高度关注注册制是否需要审、该怎么审的问题，这些问题也是科创企业规划上市之路时必不可少的一个考虑因素。针对这些问题，2021年3月20日，中国证监会主席易会满在中国发展高层论坛圆桌会上发表主旨演讲，其明确指出，“由于股票公开发行涉及公众利益，全球主要市场都有比较严格的发行审核及注册的制度机制和流程安排……因此，注册制绝不意味着放松审核要求。现在科创板、创业板发行上市，交易所都要严格履行审核把关职责。证监会注册环节对交易所审核质量及发行条件、信息披露的重要方面进行把关并监督。从实践情况看，这些安排行之有效，也很有必要……注册制强调以信息披露为核心，发行条件更加精简优化、更具包容性……但中国的市场实际决定了，仅仅靠形式上的充分披露信息还不够，中国股市有1.8亿个人投资者，这是哪个国家都没有的，我们必须从这个最大的国情市情出发来考虑问题。我们始终强调信息披露的真实准确完整，在审核中对信息披露质量严格把关。同时，我们还要考虑板块定位问题、是否符合产业政策等等。我们认为，这是当前阶段的必要务实之举。”

(二) 科创板上市流程简介



信息来源：上海证券交易所官网“科创板股票审核”专栏

根据上海证券交易所官网“科创板股票审核流程”专栏 (<http://kcb.sse.com.cn/aboutus/auditprocess/>)，科创板的上市流程主要分为受理、审核、上市委员会、报送证监会、证监会注册、发行上市六大环节，具体而言：

(1) **受理**：发行人应当通过保荐人以电子文档形式向上交所提交发行上市申请文件，上交所收到发行上市申请文件后 5 个工作日内作出是否予以受理的决定。

(2) **审核**：上交所审核机构自受理之日起 20 个工作日内发出审核问询，发行人及保荐人应及时、逐项回复上交所问询。审核问询可多轮进行。上交所审核和中国证监会注册的时间总计不超过三个月。

(3) **上市委员会**：上市委召开会议对上交所审核机构出具的审核报告及发行人上市申请文件进行审议，与会委员就审核机构提出的初步审核意见，提出审议意见。上市委员会可以要求对发行人代表及其保荐人进行现场问询。

(4) **报送证监会**：上交所结合上市委审议意见，出具发行人是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求的审核意见。上交所审核通过的，将审核意见、相关审核资料和发行人的发行上市申请文件报送中国证监会履行注册程序。

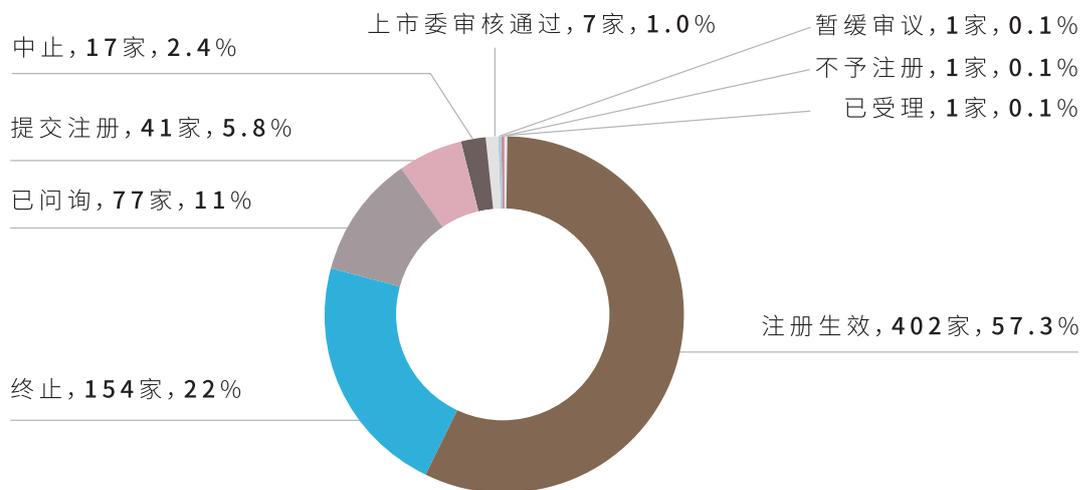
(5) **证监会注册**：中国证监会在 20 个工作日内对发行人的注册申请作出同意或者不予注册的决定

(6) **发行上市**：中国证监会同意注册的决定自作出之日起 1 年内有效，发行人应当按照规定在注册决定有效期内发行股票，发行时点由发行人自主选择。

(三) 科创板上市流程相关的数据统计

1. 科创板受理企业审核状态分布情况（截至 2022 年 2 月 1 日）

审核状态	数量（家）	占比
已受理	1	0.1%
已问询	77	11.0%
中止	17	2.4%
提交注册	41	5.8%
上市委审核通过	7	1.0%
暂缓审议	1	0.1%
注册生效	402	57.3%
不予注册	1	0.1%
终止	154	22.0%



数据来源：上海证券交易所官网“科创板股票审核”专栏

2. 科创板企业上市用时示例

过程天数 公司名称	受理 - 问询	问询 - 上市委	上市委 - 提交注册	提交注册 - 注册生效	注册生效 - 上市	总天数
中触媒	22	121	23	41	43	246
亚信安全	29	120	56	98	36	335
臻镭科技	21	114	11	33	38	213
迈威生物	122	140	57	40	43	398

数据来源：上海证券交易所官网“科创板股票审核”专栏

3. 科创板企业首轮问询时间示例

过程天数 公司名称	受理日	首轮问询日	工作日
中巨芯	2022-01-10	2022-01-25	12
湖北万润	2022-01-07	2022-01-27	15
晶品特装	2021-12-31	2022-01-22	16
赛恩斯	2021-12-31	2022-01-25	18

数据来源：上海证券交易所官网“科创板股票审核”专栏

4. 科创板企业问询次数示例

公司简称	上市委通过日期	申报日期	问询轮次
思林杰	2021-11-29	2021-06-30	2
臻镭科技	2021-11-09	2021-06-29	2
概伦电子	2021-09-22	2021-06-25	2
格灵深瞳	2021-11-09	2021-06-22	2

数据来源：上海证券交易所官网“科创板股票审核”专栏

结语

科创板开板至今两年多以来，在上市规则、审核程序与速度、监管包容度等各个方面的助力之下，科创板聚集了一大批立足于科技创新、保持高研发投入的科创企业，资本市场高质量发展集群初步显现，也为创新驱动发展战略的实施打下了坚实的基础。在“服务科技创新”的理念指导下，科创板必将进一步探索试点各项制度创新，提升资本市场服务科创企业的能力，从而进一步完善我国多层次资本市场体系。

2021 年境内外上市 重点新规盘点

牟蓬 单颖之 林坤彬

引言

回首 2021 年，我国资本市场深化改革持续推进，包括加强股东信息披露监管、规范首发企业现场检查、设立北京证券交易所（“北交所”）、转板上市制度落地、境内企业赴境外上市拟实施备案制和网络安全审查申报等（详见如下时间轴），这充分体现了我国资本市场“建制度、不干预、零容忍”的主基调。本文将围绕 2021 年上市重点新规进行简要回顾。



牟蓬

mupeng@cn.kwm.com



单颖之

shanyingzhi@cn.kwm.com

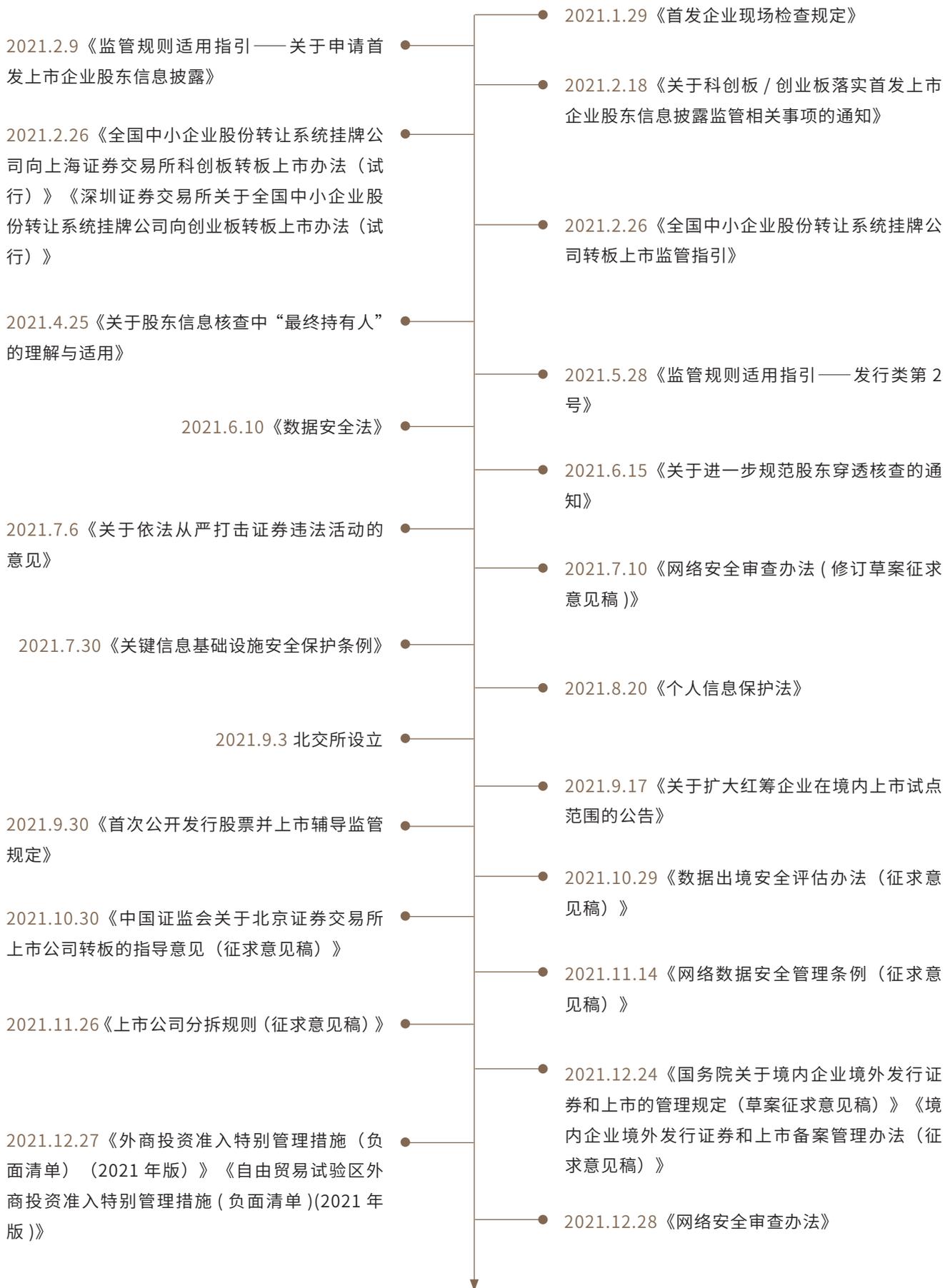


图 1：2021 年上市重点新规时间轴

一、加强境内 IPO 企业股东信息披露监管

(一) 股东信息披露重点新规回顾

在试点以信息披露为核心的注册制背景下，加强股东信息披露监管是践行“零容忍”和“建制度”的重要一环。2021年，加强股东信息披露监管的重要新规具体如下：

序号	法规名称	发文机关	发文日期	关键词
1	《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》（“《IPO 股东信息披露新规》”）	中国证监会	2021.02.09	突击入股、股东穿透核查
2	《关于科创板 / 创业板落实首发上市企业股东信息披露监管相关事项的通知》	上交所、深交所	2021.02.18	股东穿透核查范围扩展至所有直接或间接持有发行人股份的主体
3	《关于股东信息核查中“最终持有人”的理解与适用》（“《“最终持有人”的理解与适用》”）	上交所、深交所上市审核中心	2021.04.25	最终持有人
4	《监管规则适用指引——发行类第 2 号》	中国证监会	2021.05.28	证监会系统离职人员入股核查
5	《关于提供证监会系统离职人员信息查询比对服务的通知》（“《信息查询比对通知》”）	中国证监会	2021.06.01	证监会系统离职人员信息查询比对服务
6	《关于进一步规范股东穿透核查的通知》（“《穿透核查通知》”）	上交所、深交所	2021.06.15	豁免对持股较少且不涉及违法违规“造富”等情形的股东穿透核查

（二）股东信息披露新规核心要点

1. 扩大“突击入股”认定范围

《IPO 股东信息披露新规》通过提前“突击入股”的认定时间标准和增加“突击入股”新增股份的取得方式扩大“突击入股”的认定范畴。该新规出台前，IPO 申报前 6 个月内进行增资扩股的，新增股份自发行人完成增资扩股工商变更登记手续之日起锁定 3 年；在 IPO 申报前 6 个月内从控股股东或实际控制人处受让的股份，应比照控股股东或实际控制人所持股份进行锁定（即自上市之日起锁定 3 年）。该新规出台后，原则上，IPO 申报前 12 个月内产生的新增股东无论通过增资扩股还是股份受让取得的新增股份均应自取得之日（工商变更登记之日或股东名册登记之日¹）起锁定 36 个月；但在 IPO 申报前 6 个月内从控股股东或实际控制人处受让的股份，其 36 个月锁定期应按照从新兼从严的原则自上市之日起算。具体可见此前笔者在金杜研究院发布的文章《IPO 股东信息披露新规之十问十答》。

2. 股东穿透核查标准逐渐明朗

除“突击入股”外，股东穿透核查是 2021 年股东信息披露监管的又一主旋律。根据《IPO 股东信息披露新规》的规定，发行人不得存在“法律法规规定禁止持股的主体直接或间接持有发行人股份”的情形，且应对此出具专项承诺函并对外披露；特别是对股权架构为两层以上、无实际经营业务且入股交易价格明显异常的股东，中介机构必须层层穿透核查至最终持有人。

随后，上交所和深交所均发布了相关通知，进一步明确了股东适格性核查的范围应延伸至发行人的直接或间接股东。随着新规的进一步落实，通过明确“最终持有人”的认定标准以引导中介机构开展股东穿透核查工作显得尤为迫切，为此，上交所、深交所上市审核中心迅速响应并于 2021 年 4 月 25 日发布《“最终持有人”的理解与适用》，该文件明确了股东穿透核查的终点，意味着穿透核查至自然人、上市公司（含境外上市公司）、新三板挂牌公司等公众公司、国有控股或管理主体（含事业单位、国有主体控制的产业基金等）、集体所有制企业、境外政府投资基金、大学捐赠基金、养老基金、公益基金、公募资产管理产品以及除此之外符合一定条件²的外资股东，则可以不需要再往下穿透。

根据《监管规则适用指引——发行类第 2 号》《信息查询比对通知》，股东穿透核查过程中，若存在中国证监会系统离职人员不当入股³的，则应当在 IPO 或新三板精选层挂牌申请前进行清理，为此各证监局负责协助提供证监会系统离职人员信息查询比对服务。

此外，根据《穿透核查通知》，对持股较少（直接或间接持有发行人股份数量少于 10 万股或者持股比例低于 0.01%）且不涉及违法违规“造富”等情形的股东，可不穿透核查。该通知进一步明确了股东穿透核查应把握重要性原则的理念。

¹ 若新增股东通过增资扩股的方式取得新增股份，则通常以完成增资扩股的工商变更登记之日为新增股份的取得之日；若新增股东通过股份受让的方式取得新增股份，鉴于股份公司可能无需就股份转让办理工商变更登记，此时可能会以新增股东在股东名册登记之日为新增股份的取得之日。

² 除此之外的外资股东，如果中介机构能以适当核查方式确认外资股东的出资人不存在境内主体，并充分论证该外资股东入股发行人的价格不存在明显异常，可将该外资股东视为“最终持有人”。

³ 根据《监管规则适用指引——发行类第 2 号》规定，不当入股情形包括但不限于：（一）利用原职务影响谋取投资机会；（二）入股过程存在利益输送；（三）在入股禁止期内入股；（四）作为不适格股东入股；（五）入股资金来源违法违规。前述入股禁止期是指副处级（中层）及以上离职人员离职后三年内、其他离职人员离职后二年内。

二、北交所正式设立，北、沪、深交易所形成“三足鼎立”格局

（一）北交所重点新规回顾

2021年是北交所的元年。中国证监会、北交所为此发布了一系列北交所相关的基础制度和规则，具体如下：

序号	法规名称	发文机关	发文日期	关键词
1	《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法（试行）》（“《北交所注册管理办法》”）	中国证监会	2021.10.30	北交所定位
2	《北京证券交易所上市公司持续监管办法（试行）》	中国证监会	2021.10.30	持续监管
3	《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市审核规则（试行）》	北交所	2021.10.30	上市审核流程
4	《北京证券交易所股票上市规则（试行）》（“《北交所上市规则》”）	北交所	2021.10.30	上市条件
5	《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市业务规则适用指引第1号》	北交所	2021.11.12	上市审核标准

（注：受限于篇幅的要求，上述仅罗列与本文相关的北交所重要基础制度及规则）

（二）北交所重点新规核心要点

1. 北交所定位

根据《北交所注册管理办法》《北交所上市规则》的规定及中国证监会相关介绍，北交所定位于服务创新型中小企业，重点支持先进制造业和现代服务业等领域的企业。北交所不同于科创板强调“硬科技”，也不同于创业板突出“三创”“四新”，而是聚焦于服务创新型中小企业，尤其是专精特新中小企业，服务对象倾向于“更早”“更小”“更新”的特点，与上交所、深交所形成错位发展、相互补充。

2. 发行上市条件总体平移自精选层

纵观北交所上市有关规章及业务规则，在北交所发行及上市条件与新三板挂牌公司进入精选层的发行及上市条件基本一致。根据《北交所注册管理办法》《北交所上市规则》等相关规定，在新三板连续挂牌满12个月的创新层挂牌公司，符合预计市值、财务标准等条件，经中国证监会注册，完成向不特定合格投资者公开发行后，公众股东持股比例等达到相应要求的，可以在北交所上市。其中，北交所上市的市值及财务指标共有如下四套标准：

序号	考核因素	上市指标
1	(1) 预计市值 + 净利润 + 加权平均净资产收益率；或 (2) 净利润 + 加权平均净资产收益率	预计市值不低于2亿元，最近两年净利润均不低于1500万元且加权平均净资产收益率平均不低于8%，或者最近一年净利润不低于2500万元且加权平均净资产收益率不低于8%
2	预计市值 + 营业收入 + 经营活动产生的现金流量净额	预计市值不低于4亿元，最近两年营业收入平均不低于1亿元，且最近一年营业收入增长率不低于30%，最近一年经营活动产生的现金流量净额为正
3	预计市值 + 营业收入 + 研发投入	预计市值不低于8亿元，最近一年营业收入不低于2亿元，最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例不低于8%
4	预计市值 + 研发投入	预计市值不低于15亿元，最近两年研发投入合计不低于5000万元

笔者理解，北交所平移精选层进入条件作为上市条件，其以市值为中心，综合净利润、加权平均净资产收益率、营业收入、研发投入和经营活动产生的现金流量等财务指标，设置了多套上市标准，体现了注册制背景下北交所上市条件的包容性及灵活性；其次，北交所上市条件与科创板一脉相承，也允许尚未盈利企业上市；北交所上市的市值及财务指标等要求总体低于科创板、创业板，但在最近一年期末净资产方面的要求相对较高，具体而言，北交所要求“最近一年期末净资产不低于5000万元”。

3. 允许同股不同权

根据《北交所上市规则》的规定，与注册制下的科创板、创业板基本一致，北交所允许存在表决权差异安排的公司申请上市，但是该等安排应平稳运行至少一个完整会计年度，且上市前不具有表决权差异安排的公司，不得在上市后以任何方式设置此类安排；其次，对于存在特别表决权股份的上市公司，除同比例配送股、转增股本方式外，不得在境内外新发行特别表决权股份，不得提高特别表决权比例。

三、对赌协议等类似安排在 A 股 IPO 审核中的新风向

(一) 与对赌协议等类似安排相关的重点新规回顾

根据业内人士反馈，2021 年 9 月，多个创业板 IPO 在审项目接到窗口通知，针对发行人曾存在作为对赌义务人的对赌协议安排，要求此类安排必须不可撤销地终止，且相关股东应确认该安排自始无效，并且发行人最新一期审计报告必须覆盖自始无效确认文件的签署日，否则暂时不予继续推进下一阶段审核。

(二) 对赌协议等类似安排新规核心要点

在此前 A 股 IPO 审核实践中，对于特殊权利条款，业界基本是以 IPO 申请时彻底终止为原则，而 IPO 申请时中止但附条件恢复效力为例外。但自中国证监会于 2020 年 11 月 13 日发布的《监管规则适用指引——会计类第 1 号》之后，对于特殊权利条款的监管口径有趋严的态势，尤其是以被投资企业为义务主体的回购权条款，直到 2021 年 9 月，该等监管趋严态势逐渐明晰。笔者理解，自 2021 年 9 月之后申报的 A 股 IPO 项目，针对发行人作为特殊权利条款义务主体（尤其是涉及拟 A 股 IPO 企业需向投资方支付现金的合同义务）的安排，其特殊权利条款终止最晚时间点应提前至 A 股 IPO 申报报告期基准日，且必须不可撤销地终止并自始无效。

四、境内企业赴境外上市拟实施备案制

(一) 境外上市备案重点新规回顾

拟实施的境外上市备案制及 VIE 架构合法性是 2021 年资本市场中最引人关注的重要事项之一，其所涉及相关重点新规具体如下：

序号	法规名称	发文机关	发文日期	关键词
1	《关于依法严厉打击证券违法活动的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	2021.07.06	加强中概股监管、修改国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定
2	《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定（草案征求意见稿）》（“《境外上市管理规定》”）	中国证监会	2021.12.24	VIE 架构企业境外上市备案制
3	《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法（征求意见稿）》（“《境外上市备案办法》”）	中国证监会	2021.12.24	

序号	法规名称	发文机关	发文日期	关键词
4	《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2021年版)》	国家发展和改革委员会、商务部	2021.12.27	境内企业赴境外发行股份并上市交易时负面清单的适用问题
5	《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2021年版)》(与上述清单合称“2021年版负面清单”)	国家发展和改革委员会、商务部	2021.12.27	

(二) 境外上市备案新规核心要点

1. 不同境外上市模式拟统一实施备案制

境内企业境外上市模式通常包括直接上市模式(如H股)、小红筹模式、大红筹模式⁴。根据现行有效的监管规则,就直接上市模式而言,根据《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》(“94特别规定”)等相关规定,应事先取得中国证监会的批准方可在境外上市;就小红筹上市模式而言,实践中普遍认为无需取得中国证监会的同意或许可;就大红筹上市模式而言,根据《国务院关于进一步加强对在境外发行股票和上市管理的通知》(“97红筹指引”),需要进一步区分境外上市主体实际拥有境内资产是否满三年,从而判断是否需要中国证监会的批准。

若《境外上市管理规定》《境外上市备案办法》征求意见稿正式生效,94特别规定及97红筹指引将同时废止,这意味着,无论是直接上市模式(如H股)还是小红筹模式或大红筹模式,境内企业直接或间接境外上市将统一实施备案管理;同时,境外首次公开发行上市(IPO)、境外上市后发行境外上市证券、借壳上市、特殊目的并购公司(SPAC)上市、全流通等多样化的境外上市模式均应向中国证监会履行备案程序。

2. 满足合规要求的VIE架构企业备案后可赴境外上市

根据2021年版负面清单,从事负面清单禁止投资领域业务的境内企业在满足以下三个基本条件的前提下可以赴境外上市:

(1) 应当经国家主管部门审核同意(系指审核同意境内企业赴境外上市不适用负面清单禁止性规定⁵);(2) 境外投资者不得参与企业经营管理;(3) 境外投资者持股比例参照境外投资者境内证券投资管理有关规定执行。

实践中,对于从事外商投资禁止或限制类业务的企业通常通过搭建VIE架构的方式在境外上市,那么该等模式是否适用上述规定?我们理解,备受关注的2021年版负面清单的适用范围仅限于从事负面清单禁止投资领域业务的境内企业到境外直接上市(如H股),而对于境内企业到境外间接上市(如通过搭建VIE架构的方式在境外上市),中国证监会正在就相关规定公开征求意见。此外,中国证监会有关负责人在2021年12月24日的答记者问中也明确提出:

⁴ 直接上市模式,指境内股份公司作为上市主体在境外上市;小红筹模式,即以中国境内自然人作为实际控制人、主要控制境内资产的境外公司作为上市主体在境外上市;大红筹模式,即以中资机构作为第一大股东、控制境内外资产的境外公司作为上市主体在境外上市。

⁵ 中华人民共和国国家发展和改革委员会:《国家发展改革委、商务部发布2021年版外商投资准入负面清单》, https://www.ndrc.gov.cn/xwtd/xwfb/202112/t20211227_1309928.html?code=&state=123, 最后访问时间2022年1月4日。

“在遵守境内法律法规的前提下，满足合规要求的 VIE 架构企业备案后可以赴境外上市”⁶。

因此，我们理解 2021 年版负面清单的出台为从事负面清单禁止投资领域业务的境内企业赴境外上市预留了政策空间，并与上述境内企业境外上市备案制形成了积极的双向呼应。但根据目前实践经验看，上述三项条件的具体实操口径还有待进一步明确。

五、网络安全和数据安全成为境外上市企业关注重点

（一）网络安全与数据安全重点新规回顾

2021 年是网络安全与数据安全领域的立法“大年”。《数据安全法》《个人信息保护法》与 2017 年 6 月 1 日生效的《网络安全法》共同构成了我国网络空间监管的“三驾马车”。在此基础上，配套规则相继发布，逐步勾勒出“国家安全——网络安全——信息安全——数据安全”四位一体的网络空间治理蓝图，具体如下：

序号	法规名称	发文机关	发文日期	关键词
1	《数据安全法》	全国人大常委会	2021.06.10	数据安全
2	《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》（“《审查办法（征求意见稿）》”）	国家互联网信息办公室	2021.07.10	网络安全审查
3	《关键信息基础设施安全保护条例》	国务院	2021.07.30	信息安全
4	《个人信息保护法》	全国人大常委会	2021.08.20	个人信息保护
5	《数据出境安全评估办法（征求意见稿）》	国家互联网信息办公室	2021.10.29	数据出境安全
6	《网络数据安全管理条例（征求意见稿）》	国家互联网信息办公室	2021.11.14	数据安全
7	《网络安全审查办法》（“《审查办法》”）	国家互联网信息办公室	2021.12.28	网络安全审查

⁶ 中国证券监督管理委员会：《证监会有关负责人答记者问》，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1662240/content.shtml>，最后访问时间 2022 年 1 月 4 日。

（二）网络安全与数据安全新规核心要点

1. 网络安全审查对赴国外上市或赴香港上市的影响

众所周知，网络安全审查已成为赴境外上市企业关注的重点。

根据《网络安全审查办法（2021）》（2022年2月15日起施行），掌握超过100万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市，必须主动向网络安全审查办公室申报网络安全审查。笔者注意到，虽然2021年11月14日发布的《网络数据安全条例（征求意见稿）》对赴国外上市和赴香港⁷上市的数据处理者应主动申报网络安全审查的情形进行分别规定⁸，即无论赴国外上市还是赴香港上市的数据处理者均可能触发主动网络安全审查的条件，但正式生效的《审查办法》仍沿袭2021年7月10日发布的《审查办法（征求意见稿）》中“国外上市”的措辞，即：“掌握超过100万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查”。我们理解，这传达出赴香港上市的网络平台运营者很可能无需主动申报网络安全审查的信号，但并不代表赴香港上市的网络平台运营者不需要接受网络安全审查，如果网络安全审查工作机制成员单位认为前述活动影响或者可能影响国家安全的，主管机关经中央网络安全和信息化委员会批准后，有权依法对其开展网络安全审查。

此外，正式生效的《审查办法》相比《审查办法（征求意见稿）》，将掌握超过100万用户个人信息赴国外上市时应主动申报网络安全审查的适用主体形式上由“数据处理者”限缩至“网络平台运营者”，但，是否意味着非网络平台运营者的数据处理者在赴国外上市时，即使掌握超过100万用户个人信息，也必然不会触发网络安全审查的条件。我们理解并非如此，若其赴国外上市影响或者可能影响国家安全的，主管部门可依职权启动网络安全审查，若审查结果未获通过，其将不得赴国外上市。⁹

基于此，笔者理解，从目前监管趋势看，无论赴香港上市还是赴国外上市的企业应特别重视自身网络安全风险防范能力，并充分考虑网络安全审查对赴国外上市或赴香港上市时间表的影响，并提前预留相应的时间。

2. 数据安全审查对赴国外上市或赴香港上市的影响

网络安全审查与数据安全审查既紧密联系又有所区分。根据《数据安全法》的规定，国家建立数据安全审查制度，对影响或者可能影响国家安全的处理活动进行国家安全审查。我们理解，数据处理者赴国外上市和赴香港上市均涉及数据处理活动，若该等活动影响或者可能影响国家安全，均有可能受到相关监管部门开展的数据安全审查。根据《网络数据安全条例（征求意见稿）》的规定，无论赴国外上市还是赴香港上市，只要涉及数据出境行为，均可能面临数据出境安全评估。

基于此，笔者理解，随着我国数据安全审查制度的建立和实施，数据安全合规将成为赴国外上市和赴香港上市的企业不可忽略的重要事项。

⁷ 本文对任何提及“香港”的表述应解释为“中华人民共和国香港特别行政区”。

⁸ 2021年11月14日，国家互联网信息办公室就《网络数据安全条例（征求意见稿）》向社会公开征求意见，该征求意见稿明确规定：“数据处理者开展以下活动，应当按照国家有关规定，申报网络安全审查：……（二）处理一百万人以上个人信息的数据处理者赴国外上市的；（三）数据处理者赴香港上市，影响或者可能影响国家安全的；……”

⁹ 具体请见发布于金杜研究院的文章《“安全为本，发展为先”：〈网络安全审查办法〉正式发布》。

六、其他上市重点新规

(一) 其他上市重点新规回顾

除了上文所述的 2021 年重点上市新规外，转板上市制度落地实施、红筹企业回归境内 A 股迎来利好等重要事件也引起了业界人士的高度关注，其相关重点新规具体如下：

序号	法规名称	发文机关	发文日期	关键词
1	《全国中小企业股份转让系统挂牌公司向上海证券交易所科创板转板上市办法(试行)》	上交所	2021.02.26	新三板挂牌公司转板至科创板
2	《深圳证券交易所关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司向创业板转板上市办法(试行)》	深交所		新三板挂牌公司转板至创业板上市
3	《全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市监管指引》(“《转板上市监管指引》”)	全国股转系统		规范转板上市公司信息披露及股票停复牌等
4	《中国证监会关于北京证券交易所上市公司转板的指导意见(征求意见稿)》(“《北交所上市公司转板的指导意见(征求意见稿)》”)	中国证监会	2021.10.30	转板上市
5	《首发企业现场检查规定》	中国证监会	2021.01.29	A 股 IPO 企业现场检查
6	《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》(“《首发上市辅导》”)	中国证监会	2021.09.30	A 股 IPO 上市辅导
7	《关于扩大红筹企业在境内上市试点范围的公告》	中国证监会	2021.09.17	扩大红筹企业纳入试点范围
8	《上市公司分拆规则(试行)(征求意见稿)》	中国证监会	2021.11.26	分拆上市

（二）其他上市重点新规核心要点

1. 转板上市制度落地实施

继 2020 年 6 月 3 日中国证监会发布的《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》（“《转板上市指导意见》”），2021 年 2 月 26 日，上交所、深交所分别发布转板上市的相关规定，对新三板挂牌公司转板至科创板、创业板上市的条件、程序、审核机制、交易衔接等事项作了明确规定。同日，为了做好转板上市落地实施工作，规范申请转板上市挂牌公司的信息披露及股票停复牌等行为，全国股转系统颁布了《转板上市监管指引》。2021 年 7 月 23 日，上交所、深交所分别发布转板上市配套业务规则，包括转板上市申请文件、转板上市报告书内容与格式、转板上市保荐书、转板上市股份相关事项等，为转板上市落地实施阶段提供明晰的实操路径并做好了制度衔接。实践中，已有精选层挂牌公司披露转板上市意向。此外，随着北交所各项制度正式落地实施，2021 年 10 月 30 日，中国证监会在《转板上市指导意见》的基础上修订形成了《北交所上市公司转板的指导意见（征求意见稿）》并向社会公开征求意见，明确符合条件的北交所上市公司可以申请转板至上交所科创板或深交所创业板。笔者理解，转板上市制度的实施，有利于各交易所与区域性股权市场顺畅的互联互通，对于促进中小企业层层递进式成长和打造多层次、立体化的良好市场环境具有重要意义。

2. A 股上市公司现场检查及 IPO 辅导环节正式迎来统一监管

《首发企业现场检查规定》明确 A 股 IPO 企业现场检查的基本要求、标准、流程及后续处理工作等，有利于强化首发企业信息披露监管，督促中介机构归位尽责。

此外，根据《首发上市辅导》，辅导期原则上不少于 3 个月，派出机构辅导验收工作时长不得超过 20 个工作日，该法规进一步规范辅导相关工作，为全市场稳步推进注册制改革创造条件，自此 IPO 辅导环节迎来统一监管。

3. 红筹企业回归境内 A 股迎来利好

根据《关于扩大红筹企业在境内上市试点范围的公告》的规定，将属于新一代信息技术、新能源、新材料、新能源汽车、绿色环保、航空航天、海洋装备等高新技术产业和战略性新兴产业的红筹企业纳入试点范围，且进一步明确具有国家重大战略意义的红筹企业申请纳入试点，不受前述行业限制。笔者理解，该政策为海外上市红筹企业回归国内资本市场提供便利，亦体现资本市场监管领域深化“放管服”改革的要求。

4. A 股上市公司分拆子公司到境内、境外上市规则将合二为一

境内 A 股上市公司分拆境外上市已实施十余年，操作模式及规则已较为成熟，相较之下，境内 A 股上市公司分拆所属子公司在境内上市则历经了“试点放开——全面禁止——有条件允许——完全放开”的发展过程。随着近几年 A 股上市公司分拆子公司在境内成功上市案例的出现，市场运行总体平稳，2021 年 11 月 26 日，中国证监会公布《上市公司分拆规则（试行）（征求意见稿）》，该征求意见稿系对《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》及《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》的整合、修订，并对分拆上市的标准、条件、监管要求等作了统一安排，同时增设了禁止分拆的情形，即 A 股上市公司的子公司主要业务或资产是上市公司首次公开发行股票并上市时的主要业务或资产的，不得分拆该子公司上市。

结语

回顾 2021 年，“建制度、不干预、零容忍”的九字方针贯穿始终：先是年初的首发企业现场检查、股东穿透核查等，然后北交所设立、境内企业赴国外上市的网络安全审查申报等，以及年末境内企业赴境外上市备案新规公开征求意见等。随着我国证券发行注册制的深化改革，多层次资本市场体系逐渐完善，笔者相信，2022 年资本市场在改革创新中也将行稳致远，迎来新发展。

新指引下再看科创属性

刘知卉

科创板开市两年多来，不论是从监管反复强调的支持“硬科技”核心目标还是从被否/终止企业的审核实践来看，“是否具备科创属性”是科创板拟上市企业首先需回答的问题。为增加这一标准的客观性、透明度和可操作性，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）在总结首批申报企业审核注册实践的基础上，于2020年3月出台了《科创属性评价指引（试行）》（“《指引》”）及《上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定》（“《暂行规定》”），首次明确“3+5”科创属性评价指标体系。随着申报及在审企业中“少数企业缺乏核心技术、科技创新能力不足、市场认可度不高等问题”¹的显现，证监会结合科技创新和注册制改革实践，于2021年4月16日同步修订《指引》（“新《指引》”）及《暂行规定》，明确科创板优先支持方向及负面清单，同时增加研发人员占比超过10%的常规指标，科创属性评价指标由“3+5”变为“4+5”。本文主要结合新《指引》颁布以来科创板审核注册情况，对科创属性相关问题进行讨论并尝试回答，供赴“科”上市企业自我评估及筹划准备。

一、科创板敲门砖，科创属性评价指标体系的主要内容

科创属性评价指标体系，包括符合科创板定位的行业及科创属性各项指标。

符合科创板定位的行业“6+1”：新《指引》规定，申报科创板发行上市的发行人，应当属于下列行业领域的高新技术产业和战略性新兴产业：



刘知卉

liuzhihui@cn.kwm.com

¹ 中国证监会：<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c8d70f6d50dad4d2fa6f9ed051297d4f7/content.shtml>

行业领域	主要行业
新一代信息技术领域	主要包括半导体和集成电路、电子信息、下一代信息网络、人工智能、大数据、云计算、软件、互联网、物联网和智能硬件等
高端装备领域	主要包括智能制造、航空航天、先进轨道交通、海洋工程装备及相关服务等
新材料领域	主要包括先进钢铁材料、先进有色金属材料、先进石化化工新材料、先进无机非金属材料、高性能复合材料、前沿新材料及相关服务等
新能源领域	主要包括先进核电、大型风电、高效光电光热、高效储能及相关服务等
节能环保领域	主要包括高效节能产品及设备、先进环保技术装备、先进环保产品、资源循环利用、新能源汽车整车、新能源汽车关键零部件、动力电池及相关服务等
生物医药领域	主要包括生物制品、高端化学药、高端医疗设备与器械及相关服务等
符合科创板定位的其他领域	——

“4+5”科创属性指标：在新《指引》支持和鼓励科创板定位规定的相关行业领域中，同时符合下列4项指标的企业，及虽未达到前述指标但符合下列例外条款情形之一的企业申报科创板上市：

要求	常规指标	
同时符合	指标 1	(1) 最近3年累计研发投入占最近3年累计营业收入比例5%以上
		(2) 或者最近3年研发投入金额累计在6000万元以上
	指标 2	研发人员占当年员工总数的比例不低于10%
	指标 3（软件企业不适用）	形成主营业务收入的发明专利（含国防专利）5项以上
	指标 4（《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》第二十二条第二款第（五）项上市标准申报科创板发行上市的除外）	(1) 最近3年营业收入复合增长率达到20% (2) 或者最近一年营业收入金额达到3亿元

要求	例外情形	
符合其中之一	条款 1	拥有的核心技术经国家主管部门认定具有国际领先、引领作用或者对于国家战略具有重大意义
	条款 2	作为主要参与单位或者核心技术人员作为主要参与人员，获得国家自然科学奖、国家科技进步奖、国家技术发明奖，并将相关技术运用于主营业务
	条款 3	独立或者牵头承担与主营业务和核心技术相关的国家重大科技专项项目
	条款 4	依靠核心技术形成的主要产品（服务），属于国家鼓励、支持和推动的关键设备、关键产品、关键零部件、关键材料等，并实现了进口替代
	条款 5	形成核心技术和主营业务收入相关的发明专利（含国防专利）合计 50 项以上

二、关于行业领域及科创指标的两个问题

（一）哪些领域属于符合科创板定位的“其他领域”，有无成功案例？

除了明确列示的 6 大行业领域之外，新《指引》就符合科创板定位的行业领域还设置了一项兜底标准：符合科创板定位的其他领域。何为“其他领域”，除了被列入负面清单的限制类企业（金融科技、模式创新企业）和禁止类企业（房地产和主要从事金融、投资类业务的企业）外，有哪些具体领域，有无成功案例？对此，我们梳理了新《指引》颁布以来已上市 / 提交注册企业中以“其他领域”论述符合科创板定位的企业，具体如下：

股票代码、 证券简称	证监会行业	符合科创板定位的行业领域 描述	符合科创属性指标	上市日期	上市申请受理日期
688179 阿拉丁	研究和试 验发展	<p>公司科研试剂产品涵盖高端化学、生命科学、分析色谱以及材料科学四大领域，广泛应用于高等院校、科研院所以及生物医药、新材料、新能源、节能环保、航空航天等高新技术产业和战略性新兴产业相关企业的研发机构。根据中国证监会《上市公司行业分类指引》（2012年修订）的规定，公司所属行业为“M 科学研究和技术服务业”下的“M73研究和试验发展”行业；根据国家质量监督检验检疫总局及国家标准化委员会联合发布的《国民经济行业分类》国家标准（GB/T4754-2017），公司所属行业为“M 科学研究和技术服务业”下的“M73研究和试验发展”行业下的“M7310 自然科学研究和试验发展”行业；根据国家统计局《战略性新兴产业分类（2018）》，公司所属行业为“9 相关服务业”下的“9.1 新技术与创新创业服务”行业下的“9.1.1 研发服务”行业。公司所处行业属于“（七）符合科创板定位的其他领域”。</p>	常规指标（3项）+ 例外情形 4	2020-10-26	2020-04-28

股票代码、证券简称	证监会行业	符合科创板定位的行业领域描述	符合科创属性指标	上市日期	上市申请受理日期
688133 泰坦科技	研究和试验发展	<p>公司通过提供科研试剂、特种化学品、科研仪器及耗材和实验室建设及科研信息化服务，满足科研工作者、分析检测和质量控制人员的科研相关需求，目前已成为国内科学服务行业的领先企业。</p> <p>……根据《上交所就发布〈上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定〉答记者问》，符合科创板定位的其他领域包括了金融科技、科技服务等。根据中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》（2012年修订），公司所属行业为“科学研究和技术服务业”，属于科技服务行业。因此，公司符合科创板行业领域要求。</p>	常规指标（3项）	2020-10-30	2020-04-13

股票代码、 证券简称	证监会行业	符合科创板定位的行业领域 描述	符合科创属性指标	上市日期	上市申请受理日期
688662 富信科技	计算机、 通信和其 他电子设 备制造业	<p>公司定位于半导体热电技术解决方案及应用产品提供商，主要产品为半导体热电器件及以其为核心的热电系统、热电整机应用产品。半导体热电技术在诸多现代产业中得到广泛、深入应用，是对光模块等高热流密度电子元器件进行热管理的重要技术解决方案，是众多消费电子领域制冷设备的核心技术解决方案。</p> <p>公司主营业务及主要产品属于半导体热电产业，受到《中国制造2025》、“十三五”规划、《轻工业发展规划（2016—2020年）》等多项国家产业政策支持，符合国家战略。公司拥有关键核心技术，科技创新能力突出，主要依靠核心技术开展生产经营，符合科创板定位的其他行业领域。</p>	常规指标（3项）	2021-04-01	2020-06-11

股票代码、证券简称	证监会行业	符合科创板定位的行业领域描述	符合科创属性指标	上市日期	上市申请受理日期
688112 鼎阳科技	仪器仪表制造业	<p>公司主要从事通用电子测试测量仪器的研发、生产及销售，主要产品包括数字示波器、波形和信号发生器、频谱分析仪、矢量网络分析仪以及电源类及其他。公司主营产品属于科学仪器，科学仪器设备是科学研究和技术创新的基石，属于国家重点支持和发展的领域；中高端通用电子测试测量仪器属于国家重大需求产业之一和“卡脖子”领域，实现中高端产品自主可控是我国迫切需要解决的问题之一，是国家政策支持和发展的重要领域之一；公司是国内技术领先的通用电子测试测量仪器企业之一，国内行业竞争优势较为明显，具备进一步突破行业高端产品的基础，为解决国内中高端通用电子测试测量仪器“卡脖子”问题提供有力支持，是党中央和国家专精特新中小企业政策支持和鼓励发展的重点“小巨人”企业。根据《上海证券交易所科创板企业发行上市申请及推荐暂行规定》，属于“符合科创板定位的其他领域”，符合科创板申报及推荐行业。</p>	例外情形 5	2021-12-01	2020-06-23

股票代码、证券简称	证监会行业	符合科创板定位的行业领域描述	符合科创属性指标	上市日期	上市申请受理日期
预披露 普源精电	仪器仪表制造业	公司的主要产品为通用电子测量仪器中的数字示波器、射频类仪器、波形发生器、电源及电子负载、万用表及数据采集器等，下游应用领域广泛，包括教育与科研、工业生产、通信行业、航空航天、交通与能源、消费电子等。公司的主营业务符合国家科技创新战略，拥有与主营业务产品相关的关键核心技术，科技创新能力突出，科技成果转化能力突出，国内行业地位突出，主要产品具备较高的市场认可度，属于科技创新企业。根据《上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定》， 公司所处行业属于“符合科创板定位的其他领域” 。	常规指标（4项）	—	2021-6-11

综上，拟上市企业如不属于新《指引》列举的6大行业领域，可结合以上案例进一步对照自身是否属于国家战略性新兴产业目录下行业、是否属于国家重点支持和发展的领域、是否属于拥有关键核心技术的科技创新企业。鉴于以“其他领域”论证符合科创板行业定位的案例较少，可以合理推断，不论是保荐机构还是审核机构，对该条的适用整体持谨慎态度。

（二）公司有5项以上发明专利，即满足科创属性常规指标3要求？

公司拥有的发明专利数量是其创新研发能力的重要体现，“形成主营业务收入的发明专利（含国防专利）5项以上”亦作为判断是否具备科创属性的客观标准之一。

1. 专利数量要求

5项发明专利仅为门槛数量要求。新《指引》颁布后至2022年2月21日，上交所共受理了160家企业科创板上市申请²，截至2022年2月21日已有49家企业（以下简称“样本企业”）通过交易所审核提交注册或注册生效。样本企业中，形成主营业务收入的发明专利平均数为65.31项，中位数为23项，最多为617项，最少为8项，进一步区分行业领域的发明专利数量如下，供同业企业对照参考：

² 数据来自上海证券交易所科创板股票发行审核“项目动态”栏目查询，网址：<http://kcb.sse.com.cn/renewal/>

行业领域	最大值 (件)	最小值 (件)	平均数 (件)	中位数 (件)	样本数量 (家)	行业数量占比
生物医药领域	64	11	30.57	22	7	14.29%
高端装备领域	30	9	19.50	18	6	12.24%
新材料领域	60	22	43.50	46	4	8.16%
新能源领域	161	96	120.33	104	3	6.12%
新一代信息技术	617	8	71.79	20	28	57.14%
其他领域 (1家为仪器仪表制造业)	324	—	—	—	1	2.04%
合计	—	—	—	—	49	100%

2. 专利与主营业务收入的匹配关系

常规指标 3 并非仅要求发明专利数量，而是形成主营业务收入的发明专利数量。因此在审核中，特别是在发行人专利数量较少时，往往被要求具体列示发明专利的应用场景、应用产品及该等产品形成的主营业务收入，以确认发明专利与形成主营业务收入的匹配关系。例如在 S 公司（专用设备制造行业，2021 年 7 月被否）第三轮问询中，要求发行人进一步说明：公司发明专利在具体产品中的应用情况，实现的销售收入情况；在 J 公司（电子设备制造行业，2021 年 12 月终止审核）第一轮问询中，要求发行人进一步说明：与主营业务收入相关的 16 项发明专利与主要产品的对应关系、与核心技术的关系、报告期内实现的收入及占比，相关收入测算的依据及准确性等。

3. 专利来源分析

除数量外，审核同样关注形成主营业务收入发明专利的具体来源（自主研发或受让取得等），进一步考量发行人的创新能力。例如在对 G 公司（专用设备制造行业，2021 年 12 月终止审核）的问询中，发行人披露共有 9 项发明专利，形成主营业务收入的为 5 项，但由于发明专利中 6 项是从外部继受取得，且其中 1 项发明专利申请权原系公司与上海师范大学共有，2020 年 5 月，上海师范大学将其权属部分作价 3 万元转让给公司，转让完成后，该专利由 G 公司单独享有并单独申请专利权，上交所要求发行人说明：某大学转让的专利申请权是否已转化成发行人专利，专利申请是否存在障碍，专利权属是否清晰，结合发行人 5 项发明专利在发行人生产经营及主营业务收入的贡献情况，分析发行人是否符合《上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定》第四条第（三）项的规定；结合发行人核心技术及专利的形成过程、研发管理情况、研发人员数量、研发团队构成及核心研发人员背景情况、研发投入情况、

研发设备情况、技术储备情况等，说明发行人现有研发体系是否具备持续创新能力或发行人技术持续创新的机制。

综上，在拥有门槛数量发明专利的基础上，企业还需进一步结合专利应用的具体场景、具体产品，该等产品对主营业务收入的贡献，该等专利的来源等综合评估自身是否符合科创属性指标要求。

三、科创属性指标数据对比

为便于企业更加直观地了解及评价自身对科创属性指标的满足情况，我们进一步梳理了上述 49 家样本企业科创指标数据，其中，符合常规指标的企业（含部分同时符合例外情形之一的企业）合计 46 家（其中 1 家未具体论述指标数据，未纳入计算基数），如下数据供企业对照参考：

科创属性常规四项指标	指标数据（区分适用情况）			
最近 3 年累计研发投入占最近 3 年累计营业收入比例 5% 以上（软件企业 10% 以上），或者最近 3 年研发投入金额累计在 6000 万元以上	最近 3 年累计研发投入占最近 3 年累计营业收入比例（计算基数为 41 家，其中 35 家同时符合最近 3 年研发投入金额累计金额） ³		最近 3 年研发投入金额累计金额在 6000 万元以上（计算基数为 39 家，其中 35 家同时符合前述最近三年累计研发投入占最近 3 年累计营业收入比例要求）	
	中位数 (%)	平均数 (%)	中位数 (万元)	平均数 (万元)
	12.80	21.42	12,481.77	20,356.22
	最高值 (%)	最低值 (%)	最高值 (万元)	最低值 (万元)
	124.39	5.57	94,229.89	6,593.27
研发人员占当年员工总数的比例不低于 10%	(计算基数为 45 家)			
	中位数 (%)		平均数 (%)	
	40.80		41.21	
	最高值 (%)		最低值 (%)	
83.84		12.89		

³ “最近 3 年累计研发投入占最近 3 年累计营业收入比例”指标剔除 1 家软件企业后，计算基数为 40 家，中位数为 12.75%、平均数为 20.02%。

科创属性常规四项指标	指标数据（区分适用情况）			
形成主营业务收入的发明专利 5 项以上（软件企业不适用该指标）	（计算基数为 45 家）			
	中位数（件）		平均数（件）	
	22		64.76	
	最高值（件）		最低值（件）	
617		8		
最近 3 年营业收入复合增长率达到 20%，或者最近一年营业收入金额达到 3 亿元。（采用第五套未盈利标准上市企业不适用该指标）	最近 3 年营业收入复合增长率达到 20%（计算基数为 38 家，其中 21 家同时符合最近一年营业收入金额达到 3 亿元）		最近一年营业收入金额达到 3 亿元（计算基数为 26 家，其中 21 家同时符合最近 3 年营业收入复合增长率要求）	
	复合增长率中位数（%）	复合增长率平均数（%）	营业收入中位数（亿元）	营业收入平均数（亿元）
	63.11	95.55	4.27	7.51
	复合增长率最高值（%）	复合增长率最低值（%）	营业收入最高值（亿元）	营业收入最低值（亿元）
	517.20	23.41	24.79	3.0878

据此可知，除“最近一年营业收入金额达到 3 亿元”指标外，上述过会企业各项科创属性常规指标的平均值、中位值，均超出规定值一倍以上，科创板企业的“科技含量”显而易见。

四、科创属性常见审核问题

新《指引》颁布后至 2022 年 2 月 21 日，共 6 家科创板企业上市被否，共 45 家撤回材料终止审核。个人理解该等“止步”企业科创属性相关审核问题，一定程度上更能彰显监管对科创属性标准的关注重点及把控尺度。据此，我们整理该等企业科创属性相关的主要问询问题如下：

（一）行业定位相关

- （1）发行人所属行业归类于科创板行业领域范畴的具体原因和合理性；
- （2）发行人与同行业可比公司行业领域归类的差异情况及原因分析；
- （3）发行人行业定位是否客观准确。

（二）科创属性指标相关

1. 常规指标 1：关于研发投入、研发费用

- （1）研发费用归集内控制度是否完善，归集计算是否准确，研发投入合计数及占营业收入比例是否符合科创板上市指标条件；
- （2）研发投入项目的产品化规模，是否形成具体的经济效益，研发投入与经济效益的相比情况；
- （3）各项目研发费用的具体明细构成、研发进展、研发领料、研发人员考核、工时记录及薪酬等研发费用归集的相关内控制度是否健全并有效执行；
- （4）研发人工费用归集是否准确，是否符合企业会计准则规定；研发人员薪酬计入研发费用比例是否具有合理充足依据；
- （5）发行人生产成本、管理费用和研发费用如何界定和归集；
- （6）在合作研发模式中，发行人与其他主体的研发开支是否由各方独立核算，是否各自建立独立的内控制度。

2. 常规指标 2：关于研发人员

- （1）结合研发人员的学历构成情况、岗位安排和工作内容等，论证研发人员划分和认定的具体依据；
- （2）研发人员考核、工时记录及薪酬等相关的内部控制制度是否健全并有效执行；
- （3）结合研发人员的学历层次，说明发行人是否具有自主研发能力，实现技术先进性。

3. 常规指标 3：关于发明专利

- （1）发行人发明专利与核心技术、主要产品的对应关系，与所形成营业收入的映射关系，相关收入测算的依据及准确性；发行人是否符合“形成主营业务收入的发明专利 5 项以上”的规定；
- （2）发行人是否已拥有与生产经营相关的所有专利，专利权属是否存在瑕疵，使用上述专利是否合法合规，是否存在争议或潜在纠纷；
- （3）在合作研发模式中，发行人承担的主要工作及形成的主要知识产权成果，合作的研发成果归属是否与约定一致，合作研发成果是否存在争议或潜在纠纷；
- （4）与同行业可比公司相比，分析发行人发明专利较少的合理性；结合核心技术对应的专利权情况，分析发行人部分核心技术未形成发明专利的原因。

4. 常规指标 4：关于营业收入及增长

- (1) 研发项目收入是否符合收入确认条件，是否符合《科创属性评价指引》对收入及增长率的要求；
- (2) 是否存在提前确认收入的情况，列示发行人前十名客户及收入确认等明细情况；
- (3) 核心技术贡献收入与非核心技术贡献收入区分的依据或口径、计算方法，以及分别对应的产品；
- (4) 核心技术产品收入占主营业务收入的比例，计算过程、依据、信息披露是否完整。

(三) 其他

《暂行规定》第三条先于行业领域及科创属性指标的具体列举，首要明确了科创板的优先支持方向，即：优先支持符合国家科技创新战略、拥有关键核心技术等先进技术、科技创新能力突出、科技成果转化能力突出、行业地位突出或者市场认可度高等的科技创新企业发行上市。因此，除上述规定条件外，审核中亦对发行人自身行业地位、核心技术及核心技术人员、研发创新能力等非标指标予以重点关注，体现以实质终于形式原则综合判断企业的科创属性含量，主要问题如下：

1. 关于行业地位

- (1) 结合可比行业公司情况，客观说明发行人所处市场竞争地位、行业排名和竞争优势；
- (2) 发行人所占国内外市场份额的计算方式及具体客观依据。

2. 关于核心技术

- (1) 发行人相关技术是否属于行业通用技术，是否具有较高的技术壁垒，是否存在易被模仿、被替代的可能性，是否存在快速迭代风险；
- (2) 结合同领域国内外主要企业的研发、技术水平、相关技术取得专利等情况，论证发行人核心技术的竞争优势；发行人核心技术关键指标或实现性能与境外品牌以及国内主要竞争对手的比较情况；发行人技术先进性的具体指标及客观表征；
- (3) 在联合研发、合作研发、引进优化相关技术等模式中，发行人是否具有针对核心技术的独立研发能力，核心技术是否不依赖外部，是否具有突出的创新能力。

3. 关于核心技术人员

- (1) 结合研发人员的学历构成情况、岗位安排和工作内容等，论证核心技术人员、研发人员的划分认定依据，发行人人员调整是否具有相应内控制度；
- (2) 发行人核心技术来源与发行人核心技术人员之间的关系，核心技术人员在发行人核心技术形成过程中发挥的作用（针对发行人成立较早，但核心技术人员入职较晚的情况）；
- (3) 发行人是否存在对个别核心技术人员的依赖；
- (4) 发行人核心技术人员入职前，是否与原单位签署竞业禁止或保密条款并取得相应补偿，是否存在争议或潜在纠纷。

4. 关于研发与创新能力

- (1) 发行人是否具有持续、突出的研发能力和创新能力；
- (2) 在参与起草 / 制定相关行业国家标准、行业标准、承担国家级和省市级重要科研项目等工作中，发行人承担的主要研发任务、参与程度、提供的主要核心技术、项目贡献率等情况；
- (3) 在授权引进或合作研发模式下，发行人在核心产品研发过程中参与科研的内容、发行人的核心技术人员是否为主要参与人员；是否对合作方构成持续技术依赖、是否具有独立自主研发能力；
- (4) 合作研发与授权引进等模式属于某行业普遍且重要的研发模式的具体依据。

结语

科创板作为促进高新技术产业和战略性新兴产业企业发展的阵地，监管机构不断通过制度设计及审核实践，向市场传递其培育出更多具有“硬科技”实力和市场竞争力创新企业的决心。新《指引》下科创属性评价指标已愈加客观完善，但科技创新本就非“千篇一律”，审核关注点亦非一成不变，企业是否具备科创属性还要结合自身实际情况综合评估，也建议有科创板上市计划的企业尽早就此沟通并听取投行、律师等专业机构意见。

海南自贸港：红筹企业回归 A 股的选择

董刚 段桃 章懿娜 张霞 张蕊卿

2020 年以来，在海外新冠疫情失控，中美贸易战不断持续等背景下，红筹企业赴美上市之路的节奏被打乱。而另一方面，随着国内科创板及创业板注册制改革的推进和众多利好政策的出台，境内 A 股资本市场对于企业的吸引力逐渐上升，成为全球资本市场的避风港，而红筹企业回归 A 股的意愿愈发强烈。

2020 年 6 月 1 日，中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》（简称“《总体方案》”）¹，明确海南将打造引领新时代对外开放的鲜明旗帜和重要开放门户，持续释放更多政策红利。海南自贸港作为国内当前开放程度最高、优惠政策最多的地区，为众多有意回归 A 股的红筹企业提供了一个有益选择，而本文将从海南的政策优势出发，对红筹企业选择海南作为回归 A 股的上市主体注册地进行分析和讨论。

一、红筹回归 A 股概况

红筹架构，是指中国境内的自然人或公司在境外设立离岸公司，并将境内公司的资产或现金流注入或转移至境外公司，从而实现境外公司海外上市融资目的的结构。

近年来，在 A 股推进国际化及增加开放性、包容性的背景下，具体推进红筹企业回归 A 股的具体政策陆续出台。2018 年 3 月，《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》（国办发〔2018〕21 号）² 出台，正式允许试点红筹企业按程序在境内资本市场发行股票或者存托凭证上市，但对市值和试点企业行业要求的门槛仍然较高。2019 年，随着科创板落地，红筹企业发行 A 股股票或者 CDR 的政策日趋包容³。2020 年 4 月，中国证监会发布《关于创新



董刚

tony.dong@cn.kwm.com



段桃

daisy.duan@cn.kwm.com

¹ 《海南自由贸易港建设总体方案》规定，海南是我国最大的经济特区，具有实施全面深化改革和试验最高水平开放政策的独特优势。支持海南逐步探索、稳步推进中国特色自由贸易港建设，分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系，是习近平总书记亲自谋划、亲自部署、亲自推动的改革开放重大举措，是党中央着眼国内国际两个大局，深入研究、统筹考虑、科学谋划作出的战略决策。

² 《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》（国办发〔2018〕21 号）规定，试点企业应当是符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，且达到相当规模的创新企业。其中，已在境外上市的大型红筹企业，市值不低于 2000 亿元人民币；尚未在境外上市的创新企业（包括红筹企业和境内注册企业），最近一年营业收入不低于 30 亿元人民币且估值不低于 200 亿元人民币，或者营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位。试点企业具体标准由证监会制定。

³ 《上海证券交易所科创板股票上市规则》（2019 年 4 月修订）规定，符合《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》（国办发〔2018〕21 号）相关规定的红筹企业，可以申请发行股票或存托凭证并在科创板上市。营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位的尚未在境外上市红筹企业，申请在科创板上市的，市值及财务指标应当至少符合下列标准之一：（一）预计市值不低于人民币 100 亿元；（二）预计市值不低于人民币 50 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元。

试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》（证监会公告〔2020〕26号），进一步降低了已境外上市红筹企业的市值门槛⁴。随即，创业板注册试点文件亦正式允许红筹企业在创业板上市⁵。由此，一系列的利好政策及针对性安排解决了众多红筹企业回归A股存在的困惑和痛点，打通了红筹企业境内发行上市回归A股的道路，以最大限度助力红筹企业回归。

现行政策下，红筹回归存在以下路径可以选择：1、不退市回归；2、分拆回归；3、私有化/未上市红筹拆架构回归；4、私有化/未上市红筹带架构回归。其中，由于红筹企业在境内上市目前仍在试点阶段，且对于企业市值及科技创新能力等要求较高，目前仅存在华润微电子发行A股、九号机器人发行CDR等案例，多数传统企业红筹回归的方式为拆除境外红筹结构，将境外原股东下翻到境内，以境内公司作为上市主体直接上市。

二、海南自贸港的重大利好政策

（一）税收优惠政策

目前世界上主要的自由贸易港普遍采用特殊的税制安排来配合其自由开放的程度以吸引投资、发展经济。《总体方案》明确提出，海南自贸港应以“零关税、低税率、简税制、强法治、分阶段”为原则设计其特殊的税收制度，并应按照2025年前、2025年至2035年这两个时间段分别实施，以逐步建立具有国际竞争力和吸引力的税收优惠制度和体系。

根据《总体方案》以及财政部、国家税务总局于2020年6月23日出台的《关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知》（财税〔2020〕31号，简称“31号通知”）、《关于海南自由贸易港高端紧缺人才个人所得税政策的通知》（财税〔2020〕32号），财政部、海关总署和税务总局于2020年6月29日出台的《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》（财政部 海关总署 税务总局公告2020年第33号）等相关税法规定，下文就海南自贸港的税收优惠政策进行概要性介绍：

1. 第一阶段：2025年前的主要税收优惠

- 对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按15%征收企业所得税。鼓励类产业企业是指，以海南自由贸易港鼓励类产业目录中规定的产业项目为主营业务，且其主营业务收入占企业收入总额60%以上的企业。
- 对在海南自由贸易港设立的旅游业、现代服务业、高新技术产业企业，其2025年前新增境外直接投资取得的所得，免征企业所得税。上述三个行业的界定按照海南自由贸易港鼓励类产业目录执行。
- 针对在海南自由贸易港设立的企业，其新购置（含自建、自行开发）固定资产或无形资产：单位价值不超过500万元（含）的，允许一次性计入当期成本费用在计算应纳税所得额时扣除，不再分年度计算折旧和摊销；单位价值超过500万元的，可以缩短折旧、摊销年限或采取加速折旧、摊销的方法。上述可享受优惠的固定资产是指除房屋、建筑物以外的固定资产。

⁴ 中国证监会发布《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》（中国证监会公告〔2020〕26号）规定，红筹企业申请境内发行股票或存托凭证，适用《通知》《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》（证监会公告〔2018〕13号）等规定。其中，已境外上市红筹企业的市值要求调整为符合下列标准之一：（一）市值不低于2000亿元人民币；（二）市值200亿元人民币以上，且拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位。

⁵ 《深圳证券交易所创业板股票上市规则》（2020年6月修订）规定，符合《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》（国办发〔2018〕21号）等规定且最近一年净利润为正的红筹企业，可以申请其股票或存托凭证在创业板上市。营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位的尚未在境外上市红筹企业，申请在创业板上市的，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：（一）预计市值不低于100亿元，且最近一年净利润为正；（二）预计市值不低于50亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于5亿元。

- 对在海南自由贸易港工作的高端人才和紧缺人才，其个人所得税实际税负超过 15% 的部分，予以免征。
- 《总体方案》执行原产地政策、零关税“一负三正”清单及离岛免税政策，对实行“零关税”清单管理的货物及物品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税。
- 此外，海南自贸港将适时启动全岛封关运作，在全岛封关运作的同时，依法将现行增值税、消费税、车辆购置税、城市维护建设税及教育费附加等税费简并成单一的销售税，在货物和服务零售环节进行征收。

2. 第二阶段：2025-2035 年的主要税收优惠

- 对注册在海南自由贸易港并实质性运营的企业（负面清单行业除外），减按 15% 征收企业所得税。第二阶段的企业所得税优惠政策力度要大于第一阶段，受惠企业不再局限于鼓励类产业，只要不属于负面清单行业均可以享受 15% 优惠税率。
- 对一个纳税年度内在海南自由贸易港累计居住满 183 天的个人，其取得来源于海南自由贸易港范围内的综合所得和经营所得，按照 3%、10%、15% 三档超额累进税率征收个人所得税。第二阶段的个人所得税优惠将不再局限于鼓励人才和紧缺人才，所有符合居住时间要求的纳税人均可享受该项优惠，且有望将个人所得税实际税负降低至 15% 以下。相比于第一阶段，优惠范围更广、优惠力度更大。

（二）投融资及金融政策开放

《总体方案》提出试点改革跨境证券投融资政策：支持在海南自由贸易港内注册的境内企业根据境内外融资计划在境外发行股票，优先支持企业通过境外发行债券融资，将企业发行外债备案登记制管理下放至海南省发展改革部门；探索开展跨境资产管理业务试点，提高跨境证券投融资汇兑便利；试点海南自由贸易港内企业境外上市外汇登记直接到银行办理。

此外，《总体方案》提出实行“极简审批”投资制度：制定出台海南自由贸易港放宽市场准入特别清单、外商投资准入负面清单；扩大金融业对内对外开放，支持建设国际能源、航运、产权、股权等交易场所，加快发展结算中心。

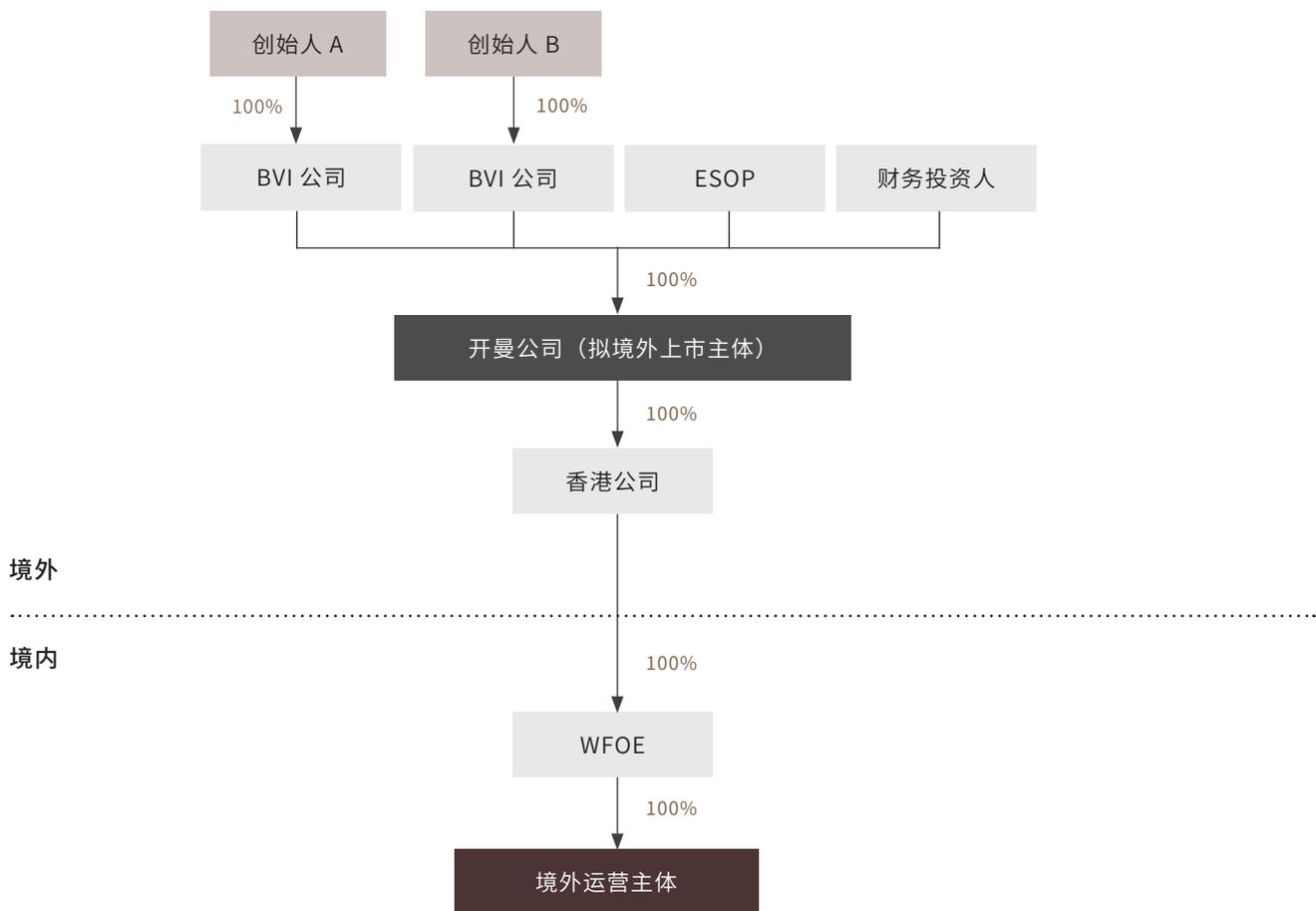
投融资及金融政策开放有利于促进跨境资本流动自由便利，对红筹回归企业在海南相关产业的资金流动、投融资等方面都会带来更多发展促进。

三、选择海南作为境内上市主体注册地的红筹回归方案

（一）基本情况

考虑到海南自贸港的上述众多优惠政策，在红筹回归过程中，红筹企业可首选海南作为境内主体注册地，带动境内运营主体整体上市。为方便论述，本文暂以股权红筹模式且拆除红筹架构为例，简述红筹回归方案。

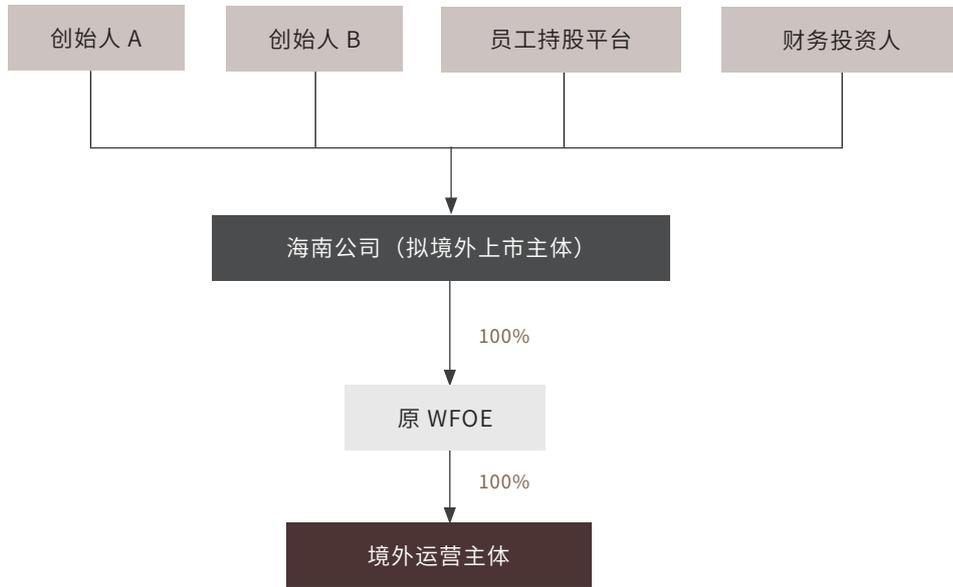
(二) 重组前基本示意图



(三) 基本重组方案

- **第一步：**在海南设立拟上市主体。由创始人 A、创始人 B、ESOP 被激励员工组成的员工持股平台、财务投资人或其境内关联主体（例如与美元基金关联的境内人民币基金）在海南设立公司，作为回归境内上市的拟上市主体。
- **第二步：**香港公司将其持有的 WFOE 100% 股权转让给海南公司。
- **第三步：**香港公司在获得股权转让价款后，可以通过分红方式将资金划转至开曼公司回购创始人、其他投资人在开曼公司所持股份，从而实现境外投资人的退出。

(四) 重组后境内基本示意图



四、选择海南作为境内上市主体注册地的优势

(一) 复杂的国际政治经济环境下的应对策略

2020 年以来，全球资本市场持续受到新冠疫情的影响，国际经济环境日趋复杂。受中美关系紧张影响，中概股在美发展前景面临非常多的不确定性。红筹企业回归 A 股资本市场上市，不失为复杂国际政治经济环境下的一个应对策略。而海南自贸港作为当前国内开放程度最高、优惠政策最多的地区之一，为众多有意回归 A 股的红筹企业提供了一个有益选择。

(二) 新设的海南拟上市主体结构和资产清晰

由创始股东在海南新设公司作为回归 A 股的拟上市主体，由于是新设公司，拟上市主体股权结构和资产清晰，有利于未来上市审核。

(三) 有机会享受海南自贸港税收优惠及其他税收优惠

如上文所述，在海南公司作为境内上市主体开展实质性运营的情况下，有机会享受上文所述的企业所得税 15% 优惠税率、特定行业新增境外直接投资所得免税，以及资本性支出折旧摊销优惠等。

海南自贸港推出的个人所得税优惠政策对于高收入人群具备特殊的吸引力。按照目前的规定，满足特定条件的在

海南自贸港工作的高端人才和紧缺人才，其个人所得税实际税负将不超过 15%，且其未来有机会享受更低的 3% 或 5% 的个人所得税优惠税率。同时，目前纳税人只需进行年度汇算清缴即可享受上述 15% 个人所得税的税收优惠，操作简便，为纳税人省去了额外的程序性负担，提供了更多的便利性。

此外，在创始人股东、员工持股平台或财务投资人为中国税收居民企业的情况下，在原先的境外红筹架构下，境内 WFOE 向香港公司分配股息时，需要在中国缴纳 5% 或 10% 的中国股息预提税，该等税负成本为额外的税负成本，创始人股东、员工持股平台或财务投资人不能就该等税负成本进行境外税收抵免；而红筹回归后，未来的境内上市主体（海南公司）从境内原 WFOE 取得的股息属于符合条件的居民企业之间的权益性投资收益，可以享受中国企业所得税免税待遇。

（四）CRS 和反避税背景下离岸地的税务优势被削弱

在全球反避税浪潮下，税收情报交换作为一国（地区）税务主管当局获取跨境税务信息的重要手段，在打击反避税方面发挥着重要作用。CRS（Common Reporting Standard，“CRS”）是经济合作与发展组织（Organization for Economic Co-operation and Development，“OECD”）制定的一种税收情报自动交换的统一报告标准。通过 CRS 下的金融账户涉税信息自动交换，税收居民国（地区）的税务主管当局可以充分掌握该国（地区）税收居民的域外金融资产情况，并可就此展开对税收居民纳税义务履行情况的审查。目前，102 个司法管辖区的信息会被交换回中国，百慕大、英属维尔京群岛、开曼群岛等常见避税地均在其列。

2019 年 1 月 1 日起生效实施的《中华人民共和国个人所得税法》（简称“新《个人所得税法》”）引入了针对个人所得税的反避税规则。据此，对于个人实施的不具有合理商业目的而获取不当税收利益的安排，税务机关将有明确法律依据按照合理的方法进行纳税调整。比如，根据新《个人所得税法》第八条第二款的规定，针对中国税收居民个人控制的，或者居民个人和居民企业共同控制的设立在实际税负明显偏低的国家（地区）的企业（简称“受控外国企业”），其无合理经营需要而未分配的利润存在被税务机关视同分配给中国税收居民个人进而征收个人所得税的税务风险。因此，如果创始人为中国税收居民个人，则其持有的 BVI 公司或其他境外主体可能被视为受控外国企业，进而可能对创始人产生中国税务影响。比如，创始人持有的 BVI 公司取得的来源于上市公司的股息收入即使没有被分配给创始人也可能被视同创始人已取得所得，需要在中国缴纳个人所得税。特别是在 CRS 的背景下，创始人域外金融资产的信息被交换回中国税务机关的可能性大，税务机关可以借此展开对创始人纳税义务履行情况的审查。

基于以上，在 CRS 和反避税的大背景下，红筹架构下税收居民创始人和高管可能受到税务机关更密切的监管进而税务合规风险增加，而红筹企业回归 A 股上市如能合理利用税收优惠政策则可能实现税务成本优化。

五、选择海南作为境内上市主体注册地的限制

（一）拟上市主体需注册运营满三年

A 股上市首发办法基本规定发行人应当为依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司，因此如选择海南作为境内上市主体注册地，需要提前着手准备。

（二）同一控制下的业务重组指标超 100% 需运营一个会计年度

从开曼公司层面和实际控制的角度来看，新设的海南公司与开曼公司下属公司的实际控制人均为同一主体。因此，海南公司收购香港公司持有的 WFOE 100% 股权很大程度上能够被认定为构成同一控制下重组。

根据《证券期货法律适用意见第 3 号》，对于同一控制下的重组，被重组方重组前一个会计年度末的资产总额或前一个会计年度的营业收入或利润总额达到或超过重组前发行人相应项目 100% 的，为便于投资者了解重组后的整体运营情况，发行人重组后运行一个会计年度后方可申请发行。

由于海南公司为新设公司，其收购 WFOE 100% 股权时的相关指标预计超过 100%，因此海南公司存在前述收购完成后运营一个会计年度后才可申请上市的可能性。由于海南公司作为上市主体本身应当注册运营满三年，可以考虑在等待期内即进行红筹回归的业务重组。

（三）红筹回归可能产生税务成本

一般情况下，无论是否以海南公司作为红筹回归的境内上市主体，红筹企业回归 A 股进行股权重组等交易均可能存在一定的税务成本。比如，香港公司将其持有的 WFOE 100% 股权转让给海南公司，属于直接转让境内公司股权，香港公司需就股权转让所得缴纳 10% 的中国企业所得税。此外，红筹架构拆除后、境内上市之前，企业可能需要对境内业务进行重组和整合，通常会涉及到股权转让、资产剥离、合并、分立等交易形式。在不能适用税收优惠的情况下，这些交易的标的额往往较高，因此可能产生较高的潜在税负成本。

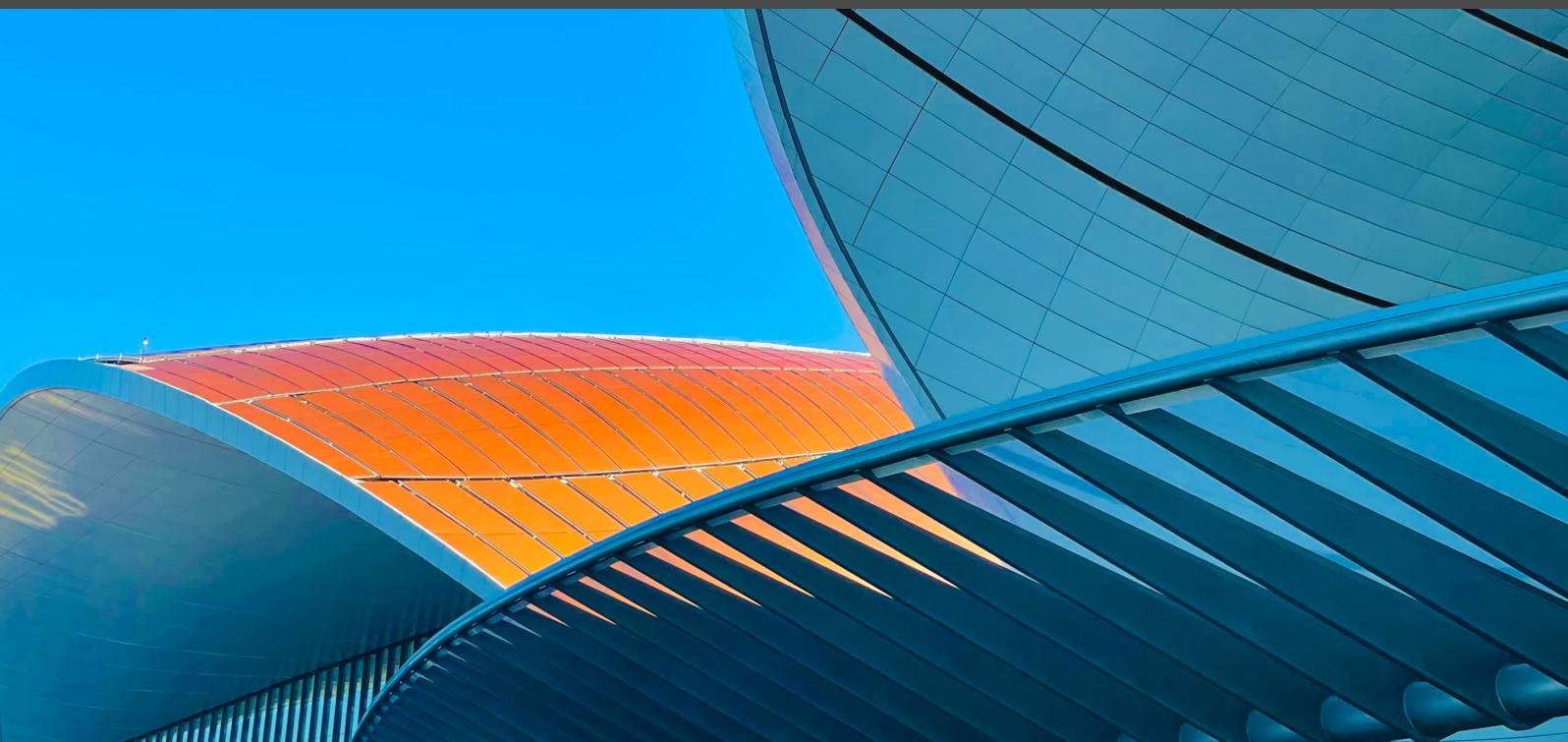
（四）适用海南税收优惠需满足一定条件

如前文所述，海南公司享受税收优惠需要满足一定条件。比如，31 号通知要求，享受 15% 企业所得税优惠税率的前提条件包括企业在海南自贸港实质性运营，其实际管理机构设在海南自由贸易港，并对企业生产经营、人员、账务、财产等实施实质性全面管理和控制。同时，海南公司的主营业务收入 60% 以上必须来源于鼓励类产业目录中规定的产业项目。《关于海南自由贸易港鼓励类产业企业实质性运营有关问题的公告》（国家税务总局海南省税务局公告 2021 年第 1 号）对实质性运营的标准进行了进一步明确。比如，注册在海南自贸港的居民企业，从事鼓励类产业项目，并且在自贸港之外未设立分支机构的，其生产经营、人员、账务、资产等（四要素）在自贸港，属于在自贸港实质性运营；对于仅在自贸港注册登记，其生产经营、人员、账务、资产等任一项不在自贸港的居民企业，不属于在自贸港实质性运营，不得享受自贸港企业所得税优惠政策。此外，在红筹回归过程中，股权转让、资产剥离、合并、分立等交易可能可以适用税收优惠，但应满足相应的条件。

结语

总体而言，即便红筹企业选择海南作为回归 A 股的上市主体注册地存在一定限制要求，海南自由贸易港的建设确为党中央、国务院为打造我国对外开放高地的重要举措，其重大的税收及投融资领域红利必将吸引众多国内外企业，为有意回归 A 股的红筹企业提供了一个优质的上市主体注册地选择。海南自贸港具有国际竞争力的税制设计，必然成为海南吸引投资和高端人才，发展总部经济和离岸业务的重要保障。

科创企业与 股权安排



论 A 股 IPO 发行人 股东特殊权利的 终止时点

姜志会 白子瑜 郝天月

随着 A 股注册制改革的不断推行，企业发行上市的审核周期大大缩短，换而言之，企业从完成股改到申报的时间以及从申报到完成上市的时间，均大幅度缩减。据不完全统计，注册制下的平均审核周期约为 200 多天，而核准制下的平均审核周期则达到 500 多天。在提高发行审核效率、促进 A 股资本市场繁荣的同时，上市速度的加快也使另外一个问题变得更为突出，即上市前投资人的特殊权利应何时终止为宜。由于终止的时间和终止的方式关系到多方利益，因此该问题越来越受到各方的关注。

关于这个问题的分析，可谓前人之述备矣，本文仅从资本市场实践的角度出发，通过分析不同板块上市企业对相关特殊权利的处理方式以及监管部门的关注要点，对于该问题进行简要分析，以供业内人士参考。

一、何谓股东特殊权利

（一）股东特殊权利的产生

股东特殊权利缘起于英美法系，是风险投资实务中逐步发展创设的产物，在私募投资的实践中被广泛使用，其主要作用为在信息不对称、企业所有权与经营管理权相分离的环境中保护股东尤其是中小股东的权利。国内私募股权投资行业学习借鉴了海外风险投资行业的相关经验，虽然部分股东特殊权利尚未被吸纳到我国现行的法律规则当中，但是经过多年的实践以及不断发展，股东特殊权利条款已被我国的主流投资机构、创业企业所广泛接受，并且成为市场惯例和“游戏规则”的一部分。

（二）股东特殊权利的类型

PE/VC 项目中，股东的特殊权利安排主要包括对赌 / 估值调整条款、回购权、优先清算权、领售权（拖售权）、随售权（共售权）、反稀释权、优先分红权、优先认购权、优先购买权、董事 / 监事提名权、一票否决权（保护性条款）、知情权 / 信息权、最优惠待遇、股权转让限制 / 限售权等。

股东特殊权利在一定程度上约束了公司及控股股东、实际控制人的行为，对于保护中小股东有很大的积极意义。



姜志会

jiangzhihui@cn.kwm.com

二、既是权利，缘何终止

股东特殊权利需要提前终止系基于多方面考虑因素。首先，“发行人的股权清晰，控制权稳定”是中国证监会规定的拟上市企业的发行条件之一，而对赌条款等特殊权利安排可能对发行人的股权清晰、控制权稳定带来一定不利影响，进而影响发行人的持续经营能力，甚至可能成为影响企业发行上市的实质性障碍；此外，清理上市前股东的特殊权利安排亦是保护广大中小公众投资者的需要。在 A 股 IPO 过程中，特殊权利安排的终止情况是上市发行审核机构的重点关注问题之一。

（一）与股东特殊权利有关的主要规定

• 基本规则

《公司法》第 126 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。该条规定确定了股份有限公司“同股同权”的基本原则。

《首次公开发行股票并上市管理办法（2020 修正）》、《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）（2020 修正）》等文件规定，发行条件之一为发行人的股权清晰，控制权稳定，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷。

• 关于对赌协议

目前，A 股 IPO 各个板块关于对赌协议的监管及核查要求基本一致。例如，《首发业务若干问题解答》《深圳证券交易所创业板股票首次公开发行上市审核问答》及《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》均规定，PE、VC 等机构在投资时约定估值调整机制（一般称为对赌协议）情形的，原则上要求发行人在申报前清理对赌协议，但同时满足以下要求的可以不清理：一是发行人不作为对赌协议当事人；二是对赌协议不存在可能导致公司控制权变化的约定；三是对赌协议不与市值挂钩；四是对赌协议不存在严重影响发行人持续经营能力或者其他严重影响投资者权益的情形。

• 红筹企业的特殊规定

科创板、创业板关于红筹企业优先权利的处理均存在特殊规定。《上海证券交易所关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》及《深圳证券交易所创业板股票首次公开发行上市审核问答》均规定，红筹企业向 PE、VC 等投资人发行带有约定赎回权等优先权利的股份或可转换债券，发行人和投资人应当约定并承诺在申报和发行过程中不行使优先权利，并于上市前终止优先权利、转换为普通股。发行人获准发行上市后，应当与投资人按照约定和承诺及时终止优先权利、转换为普通股。因此，相比于一般企业，红筹企业及投资人在申报时无需终止优先权利，但需承诺在申报和发行过程中不行使该等权利，并于上市前终止该等权利。

二、监管机构的审核关注要点

从相关案例来看，关于对赌条款等特殊权利安排的审核关注要点主要如下：

- (1) 协议或条款的具体内容。要求发行人披露对赌条款等特殊权利安排的具体情况，包括但不限于合同签署方、享有特殊权利的相关股东（“相关股东”）的入股时间、入股背景、特殊权利条款内容等，是否存在可能导致公司控制权变化的约定。
- (2) 履行及执行情况。要求发行人披露对赌协议存续期间是否存在触发对赌条款等特殊权利安排的情形；相关股东是否要求发行人及其控股股东、实控人履行回购及其他义务，特殊权利条款项下的权利义务是否已经履行完毕，是否会导致发行人承担相应的法律责任或者或有义务；是否存在争议或潜在纠纷。
- (3) 清理情况。要求发行人披露终止 / 解除特殊权利约定的主要内容；相关股东同意解除 / 终止特殊权利约定的原因，是否存在未披露的承诺、补偿等其他利益安排；对赌条款等特殊权利安排是否已真实、有效解除，解除是否存在潜在纠纷，是否存在应当披露的其他利益安排，是否影响发行人股权结构稳定性。
- (4) 附恢复条件情况。要求发行人披露特殊权利约定是否为附条件解除 / 终止，是否存在效力恢复条款；对赌条款等特殊权利安排未完全清理的原因及合理性；恢复条款是否会导致发行人承担相应的法律责任或者或有义务，是否属于依照相关规则要求可以不予清理的情形。

三、A股市场近期案例分析

实践中，关于对赌条款等特殊权利安排的主要处理方式如下：

（一）彻底终止特殊权利

公司简称	终止时点	特殊权利终止条款	备注
倍轻松 (688793, 上市时间 2021年7 月15日)	于申报前(2020年3月2日)终止	2020年,丹麓创投与发行人、实际控制人马学军签订了相关终止协议,各方同意投资补充协议已于2020年3月2日终止。	倍轻松于2020年6月申报并获受理。
	自申报之日起终止	2020年4月,福田红土与发行人、实际控制人马学军签订了终止协议,各方同意终止股权转让补充协议;终止协议于发行人递交首次公开发行股票并上市的申请材料之日起生效。	
康拓医疗 (688314, 上市时间 2021年5 月18日)	于申报前(2020年6月3日)终止	2020年6月3日,上海弘翕与发行人、胡立人、朱海龙、胡立功、吴栋、赵若愚、李琰签订了补充协议,约定:自协议签署之日起,投资文件项下任何可能构成康拓医疗合格首次公开发行并上市的法律障碍或对康拓医疗合格首次公开发行并上市造成不利影响的条款予以终止。	康拓医疗于2020年6月申报并获受理。

公司简称	终止时点	特殊权利终止条款	备注
睿昂基因 (688217, 上市时间 2021年5 月17日)	于申报前(自取得 辅导备案通知之 日)终止	2018年12月13日,相关各方签署股东协议,约定:公司股东签署的相关交易文件中涉及的对赌条款等股东特别权利条款一律终止,同时,投资方的回购权、优先认股权、优先购买权、跟随出售权、优先清算权、反稀释权、拖卖权等特殊权利以及其他可能构成睿昂生物(发行人前身)上市的法律障碍或对睿昂生物的上市进程造成任何不利影响的条款于睿昂生物取得其所在省级证监局或其他有权辅导备案机关的辅导备案通知之日起全部自动终止法律效力。	睿昂基因于2020年6月申报并获受理。
中望软件 (688083, 上市时间 2021年3 月11日)	自递交首次公开发 行并上市申请材料 之日终止	2020年2月29日,发行人全体股东签署相关终止协议,确认各方签订的增资协议、相关补充协议以及其他法律文件中涉及的如董事/监事提名权、一票否决权、回购权、反稀释权、清算优先/补偿权、股东知情权、最优惠待遇等《公司法》、公司章程规定的股东权利之外的全部股东特殊权利条款及相关公司承担连带责任的条款,自中望软件向上交所递交首次公开发行并上市申请材料之日起自动终止,各方不再主张该等条款项下所约定的相关特殊权利。	中望软件于2020年3月底申报并于2020年4月获受理。

(二) 申报前终止但附恢复条款,在问询后彻底终止

公司简称	终止但附恢复条款	终止时点	彻底终止条款	恢复条款终止时点	备注
恒玄科技 (688608, 上市时间 2020年12 月16日)	2019年10月9日,发行人与全体股东约定终止原合资合同及原公司章程,投资方的特殊权利在特定情形发生时可以自动恢复执行。	申报前	2020年6月9日,发行人与全体股东约定,终止特殊权利恢复条款,且恢复条款视作自原协议签署之日起即未生效。	上会前	恒玄科技于2020年4月22日获受理,于2020年5月14日被问询,后于2020年8月28日通过上市委会议审议。

公司简称	终止但附恢复条款	终止时点	彻底终止条款	恢复条款终止时点	备注
派能科技 (688063, 上市时间 2020年12 月30日)	2020年4月30日, 景和道出具确认函, 自派能科技申请IPO之日起, 本企业不会向其主张特殊保护权利。如派能科技IPO申请未能获得批准或注册同意的, 或者派能科技撤回IPO申请的, 景和道将不再不行使上述特殊保护权利。	申请 IPO之 日	2020年10月29日, 景和道与发行人等主体签署补充协议, 同意对赌条款和特殊权利条款自派能科技申请IPO之日起终止效力, 并且不存在任何恢复效力的条件。	注册前	派能科技于2020年5月27日获受理, 后于2020年9月3日通过上市委会议审议, 并于2020年12月1日注册。

(三) 终止特殊权利但附恢复条款, 并成功过审

公司简称	终止时点	恢复条款	备注
艾力斯 (688578, 上市时间 2020年 12月2日)	自递交上市辅导验收申请之前一日自动终止	2019年10月, 发行人、上海乔可等相关方签署合同, 约定: 终止效力的条款应自合资公司上市申请被中国证监会或证券交易所否决或撤回上市申请材料之日起自动恢复效力。确认反摊薄保护权、清算优先权相关合同条款自始无效, 对相关各方自始不发生法律效力。已终止但仍附有恢复条款的特殊权利条款有优先认购权、股权转让限制和优先购买权、跟随出售权、赎回权(赎回主体不涉及发行人)、领售权。	部分特殊权利(反摊薄保护权、清算优先权)相关合同条款自始无效; 部分特殊权利(优先认购权、股权转让限制和优先购买权、跟随出售权、赎回权(赎回主体不涉及发行人)、领售权)仍附有恢复条款。
科美诊断 (688468, 上市时间 2021年4 月9日)	自递交首次公开发行并上市申请之日自动终止	随着科美生物改制为股份有限公司, 全体股东达成补充协议, 约定: 若发生发行人向上交所撤回首次公开发行并上市申请或该等申请被监管机构终止审查或否决的情形, 则在该等情形出现之次日, 《合资经营合同》及各股东基于该合同及该补充协议所享有的权利自动恢复。	特殊权利(优先认购权、反稀释权、优先购买权、随售权、拖售权等特殊权利)均附有恢复条款。

公司简称	终止时点	恢复条款	备注
英科再生 (688087, 上市时间 2021年7 月9日)	自申报获受理时解除	2020年6月,新余麦子、雅智投资、英科环保、刘方毅签署协议,约定:公司IPO申请被要求撤回、撤回、被终止或被中国证监会/交易所否决,自上述任意情形发生之日,有关股份回购、反稀释、优先清算等相关条款自动恢复效力,如发行人成功上市,相关条款将彻底终止。	特殊权利(股份回购、反稀释、优先清算等相关权利)均附有恢复条款。

(四) 特殊权利先中止后终止,且附恢复条款

公司简称	中止时点	终止时点	恢复条款	备注
国芯科技 (688262, 上市时间 2022年1 月6日)	自向上海证券交易所和/或中国证监会递交首次公开发行股票申报文件之日起中止	自公司股票在上海证券交易所挂牌上市之日起终止	2020年3月,公司已分别与所涉特殊权利条款的现时股东签订协议,约定:本协议至公司未通过上海证券交易所审核、中国证监会注册和/或公司主动撤回上市申报材料之日失效。本协议失效后,各方之间的权利义务关系按增资协议、股东协议及补充协议等文件的约定履行。	相关方于国芯科技申报前签署补充协议。
法本信息 (300925, 上市时间 2020年12 月30日)	自正式申报首次公开发行并上市材料之日中止	自中国证监会作出予以注册决定之日终止	2020年6月,海通旭初、海通创新与严华签署协议,约定:如公司的首次公开发行并上市申请未取得深交所审议通过或未取得中国证监会同意注册决定,或公司主动撤销首次公开发行并上市申请材料,则该等权利恢复生效,且该等权利应该视为自始存在。	相关方于法本信息申报前签署补充协议。
法本信息 (300925, 上市时间 2020年12 月30日)	自正式申报首次公开发行并上市材料之日中止	自公司成功在深交所创业板上市之日终止	2020年6月,哈思鼎、黄汉湘、蒋兵、李秀敏、卢宏飞、唐凯、王奉君、徐纯印与严华签署补充协议,约定:如公司的首次公开发行并上市申请未取得深交所审议通过及/或未取得中国证监会同意注册决定,或公司主动撤销首次公开发行并上市申请材料,则备忘录恢复生效。	相关方于法本信息申报前签署补充协议。

（五）未完全清理特殊权利

公司简称	特殊权利相关条款	未完全清理的原因	其他特殊权利终止时点
四会富仕 (300852, 上市时间 2020年7 月13日)	2019年9月,发行人与人才基金等相关方签署了补充协议,约定: (1)如公司未能在2021年12月31日前实现上市,或以人才基金同意的估值被上市公司收购、被其他公司整体现金收购,则人才基金有权要求四会明诚、一鸣投资、天诚同创和/或刘天明、温一峰、黄志成按照相关约定连带受让人才基金届时持有公司全部或部分股份。(2)其他特别权利约定(公司治理、相关股东权利、效力等条款)自协议生效之日起即行终止。	符合《首发业务若干问题解答(一)》关于对赌协议的规定。 人才基金为控制风险,实现国有资产保值增值,故补充协议未终止回购条款。	除股权回购条款(上市对赌条款)外的其他特殊权利于被问询后终止(四会富仕于2019年5月申报)。

注:本文相关案例等信息均来源于公开披露信息。

综合上述案例来看,不同企业关于对赌条款等特殊权利安排的清理方式以及特殊权利终止时点各不相同。

一般而言,较为常见的做法是彻底终止该等特殊权利,终止时点通常是自企业递交首发申请材料之日或获得受理之日。基于中小投资人保护自身利益的需要,在符合审核要求且协商一致时,拟上市企业与投资人等相关方亦会采取附恢复条款申报的处理方式;如监管机构就此进一步问询,部分企业为推进上市进程,在问询后会采取在上会前或者注册前彻底终止特殊权利的做法;但仍有少数企业未做进一步调整,坚持采取附恢复条款的处理方式,并最终通过审核。

与该处理方式有所不同的另一种做法是,部分企业选择自递交申请材料之日起中止该等特殊权利,即不予终止相关权利但也同意在此期间内不继续行使相关权利,并自注册生效之日起终止相关特殊权利;如企业未能成功上市则该等特殊权利自动恢复效力。此外,在符合监管规则的情况下,还可选择保留部分特殊权利上市,但目前该等案例相对较少。

此外,我们也注意到,不同类型的特殊权利、不同类型的发行人(如红筹架构企业等),在实践中对于特殊权利条款可能存在不同的处理方式,对应的终止时点及是否可以附条件恢复等亦有可能存在差异。

四、发行人及其股东应注意事项

综上所述,对于拟上市企业而言,企业需要提前梳理其投资人所享有的特殊权利,并提前与投资人沟通确定特殊权利安排的处理方式。发行人需要特别关注与此相关的信息披露义务,具体而言,如发行人拟保留的,则应当在招股

说明书中披露对赌协议等特殊权利安排的具体内容、对发行人可能存在的影响等，并进行风险提示，保荐人及发行人律师应当就此发表专项核查意见；如发行人拟全部终止特殊权利条款的，则应与股东签署终止协议并如实披露终止的过程。我们注意到，存在因在申请上市过程中未按监管要求清理并披露相关对赌协议而被采取监管措施的市场先例，拟上市公司及中介机构应引以为戒。

从投资人的角度出发，结合近期监管审核趋严的形势，为保护投资人的利益，在满足相关监管审核规则要求的情况下，可以综合各方面因素和发行人实际情况，考虑在签署终止协议时附部分特殊权利的恢复条款。但即便在符合不予清理的条件下设置恢复条款，亦不排除后续监管审核过程中要求彻底清除的可能。如发生该等情形，仍需按照监管要求完全清理特别权利安排。投资人应结合被投项目情况、发行人的上市预期、后续被调整风险等多方面因素，与拟上市企业就相关条款的处理达成一致。

婚姻家庭纠纷对股权激励计划的影响及防范

武鹏 乐宇歆

离婚成为越来越多企业家在投资或做经营决策时所顾虑的因素之一，在公司开展涉及人员众多的股权激励计划中，不确定存在的离婚事件，同样可能对股权激励对象的个人财富状况造成不同程度的影响，并从诸多方面对公司的经营产生干扰。

要合理解决这个问题，首先要明白的是离婚这一事件为什么会成为越来越多企业家在投资或做经营决策时所顾虑的因素之一。事实上，在《民法典》生效之前，2012年的某网络事件就引发了众多私募或风投将被投资公司实控人婚姻稳定状况作为投资参考的重要因素；在《民法典》生效之后，以及最高院《关于适用〈民法典〉婚姻家庭编的解释（一）》（下称《婚姻家庭编解释（一）》）的相关规定，引发了企业家群体在做企业相关决策时更加广泛的关注。由于婚姻家庭方面的法律规定，夫妻在婚姻关系存续期间所得的“工资、奖金、劳务报酬；生产、经营、投资的收益”等均归夫妻共同所有。根据该法律的规定以及最高法院的相关观点，一旦发生的婚姻家庭纠纷中关于公司股权/股票的分割方式，对于企业的股权结构变化存在不确定性，进而对公司的经营也会产生极大的影响。本文试以上市公司股权激励为例，分析该情形下存在的风险以及防范。

一、婚姻家庭纠纷中涉及股权激励部分的处理原则

（一）因股权激励计划所取得的股票，应按照《民法典婚姻家庭编》关于夫妻共同财产的认定规则来确定是否属于夫妻共同财产

根据《上市公司股权激励管理办法》（下称《激励办法》）第二条的规定，股权激励是指上市公司以本公司股票为标的，对其董事、高级管理人员及其他员工进行的长期性激励。上市公司以限制性股票、股票期权实行股权激励的，适用本办法；以法律、行政法规允许的其他方式实行股权激励的，参照本办法有关规定执行。在实务中，司法机关对于股权激励的性质却各有不同。有的观点认为，股权激励依附于被激励对象与公司之间的劳动关系而产生，因此与股权激励相关的争议具有劳动争议的性质，或者用人单位给与劳动者的股权激励是双方履行劳动合同的新形式，实质上属于劳动报酬；但也有一部分的观点认为，股权激励是一种通过让公司董事、高级管理人员或普通员工持有公司股权，分享公司



武鹏

wupeng@cn.kwm.com

的剩余索取权，进而对其形成长效激励，并以此促进公司绩效的制度安排，因此，被激励人因股权激励取得股权，也获得了公司股东的身份，与股权激励相关的争议具有股权争议的性质。

毫无疑问，无论与股权激励相关的协议本身属于什么性质，就权利人因股权激励所取得的股票，具有财产性权益的属性，被激励的对象多数是获得了股票所对应的收益权，或者在未来享有股票收益权的期权。那么，就婚姻家庭法项下，按照现有法律对于夫妻共同财产的认定规则，即符合法律规定的夫妻关系存续期间所得的财产性权益应当归夫妻共同所有。但是，由于用于股权激励的工具、股票来源、行权时间节点，以及股权激励计划的具体内容的不同都会对个案的处理产生影响。并且，在处理婚姻家庭事涉这类股权纠纷时，还需要考虑《公司法》、《合同法》、《证券法》、《劳动法》等的相关规定。比如，由于被激励对象通常具有劳动者的身份，其所得兼因劳动和公司的经营决策而产生，因此在离婚纠纷中该种所取得的利益就有可能被认定为劳务报酬、或者股东权利从而进行相应处理。法律关于劳务报酬和股权的分割是不同的解决思路，因此，个案处理中，股权激励的形式与实质均是婚姻家庭纠纷中考查要点。

（二）用于股权激励的股票来源、激励工具对于婚姻家庭纠纷处理的影响

- （1）根据《激励办法》的规定，可以作为标的股票来源的有：向激励对象发行股票；回购本公司股份；法律行政法规允许的其他方式。在“其他方式”中，包括了赠与、转让等形式。《公司法》对股权转让是否需存在对价及对价的具体形式并未作出限制性规定，股权转让合同中的对价既可以是金钱，也可以是其他实物、服务或知识产权等。上市公司在拟进行股权激励计划之时，所制作的各类合同文本，有可能包括股权转让协议。假如合同中约定就特定对象无偿转让、赠与的，按照《婚姻家庭编》的规定，某些条件便有可能不被认定为夫妻共同财产。但是，实践案例中法院会结合股权转让双方的协议文本、交易意图、交易背景等

因素来综合认定合同性质，赠与合同的效力会遭到质疑¹。

- （2）根据《激励办法》的规定，上市公司以限制性股票、股票期权实行股权激励，适用本办法；以法律、行政法规允许的其他方式实行股权激励的，参照适用本办法。也就是说上市公司在进行股权激励计划时，常用工具是限制性股票和股票期权。实际上，大多数的公司所进行的股权激励工具，兼具限制性股票和股票期权的特点。仅以股票期权为例，司法实践中一般是根据婚姻关系存续期间与期权取得的时间、行权的时间对比不同情形来确定是否为夫妻共同财产：婚前取得、婚前行权的，已经行权部分为婚前个人财产；婚前取得、婚后行权的，已行权部分根据具体行权的条件来计算共同财产的范围；婚后取得、婚后行权的，属于夫妻共同财产；婚后取得、离婚后行权的，行权部分根据具体行权的条件来计算共同财产的范围。

（三）因股权激励计划所取得的股票或期权如何进行分割

- （1）根据婚姻家庭编及其家庭编解释（一）的规定，夫妻双方分割共同财产中的股票时，协商不成或者按照市价分配有困难的，人民法院可以根据数量按比例分配²。也就是说，如果股权激励计划中的股票是上市公司的股票，可以直接按照数量比例分配。虽然登记公司可以受理因离婚导致的过户登记，但是在实际分配效果中还需要满足上市公司的禁售期、信息披露等规定；
- （2）现实操作层面，公司通常会通过持股平台（合伙企业）进行，由被激励员工持有有限合伙企业的份额，再由该合伙企业持有上市公司股权，从而实现被激励员工间接享有上市公司股票权益的目的。这样就并不是直接持有股份公司的股票，并不能直接分配数量。我们认为，在此情况下，还是应当按照婚姻家庭编解释（一）中关于涉及分割夫妻共同财产中以一方名义在合伙企业

¹ 比如，在（2016）京01民终5896号判决中（本文所注案例均来自于中国裁判文书网），法院认为该计划的实质是通过给予员工除工资薪酬以外的报酬来换取员工服务，因此，不应认定为赠与。

² 第七十二条，夫妻双方分割共同财产中的股票、债券、投资基金份额等有价证券以及未上市股份有限公司股份时，协商不成或者按市价分配有困难的，人民法院可以根据数量按比例分配。

中的出资的相关情形进行分别处理³。但是该条适用的前提是，“当夫妻双方协商一致，将其合伙企业中的财产份额全部或者部分转让给对方时”的情形。如果夫妻双方协商一致，也就是不直接享有合伙企业份额的一方，不想转让份额只想要对应价值款的，按照相关司法机关的意见，会针对不同情形分别处理：如果双方能就合伙企业的出资及相应收益达成一致意见的，按照双方一致同意的价值进行分割；如果达不成一致意见的，法院会委托专门的评估机构进行评估，再计算不是合伙人的一方应当获得的折价款进行分割。

(3) 股票期权往往与股票期权授予对象的身份、工作能力、工作年限、工作业绩等密切相关，对于离婚时涉及股票期权的分割，由于该期权在行权之前的利益不具有确定性和可预见性，特别是离婚时还没有行权的期权，离婚时协议分割是最多见的，即持有股票期权方给予另一方一定的经济补偿；如不能协议达成一致诉之法院的，实践中法院也大多不支持就未行权的部分在判决中直接进行分割，而是表示应在实际行权，转化为股份之后另行请求分割。

实际上，基于期权不确定性，在离婚后又提起离婚后财产纠纷的案件非常常见。但是否实际行权之后就能直接被予以平等分割，却并不一定⁴。在比较典型的案例中，涉及到的争议焦点还会集中在：股票期权能否确定为财产性权益；因股票期权而获得的收益中，如何析出原夫妻双方的共同财产部分；基于员工身份对公司的价值在夫妻共同财产部分的认定；股票期权持有人未经另一方

同意放弃或者撤销期权行为性质的认定及对财产分割的影响等。

(4) 如果是境外上市公司，涉及到外籍员工作为激励对象参与激励计划，又涉及到涉外婚姻的，则在财产分割中会更加复杂。

(四) 因股权激励计划公司实际控制人转让股份的情形处理

如前所述，上市公司在进行股权激励计划时，被激励对象的股票来源可能是实控人、大股东等的股权转让。就实控人这一方的家庭来说，假如没有任何婚前、婚内财产的约定，且所涉公司股权在婚后取得，那就相当于实控人一方将夫妻共同财产进行了转让。一旦实控人家庭有离婚争议，该已经被处分的股权就有可能被质疑。

以我们曾经处理的案件为例：男方为一家上市公司的实际控制人，并持有多家非上市公司股权及有限合伙企业的财产份额。男方通过若干非上市公司及合伙企业持有上市公司的部分股权。在离婚纠纷中，女方提出要求分割男方名下所有公司、合伙企业的股权以及份额，男方认为部分持有上市公司股权的有限公司、合伙企业均为持股平台，全部系用于上市公司的部分员工股权激励，不能作为夫妻共同财产进行分割。那么，此部分用于股权激励的股权或份额，在离婚纠纷中应当如何处理？

对于仅登记于一方名下的合伙企业财产份额，是否与企业设立的目的，即是否用于股权激励无关，应当结合一方设立持股平台时的出资额是否为夫妻共同财产来确定如何进行分割的方式。如果持有的有限合伙企业财产份额已经确定地转让给员工，并达到了员工的行权条件，实践中的审判观点确认大多会认为该份财产份额已确定地归属

³ 第七十四条 人民法院审理离婚案件，涉及分割夫妻共同财产中以一方名义在合伙企业中的出资，另一方不是该企业合伙人的，当夫妻双方协商一致，将其合伙企业中的财产份额全部或者部分转让给对方时，按以下情形分别处理：

- (一) 其他合伙人一致同意的，该配偶依法取得合伙人地位；
- (二) 其他合伙人不同意转让，在同等条件下行使优先购买权的，可以对转让所得的财产进行分割；
- (三) 其他合伙人不同意转让，也不行使优先购买权，但同意该合伙人退伙或者削减部分财产份额的，可以对结算后的财产进行分割；
- (四) 其他合伙人既不同意转让，也不行使优先购买权，又不同意该合伙人退伙或者削减部分财产份额的，视为全体合伙人同意转让，该配偶依法取得合伙人地位。

⁴ 例如 (2015) 沪一中民一(民) 终字第 624 号离婚后财产纠纷案中，法院认为对夫妻一方的奖励性股票之分割，要考虑到此种权益的人身属性(与公司的聘用关系、且依赖于之后劳动)与各自的贡献程度，不宜平均分割。

⁵ 类似的案例还有：安徽省合肥市蜀山区人民法院，(2016) 皖 0104 民初 8049 号离婚纠纷。该案件基本事实：根据工商登记信息显示，合肥睿晶科技股份有限公司于 2011 年成立，陈某 1 持有合肥睿晶科技股份有限公司的 30% 股份；合肥星波通信股份有限公司于 2002 年成立，陈某 1 持有合肥星波通信股份有限公司的 12334390 股股份，持股比例为 32.4589%。2016 年 9 月 25 日，合肥星波通信股份有限公司作出一份《公司控股股东向部分小股东出让股份的决议》，内容为：公司控股股东陈某 1、张青决定共同出让 76 万股股份给徐建平、陈小杰、刘宏胜三位股东进行股权激励，其中陈某 1 出让 385721 股。后因陈某 1 股份被冻结，2016 年 11 月 22 日，合肥星波通信股份有限公司作出一份《关于“公司控股股东向部分小股东出让股份的决议”的补充协议》，内容为：陈某 1 向徐建平、陈小杰、刘宏胜三位股东作出承诺，待陈某 1 名下的股份解冻后，将按 2016 年 9 月 25 日决议的决定，将其名下 385721 股的股份转让给徐建平、陈小杰、刘宏胜三人。该 385721 股股份占合肥星波通信股份有限公司的股份比例为 1.0151%。

本院认为：……陈某 1 持有的合肥睿晶科技股份有限公司的 30% 股份由赵某与陈某 1 各持有一半。陈某 1 持有的合肥星波通信股份有限公司的 32.4589% 股份，扣除其须向其他股东转让的 1.0151% 股份，剩余 31.4438% 股份由赵某与陈某 1 各持有一半。

【要旨归纳】如果已有股东会决议，明确载明特定股东向其他人转让特定份额股权，则该部分股权属于已被确定的须转让的股权，应当予以扣除。扣除该部分股权的剩余部分，属于夫妻双方共有(各 50%)。期权转让的协议/决议必须已经生效，且有明确的转让主体、受让主体、份额、转让条件。如果具备以上要素，则在满足转让条件时，此部分股权属于已经确定转让的股权，从而要从转让股东的股权份额中扣除，剩余的部分方为夫妻共同财产，应依法予以分割。

于员工，另一方无法就此部分再行主张分割。实践中相类似的裁判规则为⁵，如果已有股东会决议，明确载明特定股东向其他人转让特定份额股权，则该部分股权属于已被确定的须转让的股权，应当予以扣除。扣除该部分股权的剩余部分，属于夫妻双方共同财产。期权转让的协议/决议必须已经生效，且有明确的转让股份主体、受让主体、份额、转让条件。如果具备以上要素，则在满足转让条件时，此部分股权属于已经确定转让的股权，从而要从转让股东的股份份额中扣除，剩余的部分方为夫妻共同财产，并依法予以分割。也就是说，一旦持股平台的份额并没有达到上述条件，不直接持有合伙份额的一方，还是有请求分割的权利；如果已经被确定地转移给员工，我们认为还是应当结合激励计划的时间、真实目的、转让条件等，来综合考量是否通过其他确认之诉解决一方单独处理共同财产的争议及效果。

二、婚姻家庭纠纷对于公司股权激励计划进行的影响

在上市公司的股东涉及离婚纠纷的股票分割时，股价会进行波动是市场的正常反应。某些个案中，甚至涉及发起人股东为逃避财产分割引发信披义务违规的行政处罚，进而影响到中小投资者的利益。并且，由于在离婚争议案件中，往往会衍生出很多股权转让、所有权确认、离婚后财产纠纷、重婚、职务侵占等多种系列纠纷，一旦处理不好，便会对公司的前途和命运带来极大不确定性。回到上市公司所进行的股权激励计划之中，虽然被激励员工在签订协议时与无限合伙人达成一致行动协议，但若协议的内容考虑不全面，发生离婚风险之时，对合伙企业的人合性也会造成冲击。

一般来说，婚姻家庭纠纷包括婚姻关系、财产、子女、继承等，最大的风险在于人身关系的变化导致财产权益的变化。根据我们办理涉公司股权的婚姻家庭案件的经验来说，最普遍的风险在于由于离婚导致公司实控人变更，或公司的控制权处于不稳定状态。虽然大部分的案件都能以离婚协议、一致行动人协议的方式解决，但谈判过程的艰难、持续时间的长短都非常考验双方的心理压力的承受能力，并且争议双方能够在感情结束之时还能做到优雅地转身好聚好散的情况也并不多见。

三、股权激励计划涉婚姻家庭风险防范的基本思路

如前所述，被激励对象通常为企业的高管，且与公司之间存在劳动关系。基于被激励对象身份的双重属性，同时受公司法和劳动法调整，但公司法与劳动法对高管的法律规制不尽相同。公司法的立法目的在于实现股东利益，而劳动法的立法目的在于保护劳动者利益。当这些问题遇有婚姻家庭纠纷之时，公司法、劳动法与婚姻家庭法之间的冲突就会更加明显。近年来，预先有做好规划和风险防范的企业及家庭，在出现类似情形时，可以比较冷静体面地将复杂问题简单化予以解决。

基于前述风险影响的存在，考虑到一旦有纠纷在实际操作中的分割原则和考量因素，我们认为从法律的角度看，这种风险控制应当是一个全面组合的安排，并非是某一个条款能够起到作用。至于网上谈论比较多的“结婚或者离婚必须经过董事会”的约定，类似的单一条件可能会被归于无效。股权激励计划应充分考虑公司及员工的双方需求，毕竟激励的目的还是为了更好地平衡企业人才和经营的共同利益。比较公平合理的处理思路通常有如下几点：

- (1) 谨慎选择激励对象。提前谨慎考虑选取的激励对象的婚姻状况及家庭稳定情况，避免因激励对象的选取不当导致影响上市公司实施股权激励；
- (2) 修改公司章程、完善合伙协议。充分利用合伙协议、公司章程的特殊约定空间，确定实控人、被激励对象个人的家庭在进行激励计划时已经充分知晓相关权利义务，并签订一致行动协议；比如合伙人之间份额转让的限制性条款、入股方式等技术细节，需根据企业具体诉求，在文件中进行落实；
- (3) 合理利用各种辅助性工具进行安排衔接。比如利用婚前财产协议、婚内财产协议、配偶知情函等工具，以及设置违约条件、责任、纠纷解决机制等条款，将风险限定在可控范围。

初创新经济公司的股权分配

胡耀华 谢岸琳

前言

成为独角兽再走向上市是每位创始人的理想，而这离不开初创公司具有一个清晰、稳定且合理的股权结构。本文将探讨初创公司在分配股权时应考虑的事项，并分享相关的案例，以期给各位创始人一些启发。

合理的股权架构，应保证核心创始人对公司的控制权、保证公司股权结构的稳定；另一方面，也应从长远角度考虑，预留股权以吸引有能力的人才、激励核心员工，并提前约定股权兑现、创始人退出时的股权处理机制；还应当考虑后续融资对股权的稀释，处理好与投资人的股权分配问题。

一、股权分配原则

（一）保证核心创始人的控制权

新经济领域市场瞬息万变，这要求初创公司有更高的决策效率，因此，初创公司应当有一位在关键时刻能拍板的核心创始人，作为企业的决策核心与领导人物。

对于这位核心创始人，应当通过合理的股权架构设计，使其保持对公司的控制力（在创立初期应该持有最多的股份），这样才能在初创公司中掌握话语权，主导公司的健康发展。

（二）调动各方资源为核心创始人所用

初创公司的股权分配，另一个关键是通过股权分配帮助公司获取更多资源，帮助核心创始人找到有能力的创始团队成员、能为公司提供资金与资源的投资人，同时让创始团队成员、员工感受到股权的价值，调动其为公司服务的积极性。



胡耀华

elvis.hu@cn.kwm.com

(三) 动态调整股权，吸引人才，淘汰庸才

初创公司处于高速发展、不断调整的状态，因此股权架构应预留一定调整空间和灵活性，以便根据创始团队成员 / 员工实际贡献对其持有的股权进行调整。创业中途创始团队成员 / 员工因各种原因退出公司是很常见的情况，因此在创立之初，创始团队就应明确如何处理退出创始人和离职员工持有的股权。

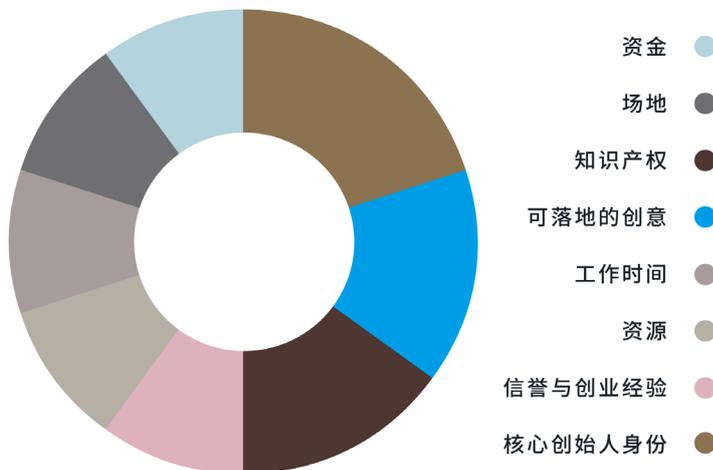
二、股权分配的方法

(一) 创始团队之间的股权分配

1. 量化投入要素

传统企业中，按照创始人提供的资金、技术、场地进行股权分配是最为常见的方式，但是对于初创新经济公司，由于商业模式与传统企业相比已发生较大变化，除现金、技术出资，对于提供了可落地执行创意的创始人，也应给予一定的股权。全职在公司工作的创始人，也应比兼职的创始人获得更多的股权。

根据市场价值，量化投入要素



初创公司分配股权时，可以将上述创始人对公司的投入要素，按照市场价值进行估值，对每个创始人的贡献进行量化，然后根据其在所有要素总价值的占比，进行股权比例的分配。

其中，不可忽略的一点是，需要给予核心创始人（通常指的是 CEO）单独一份的“创始人身份股”，通常该份额为 20%-25%，以保证核心创始人在公司初创时对公司享有控制权。

2. 避免股权结构雷区

合理的股权架构有利于公司的稳定发展，相反，如果公司股权分散或创始人之间股权比例过于接近，则可能在创始人意见不合时无法解决分歧，拖延决策过程，甚至导致公司陷入僵局，最终错失发展良机。

(1) 避免五五分的股权结构

根据我国公司法的规定，对于在股东会决议的一般事项，持有 1/2 以上表决权的股东通过即可，但对于特定重大事项的决策，如修改公司章程、增加或减少注册资本、公司合并分立解散或变更形式等，必须由股东会超过 2/3 表决权同意才可以生效。

因此，股权结构中首先必须要避免的便是平分股权 50%（或三人合伙时每人持股 33.3%）的股权比例看似平衡，实际上是最不稳定的股权结构，这会导致任何一个决定都需要所有创始人都通过方能生效，有一个人不同意都不能生效，极大地增加了公司的决策成本，尤其是当创始人之间存在意见分歧之时，它对公司发展的伤害是致命的。

比如某知名餐饮连锁品牌，两大创始人各持有 50% 股权，引进投资人后则是 47%：47%，这种均分的股权结构为日后股权纠纷埋下了隐患。此外，某火锅连锁公司初创时，创始人 A 夫妇和联合创始人 B 夫妇各持 50% 股权，经过十余年飞速发展后，虽然相安无事，但核心创始人 A 也意识到这种股权结构的不足，所以从联合创始人 B 夫妇手中购买了 18% 的股权，使自己及妻子持有公司 68% 股权，成为绝对控股股东，增强了对公司的控制权。

(2) 核心创始人的股权比例应高于其他创始人股权比例之和

在创始团队人数大于两名的情况下，应保证核心创始人的股权比例高于其他创始人的股权比例之和。例如，创始团队由 3 名创始人组成，那么股权结构的基本参考原则是：大股东股权比例 > 二股东股权比例 + 三股东股权比例，可以考虑的结构有：70%：20%：10%，或者 60%：20%：20%，或者 60%：30%：10%。

某知名照明器具企业便是因为股权架构不合理导致出现一系列纷争。核心创始人与另外两名创始人联合设立该企业，分别持有 45%、27.5%、27.5% 的股权。因创始人单独持有的股权低于其他两名创始人合计持有的股权（55%），而无法实际控制公司。为了争得控制权，其只能收购另外两名创始人的股权。后为了筹措资金，公司只能不断引进外部投资人，但这也稀释了核心创始人的股权，导致其陷入了争夺控制权的恶性循环，最后以核心创始人因职务侵占罪被追究刑事责任告终。

某咖啡连锁企业的例子同样具有警示意义。为了将该咖啡品牌引进中国大陆，创始人和其他 7 名股东共同设立公司，并持股 45%，出任总经理，负责具体经营，剩余 7 个股东持股 55%，这种股权架构导致该创始人无法实际控制公司，埋下了股东纷争的隐患。最终风靡一时的咖啡连锁企业因股东纷争导致经营失败、被对手全面反超。

（二）动态调整股权

1. 预留用于未来引进新核心团队、员工激励的股权

（1）预留用于引进新核心团队的股权

初创公司发展过程中，需要引进新核心团队，补足现有创始人 / 创始团队的短板，为公司注入创新与发展的动力。给予这些新核心团队成员股权，则有助于表现公司的诚意，提高吸引力。

因此，初创公司最好在创立时便先预留部分股权用于未来吸引新核心团队加入公司，或者提前约定届时所有创始人同比例让渡股权给引进的新团队成员，避免届时因股权减少 / 稀释导致核心创始人失去控制权地位。预留的股权可先由核心创始人持有，以进一步增强核心创始人地位。

比如，在某短视频企业发展过程中，创始人意识到自身的局限性，于是希望引入新成员来补足短板。为吸引新团队加入，创始人及天使投资人各自让渡其 40% 的股权给新团队，最终与新团队一起将该企业变成“中国短视频第一股”。

此外，某共享经济平台运营企业初创时，为引进新 CEO 及新 CFO，创始团队同比让渡各自的股权，提供 34% 股权给新管理团队。

（2）预留用于员工激励的股权

设立员工股权激励制度，将员工自身利益与公司利益进行绑定，有助于激发员工积极性，也有助于公司留住核心员工。

然而，员工股权激励的股权来源是公司增发股权或创始人转让股权，无论是哪一种形式，都会导致创始人股权被稀释。因此，建议初创公司可以在创立之初即预留 10%-20% 的股权用于员工股权激励，或者提前约定届时所有创始人（和投资人）同比例让渡股权。预留的股权先由核心创始人代持，表决权也由核心创始人行使，以增强核心创始人的控制权。

2. 建立股权分期兑现机制

（1）分期兑现有利于保障团队稳定性

股权兑现机制 / 股权成熟机制，指创始人虽然已分配到一定股权，但该部分股权将在接下来的一定时间内 / 满足一定目标后逐步兑现。在满足约定的年限 / 目标前，如果某一个创始人提前离开公司，则其无法获得全部的股权，只能获得已兑现的部分，剩下未兑现的股权则由核心创始人或者其他未退出的创始人按照事先约定的价格（通常为成本价和当前市价的低者）回购。

建立股权分期兑现的机制有利于强化团队稳定性，保障创始团队成员能够长期为公司服务，因创始团队成员离职而回收的股权也为将来吸引更好的人才打下了基础。同时，创始团队可以约定，股权兑现期间，创始人可以行使全部股权（不管是否已兑现）投票权 / 分红权定，以提高创始团队成员的积极性。

(2) 股权兑现的方式

股权有以下常见的兑现方式：

兑现条件	具体安排
年限	<ul style="list-style-type: none">• 平均年限：股权在一定年限内按年平均兑现，如股权分四年兑现完毕，每年兑现股份的四分之一。 如果第三年离开公司，则只能拿到 75% 的股份，其余的 25% 不予以兑现。
	<ul style="list-style-type: none">• 要求最短年限：在约定最短服务期限（如 2 年）届满前不兑现，达到最短年限后剩余的部分按月平均兑现。 如任职一年后离职，则无法获得股权，满两年后可以拿到 50%，之后每月按比例兑现，直到全部兑现完毕。
	<ul style="list-style-type: none">• 累进增量：逐年增加兑现，越兑现越快。如满一年兑现 10%，第二年后兑现 20%，第三年后兑现 30%，第四年后兑现 40%，服务时间越长兑现得越多，是对长期任职的一种奖励。
工作目标	<ul style="list-style-type: none">• 项目进度：如按产品测试、版本上线、达到一定用户数量等来兑现，每到一个里程碑时，可以兑现一定份额的股权。
	<ul style="list-style-type: none">• 运营业绩：如营业收入、净利润等。
	<ul style="list-style-type: none">• 融资进度：如公司完成 A 轮、B 轮、C 轮融资……分别可以兑现部分股权。
提前兑现机制	
<ul style="list-style-type: none">• 实践中最常用的是按年成熟的机制，比较公平。创始人们也可以根据公司具体的业务模式等具体情况，将年限和工作目标组合约定。• 此外，为实现激励的效果，还可以约定提前兑现的机制，比如被收购或上市或达到某个经营指标时，加快未兑现的股权份额的兑现。	

3. 约定退出成员的股权处理方式

(1) 创立之初 / 引进新核心团队时即约定退出机制

创业是一个长期的过程，无法保证每个创始成员都一起走到最后，因此，在组建创始团队或从外部引进人才之时就应设置退出机制，明确退出创始人持有的公司股权的处理方式，才能减少争议，避免因部分创始人退出的股权问题影响公司正常经营。

创始团队共同创业，依赖于各个创始成员将自己的精力和时间投入创业企业，当某一个创始成员不再为公司服务时，若其继续持有股权，一方面可能与公司的利益存在冲突，另一方面，其继续享受其他创始人接下来创造的价值，对其他创始人也不公平。因此，建议创始团队约定，创始成员离职时，核心创始人或其他未离职的创始成员有权按照一定价格回购其持有的公司股权。

(2) 依据退出原因、服务年限决定股权回购价格

如何确定退出创始成员的股权的回购价格，主要有两个考虑点：一方面回购价格不能过低，要肯定创始成员为公司作出的历史贡献，让其分享公司成长收益，也让其他在职的创始成员看到其持有的股权价值；另一方面，避免因回购价格过高，导致公司面临过大的现金压力，且预留一定调整空间。

我们建议，可以根据创始成员退出的原因、已为公司服务的年限决定股权回购价格：

退出原因	回购价格
过错退出 (如违法或严重违反创始团队间的约定导致退出)	<ul style="list-style-type: none">取得股权的成本价。
无过错退出 (如身体原因离职或不适合公司发展而被公司要求辞职)	<ul style="list-style-type: none">取得股权的成本价 × 溢价倍数；公司的净资产或净利润的一定倍数；回购时公司最近一轮融资股权的一定折扣（10%—30%）；可以根据为公司服务年限设定不同的回购价格；选取哪个标准需参考公司的商业模式。

如果无足够的现金回购退出股东的股权，则可以约定离职股东继续持有部分股权，但至少应要求离职股东应将其继续持有的股权的表决权委托给核心创始人，按照核心创始人的意愿行使。

同理，在授予员工股权 / 期权时，也应约定离职员工的持有的激励股权是否被收回，如何被收回。

(三) 与投资人的股权分配

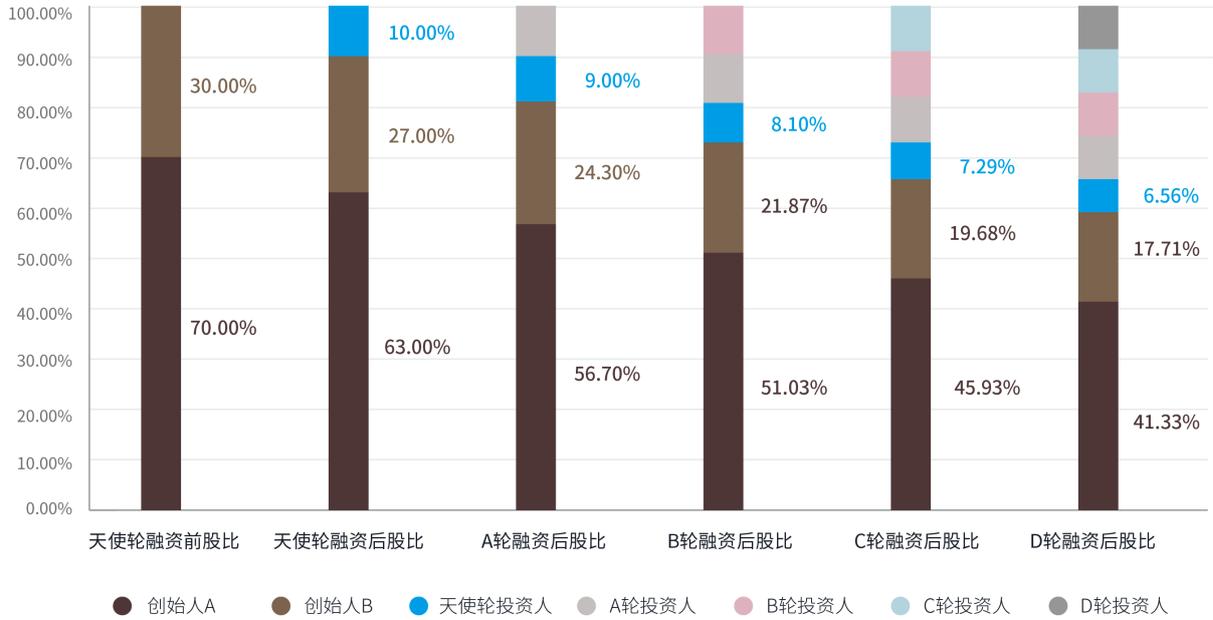
1. 长远规划每轮融资稀释的股权比例

初创公司发展离不开外部投资人的资金支持，随着外部投资人资金的注入，所有股东原有的股权比例将同比减少。例如，某公司获得 100 万融资，为此出让了 10% 的股权，在这种情况下，原股东的股权都要减少 10%。

以融资前创始人 A 持有 70% 的股权，创始人 B 持有 30% 的股权为例，若天使轮融资中创始人让出 10%，且后续

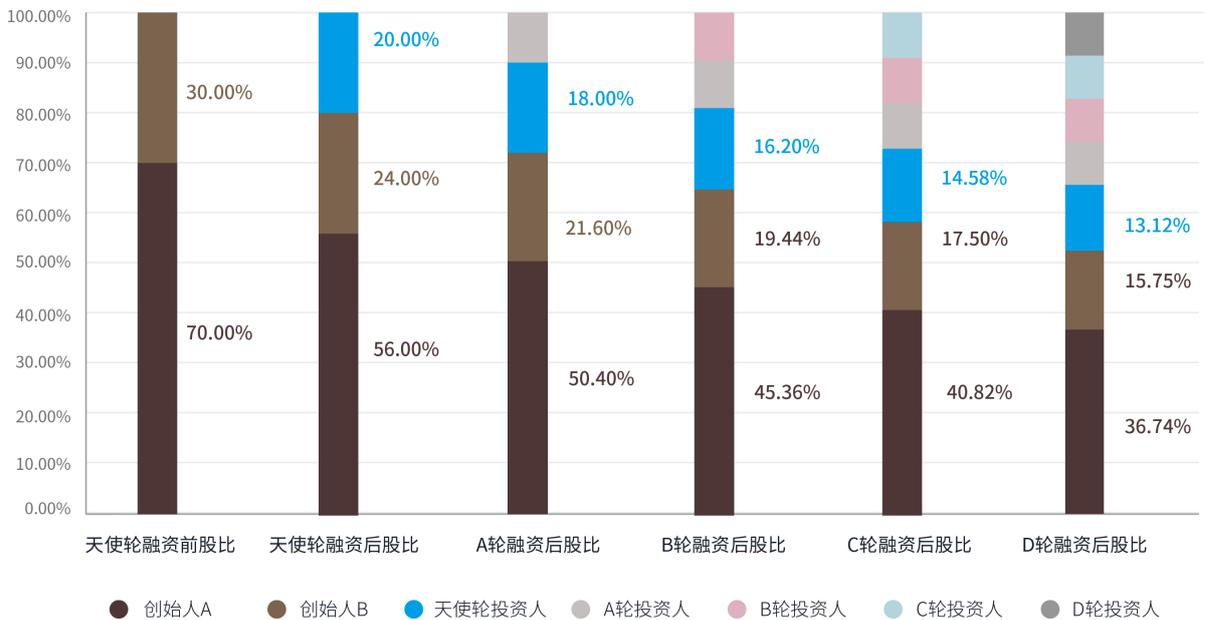
每轮出让 10% 股权，则数轮融资后公司股权结构的变化如下：

天使轮稀释 10% 股权（后续每轮稀释 10%）



若天使轮融资中创始人让出 20%，且后续每轮出让 10% 股权，则数轮融资后公司股权结构的变化如下：

天使轮稀释 20% 股权（后续每轮稀释 10%）



2. 避免因股权稀释失去控制权

一家企业在成功上市之前往往要经历数轮融资，如上图所示，如果初创公司在天使轮就给投资人太多股权，将会使自己的股权被快速稀释，很快就会失去对公司的绝对控制权。比如，前述知名照明器具企业便是因为资本进入而逐步丧失控制权，最后失去亲手创办的公司。

所以，创始人应从公司发展阶段、长期融资需求整体考虑，长远规划将在何时启动新一轮的融资、目标融资额度、稀释的股权比例、融资资金的分配等，切勿在早期就匆匆地给出太多股权。如果股权比例已经被过多稀释，则建议考虑 AB 股、一致行动协议、投票权委托等方式，保证核心创始人的控制力。

结语

初创新经济公司的股权分配，不仅要创始团队之间的股权比例进行划分，而且要围绕核心创始人的控制权，对股权动态调整、融资安排进行长远规划。创始人既要考虑公司当下的商业需求，也应对股权结构进行长远规划，保障核心创始人的控制权，让公司走得更稳、更远。

企业创始人的控制权维持

胡耀华 谢岸琳

前言

控制权对核心创始人的重要性不言而喻，同时，核心创始人保持对公司具有强有力的控制权，也可以扼杀创始团队其他成员以及投资人对公司控制权的觊觎之心，有利于公司稳定发展，并让股东及团队对公司未来的发展更具有信心。本文将分析创始人保持对公司控制权的方法，并分享相关的案例，以期给各位创始人一些启发。

公司初创时，核心创始人应设计合理的股权架构，保证自身在公司中拥有优势持股比例。如果由于融资、实施员工股权激励计划等原因，导致核心创始人的股权比例已经被过多稀释，则建议考虑AB股、一致行动协议、投票权委托以及一票否决权等方式，增强核心创始人的控制力。核心创始人离婚可能导致其持有的股权被分割而影响其控制权，因此核心创始人也应提前安排，以规避离婚对公司控制权的不利影响。

一、公司创立早期，如何规划控制权

公司创立早期，应当从核心创始人持股比例的角度规划其控制权，保证核心创始人拥有优势持股比例。

（一）创始团队之间的股权分配

1. 给予核心创始人“核心创始人身份股”（20%-25%）

在创始团队之间分配股权时，除了根据每位创始人的投入要素的市场价值计算其股权比例外，我们建议给予核心创始人（通常指的是CEO）额外单独一份的“核心创始人身份股”以保证核心创始人在公司初创时持股比例最高。

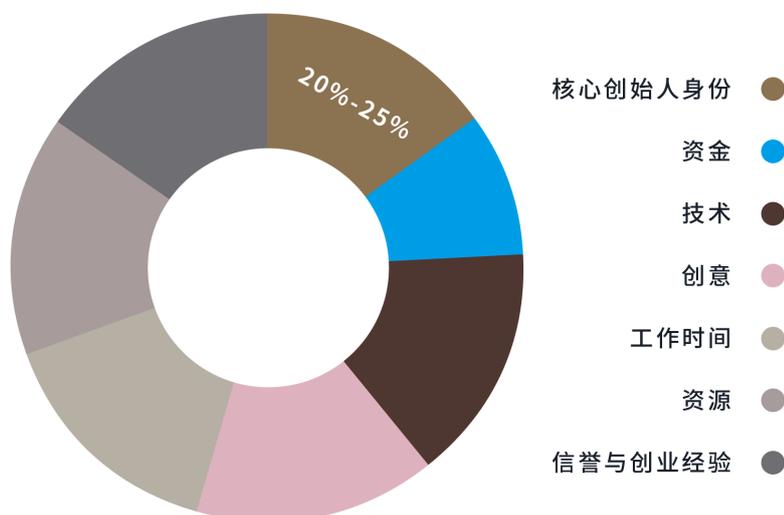
通常该“核心创始人身份股”对应25%的股权，如果创始团队成员为3名以上，则该配额不应低于20%。



胡耀华

elvis.hu@cn.kwm.com

给予核心创始人身份股



2. 避免均分股权，核心创始人持股比例应大于其他创始人的股权比例之和

(1) 均分股权，意见分歧时谁也无法说服谁

平均化的股权结构（如五五分、三三三分），将导致核心创始人作出每个决定都需要获得其他创始团队成员的一致同意。当创始团队成员之间出现意见分歧时，核心创始人无法拍板决定，这既增加了公司的决策成本，也容易导致公司陷入僵局。

(2) 核心创始人持股比例应大于其他创始人的股权比例之和

为了避免其他股东联合起来反对核心创始人的决定，对核心创始人的控制权形成威胁，在公司初创时，核心创始人的持股比例应高于其他股东的持股比例之和。

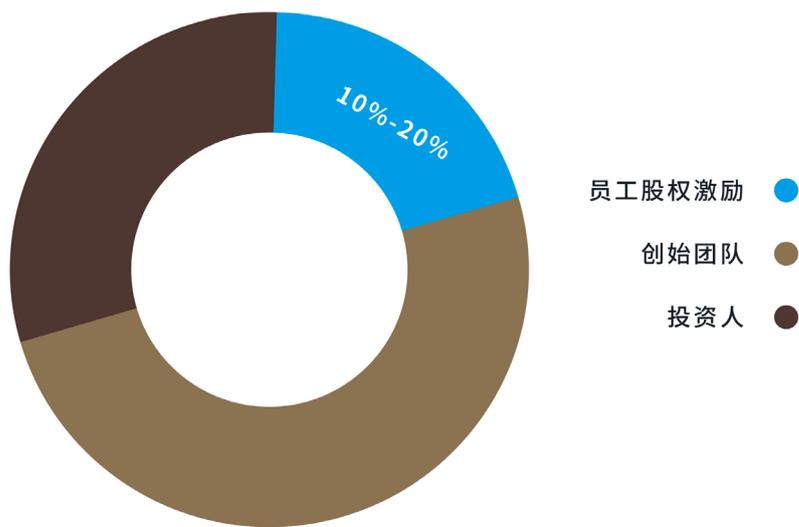
(二) 动态调整股权

公司发展过程中，往往需要给予新引进的核心团队成员以及优秀员工股权，以提高公司的吸引力以及公司成员的积极性。这部分股权，如果仅仅由核心创始人从自身持有的股权中转让，将直接降低其持股比例，不利于核心创始人保持控制权。

因此，创始团队成员可以在公司创立之初就对因引进核心团队成员或实施员工股权激励计划导致的股权动态调整进行规划，提前约定为公司发展目的而需要稀释股权时，创始团队成员应同比例稀释股权。如果是强势的明星公司，甚至可以要求投资人届时也同比例稀释股权。

此外，我们建议，公司在创立之初便预留 10%—20% 用于实施员工股权激励，创始团队提前约定在公司制订员工股权激励计划时，创始团队成员同比例稀释股权。

预留股权用于实施员工股权激励



（三）长远规划与投资人的股权分配

企业从初创到成功上市往往要经历数轮融资，如果在早期的融资中就给投资人太多股权，将使核心创始人的股权被快速稀释，很快就会失去对公司的绝对控制权。

所以，创始人应从公司发展阶段、长期融资需求整体考虑，长远规划将在何时启动新一轮的融资、目标融资额度、稀释的股权比例、融资资金的分配等，切勿在早期就匆匆地给出太多股权。¹

二、核心创始人股权已被稀释，如何补救

很多公司由于在早期未能很好地对公司股权结构、创始人控制权进行科学规划，导致公司发展过程中，核心创始人的股权比例已经被过多稀释，不再具有优势股权比例。这种情况下，则核心创始人可以考虑采用 AB 股、一致行动协议、投票权委托等方式，保证核心创始人的控制力。

¹ 关于核心创始人如何在公司创立早期规划控制权，详见我们的文章《初创新经济公司的股权分配》。

（一）同股不同权（AB股）

1. 什么是同股不同权？

同股不同权，即AB股，也被称为“差异化表决权”、“特别表决权”、“不同投票权架构”。具体指，公司的股票分为AB两类，通常A类股为普通股，每股对应1票投票权，由一般股东持有；B类股为具有别表决权的股份，每股拥有更多的投票权，由核心创始人持有。

除表决权差异外，普通股份与特别表决权股份具有的其他股东权利完全相同，在核心创始人对外转股时或离职时，特殊表决权的股权将按照1:1的比例转换为普通股份。

同股不同权的股权架构可以使核心创始人在持股比例较低的情形下，享有足够比例的表决权，实现掌控公司经营决策的目的。

2. 境内公司是否可以设置同股不同权架构？

同股不同权制度深受我国新经济公司的青睐，如电商公司J公司，电商平台P公司，手机企业X公司等。但在过往案例中，采用同股不同权架构的公司往往为赴境外上市的公司，那么境内公司以及拟在境内上市的公司是否可以设置同股不同权架构呢？

（1）有限责任公司

根据现行《公司法》第42条的规定，股东会会议由股东按照出资比例行使表决权；但是，公司章程另有规定的除外。可见，《公司法》允许有限责任公司通过公司章程对公司表决权机制进行特殊设置，为有限责任公司约定“同股不同权”提供了法律依据。

（2）股份有限公司

对于股份有限公司，相关的规定如下：

- 根据《公司法》103条的规定，股东出席股东大会会议，所持每一股份有一表决权。《公司法》126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。但是《公司法》第131条也同时规定，国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份，另行作出规定。
- 2018年9月，国务院出台《国务院关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》允许科技企业实行“同股不同权”治理结构。
- 2019年出台的《科创板股票上市规则》、2020年出台的《创业板股票上市规则》允许采用同股不同权架构的企业上市，并对其上市门槛等制订详细要求。

(3) 深圳特殊规定：《深圳经济特区科技创新条例》

2020年8月，《深圳经济特区科技创新条例》正式颁布，其中第99条规定，在深圳市登记的科技企业可以设置特殊股权结构，且明确规定设置特殊股权结构的公司，其他方面符合有关上市规则的，可以通过证券交易机构上市交易。为深圳科技企业设置同股不同权架构打了一剂强心针。

(4) “同股不同权”架构境内上市的案例

目前已有采用同股不同权架构的企业在境内上市。2020年1月20日，优刻得（UCLLOUD）在上海证券交易所科创板上市，成为首家“同股不同权”架构的上市公司。2020年10月29日，采用同股不同权的九号机器人也成功在科创板上市。其中，优刻得（UCLLOUD）为境内架构，九号机器人为红筹架构。

3. 设置同股不同权架构的法律要求

关于同股不同权架构的具体事项，境内与境外交易所均设置了一定的限制性规定，由于篇幅关系，我们仅在此处列示创始人最为核心的几项：

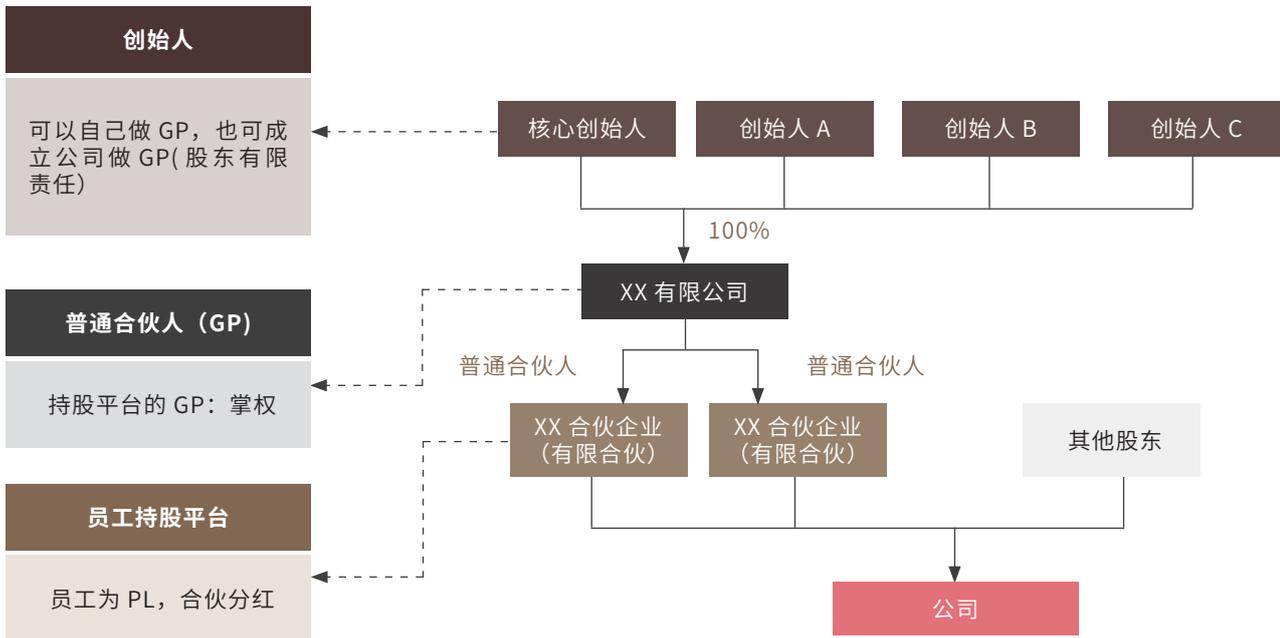
事项	境内上市规则（科创板及创业板）	境外上市规则（中国香港及美国）
设置时点	<ul style="list-style-type: none">• 仅允许在上市前设置，上市前不具有表决权差异安排的，不得在上市后设置；• 上市前设置表决权差异的，须经股东所持表决权的三分之二以上通过。	<ul style="list-style-type: none">• 香港：只有新申请人可以以不同投票权架构上市。• 美国：上市前、后均可设置 AB 股。
每股对应的表决权数量	每股特别表决权股份的表决权数量应当相同，且不得超过每股普通股份的表决权数量的10倍。	<ul style="list-style-type: none">• 香港：每股特别表决权股份的表决权数量不得超过每股普通股份的表决权数量的 10 倍。• 美国：暂未限制投票权最高倍数。

(二) 设立有限合伙持股平台

核心创始人可以搭建有限合伙企业作为员工股权激励的持股平台，核心创始人担任有限合伙企业的普通合伙人（GP），员工作为有限合伙人（LP）。

根据《合伙企业法》，有限合伙企业的 LP 不参与企业管理，由 GP 对合伙企业进行经营管理与决策，因此核心创始人可以控制有限合伙企业，进而增强对公司的控制权。

这也是目前我国新经济公司普遍采用的股权激励架构，比如某中国互联网平台公司便是采用此架构，实现核心创始人对公司的控制。



(三) 一致行动协议

在核心创始人享有的投票权较低时，核心创始人可以通过与其他创始团队成员、部分信任关系良好的投资人签署一致行动协议，以扩大自己可支配的表决权数量，即约定在公司股东会、董事会就一致行动事项进行表决前，签署一致行动协议的各方先就该表决事项进行协商，以求达成一致意见，无法达成一致意见时，以核心创始人的意见为准。

在多名持有特别表决权的创始团队成员签署一致行动协议的情况下，如持有特别表决权股份的股东擅自退出一致行动关系，则可能威胁核心创始人的控制权。因此，也可以在一致行动协议中明确约定，如一致行动人擅自解除一致行动协议或退出一致行动关系，则其将丧失特别表决权，所持股份自动转为普通股。前文也提到的优刻得，便在其一致行动协议中约定上述终止特殊投票权机制。

(四) 投票权委托

投票权委托是指股东通过签署投票权委托协议的方式，将自己作为股东所享有的投票权直接委托给核心创始人行使，核心创始人在授权范围内代表该股东行使投票权。相比于一致行动协议，投票权委托的机制无需经过协商的环节，在受托事项的表决上，将直接以核心创始人的意见为准。

为增强核心创始人的控制权，核心创始人可以与其创始团队成员、对公司较为信任的投资人（如天使轮、种子轮投资人）签署投票权委托协议。对于强势的明星公司，可以考虑在新一轮融资时，要求新投资人将投票权委托给核心创始人。

比如，某知名电商企业的核心创始人在公司上市前一年的多次股权融资中，便要求新投资人在投资时签署投票权委托书，否则不接受其投资。

（五）一票否决权

一票否决权，指公司在股东会或董事会通过特定事项时，必须需经过特定投资人的同意，因此投资人不管持股大小，对该等特定事项均具有否决的权利。由于一票否决权将对公司未来的经营决策产生重大影响，因此关于一票否决权事项的往往需要进行胶着的谈判。而核心创始人在开始谈判前，也应谨慎考虑是否给予投资人一票否决权、在哪些事项上给予投资人一票否决权、通过何种形式给予一票否决权。

1. 给谁一票否决权

如果公司有多个投资人，每个投资人均有一票否决权，那么重大事项均需要获得所有的投资人同意，这将导致公司的决策效率低下。此外，投资人之间利益不同，还可能导致公司陷入僵局。

某共享经济企业在数轮融资中，给予了多个投资人单独的一票否决权，加上核心创始人自己的一票否决权，一共有 5 票否决权，宛如联合国安理会。然而，在公司面临接受新融资、与竞争对手合并的选择时，投资人之间、投资人与核心创始人的利益诉求出现了分歧，由于各方都不希望公司的控制权落入他方手中，在公司的融资及合并事项上，核心创始人及投资人均动用了自己的一票否决权，导致公司的多个融资、合并方案被否决，公司错失了融资及发展的机会，最后以破产结束。

关于给予投资人一票否决权，我们建议：

事项	建议
给谁一票否决权	<ul style="list-style-type: none">• 如果要给否决权，建议只给每轮领投资方一票否决权；• 争取取消所有投资人单独的一票否决权，改为多个投资人共享一票否决权。
共享否决权的形式	<ul style="list-style-type: none">• 即特定重大事项的通过仅需全体投资人中超 50% 表决权的投资人同意；或• 或某两个重要投资人（A 和 B）分享一票否决权，重大事项只需取得 A 或 B 的其中一个同意即可。

2. 何时核心创始人也应争取一票否决权？

（1）核心创始人持股比例低于三分之一时，需争取重大事项的一票否决权

公司对重大事项进行投票时，通常需要持有公司三分之二以上表决权的股东同意方可通过，如果核心创始人的持股比例已经低于三分之一，那么意味着重大事项的表决无需核心创始人的同意也可通过。此时，核心创始人连被动性的公司控制权也失去了。此时，核心创始人应当争取该等被动的控制权，在重大事项的表决上享有类似于投资人一票否决权的权利。

(2) 拖售权的行使：核心创始人应争取一票否决权

此外，关于拖售权（投资人可以在满足一定条件的前提下，强制要求创始人与其一同向第三方转让股权）的行使，创始人也应争取一票否决权，否则在未取得核心创始人同意的情况下，投资人也有权利要求将公司整体出售。对很多创始人来说，企业就是他/她一手养大的孩子，怎么能轻易让投资人有这样的单方权利呢？

(六) 控制董事会——提高日常经营决策效率

公司的重大事项通常由股东会进行审议，而日常经营事项的决策则通常交由董事会进行审议，因此核心创始人保持对董事会的控制权，有利于提高公司日常经营的决策效率。

与股东会按照持股比例计算投票权不同，董事会是按照“董事人数”进行表决。因此，核心创始人应当关注董事会的组成人数，并在股东协议及章程中约定，核心创始人有权提名董事会过半数的董事，以实现董事会的控制权。

投资人通常会要求享有委派董事以及在董事会特定决议事项的一票否决权。为了避免董事会规模过于冗杂而影响董事会决策效率，建议只给予领投资方董事席位，跟投资方至多给董事会观察员席位（无投票权）。还可以进一步约定，如果投资人的持股比例低于一定比例，则不再具有委派董事的权利。

三、规避婚姻状况对控制权的影响

公司核心创始人离婚，影响的不仅有家庭，还可能因为离婚分割股权而影响核心创始人的控制权及公司的发展。因此，如何规避离婚对控制权的影响，也是核心创始人应当提前谨慎思考的问题。

(一) 从土豆条款到配偶同意函

某视频网站公司 T 公司创始人的离婚案给创始人、投资人敲响了警钟。2010 年 11 月，T 公司向美国证监会提交 IPO 申请，第二天，该创始人的前妻便向法院提起离婚财产分割诉讼，创始人持有的 T 公司股份因此被法院采取保全措施，禁止转让。T 公司上市进程被迫暂停。2011 年 6 月，两人就财产分割达成和解，创始人向前妻支付 700 万美元的现金补偿。然而上市已被搁置半年有余，导致该视频网站公司错过了上市最佳时期，这也是其日后未能顺利发展并最终被竞争对手兼并的一个重要原因。

受到此事件的影响，投资人往往要求核心创始人签署“土豆条款”：股东婚姻情况变动必须经过董事会批准方可进行（注：该等条款没有法律强制执行力，但也表明了投资人对创始人婚姻状况变动的关心态度）。此后，该条款延伸为“配偶同意函”。

配偶同意函类型	内容
VIE 架构	<ul style="list-style-type: none"> • 要求配偶确认不对创始人持有的 VIE 公司股权享有任何权利； • 若配偶因任何理由取得 VIE 公司股权，则需受 VIE 协议的约束；
非 VIE 架构	<ul style="list-style-type: none"> • 要求配偶确认其已知悉并同意核心创始人有权签署相关协议、有权处置登记于一方名下的股权而无需再经其同意与授权； • 若因任何原因导致其取得公司股权，其将受投资协议的约束，并与核心创始人保持一致意见、将股权对应的表决权委托给核心创始人行使。

（二）婚姻财产协议：保障经济利益公平与控制权稳定

核心创始人应该对夫妻共同财产进行规划，平衡好感情和公司稳定发展的关系。

1. 签署婚前财产协议

核心创始人在婚前已持有的股权，一般为其婚前个人财产。但如果因为核心创始人在婚内投入精力及努力使得该等股权在婚内增值，就婚内增值部分，则属于夫妻共同财产。若配偶在离婚时要求分割增值部分，核心创始人可能需要转让股权套现以补偿配偶。因此，如果创始人不想在婚后与配偶分割该增值部分而影响控制权，则可以考虑在婚前与配偶签署婚前财产协议，明确一方婚前持有的股权及该部分股权在婚后的增值部分也不属于夫妻共同财产。核心创始人可以考虑以其他方式对家庭做出贡献的配偶进行经济补偿。

2. 签署婚内财产协议

（1）保障配偶经济性权益，避免因分配显失公平而无效

核心创始人在婚姻存续期间取得的公司股权，除非另有约定，否则属于夫妻共同财产。若一刀切地以“配偶同意函”的形式要求配偶“确认不属于共同财产”、“放弃该等股权及相关权益”、“保证无条件签署相关文件”，不仅可能对核心创始人的婚姻关系造成不利影响，如果约定所有财产归核心创始人所有，还存在因显失公平而被法院认定为无效的风险。所以建议婚内财产协议要给予配偶较为公平的经济性权益。

（2）保证公司控制权稳定

为规避离婚对控制权的影响，核心创始人在保障配偶的经济性权利的同时，可以投票权委托的方式避免因股权分割导致核心创始人失去对公司的控制权。例如，双方可以约定，但若将来离婚，配偶可以取得较为公平的经济性补偿，但若配偶取得公司的部分股权，也仅享有股权的收益权，不享有表决权，将表决权委托给核心创始人，以确保离婚配偶不干涉到公司的经营决策。

（三）离婚分割股权：一致行动协议与投票权委托协议

即使离婚了，也要理性处理双方的共同财产，避免因不公平的财产分配导致两败俱伤。就离婚后配偶取得的股权，核心创始人可以与配偶签署一致行动协议、表决权委托协议，以取得该部分股权的投票权，减少离婚对公司控制权的影响。

比如，2019年1月，某美国互联网巨头的创始人与配偶离婚，该创始人将两人共有的公司股份的四分之一（对应4%股权）登记至配偶名下，但其配偶应将该部分股份的投票权交给创始人行使。虽然创始人持股比例降低，但其对公司的控制权未受影响。

结语

核心创始人如何保持对公司的控制权，涉及诸多复杂的设计。最后，我们建议各位创始人与有丰富投融资经验的律师交流。

拟上市企业“债转股” 评估事宜分析

杨振华 薛晨 宋婷

在企业日常经营过程中，股东或债权人将其对企业的股东借款或应收账款转为股权的情况并不鲜见。除前述场景外，“债转股”¹也存在于企业投融资的过程，投资方出于降低风险、内部审批便利以及尽快满足标的企业对资金的需求等方面的考虑，有时会考虑先以贷款形式将资金支付予标的企业，之后根据约定再将贷款转为标的企业股权。本文将着重结合A股IPO案例及实操情况，讨论企业在拟上市过程中涉及“债转股”时的注意事项，尤其将就实施“债转股”是否需要履行相应的评估手续作出分析。



杨振华

yangzhenhua@cn.kwm.com

一、法律法规的规定——债权作为出资被认可

结合我国相关法律法规关于“债转股”的规则变迁，总体的趋势是债权作为非货币的出资方式逐步被规则所认可，具体情况如下：

不被认可	在1993年《中华人民共和国公司法》（以下简称“《公司法》”）至2005年《公司法》施行之前，我国《公司法》对非货币出资方式采取了封闭性的规定，仅限于实物、工业产权、非专利技术、土地使用权，当时债权并不属于法律明文承认的出资形式。
司法解释初步确认	2003年《最高人民法院关于审理与企业改制相关的民事纠纷案件若干问题的规定》以司法解释的方式确认债转股协议的合法有效。
立法确认	2005年《公司法》放宽了非货币出资方式的限制，“债转股”这一出资方式得到了法律的认可。

《公司法》对以非货币方式出资的规定详见文末附表。

¹ 参考《公司注册资本登记管理规定》对债转股的相关定义，债转股指的是债权人将其依法享有的对在中国境内设立公司的债权，转为公司股权。

二、拟上市企业的案例 & 实操——以评估为原则，但符合一定的条件亦可不评估

（一）以评估为原则

根据我们对 A 股 IPO 相关案例的检索与梳理，A 股 IPO 中涉及“债转股”的案例中，发行人一般以履行评估手续为原则，具体案例情况如下：

案例简称	反馈问题及回复
LFZY	反馈问题： 请发行人补充披露……债权转股的作价依据是否公允，是否违反当时的相关规定……
	反馈回复： XXX 资产评估有限责任公司出具《LFZY 公司进行债权转股权所涉及的负债价值追溯评估项目资产评估报告》，对 2004 年度债权转股权所涉及的负债在评估基准日的市场价值进行了追溯评估。
HYTY	反馈问题： 请发行人说明：……（3）XXX 股东用以出资的债权具体形成过程，是否真实合法，是否符合法律法规相关规定，是否存在法律瑕疵……
	反馈回复： XXXX 资产评估有限公司出具《XXX 股东以债权转股权向 HYTY 增资涉及的 XXX 股东持有的债权价值追溯评估项目资产评估报告》，确认 XXX 股东持有的 HYTY 的债权评估值为 XXX 元。
RBKJ	反馈问题： 关于历史出资瑕疵。发行人历史沿革中存在实物出资未经评估、非真实债权出资等瑕疵。请发行人说明并披露：（1）前述瑕疵出资发生的原因及整改情况……
	反馈回复： XXX 与 RBKJ 签署《债转股投资协议书》，就前述债权转为股权的相关事宜进行了约定。XXX 评估有限公司对 XXX 的前述债权价值出具评估报告，确认前述债权的评估价值合计为 XXX 万元。

（二）符合条件亦可不评估

尽管有上述案例，我们也注意到若是符合一定的条件，也存在未履行评估手续即实施“债转股”且成功完成上市的案例，具体情况如下：

案例简称	反馈问题及回复
ZJKJ	反馈问题： 关于出资瑕疵。XXX 股东 XX 万元债权出资未履行评估程序，存在程序瑕疵，请发行人、中介机构根据《首发业务若干问题解答（一）》之问题 7 的要求履行披露和核查义务。
	反馈回复： XXX 股东该项 XX 万元借款形成的债权出资当时未经评估、验资程序，不符合当时适用的《公司法》（2005 年 10 月 27 日修订）第二十七条规定的“对作为出资的非货币财产应当评估作价，核实财产，不得高估或者低估作价”及第二十九条规定的“股东缴纳出资后，必须经依法设立的验资机构验资并出具证明”。但由于借款系货币资金，根据该笔借款的银行转账凭证、记账凭证、财务报表等文件可以确认该笔借款及其形成的债权的真实性以及现金价值，且经 XX 会计师出具《验资复核报告》验证。根据 XX 市市场监督管理局出具的有关证明和发行人、XXX 股东出具的说明函，发行人及 XXX 股东未因上述出资瑕疵受到过行政处罚，不存在纠纷或潜在纠纷。
CHQC	反馈问题： 发行人历史出资过程中，存在较多债转股的情况，是否符合当时法律法规的规定，相关出资是否真实，是否存在出资不实的情况。
	反馈回复： 发行人债转股发生时间段是 1997 年 12 月至 2007 年 12 月期间，在此期间历次《公司法》均将股东的出资方式分为货币出资与非货币出资，并指出股东以非货币出资需要履行评估手续，但未明确提出股东以对被投资公司的债权向被投资公司出资（以下简称“债转股”）的性质。2003 年 2 月 1 日起实施的《最高人民法院关于审理与企业改制相关的民事纠纷案件若干问题的规定》，明确了不违反法律和行政法规强制性规定的债转股协议有效性。 债转股是否属于非货币出资长期以来存在争议，2012 年 1 月 1 日，国家工商总局颁布的《公司债权转股权登记管理办法》生效，根据《公司债权转股权登记管理办法》，明确要求债转股的债权需要经过评估机构评估，即根据该规定，倾向于认为债转股属于非货币出资。在《公司债权转股权登记管理办法》出台前，债转股是否属于非货币出资并不明确，而发行人历史上的债转股行为均发生在《公司债权转股权登记管理办法》生效前，且发行人历史上在向主管工商部门办理变更备案手续时，未被要求就债转股出资的方式进行评估。2014 年 2 月 20 日，国家工商行政管理总局发布《公司注册资本登记管理规定》，废止了《公司债权转股权登记管理办法》，并删除了债权出资需要履行评估手续的内容，所以发行人也不需要就历史上债转股的行为补充履行评估手续。 对比货币出资与债转股行为本质，两者均属于股东将货币资产投入被投资企业并由被投资企业使用的情况，发行人历史上的债转股，股东用以出资的债权价值不存在重大不确定性，未侵害公司及其他股东权益。

案例简称	反馈问题及回复
GDYL	<p>反馈问题：</p> <p>公司设立时及后续历次增资、减资、改制等过程中，是否履行相关验资程序，出资资产是否涉及实物出资，是否已履行评估程序，如未履行验资评估程序，则是否符合当时的法律法规规定，是否存在被相关行政机关处罚的风险，是否构成重大违法违规，是否与相关公司债权人因此存在相关纠纷或者潜在纠纷。</p>
	<p>反馈回复：</p> <p>2000年9月之前，公司注册资金增至595万元。根据对实际控制人的访谈，公司2000年9月前进行过增资，均是以其个人对公司的债权或货币出资。1985年9月至2000年9月期间，发行人先后登记为集体企业、股份合作制企业，分别适用《工商企业登记管理条例》（施行有效期间：1982年8月9日至1988年7月1日）、《中华人民共和国企业法人登记管理条例（1988）》（施行有效期间：1988年7月1日至2011年1月8日）、《中华人民共和国企业法人登记管理条例施行细则》（1988年12月1日起实施，1996年12月25日第一次修订）、《乡村集体所有制企业条例》（1990年7月1日起实施，2011年1月8日被修订）、《农民股份合作企业暂行规定》（1990年2月12日起实施，1997年12月25日被修订），以上规定均未限制股东以债权出资，且未要求债权出资履行评估程序。该期间公司股东存在债权出资未履行评估程序的情形，符合当时的法律法规规定。</p> <p>2000年9月，公司注册资金由595万元增至1,180万元系以股东对发行人的债权出资，未履行评估程序，委托XXX会计师事务所进行了验资。公司该次增资适用《中华人民共和国企业法人登记管理条例（1988）》（施行有效期间：1988年7月1日至2011年1月8日）、《中华人民共和国企业法人登记管理条例施行细则》（1988年12月1日起实施，1996年12月25日被修订）、《农民股份合作企业暂行规定》（1990年2月12日起实施，1997年12月25日被修订），以上规定均未限制股东以债权出资，且未要求债权出资履行评估程序。该期间公司股东存在债权出资未履行评估程序的情形，符合当时的法律法规规定。</p>

结语

根据前文对相关案例的梳理，我们就监管机构关于“债转股”的关注要点及发行人未做评估时可参考的解释思路初步总结如下：

监管问询关注要点	<ul style="list-style-type: none">• 债权是否真实；• “债转股”行为是否符合当时法律法规的规定；• 是否存在被相关行政机关处罚的风险，是否构成重大违法违规；• 发行人与相关债权人是否因此存在纠纷或者潜在纠纷。
不评估的解释思路	<ul style="list-style-type: none">• 已取得主管市场监督管理部门出具的合规证明，认定不存在重大违法违规，不会受到行政处罚；• 借款系货币资金，根据该笔借款的银行转账凭证、记账凭证、财务报表等文件可以确认该笔借款及其形成的债权的真实性以及现金价值；• 会计师出具《验资复核报告》验证；• 股东用以出资的债权价值不存在重大不确定性，未侵害公司及其他股东权益。

综上，结合相关法律法规及实操案例，在拟上市企业存在“债转股”的情况时，为了降低被监管机构关注的可能，发行人一般以履行评估手续为原则，以不评估为例外。就例外情况而言，不履行评估手续即实施“债转股”需要满足相应的条件，条件包括但不限于需证明该等债权系真实且具有准确的价值，不存在重大不确定性；发行人与“债转股”涉及的债权人不存在纠纷或潜在纠纷，未侵害公司及其他股东的权益；该“债转股”行为不属于重大违法违规，不存在受到行政处罚的风险等。但是，鉴于每个项目上“债转股”的具体事实情况不尽相同，且与此相关的审核政策及监管要求也可能不时变化。因此，上述分析在具体个案适用时，我们仍建议发行人及相关中介机构结合事实情况做审慎判断和具体分析。

附表：《公司法》对以非货币方式出资的规定

1993/1999/2004年《公司法》	第二十四条 股东可以用货币出资，也可以用实物、工业产权、非专利技术、土地使用权作价出资。对作为出资的实物、工业产权、非专利技术或者土地使用权，必须进行评估作价，核实财产，不得高估或者低估作价。土地使用权的评估作价，按照法律、行政法规的规定办理。
2005/2013/2018年《公司法》	第二十七条 股东可以用货币出资，也可以用实物、知识产权、土地使用权等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价出资；但是，法律、行政法规规定不得作为出资的财产除外。 对作为出资的非货币财产应当评估作价，核实财产，不得高估或者低估作价。法律、行政法规对评估作价有规定的，从其规定。

IPO 股东信息披露新规之十问十答

单颖之 林坤彬



单颖之

shanyingzhi@cn.kwm.com

去年至今，A股IPO审核趋严且新频频出。中国证监会和深交所分别于2021年1月29日和2月5日出台《首发企业现场检查规定》和《关于启动合并主板与中小板相关准备工作的通知》。在试点注册制的背景下，这无疑是践行“零容忍”和“建制度”的重要一环。随后，为了以信息披露为核心的注册制改革继续平稳推进，中国证监会又重磅推出《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》（“IPO股东信息披露新规”或“《指引》”）。IPO股东信息披露新规剑指“突击入股”、“影子股东”等A股IPO中的重要事项，引起了业内人士强烈反响。本文将问答形式从A股IPO企业及PE基金的不同视角对《指引》进行解读。

一、“突击入股”问题

问题1：《指引》关于“突击入股”变在何处？

答：《指引》关于“突击入股”规定的变化主要在两个方面：一是延长“突击入股”的认定时间标准；二是不再因“突击入股”的股份取得方式为增资扩股或股份受让而适用不同的规则。具体而言，《指引》出台前，IPO申报前6个月内进行增资扩股的，新增股份自发行人完成增资扩股工商变更登记手续之日起锁定3年；在IPO申报前6个月内从控股股东或实际控制人处受让的股份，应比照控股股东或实际控制人所持股份进行锁定（即自上市之日起锁定3年）。《指引》出台后，原则上，IPO申报前12个月内产生的新增股东无论通过增资扩股还是股份受让取得的新增股份均应自取得之日起锁定36个月。

A股IPO企业视角：《指引》最大的变化是提早了“突击入股”认定时间标准，《指引》出台前，IPO申报前第7个月至第12个月之间入股的新增股东一般只需要按照《公司法》规定就持有的新增股份自上市之日起锁定12个月；《指引》出台后，该等新增股东则需要就所持的新增股份自取得之日（工商变更登记之日）起锁定3年。但是这并非意味着锁定期1年和3年的差异。因为二者的锁定期起始日不一样。我们不妨做一次模拟测算：

“假如 PE 基金于 2020 年 12 月 1 日完成增资入股拟上市公司的工商变更登记，2021 年 6 月 2 日提交 IPO 申请，参考最近一年 A 股 IPO 审核速度，假设受理、审核、上会、注册、发行上市的全部流程耗时 13 个月，则拟上市公司于 2022 年 7 月 2 日顺利发行上市。那么，按照旧规（见下文定义），PE 基金锁定期为 2022 年 7 月 2 日至 2023 年 7 月 1 日；而按照《指引》，PE 基金锁定期为 2020 年 12 月 1 日至 2023 年 11 月 30 日。此时，《指引》项下 PE 基金仅需多锁定 5 个月，若 PE 基金入股时间提早，锁定期差异将继续缩小。”

PE 基金视角：自科创板、创业板相继注册制改革后，A 股 IPO 于 2020 年的通过率创下近 10 年新高¹。在某种意义上，这也催生了 PE 基金的 Pre-IPO 投资热。而《指引》出台后，“突击入股”认定的时间标准由 IPO 申报前 6 个月延长至 12 个月，由于部分 PE 基金基于此锁定期延长，其退出期也随之延长，可能会在一定程度上给 Pre-IPO 投资热降温。同时也提醒 PE 基金投资时应更多地依赖于对企业的长期价值判断能力，并避免短期套利的投机行为。

问题 2：如 IPO 申报前 6 个月内，新增股东从控股股东、实际控制人处受让股份，则该等新增股份是按照《指引》自取得之日起锁定 36 个月，还是按照旧规自上市之日起锁定 3 年？

答：若新增股东在 IPO 申报前 6 个月内从控股股东、实际控制人处受让股份，则该等新增股份应适用更严的锁定期要求即自上市之日起锁定 3 年。

A 股 IPO 企业视角：如上交所和深交所于 2021 年 2 月 7 日分别在各自官网发布的《上交所 / 深交所新闻发言人就申请首发上市企业股东信息披露监管答记者问》（合称“《IPO 股东信息披露新规答记者问》”）所述：“如新增股东从控股股东、实际控制人处受让股份，需遵循证监会和交易所关于控股股东、实际控制人持有股份锁定要求的其他规定”，并结合 IPO 实践经验，我们理解，目前仍然有效的《首发业务若干问题解答（2020 修订）》《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》《深圳证券交易所创业板股票首次公开发行上市审核问答》（合称“旧规”）与《指引》就“突击入股”方面的规定并非绝对替代关系，而应按照从新兼从严的原则进行适用。

PE 基金视角：新规出台时，部分业内人士认为，根据新规，IPO 申报前 12 个月内新增股东一律应承诺所持新增股份自取得之日起锁定 36 个月，这意味着在 IPO 申报前 6 个月内从控股股东、实际控制人处受让的新增股份锁定 36 个月的起算点从旧规的“自上市之日”提早至新规的“自取得之日”，特定情形下，反而缩短了 PE 基金的锁定期。但事实上，《IPO 股东信息披露新规答记者问》已否定了上述观点。因此，为了减少锁定期对投资退出时间的影响进而间接影响基金的内部收益率（IRR），我们建议 PE 基金避免在 IPO 申报前 6 个月内从控股股东、实际控制人处受让股份。

问题 3：若新增股东在 IPO 申报前 12 个月内通过受让老股的方式取得股份，则该等行为是否属于“突击入股”？

答：《指引》虽未明确新增股东取得新增股份的方式，但从防止监管套利的立法目的看，我们理解，问题 3 所述行为属于“突击入股”。而且，《IPO 股东信息披露新规答记者问》中已明确提及《指引》将申报前 12 个月内产生的新增股东认定为“突击入股”，且股份取得方式包括增资扩股和股份受让。

A 股 IPO 企业视角：根据《指引》，发行人提交申请前 12 个月内新增股东应当承诺所持新增股份自取得之日起 36 个月内不得转让。我们理解，虽然受让的老股相对于拟上市公司而言非新增股份，但此处“新增股份”不应狭义地理解为拟上市公司的新增股份，而应理解为新增股东的新增股份。

¹ 王琳、文多、朱万平：“2020 年 IPO 深度盘点：过会企业、过会率创 10 年新高，中部崛起效应凸显”，<http://www.nbd.com.cn/>，最后访问日期 2021 年 2 月 15 日。

PE 基金视角：实践中，PE 基金投资时，采取“增资 + 受让老股”的方式不在少数。《指引》出台前，在临近上市前受让非实际控制人、控股股东持有的老股，一般只需自上市之日起锁定 12 个月，但是《指引》出台后，则新增股份需要自其取得之日起锁定 36 个月。

问题 4：若原有股东在 IPO 申报前 12 个月内通过增资扩股的方式取得新增股份，该等行为是否属于“突击入股”？

答：按照文义解释的方法，《指引》将“突击入股”的主体定义为“发行人提交申请前 12 个月内新增股东”，并未明确包括原有股东。但是，从《指引》立法目的以及目前 IPO 监管趋势看，上述行为仍然可能被认定为“突击入股”。此外，如问题 1 所述，按照仍然有效的旧规，IPO 申报前 6 个月内进行增资扩股的，新增股份自发行人完成增资扩股工商变更登记之日起锁定 3 年，此处并未区分新增股东还是原有股东，因此，问题 4 所述行为与该等情形重合部分理论上会被认定为“突击入股”。

A 股 IPO 企业视角：《指引》出台正值 A 股 IPO 审核趋严之际，且《指引》有防止资本无序扩张，防止监管套利之目的，若将问题 4 所述行为排除在“突击入股”范畴之外，可能不符合立法目的。此外，实践中，股东所持股份基于不同来源或入股时间的不同而分段锁定也不在少数，因此，我们理解原有股东需就“突击入股”时间段取得的新增股份锁定 36 个月。

PE 基金视角：实践中，PE 基金对同一标的公司进行数轮投资也较为常见，换言之，PE 基金在 Pre-IPO 轮投资时可能是以原有股东的身份进行追加投资，若按照《指引》文义解释，则无需锁定 36 个月，似乎不符合监管逻辑。因此，PE 基金应审慎选择投资方式并适时投资，避免根据《指引》的文义解释断然认定原有股东不属于“突击入股”主体而认为无需锁定 36 个月，但实践中 PE 基金所持股份的锁定期可以分段处理，即就突击入股时间段取得的新增股份自取得之日起锁定 36 个月，其余部分自上市之日起锁定 12 个月，当然我们亦不排除实践中监管部门持不同观点。

问题 5：在认定是否属于“突击入股”时，新增股东入股时间点的判断标准如何确定？

答：实践中，一般以新增股东入股行为完成相应的工商变更登记之日作为新增股东入股时间点。²但是，对于股份公司而言，实践中，股份转让很可能无需办理工商变更登记，此时，我们理解应以新增股东成为拟上市公司的股东之日为准，一般为股东名册所载之日。鉴于《指引》并未明确新增股东入股时间点的判断标准，我们不排除实践中对此持不同观点。

A 股 IPO 企业视角：《指引》并未明确新增股东入股时间点的判断标准，但在实践中，多数 IPO 案例按照入股之工商变更登记时间点为准。

PE 基金视角：实践中，PE 基金投资时，完成入股行为的工商变更登记可能作为投资款支付的先决条件或交割后事项，我们理解基于入股时间点一般以完成工商变更登记之日为准，PE 基金应在交易文件中严格约束公司及相关方办理或配合办理工商变更登记手续，避免出现因工商变更登记拖延而落入“突击入股”时间段。

² 旧规曾明确规定：股份锁定方面，申报前 6 个月内进行增资扩股的，新增股份的持有人应当承诺：新增股份自发行人完成增资扩股工商变更登记之日起锁定 3 年。

问题 6：IPO 申报前 12 个月内，因股权激励而产生的新增股东，其新增股份是否需要自取得之日起锁定 36 个月？

答：虽然员工持股并非《指引》所重点约束的对象，但根据《指引》第九条的规定，股权激励并未被纳入《指引》适用的豁免情形，因此，原则上，上述新增股份应自取得之日起锁定 36 个月。但是若员工持股平台为实际控制人、控股股东及其近亲属控制的平台或新增股份系 IPO 申报前 6 个月从实际控制人或控股股东处受让所得，则新增股份应自上市之日起锁定 36 个月。

A 股 IPO 企业视角：《指引》出台后，意味着拟上市公司应更早地安排股权激励，尽量避免落入“突击入股”时间段。当然如果条件不允许，也无需过于担忧，由于锁定起算时间点不一样，实际上经模拟测算后相比《指引》出台前实际延长的锁定期并非不可接受（如上文问题 1 所述）。但是，实践中，拟上市公司在 IPO 申报前 12 个月内因股权激励产生新增股东的并不多，主要是因为临近上市前公司的 PE 估值较高，此时实施股权激励可能导致拟上市公司的净利润因股份支付而被“吞噬”。

PE 基金视角：通常情况下，标的企业高管团队及核心员工的竞争力是 PE 基金决定是否投资的重要因素之一，员工持股平台锁定期的适当延长有利于保持核心员工或高管团队的稳定性，若员工持股平台突击入股，则 PE 基金应重点关注其锁定期安排是否符合《指引》的要求，亦可以此为由要求员工持股平台依法延长锁定期。

二、股东核查问题

问题 7：除了“突击入股”之外，《指引》在股东核查方面关注要点有哪些？

答：《指引》在股东核查方面的关注要点主要包括：（1）重点关注股权代持，明文规定 IPO 申请前应依法解除股权代持；（2）强调股东适格性，明确要求就此出具专项承诺函；（3）重点关注入股交易价格明显异常的自然人股东；（4）对于入股交易价格异常且存在两层以上的 SPV 的股东，再次重申穿透核查的要求。（5）原则性地重申了金融产品类型的股东纳入监管的信息披露要求。

A 股 IPO 企业视角：IPO 实践中，上述要求大多是对现有规定的重申，而且规范的 IPO 实践操作中基本已按照上述要求落实，相比以前，《指引》在股东核查方面变化不大。

PE 基金视角：《指引》重申了股东适格性以及多层 SPV 结构股东的穿透核查要求，我们理解，这意味着 PE 基金在募集阶段（含后续募集）应更加重视对基金投资者的核查，避免该等基金投资者及其向上穿透后的投资者存在法律法规禁止持股的主体等。

三、法规适用问题

问题 8：《指引》是否适用于注册制下的科创板、创业板？

答：根据《IPO 股东信息披露新规答记者问》，《指引》应适用于各板块发行上市审核工作，包括核准制下的主板（含合并后的深交所中小板）、注册制下的科创板、创业板。

A 股 IPO 企业视角：该《指引》适用于各板块，意味着最引人注目的“突击入股”锁定期新要求并不会因发行人拟上市板块的不同而不同。因此，计划通过上市板块的选择来规避《指引》关于突击入股的新要求将无法实现。

PE 基金视角：由于《指引》同等适用于各板块发行上市，因此，我们理解，《指引》的出台原则上不会影响 PE 基金对赌时对标的企业拟上市板块的选择。

问题 9：《指引》发布日前已受理的 IPO 企业是否适用《指引》？

答：《指引》第十一条规定：“本指引自发布之日起实施。发布之日前已受理的企业不适用本指引第三项的股份锁定要求”，且沪深交易所于《IPO 股东信息披露新规答记者问》齐发声：“虽然发布之日前已受理的企业不适用《指引》新增股东的股份锁定要求，但仍需按照《指引》要求做好股东信息披露工作，保荐人应该严格按照《指引》要求进行补充核查”。我们理解，该《指引》基于企业 IPO 申报受理日，并以《指引》发布日（2021 年 2 月 5 日）为界限确定了相对的“新老划断”的原则。具体而言，《指引》发布日前已受理的 IPO 企业可不适用“突击入股”之锁定期新要求（如上文所述），但其他方面监管要求仍应适用《指引》。

A 股 IPO 企业视角：《指引》确立相对的“新老划断”原则具有一定的合理性，由于股份锁定承诺函一般于 IPO 申报前已签署且作为上市申报材料一并提交至交易所或中国证监会，对于《指引》发布日前已受理的 IPO 企业，股东重新签署股份锁定承诺函不合理且不现实；但是，除“突击入股”之外，对于《指引》中关于股份代持、股东适格性等方面的核查及股东信息披露的其他要求大部分是对原有规定的重申，且在 A 股 IPO 规范的实践操作中早已如此（一般散见于股东调查表 / 股东询证函、股东及发行人承诺函），并未实质增加中介机构的核查任务。

PE 基金视角：按照《指引》，PE 基金若属于 IPO 申报前 12 个月内但非 6 个月内产生的新股东，只要 IPO 申请已于《指引》发布日前被受理，PE 基金不会仅因《指引》被重新认定为“突击入股”，进而被要求自取得之日起锁定 36 个月。

问题 10：《指引》是否适用于新三板挂牌企业申请 A 股 IPO 或转板 A 股上市的情形？

答：就新三板挂牌企业申请 A 股 IPO 而言，根据《指引》第九条³的规定，对于发行人在新三板挂牌期间通过集合竞价、连续竞价交易方式增加的股东，即使属于发行人 IPO 申报前 12 个月内产生的新股东，也可以申请豁免《指引》的核查和股份锁定要求，包括但不限于因“突击入股”而被要求锁定 36 个月。但从字面上理解并结合现有案例⁴，对于最近一年通过除集合竞价、连续竞价交易以外的方式（如通过定增、做市交易、大宗交易、特定事项交易等）新增的股东仍需按照《指引》要求进行股东信息披露和股份锁定承诺。

此外，中国证监会于 2020 年 6 月 3 日发布的《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》（“《转板意见》”），开拓了新三板精选层挂牌公司转板至上交所科创板或深交所创业板上市（“转板 A 股上市”）的新路径。根据《转板意见》的规定，转板上市属于股票交易场所的变更，不涉及股票公开发行。我们理解，新三板精选层挂牌公司转板 A 股上市非首次公开发行股票，理论上有望不适用《指引》中关于股份锁定的要求，但有待实践进一步验证。其次，就转板 A 股上市中最近一年新增股东的信息披露是否需要按照《指引》的要求执行的问题，2021 年 7 月 23 日正式发布的《上海证券交易所科创板发行上市审核规则适用指引第 4 号——转板上市报告书内容与格式》《深圳证券交易所创业板发行上市审核业务指引第 3 号——全国中小企业股份转让系统挂牌公司向创业板转板上市报告书内容与格式》已进一步予以明确，最近一年通过集合竞价、连续竞价交易方式外取得转板公司百分之五以上股份或表决权的新增股东，应当按照中国证监会和交易所的相关规定⁵披露股东信息。

³ 《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》第九条 发行人在全国中小企业股份转让系统挂牌、境外证券交易所上市交易期间通过集合竞价、连续竞价交易方式增加的股东，以及因继承、执行法院判决或仲裁裁决、执行国家法规政策要求或由省级及以上人民政府主导取得发行人股份的股东，可以申请豁免本指引的核查和股份锁定要求。

⁴ 根据科创板上市案例奉天电子，最近一年通过股转系统大宗交易取得奉天电子股份的股东承诺以该新增股份取得之日起 36 个月或公司股票上市之日起 12 个月孰长为限，不转让或者委托他人管理，也不由公司回购该等股份。最近一年通过股转系统集合竞价方式取得奉天电子股份的股东，根据《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》第九条规定，符合申请豁免指引的核查和股份锁定要求的条件。

⁵ 我们理解相关规定包括《指引》。

A 股 IPO 企业视角：从已有案例看，不少新三板挂牌企业摘牌后再申请 A 股 IPO，我们应注意，新三板挂牌企业摘牌后新增的股东若属于发行人 IPO 申报前 12 个月内产生的新股东，仍应适用《指引》。

PE 基金视角：假如后续实践与《指引》字面解释一致，我们理解，由于精选层挂牌公司转板 A 股上市不适用《指引》，这意味着，PE 基金通过定增的方式入股精选层挂牌公司，有望不适用《指引》中关于突击入股的锁定期要求，且根据《转板意见》，在计算挂牌公司转板上市后的股份限售期时，原则上可以扣除在精选层已经限售的时间。这可能成为 PE 基金选择精选层挂牌企业转板 A 股上市作为投资退出途径的加分项。但转板 A 股上市是否适用《指引》仍有待法律法规进一步予以明确，且我们不排除实践中可能会被要求从严适用。

总结

总而言之，不可否认的是《指引》将对 A 股 IPO 以及 PE 基金投资产生一定程度的影响，但《指引》通过打击和防范“影子股东”违法违规“造富”、短期投资套利、以发行人股权进行不当利益输送等资本市场乱象，有利于提高上市公司质量，并倡导长期价值投资理念，为全面实施注册制奠定基础。

对赌协议之税务考量

董刚 刘响 陈艺婧



董刚

tony.dong@cn.kwm.com

2002年某中国乳业公司与某美国投行的投资安排被认为是中国第一例成功的对赌交易，通过精心的投资协议设计，该中国乳业公司拿到了巨额的投资，得以有效抢占市场，投资者通过对赌协议控制投资风险，并激励了管理层的业绩，达到了双赢的局面。此后对赌安排在中国资本市场投资和并购交易中逐渐被广泛采用，上市公司公告、商事案件甚至影视娱乐头条新闻中屡屡出现对赌协议及伴随的业绩承诺、业绩补偿等安排。

2019年最高人民法院在《九民纪要》中首次对对赌协议予以定义：“实践中俗称的‘对赌协议’，又称估值调整协议，是指投资方与融资方在达成股权性融资协议时，为解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称以及代理成本而设计的包含了股权回购、金钱补偿等对未来目标公司的估值进行调整的协议”。资本交易实务中对赌涉及的内容不一而足，如赌业绩、赌上市、赌增值等；参与对赌的主体不尽相同，如投资方与股东或实际控制人对赌、投资方与目标公司对赌、相关第三方参与对赌等；对赌的补偿方式也是多种多样，如股权补偿、现金补偿、股权回购等。对赌协议的商业逻辑是降低投资人对于不确定事项的顾虑，保护投资人利益，从而促进企业实现融资需求。监管部门通常抱着支持的态度，如证监会《上市公司重大资产重组管理办法》中明确提出“交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议”。

既然是对“赌”，未必都能“赌对”，几家欢乐几家愁。除了原股东/目标公司未能实现业绩承诺导致的业绩补偿/股权回购的损失，由于目前中国税法法规缺乏具体规定，对赌协议下的税务处理往往存在不确定性，甚至产生不该征税的被征税，多缴的税款无法退税等税务困境乃至引发税企争议，直接影响交易得失。

对赌协议的税务困扰往往集中在投资方或目标公司在取得业绩补偿时是否应确认收入缴税？原股东 / 实控人在支付业绩补偿时是否可以进行税前扣除？如果个人股东支付业绩补偿，其已按股权转让对价全额计算收入并缴纳的税款是否可以得到退税？问题的核心是初始投资与后期的业绩补偿在税务层面是否被认定为一个交易还是两个交易，以及税务操作层面是否有充分税务依据对取得业绩补偿的主体不予征税，对支付业绩补偿的个人给予退税。

我们结合实务经验，就对赌协议的税务考量及部分代表案例进行简要分析，希望能有所启示，助力对赌协议的交易设计更为优化，规避不必要的税务风险。

一、税务规定角度看对赌

对赌安排产生税务争议时，很多人会认为是缘于税务规定不明确，导致税务机关与纳税人对于是否应缴税及如何缴税产生不同的意见。涉及估值调整的各种安排虽然都被大家习惯统一称作对赌，但具体交易设计、交易主体、业绩承诺内容及业绩补偿方式往往存在极大差异，税务判断层面会有完全不同的交易定性及处理方式，以一份税务文件涵盖所有的对赌协议并不现实。

以大家在处理对赌税务争议时常常提到的一份文件为例：

《海南省地方税务局关于对赌协议利润补偿企业所得税相关问题的复函》（琼地税函〔2014〕198号，以下简称“198号函”）：依据《中华人民共和国企业所得税法》及《中华人民共和国企业所得税法实施条例》关于投资资产的相关规定，相关协议中取得的利润补偿可以视为对最初受让股权的定价调整，即收到利润补偿当年调整相应长期股权投资的初始投资成本。

198号函是海南省地方税务局针对特定公司在特定的对赌协议中取得的利润补偿所做的复函，能否比照适用于其他对赌安排的涉税处理，需要具体考量对赌安排的相似性。但198号函至少明确了一个实务口径，即并非所有利润补偿均需计入收入（或所得，下同）缴纳税款，符合条件的应允许做调整投资成本的处理。实际上198号文的内在逻辑，体现的对赌安排税务处理的基本判断原则，即税务处理需要依赖于商业活动的经济实质来进行判断，应结合协议文本等交易资料准确判定法律关系、商业实质，进而适用对应的税务政策。税法关于收入的规定其实有比较强的确定性，准确判定法律关系及商业实质后，应可以在是否缴纳税款问题上得出相对确定的结论。

实践中一些税务征管上的规定，也可能会对赌协议的实际履行产生一定影响，如《股权转让所得个人所得税管理办法（试行）》规定了比较明确的申报纳税时点¹，如果双方是以分期支付转让价款为基础开展对赌，则该申报纳税时点转让方是未实际取得全部转让价款的状态，但对赌协议（或条款）中一般会约定明确的转让价款总额，此时如果税务机关要求按照转让价款总额一次性缴纳税款，而转让方主张能否实际取得后期支付并不确定而认为应分期缴纳税款，则易产生税务争议。类似争议的解决或障碍的清除，同样需要以商业安排及协议约定为前提，判定应适用的税法规定。

近期，个别省市税务机关以不同形式答复了有关对赌协议有关涉税问题的询问（相关内容来源于互联网检索），可作参考：

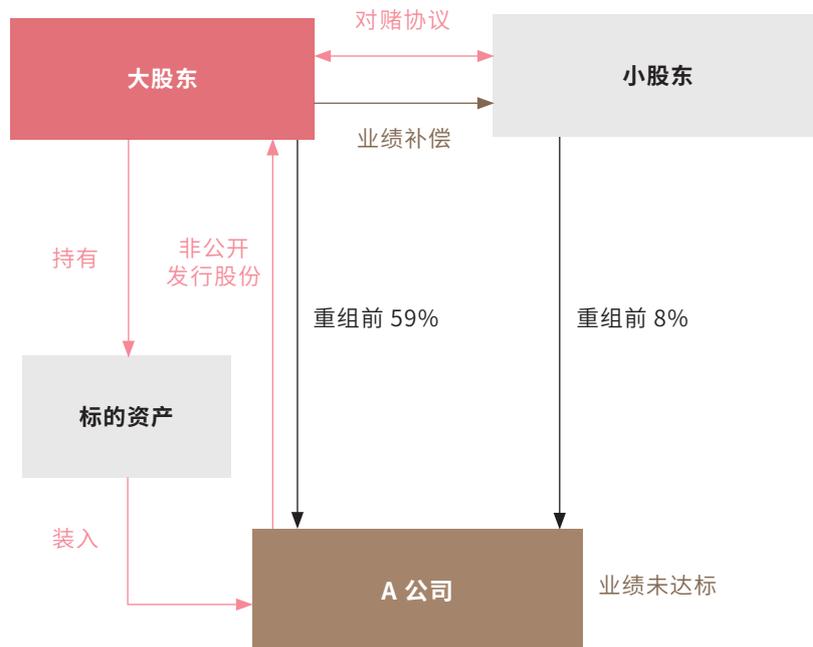
¹ 第二十条规定：具有下列情形之一的，扣缴义务人、纳税人应当依法在次月15日内向主管税务机关申报纳税：（一）受让方已支付或部分支付股权转让价款的；（二）股权转让协议已签订生效的；（三）受让方已经实际履行股东职责或者享受股东权益的；（四）国家有关部门判决、登记或公告生效的；（五）本办法第三条第四至第七项行为已完成的；（六）税务机关认定的其他有证据表明股权已发生转移的情形。

税务机关	答复起因	答复主要内容	答复日期
四川省 税务局	答复政协四川省第十二届委员会第三次会议第 0427 号提案《关于股权转让中对赌协议税收确认问题的建议》	我国企业所得税关于对赌协议的税务处理，并无直接明确的文件规范；个人所得税现行政策依据为《股权转让所得个人所得税管理办法（试行）》（国家税务总局公告 2014 年第 67 号），该办法从原则上明确了基本政策，具体操作仍需要进一步细化。2019 年，我局已就相关问题进行了调研、探讨，形成了处理该问题的观点和建议，并向国家税务总局所得税司作了专题报告。接到您的提案建议后，因省税务局没有政策解释权，我局专题研究了该问题，再次以书面形式向国家税务总局报告，提请国家税务总局商财政部研究出台政策文件。下一步，我局将坚持 税不重征也不漏征、税会处理一致的处理原则 ，推动早日解决对赌协议涉及的税收难题。	2020.7.27
福建省 税务局	12366 纳税服务平台答复询问	问：企业股权转让签订对赌协议，协议要求三年净利润不低于 3 亿，达不到要求按规定进行现金补偿，个人所得税已缴纳。现三年已过，因净利润达不到要求，要现金补偿，那么之前缴纳个人所得税部分能否申请退还？ 答：根据您提供的信息，您所述的情形没有退还个人所得税的相关政策。	2019.6.26
宁波市 税务局	12366 纳税服务平台答复询问	问：A 公司从交易对手方收购了目标公司 100% 的股权，同时签署了对赌协议，约定目标公司应在三年内实现一定利润经营目标，否则交易对手方向 A 公司支付补偿金。现因目标公司未实现利润经营目标，交易对手方向 A 公司实际支付了补偿金。请问对这部分补偿金如何确认，是否可以调整相应长期股权投资的初始投资成本？海南税务机关 2014 年 5 月 5 日《海南省地方税务局关于对赌协议利润补偿企业所得税相关问题的复函》（琼地税函〔2014〕198 号）明确，“依据《企业所得税法》及其《实施条例》关于投资资产的相关规定，对赌协议中取得的利润补偿可以视为对最初受让股权的定价调整，即收到利润补偿当年调整相应长期股权投资的初始投资成本”请问是否可以比照此规定执行？ 答：《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第五十六条规定：企业的各项资产，包括固定资产、生物资产、无形资产、长期待摊费用、投资资产、存货等，以历史成本为计税基础。前款所称历史成本，是指企业取得该项资产时实际发生的支出。宁波不执行。	2020.3.16

二、实践案例角度看对赌

实践中对赌协议林林总总，形式多样，相应的税务处理及涉税争议不一而同。我们通过两则有代表性的案例来分析对赌协议的涉税处理，并对案例特点加以简评。

案例一：

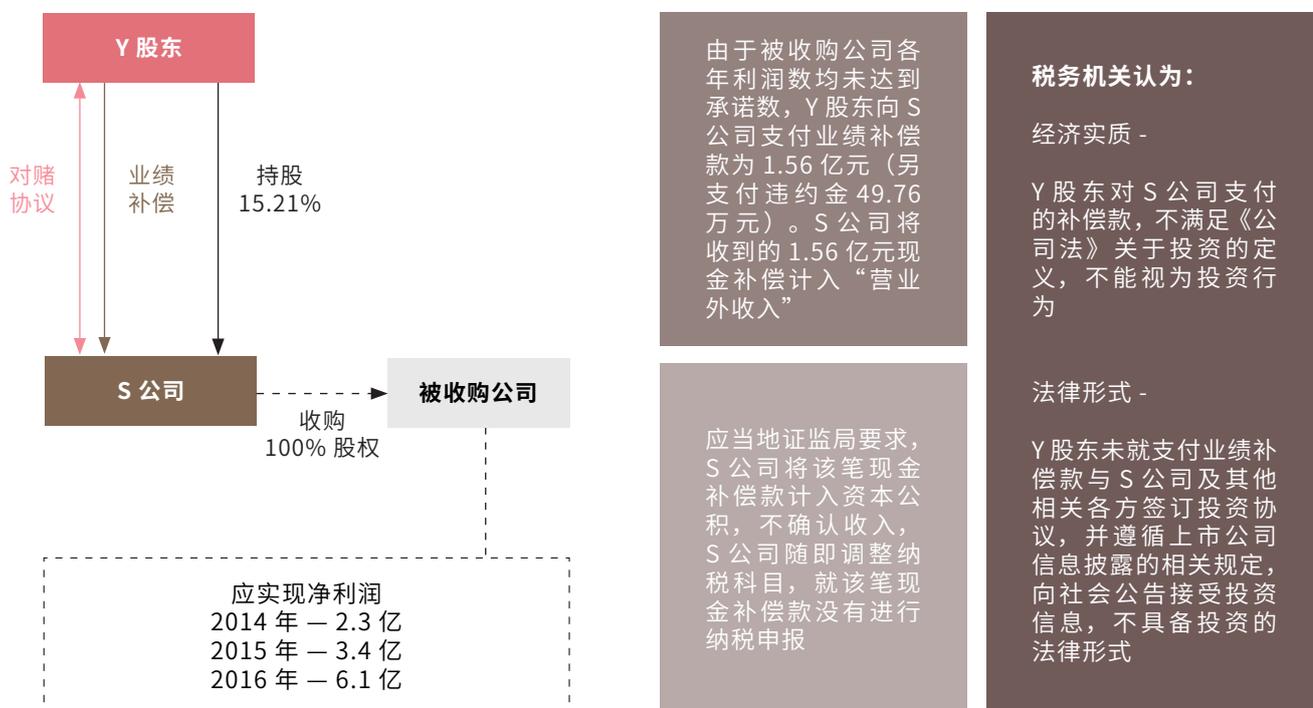


在我们实际处理的这则案例中，大股东甲与小股东乙在资产重组前对 A 公司持股比例分别为 59%、8%，经甲推动，A 公司通过向甲非公开发行股份，收购其持有的标的资产。实施资产重组后，甲持股增加至 75%，乙持股被稀释至 4%。资产重组过程中签订对赌协议，甲承诺如标的资产在相应年度内未达到承诺收益，甲将向小股东进行补偿，具体补偿方式为甲补偿股份给小股东。相应年度内承诺收益未能实现，触发补偿。甲按照相关协议约定，将承诺的股权划归小股东。业绩补偿实施后，甲持股比例修正为 62%，乙持股比例修正为 6%。

乙收到补偿后调整了投资成本，但行政机关在检查中认定基于对赌协议的增股属于无偿赠送，应纳入收入总额计算缴纳企业所得税，要求乙公司补缴税款 1.2 亿元并加收滞纳金。由于前期救济程序中行政机关坚持该认定结果，案件发展至行政诉讼阶段，被告行政机关经仔细斟酌对赌安排的细节及双方交易文件，最终认为确实存在政策不明的情况，撤回了相关处理决定，乙随之撤诉，从而避免了承担逾亿元的税务成本。

本案中，基于业绩补偿的增股与无偿赠送相比，存在本质的不同，无偿赠送中受赠人无义务、相关合同属于无偿合同等法律特征，业绩补偿中并不具备，将业绩补偿认定为无偿赠送确实存在一定可商榷之处。本案属于实践中较为少见的通过诉讼成功解决对赌税务争议问题的案例。

案例二：



在这则公开披露的案例中，Y 股东持有 S 公司 15.21% 的股权，为 S 公司的实际控制人。Y 在股东大会和董事会各项决议中带头引导收购了被收购公司 100% 的股权。在收购过程中，Y 承诺若被收购公司相应年度未完成承诺净利润，Y 将以现金补偿形式补足该承诺净利润数与实际净利润数之间的差额。最终，被收购公司利润数均未达承诺，S 收到现金业绩补偿及违约金。

S 将现金补偿计入“营业外收入”，但当地证监局认为该补偿属于股东划入资产的行为，基于该认定，S 调整科目将该笔现金补偿款计入资本公积，也就未确认收入。而 S 公司的主管税务机关做出决定，要求 S 补缴税款，其理由是 Y 支付的补偿款从经济实质及法律形式上均不能视为投资行为 Y 向 S 的投资行为。

当我们结合《九民纪要》的规定来审视本案中的业绩补偿时，会发现这种业绩补偿不能算作严格意义上的对赌，《九民纪要》中明确的对赌是投资方与融资方签订的估值调整协议，与本案的业绩补偿安排差异较大，这也是不同行政机关对于同一业绩补偿安排出现了不同的认定的潜在原因之一，因此在设计业绩补偿之初应做充分的论证并对涉税影响有足够的评估。

三、争议解决角度看对赌

因对赌协议产生的税务争议，通常会涉及税款征收，根据《税收征收管理法》、《税务行政复议规则》等规定，税款征收相关争议属于“复议前置”的范围，即纳税人对税务机关征税行为不服的，应当先向复议机关申请行政复议，而不能直接提起行政诉讼。同时，复议前置案件有“纳税前置”的要求，即纳税人必须依照税务机关根据法律、法规确定的税额、期限，先行缴纳或者解缴税款和滞纳金，或者提供相应的担保，才可以在缴清税款和滞纳金或者所提供的担保得到税务机关确认之日起 60 日内提出行政复议申请。

基于上述前置程序或条件的存在，纳税人如希望通过行政复议、行政诉讼途径解决对赌税务争议，通常需要缴清税款、滞纳金或者提供担保，而实践中部分对赌协议涉及的税款金额会十分巨大，并不排除因无力缴纳或提供担保导致救济权利无法行使的情况，因此税务因素应是对赌安排设计时应重点考虑的事项之一，否则对赌与“赌对”可能出现较大“距离”。

四、我们的建议

基于上述分析，我们在设计对赌协议时可以从以下几个方面充分考虑税务因素：

- (1) 优先考虑有投资关系的主体参与对赌。实践中对于对赌失败后取得的业绩补偿常见的处理，基本是确认收入或者调整初始投资成本两个方向，确认收入在无其他因素影响的情况下通常意味着当期需要缴纳相应的企业所得税，而调整初始投资成本则不会产生该直接影响。需要注意的是，只有进行了投资，才有可能涉及到调整初始投资成本，因此如果希望以调整初始投资成本的方式来完成收到补偿的税务处理，参与主体应满足要求。
- (2) 涉及股权转让时尽量以“做加法”的方式设计对赌，即采取分期支付转让价款的方式，一旦对赌失败，补偿的方式是剩余转让价款无需再行支付，主张不应就未实际取得的转让价款缴纳税款，得到税务机关认可的可能性更大；而一旦选择“做减法”即一次性支付转让价款、在对赌失败后部分退还，通常会在转让时被要求就全部价款缴纳税款，此种情况下对赌失败往往涉及已缴税款的退税，虽然从理论逻辑上有一定支撑，但实践中取得退税成功的难度较大，设计对赌时应谨慎选择。
- (3) 避免出现被认定为“赠送”的风险。实践中，收到业绩补偿被税务机关认为需要缴纳税款的，往往在形式上与“赠送”有一定的相似性，甚至在对赌协议中直接使用“赠送”的表述，容易引起税务机关的质疑。虽然从法律规定上看，无偿赠送与业绩补偿存在较大差异，但不当的表述及安排容易产生一定误导，徒增不必要的风险。
- (4) 主动与税务机关沟通，争取税务处理的“预先裁定”。相关交易方可以主动与主管税务机关沟通对赌协议安排，确认业绩补偿情形下涉及的税务处理方式。如有可能，尽量取得主管税务机关的认可，增强税务处理的确定性，减少交易事后的税务风险。
- (5) 提前考虑涉税风险，适当调整对赌金额。多数对赌安排涉及的金额十分巨大，因此一旦产生税务争议，潜在的补税金额也比较可观。如果双方在对赌事项商谈过程中对于潜在税务风险能够形成较为一致看法，也可以将该风险的影响适当予以量化，并在确定对赌金额时予以体现。

如果对赌失败的情况实际发生并因此产生了税务争议，我们建议可以考虑从以下几个方面入手加以解决，以最大限度维护纳税人的自身合法权益：

- (1) 充分了解税务争议的影响及应对方式。实践中曾出现过部分对赌涉税争议的案例，纳税人在初期应对阶段并未对税务争议的影响有准确的认知，重视程度有限，采取的应对方式也并不是十分有效，而在税务机关出具决定性文书后，由于缴税限期有限，导致大量应对工作被压缩至有限时间内，应对质量会受一定影响。建议增加对于涉税问题的了解，未雨绸缪，就税务处理方式及与税务机关的沟通磋商准备预案，在相关税务争议出现时可以有序应对。

- (2) 完善证据资料，充分阐述商业实质。按照实践经验，部分税务争议的产生源于税务机关对于相关业务安排的掌握的并不充分，毕竟其并非商业安排的实际参与者，只能通过相关书面资料判断业务开展情况。此种前提下，充分阐述商业实质就成为化解税务争议的重要途径，而证据材料的完善又是阐述说明的基础，应进行细致梳理、完整提交。
- (3) 充分把握复议前置案件时间节点。如上所述，因对赌安排产生的涉税争议通常为“复议前置”案件，在限期内缴清税款、滞纳金或者提供担保，才能保证行政救济权利的顺利行使，而这里的“限期”又通常是较短的时限（如 15 天），因此相关争议出现时应充分把握时间节点，以更好维护自身合法权益。

对赌协议是把“双刃剑”，一方面对于投融资交易的促进作用显而易见，另一方面，如果处理不当较易引发包括税务争议在内的各种纠纷。因此开展对赌务必综合考量商业实质、法律规定及税务实践，提高对涉税事项的重视程度，避免陷入税务困境，确保对赌能够“赌对”，未来不可错付。

国有控股 A 股上市公司股权激励政策解析

范玲莉 范启辉

党的十八大以来，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称国务院国资委）以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真贯彻落实党中央、国务院各项决策部署，扎实推进国有企业改革各项工作。积极探索国有控股上市公司实施股权激励的有效机制是国有企业改革中的重要内容。2019 年和 2020 年，国务院国资委分别出台了《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》（国资发考分规〔2019〕102 号）和《关于印发〈中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引〉的通知》（国资考分〔2020〕178 号），进一步推动和细化了中央控股上市公司实施股权激励计划工作的要求。本文对现行有效的国有控股 A 股上市公司实施股权激励计划的相关政策和要求进行梳理。



范玲莉

fanlingli@cn.kwm.com

一、国有控股 A 股上市股权激励现行有效的法律法规

现行有效的国有控股 A 股上市公司实施股权激励的主要法规政策如下：

法规名称	适用性
《上市公司股权激励管理办法》（中国证券监督管理委员会令第 148 号，以下简称《管理办法》）	普适性规定，适用于所有 A 股上市公司（包括国有控股和非国有控股企业）
《国务院国有资产监督管理委员会、财政部关于印发〈国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法〉的通知》（国资发分配〔2006〕175 号，以下简称 175 号文）	适用于中央企业和地方国有控股上市公司
《国务院国有资产监督管理委员会、财政部关于规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的通知》（国资发分配〔2008〕171 号，以下简称 171 号文）	

法规名称	适用性
《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》 (国资发考分〔2019〕102号)	适用于中央企业控股上市公司。地方国有控股上市公司优先参照所在地区相关政策实施股权激励，所在地区未出台政策的，则参照执行
《关于印发〈中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引〉的通知》(国资考分〔2020〕178号，以下简称《工作指引》)	

除前述规定外，深圳证券交易所和上海证券交易所分别制定了相关业务规则和指南，对相关上市板块的上市公司实施股权激励计划的流程和信息披露要求等相关事宜作出进一步规定，本文不作专述。

解读：

国有控股 A 股上市公司具有一定的主体特殊性，国有股东承担国有资产保值增值的责任，相关经营活动受到国资监管部门的监管。因此，除应当符合《管理办法》以及证券交易所制定的业务规则和指南规定的普适性要求外，国有控股 A 股上市公司实施股权激励还应当符合 175 号文、171 号文和《工作指引》等国资监管要求。

二、股权激励的实施方式

根据《管理办法》的规定，国有控股 A 股上市公司实施股权激励的方式包括限制性股票和股票期权，具体如下：

实施方式		具体内容
限制性股票	第一类限制性股票	激励对象按照股权激励计划规定的条件，获得的转让等部分权利受到限制的上市公司股票。
	第二类限制性股票（适用于创业板和科创板）	符合股权激励计划授予条件的激励对象，在满足相应获益条件后分次获得并登记的上市公司股票。
股票期权		上市公司授予激励对象在未来一定期限内以预先确定的条件购买上市公司一定数量股份的权利。

解读：

虽然没有在《管理办法》中体现，但实践中股票增值权是 A 股上市公司实施股权激励的一种形式。参考《国务院国有资产监督管理委员会、财政部关于印发〈国有控股上市公司（境外）实施股权激励试行办法〉的通知》（国资发分配〔2006〕8 号）第三条对股票增值权的定义，股票增值权是指上市公司授予激励对象在一定的时期和条件下，获得规定数量的股票价格上升所带来的收益的权利。股权激励对象不拥有股票的所有权，也不拥有股东表决权、配股权。一方面，在《管理办法》于 2016 年修订前，外籍员工开立 A 股账户受到限制，可能无法参与限制性股票和股票期权计划；另一方面，由于不涉及授予实际股份，股票增值权计划的实施相对便利，因此 A 股上市公司过往一般会采用股票增值权的方式向外籍员工进行激励。

根据《工作指引》第十二条的规定，股票增值权原则上适用于境内注册、发行中国香港上市外资股的上市公司（H 股公司）。因此，我们理解，国有控股 A 股上市公司原则上不能将股票增值权作为股权激励计划的实施方式。

通过公开渠道检索查询，上海市地方国企 BST（现已经更名为 DFMZ）曾于 2013 年 12 月推出过股票增值权激励计划，但由于后续实施重大资产重组，公司终止了股票增值权激励计划。湖南省地方国企 HLGT 曾于 2008 年推出过股票增值权计划，由于考核的业绩指标未能达到行权条件，HLGT 终止股票增值权激励计划。有较多 A+H 股国有控股上市公司实施股票增值权的案例（如 ZSYH、GQJT 和 NFHK 等），但该等案例中均是实施 H 股股票增值权计划，亦均未在 A 股市场实施股票增值权计划。除此之外，我们也暂未查询到其他国有控股 A 股上市公司实施股票增值权的案例。

三、上市公司的主体资格要求

要求类型	具体内容
普适性要求 （《管理办法》的 相关规定）	上市公司不存在以下情形： 1. 最近一个会计年度财务会计报告被注册会计师出具否定意见或者无法表示意见的审计报告； 2. 最近一个会计年度财务报告内部控制被注册会计师出具否定意见或无法表示意见的审计报告； 3. 上市后最近 36 个月内出现过未按法律法规、公司章程、公开承诺进行利润分配的情形； 4. 法律法规规定不得实行股权激励的； 5. 中国证监会认定的其他情形。

要求类型	具体内容
针对国有控股上市公司的特别要求 (175号文和《工作指引》的相关规定) ¹	<ol style="list-style-type: none"> 1. 公司治理规范，股东大会、董事会、监事会、经理层组织健全，职责明确。股东大会选举和更换董事的制度健全，董事会选聘、考核、激励高级管理人员的职权到位； 2. 外部董事（包括独立董事）人数应当达到董事会成员的半数以上。薪酬与考核委员会全部由外部董事组成，薪酬与考核委员会制度健全，议事规则完善，运行规范； 3. 基础管理制度规范，内部控制制度健全，三项制度改革到位，建立了符合市场竞争要求的管理人员能上能下、员工能进能出、收入能增能减的劳动用工、业绩考核、薪酬福利制度体系； 4. 发展战略明确，资产质量和财务状况良好，经营业绩稳健；近三年无财务会计、收入分配和薪酬管理等方面的违法违规行； 5. 健全与激励机制对称的经济责任审计、信息披露、延期支付、追索扣回等约束机制； 6. 证券监督管理机构规定的其他条件。

解读：

根据175号文和《工作指引》，外部董事是指由非上市公司员工等外部人员担任的董事。外部董事不在公司担任除董事和董事会专门委员会有关职务外的其他职务，不负责执行层的事务，与其担任董事的公司不存在可能影响其公正履行外部董事职务的关系。因此，在计算外部董事数量时，控股股东委派其员工到上市公司担任董事的，一般被视为外部董事。但是，如前述人员参与上市公司股权激励的，则不被视为外部董事（详见下述第四部分第1点的解读）。因此，国有控股A股上市公司应当谨慎考虑选取激励对象，避免因激励对象的选取不当导致上市公司不符合实施股权激励的主体资格要求。

四、激励对象的要求

要求类型	具体内容
普适性要求 (《管理办法》的相关规定)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 激励对象可以包括上市公司的董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员，以及公司认为应当激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工。外籍员工任职上市公司董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员的，可以成为激励对象。 2. 存在下列情形的人员不能作为激励对象： <ol style="list-style-type: none"> (1) 独立董事和监事； (2) 单独或合计持有上市公司5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女； (3) 最近12个月内被证券交易所、中国证监会及其派出机构认定为不适当人选； (4) 最近12个月内因重大违法违规行为被中国证监会及其派出机构行政处罚或采取市场禁入措施； (5) 具有《公司法》规定的不得担任公司董事、高级管理人员情形； (6) 法律法规规定不得参与上市公司股权激励的； (7) 中国证监会认定的其他情形。

¹ 175号文与《工作指引》关于上市公司主体资格的要求基本相同，考虑到《工作指引》的颁布时间较为晚近，此处内容援引《工作指引》的相关表述。

要求类型	具体内容
针对国有控股上市公司的特别要求（175号文和《工作指引》的相关规定）	<ol style="list-style-type: none"> 1. 上市公司国有控股股东或中央企业的管理人员在上市公司担任除监事以外职务的，可以参加上市公司股权激励计划，但只能参加一家任职上市公司的股权激励计划，应当根据所任职上市公司对控股股东公司的影响程度、在上市公司担任职务的关键程度决定优先参加其中一家所任职上市公司的股权激励计划； 2. 中央和国资委党委管理的中央企业负责人不参加上市公司股权激励。市场化选聘的职业经理人可以参加任职企业的股权激励； 3. 由上市公司控股公司以外的人员担任的外部董事，暂不纳入股权激励计划。

解读：

1. 《工作指引》进一步明确了激励对象的范围，一定程度上突破了“上持下”的限制

在《工作指引》出台前，当时有效的监管规则（包括《管理办法》）并未明确说明国有控股股东委派的人员是否能够成为激励对象。并且，《国务院国有资产监督管理委员会关于规范国有企业职工持股、投资的意见》（国资发改革〔2008〕139号，以下简称139号文）第二条第（四）项规定，“……职工入股原则限于持有本企业股权……职工可投资参与本企业改制，确有必要的，也可持有上一级改制企业股权，但不得直接或间接持有本企业所出资各级子企业、参股企业及本集团公司所出资其他企业股权……”，该等规定一向被视为国有控股企业“上持下”限制的基本依据。

基于上述原因，由于控股股东委派的人员一般未与上市公司签署劳动合同，为了避免被认定为国有企业职工“上持下”的情形从而违反前述139号文的规定，部分国资监管机构在审批股权激励计划时会将控股股东委派的人员剔除。

《工作指引》一定程度上突破了前述“上持下”的限制，明确规定“上市公司国有控股股东或中央企业的管理人员在上市公司担任除监事以外职务的，可以参加上市公司股权激励计划”。但需要注意的是，《工作指引》中明确了控股股东公司员工担任的外部董事，参与上市公司股权激励的，在判断公司治理结构是否符合实施股权激励计划的要求时（即外部董事人数应当达到董事会成员的半数以上）不视为外部董事。因此，国有控股A股上市公司应当谨慎考虑选取激励对象，避免因激励对象的选取不当导致上市公司不符合实施股权激励的主体资格要求。

2. 外籍员工参加股权激励计划的问题

2006年1月1日，中国证监会发布《上市公司股权激励管理办法（试行）》（证监公司字〔2005〕151号），前述办法未明确规定外籍员工是否可以作为激励对象。而实践中，由于外籍员工无法开立证券账户，因此对其实施股权激励不具有可操作性。

2016年8月13日，中国证监会颁布《上市公司股权激励管理办法》（中国证券监督管理委员会令第126号），并废止了《上市公司股权激励管理办法（试行）》。前述规定第八条规定，“在境内工作的外籍员工任职上市公司董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员的，可以成为激励对象”，一定程度上放开了对境内工作的外籍员工的股权激励。但前述规定依然未明确在境外工作的外籍员工是否可以作为激励对象。

2018年8月15日，中国证监会进一步修订了《上市公司股权激励管理办法》。根据《管理办法》，参与股权激励的外籍员工不再限于在境内工作的员工，在境外工作的外籍员工同样被纳入可以进行股权激励的对象范围。

基于前述规则变化，上市公司的外籍员工目前可以作为激励对象参与A股上市公司的股权激励计划。

五、股权激励的标的股票来源及定价

（一）股权激励的标的股票来源

允许的标的股票来源	禁止的标的股票来源
<ol style="list-style-type: none"> 1. 向激励对象发行股份； 2. 回购本公司股份； 3. 法律、行政法规允许的其他方式。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 根据175号文的规定，不得由单一国有股股东支付或擅自无偿量化国有股权； 2. 根据《工作指引》，不得仅由国有股东等部分股东支付股份或其衍生权益；对于股票市场价格低于每股净资产或股票首次公开发行价格的，鼓励通过回购本公司股份的方式确定标的股票来源。

解读：

经检索，近期国有控股A股上市公司实施股权激励的股票来源主要为向激励对象发行股份，少数国有控股A股上市公司会回购本公司股份作为股票来源。近期部分案例情况如下：

企业名称	企业类型	实施时间	激励方式	股票来源
SGJT	地方国企	2021年4月	限制性股票	向激励对象发行股份
ZKSG	中央企业	2021年4月	限制性股票	向激励对象发行股份

企业名称	企业类型	实施时间	激励方式	股票来源
XTYY	地方国企	2021年4月	限制性股票	向激励对象发行股份
WCZD	地方国企	2021年4月	限制性股票	向激励对象发行股份
SFHJ	地方国企	2021年4月	限制性股票	向激励对象发行股份
GZfZ	地方国企	2021年4月	限制性股票	回购本公司股份
ZGJZ	中央企业	2020年9月	限制性股票	回购本公司股份

(二) 股权激励的定价

法规来源	定价要求
《管理办法》的相关规定	<p>1. 限制性股票的授予价格不得低于股票票面金额，且原则上不得低于下列价格较高者：（1）股权激励计划草案公布前1个交易日的公司股票交易均价的50%；（2）股权激励计划草案公布前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一的50%。</p> <p>【科创板、创业板特别规定】限制性股票的授予价格可以低于股权激励计划草案公布前1个交易日、20个交易日、60个交易日或者120个交易日公司股票交易均价的50%，但应当聘请独立财务顾问发表核查意见。</p> <p>2. 股票期权的行权价格不得低于股票票面金额，且原则上不得低于下列价格较高者：（1）股权激励计划草案公布前1个交易日的公司股票交易均价；（2）股权激励计划草案公布前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一。</p>
175号文和171号文的特别规定	<p>根据175号文的规定，上市公司股权的授予价格（行权价格）应当不低于下列价格较高者：（1）股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的公司标的股票收盘价；（2）股权激励计划草案摘要公布前30个交易日内的公司标的股票平均收盘价。</p> <p>后续出台的171号文第四条进一步明确国有控股上市公司实施限制性股票的价格不得低于前述价格的50%。</p>
《工作指引》的特别规定	<p>1. 股票期权的行权价格不低于公平市场价格，以及公司股票的单位面值。限制性股票的授予价格不低于公平市场价格的50%。股票公平市场价格低于每股净资产的，限制性股票授予价格不应低于公平市场价格的60%。</p> <p>【科创板特别规定】科创板上市公司实施股权激励的，授予价格可以低于公平市场价格的50%，但应当适当延长限售期及解锁期，并设置不低于公司近三年平均业绩水平或同行业对标企业75分位值水平的解锁业绩目标条件。</p> <p>2. 公平市场价格不得低于下列价格较高者：股权激励计划草案公布前1个交易日公司标的股票交易均价，股权激励计划草案公布前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司标的股票交易均价之一。</p>

六、激励规模限制

法规来源	额度限制
《管理办法》的相关规定	<ol style="list-style-type: none"> 1. 【激励数量总量限制】上市公司全部在有效期内的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的 10%。 2. 【单一对象激励数量限制】非经股东大会特别决议批准，任何一名激励对象通过全部在有效期内的股权激励计划获授的本公司股票，累计不得超过公司股本总额的 1%。 3. 【预留比例限制】上市公司在推出股权激励计划时，可以设置预留权益，预留比例不得超过本次股权激励计划拟授予权益数量的 20%。上市公司应当在股权激励计划经股东大会审议通过后 12 个月内明确预留权益的授予对象；超过 12 个月未明确激励对象的，预留权益失效。
175 号文的特别规定	<ol style="list-style-type: none"> 1. 【激励数量总量限制】在股权激励计划有效期内授予的股权总量，应结合上市公司股本规模的大小和股权激励对象的范围、股权激励水平等因素，在 0.1%-10% 之间合理确定。但上市公司全部有效的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的 10%。上市公司首次实施股权激励计划授予的股权数量原则上应控制在上市公司股本总额的 1% 以内。 2. 【单一对象激励数量限制】非经股东大会特别决议批准，任何一名激励对象通过全部在有效期内的股权激励计划获授的本公司股票，累计不得超过公司股本总额的 1%。
《工作指引》的特别规定	<ol style="list-style-type: none"> 1. 【激励数量总量限制】上市公司全部有效的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的 10%。（科创板上市公司累计不超过股本总额的 20%）。不得因实施股权激励导致国有控股股东失去实际控制权。 国有控股上市公司首次实施股权激励计划授予的股权数量原则上应控制在上市公司股本总额的 1% 以内。 国有控股上市公司中小市值上市公司及科技创新型上市公司，首次实施股权激励计划授予的权益数量占公司股本总额的比重，最高不超过公司股本总额的 3%。 上市公司连续两个完整年度内累计授予的权益数量一般在公司股本总额的 3% 以内，公司重大战略转型等特殊需要的可以适当放宽至股本总额的 5% 以内。 2. 【单一对象激励数量限制】非经股东大会特别决议批准，上市公司任何一名激励对象通过全部有效的股权激励计划获授的本公司股权，累计不得超过公司股本总额的 1%。 3. 【预留限制】上市公司需为拟市场化选聘人员设置预留权益的，预留权益数量不得超过该期股权激励计划拟授予权益数量的 20%，并在计划中就预留原因及预留权益管理规定予以说明。预留权益应当在股权激励计划经股东大会审议通过后 12 个月内明确授予对象，原则上不重复授予本期计划已获授的激励对象。超过 12 个月未明确授予对象的，预留权益失效。

解读：

经检索近期国有控股 A 股上市公司实施股权激励的案例，大部分案例设置了预留权益。部分案例情况如下：

企业名称	企业类型	实施时间	激励方式	预留情况
SGJT	地方国企	2021年4月	限制性股票	预留1,560万股，占授予限制性股票总量的12.02%
ZKSG	中央企业	2021年4月	限制性股票	预留150万股，占授予限制性股票总量的10.34%
XTYY	地方国企	2021年4月	限制性股票	预留188万股，占授予限制性股票总量的11.75%
WCZD	地方国企	2021年4月	限制性股票	预留1,249万股，占授予限制性股票总量的8.51%
SFHJ	地方国企	2021年4月	限制性股票	未预留
GZfZ	地方国企	2021年4月	限制性股票	未预留
ZGJZ	中央企业	2020年9月	限制性股票	未预留

七、激励对象预期收益水平 / 权益授予价值

法规来源	额度限制
175号文和171号文的特别规定	<p>在股权激励计划有效期内，高级管理人员个人股权激励预期收益水平，应控制在其薪酬总水平（含预期的期权或股权收益）的30%以内。高级管理人员薪酬总水平应参照国有资产监督管理机构或部门的原则规定，依据上市公司绩效考核与薪酬管理办法确定。</p> <p>在行权有效期内，激励对象股权激励收益占本期股票期权（或股票增值权）授予时薪酬总水平（含股权激励收益，下同）的最高比重，境内上市公司原则上不得超过40%。</p>
《工作指引》的特别规定	<p>董事、高级管理人员的权益授予价值，根据业绩目标确定情况，不高于授予时薪酬总水平的40%。</p> <p>管理、技术和业务骨干等其他激励对象的权益授予价值，比照上款规定，由上市公司董事会合理确定。</p> <p>股权激励对象实际获得的收益，属于投资性收益，不再设置调控上限。</p>

解读：

基于《国务院关于印发〈改革国有资本授权经营体制方案〉的通知》（国发〔2019〕9号）第三条第（一）项规定的“支持所出资企业依法合规采用股票期权、股票增值权、限制性股票、分红权、员工持股以及其他方式开展股权激励，股权激励预期收益作为投资性收入，不与其薪酬总水平挂钩”，《工作指引》将原175号文和171号文中“预期收益水平”的说法变更为“权益授予价值”，并将原属于预期收益水平范围内的授予后“实际获得的收益”单独提出来，不再设置调控上限。此外，《工作指引》还将董事、高级管理人员的权益授予价值占薪酬总水平比例从30%提高到了40%。前述修改加大了国有控股A股上市公司实施股权激励的力度、明确了相关计算依据，有利于公司吸引和留住核心人才。

八、股权激励的解除限售 / 行权安排

法规来源	解除限售 / 行权安排
175号文和171号文的特别规定	<ol style="list-style-type: none">1. 【限制性股票】 在股权激励计划有效期内，每期授予的限制性股票，其禁售期不得低于2年。禁售期满，根据股权激励计划和业绩目标完成情况确定激励对象可解锁（转让、出售）的股票数量。解锁期不得低于3年，在解锁期内原则上采取匀速解锁办法。2. 【股票期权】 行权限制期为股权自授予日（授权日）至股权生效日（可行权日）止的期限。行权限制期原则上不得少于2年，在限制期内不可以行权。 行权有效期为股权生效日至股权失效日止的期限，由上市公司根据实际确定，但不得低于3年。在行权有效期内原则上采取匀速分批行权办法。超过行权有效期的，其权利自动失效，并不可追溯行使。
《工作指引》的特别规定	<ol style="list-style-type: none">1. 【限制性股票】 应当设置限售期和解锁期，限售期自股票授予日起计算，原则上不得少于2年（24个月），在限售期内不得出售股票；限售期满可以在不少于3年的解锁期内匀速分批解除限售。2. 【股票期权】 应当设置行权限制期和行权有效期，行权限制期自权益授予日至权益生效日止，原则上不得少于2年（24个月），在限制期内不可以行使权益；行权有效期自权益生效日至权益失效日止，由上市公司根据实际确定，但不得少于3年，在行权有效期内原则上采取匀速分批生效的办法。

九、股权激励的业绩考核指标

法规来源	解除限售 / 行权安排
171号文的特别规定	<p>1. 【应建立完善的业绩考核体系和考核办法】</p> <p>上市公司实施股权激励，应建立完善的业绩考核体系和考核办法。业绩考核指标应包含反映股东回报和公司价值创造等综合性指标，如净资产收益率（ROE）、经济增加值（EVA）、每股收益等；反映公司赢利能力及市场价值等成长性指标，如净利润增长率、主营业务收入增长率、公司总市值增长率等；反映企业收益质量的指标，如主营业务利润占利润总额比重、现金营运指数等。上述三类业绩考核指标原则上至少各选一个。相关业绩考核指标的计算应符合现行会计准则等相关要求。</p> <p>2. 【股权激励授予和行使环节的业绩目标设置】</p> <p>上市公司实施股权激励，其授予和行使（指股票期权和股票增值权的行权或限制性股票的解锁，下同）环节均应设置应达到的业绩目标，业绩目标的设定应具有前瞻性和挑战性，并切实以业绩考核指标完成情况作为股权激励实施的条件。</p> <p>（1）上市公司授予激励对象股权时的业绩目标水平，应不低于公司近3年平均业绩水平及同行业（或选取的同行业境内、外对标企业，行业参照证券监管部门的行业分类标准确定，下同）平均业绩（或对标企业50分位值）水平。</p> <p>（2）上市公司激励对象行使权利时的业绩目标水平，应结合上市公司所处行业特点和自身战略发展定位，在授予时业绩水平的基础上有所提高，并不得低于公司同行业平均业绩（或对标企业75分位值）水平。凡低于同行业平均业绩（或对标企业75分位值）水平以下的不得行使。</p> <p>3. 完善上市公司股权激励对象业绩考核体系，切实将股权的授予、行使与激励对象业绩考核结果紧密挂钩，并根据业绩考核结果分档确定不同的股权行使比例。</p> <p>4. 对科技类上市公司实施股权激励的业绩指标，可以根据企业所处行业的特点及成长规律等实际情况，确定授予和行使的业绩指标及其目标水平。</p> <p>5. 对国有经济占控制地位的、关系国民经济命脉和国家安全以及依法实行专营专卖的行业，相关企业的业绩指标，应通过设定经营难度系数等方式，剔除价格调整、宏观调控等政策因素对业绩的影响。</p>

法规来源	解除限售 / 行权安排
《工作指引》的特别规定	<p>1. 【公司业绩考核指标要求】</p> <p>上市公司实施股权激励，应当建立完善的公司业绩考核体系，结合企业经营特点、发展阶段、所处行业等情况，科学设置考核指标，体现股东对公司经营发展的业绩要求和考核导向，原则上应当包含以下三类考核指标：</p> <p>(1) 反映股东回报和公司价值创造等综合性指标，如净资产收益率、总资产报酬率、净资产现金回报率（EOE）、投资资本回报率（ROIC）等。</p> <p>(2) 反映企业持续成长能力的指标，如净利润增长率、营业利润增长率、营业收入增长率、创新业务收入增长率、经济增加值增长率等。</p> <p>(3) 反映企业运营质量的指标，如经济增加值改善值（ΔEVA）、资产负债率、成本费用占收入比重、应收账款周转率、营业利润率、总资产周转率、现金营运指数等。</p> <p>中央企业主营业务上市公司，一般应当选择经济增加值（EVA）或经济增加值改善值作为考核指标。债务风险较高的企业（资产负债率超过80%），一般应当选择资产负债率作为考核指标。净利润的计算口径一般为扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润，或根据对标企业情况选择相同的口径。</p> <p>2. 【对标企业选取的要求】</p> <p>上市公司应当同时采取与自身历史业绩水平纵向比较和与境内外同行业优秀企业业绩水平横向对标方式确定业绩目标水平。</p> <p>(1) 选取的同行业企业或者对标企业，均应当在股权激励计划或者考核办法中载明所属行业范围、选择的原则与依据及对标企业名单。</p> <p>(2) 对标企业在权益授予后的考核期内原则上不调整，如因对标企业退市、主营业务发生重大变化、重大资产重组导致经营业绩发生重大变化等特殊原因需要调整的，应当由董事会审议确定，并在公告中予以披露及说明。</p> <p>3. 【股权激励各阶段的业绩目标要求】</p> <p>在权益授予和生效环节，应当与公司业绩考核指标完成情况进行挂钩。业绩目标水平的设定应当结合公司经营趋势、发展战略综合确定，并经股东大会审议通过。</p> <p>(1) 权益授予环节的业绩目标，是股权激励计划设定的分期授予权益的业绩条件，体现股东对公司持续发展的绩效考核基本要求。目标水平根据公司发展战略规划，结合计划制定时公司近三年平均业绩水平、上一年度实际业绩水平、同行业平均业绩（或者对标企业50分位值）水平合理确定。股权激励计划无分期实施安排的，可以不设置权益授予环节的业绩考核条件。</p> <p>(2) 权益生效（解锁）环节的业绩目标，是各期授予权益在生效（解锁）时的考核要求，由分期实施方案具体确定，体现股东对公司高质量发展的绩效挑战目标。目标水平应在授予时业绩目标水平的基础上有所提高，根据分期实施方案制定时公司近三年平均业绩水平、上一年度实际业绩水平、同行业平均业绩（或者对标企业75分位值）水平，结合公司经营趋势、所处行业特点及发展规律科学设置，体现前瞻性、挑战性。行业发展波动较大，难以确定业绩目标绝对值水平的，可以通过与境内外同行业优秀企业业绩水平横向对标的方式确定。</p> <p>(3) 分期实施股权激励计划的，各期实施方案设置的公司业绩指标和目标值原则上应当保持一致性、可比性，后期实施方案的公司业绩目标低于前期方案的，上市公司应当充分说明其原因与合理性。</p>

解读：

与 175 号文和 171 号文相比，《工作指引》结合近年来的市场实践进一步丰富了业绩考核指标的选择范围，增加了如经济增加值改善值 (Δ EVA)、净资产现金回报率 (EOE)、投资资本回报率 (ROIC)、应收账款周转率等，使得国有企业在考核指标设置选择上更加灵活。

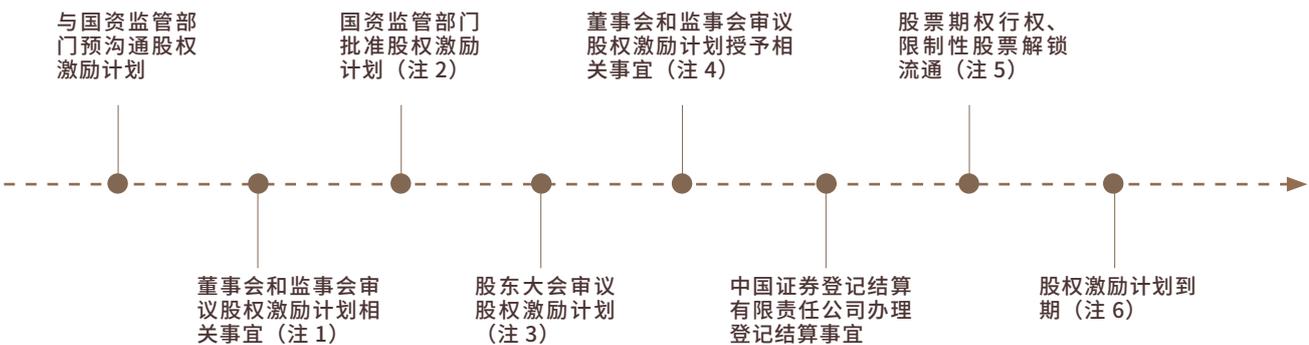
经检索近期国有控股 A 股上市公司实施股权激励的案例，相关案例选取的考核指标和对标企业情况如下：

企业名称	企业类型	实施时间	考核指标的选取	对标企业的选取
SGJT	地方 国企	2021 年 4 月	母港集装箱吞吐量、扣非加权平均净资产收益率、扣非归母净利润增长率、港口科技创新投入占比	公司以中国证监会行业分类为交通运输、仓储和邮政业 - 水上运输业公司进行同行业对标，剔除 *ST 公司，以体现对标领先理念。公司选取了 29 家公司作为对标企业
ZKSG	中央 企业	2021 年 4 月	净利润值、净利润增长率、净资产收益率、研发费用占营业收入的比例 净利润值、净利润增长率、净资产收益率应均不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值	公司属于中国证监会行业分类“制造业”门类下的“计算机、通信和其他电子设备制造业”，同行业企业为证监会“计算机、通信和其他电子设备制造业”分类下全部境内 A 股上市公司。公司选取了与公司现有及未来主营业务相关且具有一定可比性的 20 家 A 股上市公司作为公司的对标企业
XTYY	地方 国企	2021 年 4 月	营业收入复合增长率、扣非加权平均净资产收益率、主营业务收入占营业收入的比重 营业收入复合增长率、扣非加权平均净资产收益率应均不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值	根据中国证监会行业分类标准，公司属于“食品制造业”，从中选取与公司主营业务及规模具有可比性的 16 家 A 股上市公司作为对标企业
WCZD	地方 国企	2021 年 4 月	净资产收益率、经济增加值 (EVA)、利润总额、资产负债率 净资产收益率不低于对标企业 75 分位值水平	从从事批发、贸易的 A 股上市公司中选取与公司主营业务及规模具有可比性的 20 家 A 股上市公司作为公司限制性股票授予及解除限售业绩的对标企业

企业名称	企业类型	实施时间	考核指标的选取	对标企业的选取
SFHJ	地方 国企	2021年4月	净资产收益率、营业利润率、净利润增长率 净资产收益率和营业利润率不低于同行业平均水平	同行业数据取值范围为中国证监会公布的生态保护和环境治理业全口径56家企业
GZfz	地方 国企	2021年4月	扣除非经常性损益后的净资产收益率(扣非ROE)年复合增长率、扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润增长率、绿色低碳电力控制装机容量累计增长量 扣除非经常性损益后的净资产收益率(扣非ROE)年复合增长率、扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润增长率不低于行业均值或对标企业75分位	根据公司主营业务构成情况,广州发展同行业企业为中国证监会最近一次行业分类“D44电力、热力生产和供应业”与“D45燃气生产和供应业”中的全部境内A股上市公司。为体现对标先进的原则,在计算同行业业绩时,剔除*ST公司。根据公司主营业务构成、未来发展方向等实际情况,选取16家上市公司,作为公司的对标企业
ZGJZ	中央 企业	2020年9月	净资产收益率、净利润复合增长率、经济增加值(EVA) 净资产收益率和净利润复合增长率不低于同行业平均业绩(或者分别不低于对标企业75分位值和50分位值)水平	对标企业从A股建筑上市公司中,选取综合实力、盈利能力、资产规模等方面排名领先的企业,同时考虑业务相似性、可比性和稳定性,剔除变动幅度异常的企业

十、国有控股A股上市公司实施股权激励的示意性流程

国有控股A股上市公司实施股权激励计划的一般性示意性流程如下:



注 1：《管理办法》第三十四条规定，“上市公司实行股权激励，董事会应当依法对股权激励计划草案作出决议，拟作为激励对象的董事或与其存在关联关系的董事应当回避表决……”。根据前述规定，关联董事在审议股权激励计划时应当回避表决。

注 2：根据《工作指引》第七十条规定，中央企业控股上市公司实施股权激励计划应当在董事会审议通过后，报中央企业集团公司审核同意、国务院国资委 / 财政部批复。公司应当在股东大会审议股权激励计划前取得中央企业集团公司、国资委同意。地方国有控股上市公司实施股权激励计划按照地方国有资产监督管理的要求履行审批程序。

注 3：《管理办法》第四十一条规定，“……上市公司股东大会审议股权激励计划时，拟为激励对象的股东或者与激励对象存在关联关系的股东，应当回避表决”。根据前述规定，关联股东在审议股权激励计划时应当回避表决。

注 4：上市公司应在股东大会审议通过之日起 60 日内完成授予相关事宜。

注 5：股票期权授权日至股票期权行权期首个可行权日之间的时间不少于 2 年。限制性股票自授予日起计算限售期，原则上不得少于 2 年，在限售期内不得出售股票。

注 6：股权激励计划有效期最长不得超过 10 年。

股权激励纠纷的案件定性之争及对审判规则的影响

梁燕玲 方正



梁燕玲

linda.liang@cn.kwm.com

近年来，“股票期权”、“限制性股票”、“虚拟股份计划”的字样越来越普遍地成为许多公司治理体系中常被提起的话题。公司通过股权激励计划实现对员工的激励与约束，增强企业对于员工的吸引力。但与此同时，若不能恰当防范员工离职后与公司产生股权激励相关纠纷的风险，股权激励反而会对企业的商业利益产生不利影响。

司法实践中，法院对于股权激励的案件定性存在不同观点。一种观点认为股权激励下的纠纷，属于劳动争议纠纷。而另一种观点则认为，股权激励纠纷是平等主体之间的一般商事纠纷。在不同的案件定性下，对应的司法程序不同，适用法律不同，举证责任不同。因此，了解股权激励纠纷的案件定性及相应的审判规则对于合理实施股权激励计划具有必要性。本文将根据目前司法实践中的典型案例，与读者探讨有关股权激励纠纷案件定性的不同司法观点及其对审判规则的影响。

观点一：股权激励下的纠纷为劳动争议纠纷

第一种观点认为，劳动关系的存在是股权激励存在的前提，无法脱离劳动关系本身去讨论股权激励争议下的权利与义务。员工在股权激励计划所获得的收益，是基于员工与公司之间存在劳动关系而产生的，在性质上与劳动合同的履行与解除紧密相关。因此，股权激励纠纷应被定性为劳动争议纠纷。

以2017年深圳市中级人民法院的某科技公司等与文某劳动争议案为例。该案中，员工因公司在劳动合同解除后将限制性股票注销，而发生争议。员工要求公司按其限制性股票被注销当日价格支付回购款。

深圳市中级人民法院在认定该案件性质时，主要考虑了如下的因素：

- (1) 劳动者能够获得大幅低于市场价格的股权激励款项，是基于其与公司的长期劳动关系。这体现了劳动关系中用人单位对劳动者基于身份关系及劳动成果予以奖励的特征。

(2) 公司授予员工限制性股票的目的是希望获得股票激励的员工能够继续为公司服务且需要员工满足公司的绩效考核。这体现了用人单位对于劳动者激励管理的劳动关系特征。

(3) 同时，公司的股票激励计划中列明，如激励对象在绩效考核期间存在触犯法律违反职业道德，渎职等行为，则限制性股票不得解锁。这体现了劳动关系中用人单位对劳动者约束管理的典型特征。

类似地，在 2018 年北京市海淀区人民法院的某科技公司与刘某某的劳动争议案件中，北京市海淀区人民法院认为股权激励款项的获得是基于与公司的劳动关系，从而认定该案应属劳动争议受案范围。在 2018 年上海市普陀区人民法院的某互联网公司与张某某的劳动合同纠纷的案件中，上海市普陀区法院认为期权的问题系双方履行劳动权利义务的过程中引发，是劳动合同纠纷涉及的内容，因此案件应被定性为劳动合同纠纷。

由此可见，存在如下情形时，股权激励计划有更大可能被法院认定为劳动争议的受案范围：

- (1) 股权激励计划具有与劳动合同的履行密不可分的特性；
- (2) 明确股权激励下的收益是基于劳动关系而产生的劳动报酬的一部分；
- (3) 股权激励协议本身与劳动者的考评、绩效等有紧密联系，体现了劳动关系中福利或奖励的特征。

观点二：股权激励计划下的纠纷属于商事纠纷

另外一种观点认为，股权激励产生的争议与劳动争议相比，具有显著独立性。劳动法规与商事法规的立法目的及调整机制不同，虽然被激励对象的身份为劳动者，但其与公司的法律关系涉及到多个法律部门。按照商事纠纷处理，更有利于此类案件的正确审理。

以北京市朝阳区人民法院 2019 年的某信息服务公司

等与王某股权转让纠纷为例。该案中，员工在劳动关系终止后，拒绝按照股权激励协议的约定转让持有的剩余股份及向公司支付相关补偿金。

法院在认定该案件性质时，主要考虑了如下的因素：

- (1) 公司的股权激励并非面向全体劳动者，而是针对部分对公司的发展能够做出特殊贡献的人士。因此，股权激励关系与劳动关系的法律关系主体有所差异；
- (2) 员工在获得股票期权时支付的对价，已超越了劳动合同中约定的更高质量的劳动，是管理能力等能够与普通劳动给付区别的其他生产因素。因此，股权激励关系与劳动关系的法律客体有明显不同；
- (3) 劳动者在案件中与公司签署的股权激励协议，除行权条件上与劳动关系相关外，并未体现其他与劳动关系相关联的内容。因此，股权激励关系与劳动关系的权利义务不同；
- (4) 公司与员工签订股权激励协议是基于当事人的意思自治，而非任何劳动法相关法律。因此，股权激励关系与劳动关系建立的法律依据不同。

类似地，在广东省高级人民法院 2019 年的某制造业公司与胡某合同纠纷中，员工因违反股权激励协议约定加入竞争公司，而与公司产生纠纷。广东省高级人民法院认为，该股权激励计划的签订主体是高级管理人员，其普通劳动者身份相对弱化，该案件不应作为劳动争议纠纷处理。在 2017 年上海市第一中级人民法院的某咨询服务公司与李某某劳动合同纠纷案件中，上海市第一中级人民法院认为股票期权款项并非基于劳动关系而产生的争议，因此不属于劳动争议的受案范围。

由此可见，存在如下情形时，股权激励计划有更大可能被法院认定为商事纠纷的受案范围：1) 股权激励下的权利义务与劳动合同履行的权利义务有显著差异且仅有较小的关联性；2) 股权激励的参与者并非全体员工，而是

普通劳动者身份相对弱化的高级管理人员；3) 股权激励本身基于员工自愿参与的意思自治，而非劳动关系及或劳动法相关法律规定。

股权激励纠纷被定性为劳动争议或商事纠纷，审判规则有何差异？

若案件被定性为劳动争议，根据劳动争议案件的程序规则，案件需首先经由劳动人事争议仲裁委员会仲裁，再由法院进行审理。同时，劳动争议的仲裁及诉讼费用极低，因此员工无需过多成本便可较为容易提起仲裁或诉讼。虽然劳动争议一般意义上适用“谁主张谁举证”的原则，但根据相关法律规定，若与争议相关的证据属于用人单位掌握管理的，用人单位不提供，需承担不利后果。最后，劳动法相关法律规定要求公司规章制度具有有效的民主公示程序且公司免除自己的法定责任、排除劳动者权利的劳动合同条款，可能被法院认定为无效。因此，公司与员工在股权激励协议下约定的退出机制及违约责任等，可能被法院认定为无效或无法作为审判依据。

若案件被定性为商事纠纷，该案件无需经过劳动人事争议仲裁委员会仲裁，可由法院直接受理。同时，商事纠纷的诉讼费用依标的额收取，显著高于劳动争议的诉讼费用，员工具有更高的诉讼成本。在商事纠纷下，举证规则为“谁主张谁举证”。并且，公司与员工之间签订的股权协议在发生争议时，其审判规则将受到意思自治原则的保护。员工在非正常离职后，其股权权利变更、违约责任等条款可能得到法院支持而非被认定为无效。

股权激励纠纷案件定性之争下，企业如何设计股权激励？

在劳动者与公司发生股权激励纠纷的案件中，基于劳动法相关法律规定对于劳动者的保护，劳动者往往会优先选择将案件作为劳动争议提起诉讼。而用人单位，则往往希望法院将股权激励案件作为商事案件审理。在设计股权激励计划时，公司在不影响股权激励制度目的的情况下，可考虑如下方面：

(1) 尽可能淡化股权激励与劳动关系的关联，审慎将股权激励明确与绩效、考评等挂钩；

(2) 明确参与股权激励计划的员工范围，将股权激励计划的参与对象与普通劳动者有所区分；

(3) 在规章制度或股权协议中将股权激励定性为员工自愿参与的特殊项目，而非劳动报酬的组成部分。

但与此同时，每个公司具有不同的内部情况且以不同视角和目的设计及推行股权激励计划。股权激励的类型多种多样，劳动者与公司签订的相关协议及支付的对价也各不相同。并且，法律规定及司法实践尚未给股权激励纠纷的案件定性提供明确答案，不同的事实情况及影响因素会导致法院持有不同的观点。因此，我们建议公司结合自身实际情况及股权激励计划的设立目的，充分考虑股权激励中存在的风险。通过严谨地设计和推行激励方案，实现股权激励计划的价值和目的。

科创企业与 知识产权



初创企业不可忽视的法律风险

——知识产权行政执法的应对秘籍

何放 张斯玮 王志南



何放

fang.he@cn.kwm.com

在企业初创阶段，创始人们通常都着眼于企业本身的起步和运转。尽管对于公司可能涉及的法律风险略有认知，但大多还是局限于合同、税务等领域。往往在企业高速发展的过程中，由于资金、技术等方面的限制，忽视了知识产权侵权背后蕴藏的巨大风险。特别是，许多初创企业在不经意间便遭遇了知识产权行政执法，并因此受到了难以预料的处罚和损失，这对于一个刚刚起步和孵化的企业而言无疑是致命的打击。因此，我们期望本文能够帮助初创企业及其创始人们认识知识产权行政执法及其相应的法律后果，并且对初创企业能够采取哪些措施加以应对提供参考。

一、知识产权行政执法是什么？

知识产权是当今企业开展竞争的重要因素，权利人可能采取民事诉讼、行政投诉等多种方式维护自己的合法权益。知识产权行政执法便指的是相关执法机构依职权或根据当事人的举报或投诉对知识产权侵权行为进行查处。相较于民事诉讼而言，知识产权行政执法通常程序相对简单、查处更为迅速，办案期限、决定期限均比较短。企业往往会在事先不知情的情况下，直接面临行政执法机构上门查处的情况。此时，企业如何能最大限度地降低直接行政查处给企业带来的风险，以及如何争取到更多的缓冲时间、联系办案律师，就显得尤为重要了。

首先，作为初创企业，应对不同类型知识产权的执法机构及执法权限有最基本的了解：

（一）专利行政查处

专利行政执法机构主要是国家知识产权局和各地方的知识产权局。其中，国家知识产权局负责指导专利执法工作，指导地方知识产权争议处理、

维权援助和纠纷调处，各地方知识产权局则负责具体处理专利侵权纠纷、查处假冒他人专利和冒充专利的行为。但需要注意的是，专利行政执法中实际负责查处行动的机构在不同地区可能有所不同，需要具体案件具体确认。

根据2021年6月1日起实施的新《专利法》第69条、《专利行政执法办法》第38-40条等规定，负责专利执法的部门根据已经取得的证据对涉嫌假冒专利行为进行查处时，有权采取询问当事人、现场检查、查阅及复制与涉嫌违法行为有关的发票、合同等资料、检查相关产品并实施查封、扣押等措施，在其中，当事人对于询问及现场检查，应当予以协助、配合，不得拒绝、阻挠。

（二）著作权行政查处

著作权侵权案件行政查处一般由国家版权局以及地方人民政府享有著作权行政执法权的有关部门进行。其中，国家版权局可以查处在全国有重大影响的违法行为，以及认为应当由其查处的其他违法行为。地方著作权行政管理部门负责查处本辖区发生的违法行为，如上海市文化和旅游局执法总队负责查处上海市范围内计算机软件著作权侵权相关的行政执法案件。

与专利行政查处案件类似，在著作权行政查处案件中，《著作权法》第55条、《著作权行政处罚实施办法》第16条同样规定了执法机构可采取询问、现场检查、查阅及复制、查封或扣押等措施，同时对涉案企业规定了协助、配合的义务。

（三）商标行政查处

较为特别的是，在商标行政查处案件中，侵犯注册商标专用权的行为一般由地方工商行政管理部门（如市场监督管理局）依法进行查处。但需注意的是，各地实际进行查处和执法的机构可能有所不同，需根据具体案件具体询问和确认。例如，上海市浦东新区知识产权局系于2014年11月16日设立的集专利、商标、版权行政管理和综合执法职能于一身的全国首家单独设立的知识产权局，于2015年1月1日正式运行，上海市浦东新区知识产权局就直接承接上海市相关部门下放的部分专利、版权管理和执法事权，实现专利、商标和版权的集中管理和综合执法。

此外，还值得关注的是针对涉及驰名商标保护的商标行政案件，在行政机关的级别方面的要求有所不同。依据《国家知识产权局关于加强查处商标违法案件中驰名商标保护相关工作的通知》第一条规定，涉及驰名商标保护的商标行政案件应由市（地、州）级以上知识产权管理部门（以下简称立案机关）管辖。

与著作权及专利不同，商标专用权的行政保护方面，目前在很大程度上还是被动保护，即商标权利人或利害关系人发现侵权行为后向工商行政管理部门投诉请求查处。根据我国《商标法》第62条的规定，县级以上工商行政管理部门根据已经取得的违法嫌疑证据或者举报，对涉嫌侵犯他人注册商标专用权的行为进行查处时，可以行使询问、查询复制资料、检查现场、检查物品、查封或扣押物品等职权。另外，具体地区的市场监督管理局可能还会对商标行政查处中的权力内容和处理流程进行细化规定。

二、如何应对知识产权行政查处？

在对知识产权行政查处有一定初步认知后，一旦初创企业真实面临相应查处危机时，又可以采取哪些措施去应对，从而降低企业因此面临的法律风险呢？

在相关知识产权行政查处案件发生后，初创企业应第一时间联系企业法务、办案律师，将查处情况、来访人员等重要信息立即进行告知，而不是自己盲目应对，待走投无路后才寻求法律专业人士的帮助。

时间就是金钱，学会运用法律框架内的手段及自身权利为律师争取更多的缓冲时间，对于案件的最后结果起着重要的作用。初创企业在尽快联系企业法务、办案律师的同时，可以通过要求执法人员出示执法证件、要求核查行政举报人的身份合法性、举报知识产权内容的真实性及有效性等措施，为专业法律人士到场支持争取更多的时间。但是，需要注意的是，此举重点在于为现场查处赢得缓冲时间并尽快通知办案律师，但对于行政执法人员的要求应尽量协助、配合，依法如实反映情况，不拒绝、不阻挠。

在公司负责人、或法务、或律师已到场的情况下，在对相关事项有较大把握时，可以及时进行陈述与申辩，并在必要时可以要求听证，以最大程度地保障企业自身的权

利，而不是在稀里糊涂的情况下输了纠纷、吃了处罚。

此外，初创企业可以要求并合理利用相应答辩期限（例如专利查处为 15 日、上海商标查处的处罚告知书申辩期限为 3 日等），在此期间尽快咨询专业知识产权律师，在获取相应建议的基础上和律师形成合理、具体的应对策略，同时利用该期限完成内部自查、比对等工作。

与此同时，对于调解机制等平和手段的利用也可以避免对初创企业的品牌形象和声誉造成过大负面影响，也有利于快速解决侵权纠纷。例如《专利行政执法办法》在第三章中明确规定了专利纠纷的调解程序，如果企业在进行自查和检索后发现自身的产品确系侵权产品或利用了侵权技术，则可以根据侵权情况和商业需求考虑与举报人（专利权人）和解或调解，这实际上是法律对于调解、和解等手段的鼓励和支持。

突如其来的知识产权行政执法在一定程度上会使得初创企业陷入手足无措的境地。但我们相信，在掌握上述流程和技巧后，一定能帮助初创企业及其创始人们以更加平和的心态应对，同时尽最大可能减少相应损失，为初创企业顺利过渡、最终平稳茁壮成长保驾护航。

应对科创属性“4+5” 详解科研成果转化

张逸瑞 黄晓雪 吴之洲

一、应对科创属性“4+5”：研发人员管理策略

2021年4月16日晚上，证监会发布《关于修改〈科创属性评价指引（试行）〉的决定》，新《指引》自发布之日起实施。《科创属性评价指引（试行）》公布于2020年3月20日，明确将“3+5”的常规指标和例外条款成为判断企业科创属性的核心内容。企业如同时满足3项常规指标，即可认为具有科创属性；如不同时满足3项常规指标，但是满足5项例外条款的任意1项，也可认为具有科创属性。

近13个月之后，证监会对《指引》作了重大修订，主要的修订内容有两点：

- “4+5”：研发人员占当年员工总数的比例不低于10%。该内容增加之后，原本的“3+5”调整为“4+5”；
- 负面清单：明确限制金融科技、模式创新企业在科创板上市。禁止房地产和主要从事金融、投资类业务的企业在科创板上市。

修订之后，科创属性的评价指标如下：



张逸瑞

zhangyirui@cn.kwm.com



黄晓雪

huangxiaoxue@cn.kwm.com

“4+5”之“4”：

一般企业需同时满足 4 项标准

1 研发投入

最近三年研发投入占营业收入比例 5% 以上；或
最近三年研发投入金额累计在 6000 万元以上

2 发明专利

形成主营业务收入的发明专利 5 项以上
* 软件行业不适用，研发投入占比应在 10% 以上



3 研发人员

研发人员占当年员工总数的比例不低于 10%

4 营业收入

最近三年营业收入复合增长率达到 20%；或最近一年营业收入金额达到 3 亿元
* 上市标准五不适用：预计市值不低于人民币 40 亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。

“4+5”之“5”：

科技创新能力突出企业不受上述指标限制
但应满足 5 项特殊指标之一

技术领先	发行人拥有的核心技术经国家主管部门认定具有国际领先、引领作用或者对于国家战略具有重大意义
重要奖项	发行人或核心科技人员获得国家科技进步奖、国家自然科学奖、国家技术发明奖并将相关技术运用于公司主营业务
重大项目	发行人独立或者牵头承担与主营业务和核心技术相关的“国家重大科技专项”项目
进口替代	发行人依靠核心技术形成的主要产品（服务），属于国家鼓励、支持和推动的关键设备、关键产品、关键零部件、关键材料等，并实现了进口替代
多项专利	形成核心技术和主营业务收入的发明专利（含国防专利）合计 50 项以上

负面清单：限制金融科技、模式创新企业在科创板上市。禁止房地产和主要从事金融、投资类业务的企业在科创板上市。

中国证监会有关部门负责人介绍，“新增研发人员占比超过 10% 的常规指标，充分体现科技人才在创新中的核心作用，修改后科创属性评价指标将由原来的‘3+5’变为‘4+5’”。证监会发行部副主任李维友表示，此举意在进一步强化科创板姓“科”的定位。

科研人员确实是科创板企业“科”的重要体现，针对科研人员的要求也是针对科创板企业提出的专门的要求。在过往的科创板相关规定中，主要针对科创板企业的“核心技术人员”提出了相关要求，例如：

- 《科创板股票发行上市审核问答》（上证发〔2019〕29号）第6问：“申请在科创板上市的企业，应当根据企业生产经营需要和相关人员对企业生产经营发挥的实际作用，确定核心技术人员范围，并在招股说明书中披露认定情况和认定依据”。“原则上，核心技术人员通常包括公司技术负责人、研发负责人、研发部门主要成员、主要知识产权和非专利技术的发明人或设计人、主要技术标准的起草者等。”
- 《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第12条第（二）项：“发行人核心技术人员稳定，最近2年内核心技术人员没有发生重大不利变化。”

我们在《核心技术人员：颜值还是研制》¹一文中对核心技术人员的标准进行了解析。

而本次《科创属性评价指引（试行）》的修改将相关要求所针对的对象从核心技术人员扩展到“研发人员”，突出了研发人员对于科创企业的重要性。加强对研发人员的管理应当被提升到科创企业管理的重要日程中。

以下，结合我们的经验，就研发人员管理可以着手的几个要点展开讨论：

通常而言，对于研发人员的管理需要从人员关系、内部制度、外部合作三个维度展开，结合劳动管理合规、科技成果转化合规、知识产权保护等诸多因素进行考量，形成一揽子综合解决方案。

（一）人员关系

研发人员基于其“研发”背景，往往会存在较为特殊的岗位/职位情况，企业可以考虑对所有研发人员进行梳理，根据其各自不同的背景形成相应的劳动人事、知识产权管理方面的文件。常见的需要进行定制化考量的研发人员通常有以下几类：

1. 科技成果转化项目涉及的研发人员

科技成果转化的背景下，高校、科研院所等单位（以下简称“科研院所”）的专业技术人员/科研人员很有可能会有兼职或在职创办企业、离岗创业等较为特殊的任职情况。该等情况下：

- 针对知识产权的问题，该等研发人员和科研院所的劳动关系很有可能依然会保留，且相关人员展开科研工作本身可能同时涉及科研院所和所在企业两方面的资源，因此，一方面，科研院所对于研发的投入应当获得相应的权益；另一方面，企业也需要独立自主的知识产权，因为需要重点关注职务发明的知识产权权属等问题，综合各方的权益形成平衡的解决方案。

¹ https://mp.weixin.qq.com/s/_XxNKd5InaaJlB0xXNGP8w

- 针对劳动管理的问题，科研院所需要对该等任职安排综合事业单位管理要求、科技成果转化的相关要求等形成明确的制度化体系，至少应当明确书面申请、单位公示等程序要求；该等任职期间出现正式离职等特殊情况的处理方式；相关人员在原单位参加职称评审和岗位晋升的合理方式；以及工龄计算、退休安排等细节问题，切实做到特殊情况有章可循。

2. 特殊群体

研发人员中，可能还存在一些特殊群体。倘若该等人员计划自主创业或者科创企业招聘该等特殊群体，需要针对不同的情况进行定制化的安排，例如：

- **担任领导职务：**对于在科研院所担任领导职务的科研人员，其本身的兼职可能就由于相关规定而受到限制，部分地区的法规可能会要求相关人员辞去领导职务才可以在职创业或离岗创业。
- **涉密、特殊岗位：**倘若涉密、特殊岗位的专业技术人员离岗创业的，需要遵守按照国家和省相关规定执行。
- **博士后科研工作站：**部分科创企业中可能还设立有博士后科研流动站或博士后科研工作站，招收获得博士学位的优秀青年，在站内从事一定时期科学研究工作的制度。对于博士后人员，一方面，《博士后管理工作规定》（国人部发〔2006〕149号）等相关规定对于博士后的在站时间、薪资与社保等都有较为明确的规定，科创企业在指定博士后工作站相关规定时应当遵守该等规定；另一方面，博士后是较为典型的“双跨”人员，科创企业应当对于该等人员的科研成果权属和其所在的科研院校进行明确的约定。

（二）内部制度

对于科研人员的管理制度，通常需要结合劳动合规、知识产权等方面进行综合考量，同时还需要结合科创企业本身的人事管理制度等进行因地制宜的安排，确保相关制度可以真正落地执行。通常而言，科研人员的管理制度应当重点围绕两个方面展开，其一是常规的劳动人事类制度，应当重点关注其中涉及知识产权的相关规定；其二是商业秘密管理相关制度，区别于其他知识产权管理制度，商业秘密的管理需要紧密围绕科研人员进行²。我们建议科创企业关于科研人员管理的制度至少需要涵盖下述几个方面：

1. 劳动人事相关

- **入职前调查：**对于拟入职的科研人员，人事部门应当形成较为完备的体系，对相关人员在前任雇主的情况进行充分调查，确认是否存在签署知识产权协议、保密协议、竞业禁止协议等情形，为规避侵犯前任雇主相关知识产权提供参考。
- **劳动合同：**与科研人员签署的劳动合同需要格外注意关于知识产权归属、保密等条款，确保企业对于科研人员形成的技术成果具有充分的控制力。
- **保密和知识产权协议：**对于已签署劳动合同但尚未约定知识产权归属、保密等事项的科研人员，或有必要针对专门的科研项目另行确认知识产权归属等事宜时，企业应当与相关人员签署保密和知识产权协议。

² 参见《决胜商业秘密》系列文章，<https://mp.weixin.qq.com/s/2fafqJan-KCrAjl41amMw>；<https://mp.weixin.qq.com/s/2h80-YRJur1cVGRIGfB3pQ>；<https://mp.weixin.qq.com/s/m4y-QXKVhJgLu-PntzXNFw>；<https://mp.weixin.qq.com/s/3UQywXVWsJ2KSO0RoeB3mw>。

- **竞业限制协议：**针对在企业中担任重要研发职位或解除企业核心商业秘密的人员，企业可以考虑与该等人员签署竞业限制协议，以避免其离职后为竞争对手提供服务。
- **职务发明奖励报酬办法：**对科研人员形成的职务发明，建议形成一套完整的奖励报酬办法。一方面，明确相关奖励报酬的具体数额以及发放条件、程序；另一方面，确保科研人员在领取职务发明奖励报酬的同时与公司签署书面确认文件，明确相关发明的权属。
- **离职交接流程：**在科研人员离职前，人事部门应当依照相应流程，通过访谈、查询等方式，对科研人员的工作情况、形成的技术成果等予以梳理，并确认相应材料均已交接，避免离职人员携带涉密或其他不宜带出的文件 / 材料离岗。

2. 商业秘密相关

- **商业秘密管理办法：**针对企业整体的商业秘密管理工作，建议形成一项《商业秘密管理办法》作为提纲挈领的制度依凭。
- **商业秘密密级管理办法：**在完成商业秘密涉密文件梳理后，另一项重要的工作是对不同的秘密根据重要性划分密级，使得保密工作详略有度，避免相关规则过度繁琐或不够严格。
- **其他：**对于商业秘密属于高风险的企业，可以考虑形成更为细化的商业秘密管理制度，例如，基于对涉密文件进行识别和梳理的目的，形成一套标准明确统一的《研发项目涉密文件重要性评价表》将有助于提高商业秘密的识别和梳理效率；在对企业涉密文件完成梳理后，可以考虑进一步形成《文件流转和访问权限设置表》，对具体文件的流转和访问权限予以规定；在企业形成初步的商业秘密制度后，还可以形成一套相对全面的《技术秘密管控措施自查清单》，进而可以定期对自身保密体系进行复查以查漏补缺等。

（三）外部合作

区别于其他企业，科创企业在技术领域的外部合作更为活跃，特别是在着力推进产学研用一体化发展的过程中，越来越多的企业开始更为深入的融入到和科研院所或其他科创企业的联合研发、技术许可、技术转让等各种模式的技术合作中。越来越多的科创企业已经充分意识到应当在该等合作中关注知识产权的权益分配，意识到在充分了解了背景知识产权、前景知识产权、改进等各类知识产权的重要性之后，还应当针对各类知识产权所涉及的研发、商用化等相关权益进行拆解并行使符合各方商业意图的方案。然而，外部合作的过程中各方人员有更多的机会互相交流、互相接触到其他各方的相关资源，因此在对知识产权本身进行管理的同时，针对科研人员所涉及的事项同样进行明确也至关重要。

以科创企业和科研院所的合作为例，通常需要关注下述事项：

- **签署主体：**合作协议是和科研院所签署还是仅仅和其科研团队来签署？倘若仅仅和科研团队签署，由于科研团队本身往往是科研院所的在员工，其所形成的发明往往属于科研院所的职务发明，很有可能其本身并不能够决策合作过程中相关知识产权权属；

- **科研院所程序合规：**通常而言，科研院所针对和企业的合作都有较为全面的制度，例如上述提及的针对**兼职或在职创办企业、离岗创业**等的规定，部分科技成果转化相对较为成熟的科研院所针对其科研人员担任企业的首席科学家等也有较为细化的规定。在和科研院所进行合作的过程中，应当确保相关科研人员针对其合作已经根据科研院所的要求完成了相应的程序 / 审批；
- **合作技术的范围：**科创企业和科研院校的合作往往针对某个特定领域展开。但在合作的同时，同样的科研人员很有可能同时在科研院所进行关联领域的其他研究。该等情况下，划清合作技术范围的同时，科创企业也可以考虑针对该等关联技术争取一定的优先权，从而提前锁定将来更为长远的合作；
- **技术投资人的角色定位：**科技成果转化项目中，区别于财务投资人的寻求最终退出或战略投资人的“一路相随”，科研院所及其科研人员所承担的“技术投资人”这一角色承载了较为特殊的意义，尽管是技术的“策源方”，但往往科研院所并不旨在“一路相随”，并且在这一问题上科研院所本身和其科研人员的“初心”很有可能存在较大的差异。

二、科技成果转化：从专利权属谈起

随着产学研用的推进，出现了越来越多源自于高校或者研究院的研发团队孵化的科技型企业，同时，也有部分科技类企业在发展过程中，为了提升研发能力而和高校或者研究院合作。就产学研用项目本身而言，能够让企业借助高校或者研究院（“产学研合作单位”）的专业科研能力，打造核心知识成果的同时也有助于培养科研人才，对于提升企业的科技创新能力可谓立竿见影。然而，随着企业的不断发展壮大。在后续应对投资人甚至向着 IPO 方向冲刺的时候，产学研合作或许比想象的要更加复杂一些，相关知识产权的独立性、核心技术人员的稳定性等都会成为资本化进程中被重点关注的话题。

以下围绕科创板的相关规定和问询示例，对专利权属规划的问题展开讨论，从而帮助企业在早期就做好相应的筹划工作。

科创板规定和问询示例部分相关规定：《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第十二条要求：公司不存在主要资产、核心技术、商标等的重大权属纠纷，重大偿债风险，重大担保、诉讼、仲裁等或有事项，经营环境已经或者将要发生重大变化等对持续经营有重大不利影响的事项。

问询示例 1：LAN 科技案例的问询中，上交所明确要求公司补充披露：“与 Intel、清华大学合作研发的情况，包括合作研发的具体模式、合同签署、主要协议约定、研发主要项目、研发成果、研发成果所有权归属、相关利益安排等，合作研发成果是否属于公司的核心技术、该等合作研发成果与公司产品的对应关系，对公司生产经营的重要程度”。

问询实例 2：B 公司的问询案例中，上交所要求公司说明：公司核心技术对于其与 J 校共有专利是否存在依赖，公司持续经营能力是否依赖于共有专利或相关单位；共有专利事项是否存在纠纷或潜在纠纷。

自测要点：对于产学研项目中形成的核心技术，其具体来源及形成过程？公司是否拥有核心专利的所有权？公司获取该等核心技术是否存在依赖第三方技术的情况？倘若和产学研合作单位之间存在专利许可，是否存在重大不利变化的风险？公司与产学研合作单位是否存在潜在纠纷？

实际问题解析：对于企业而言，最为安全稳妥的做法是在产学研的协议中明确约定产学研所形成的知识产权全部归企业所独有。然而通常情况下，产学研合作单位很难同意由企业完全独享所有的专利，从目前已经申报科创板的企业来看，专利共有的情况普遍存在，例如 B 公司案例中，其即与 J 校共有 1 项中国发明专利。

对此，可以考虑的策略是在可能的情况下，将企业的专利进行归类，对于会对企业生产经营产生较大影响的核心专利，尽可能的和相关产学研合作单位进行协商，从而获得相关专利的全部权属；对于其余非核心专利，也考虑共有或独占许可等安排。

一旦存在共有的安排，一方面，合作协议中关于知识产权的安排就要分外小心，必须确保公司作为共有人之一对于相关专利商业化运作的控制权；另一方面，可能还需要产学研合作单位出具相关文件，证明相关专利权属清晰且无纠纷。专利共有的情况下，作为公司创始人应当注意的要点如下：

- **核心专利**

合作协议层面，公司可以要求对产学研过程中所产生的专利进行划分，争取享有核心专利的全部权益。该等划分可以从多个维度考虑，例如可以将合作形成的专利分为偏基础研究类和应用类，对于企业的生产运营而言，应用类的专利可能更为重要；再如可以根据所形成的专利的不同应用领域进行划分，对于和公司主营业务密切相关的领域所涉及的专利，争取全部的权益。

需要特别注意的是，仅仅享有核心专利本身的全部权益很可能保障程度还不够，例如，倘若核心专利是在产学研合作单位享有权益的专利基础上所形成的，则对于产学研合作单位享有权益的基础专利，至少还应当要求一项永久许可的权利。

- **共有中的独占许可**

共有的情况下，一方面应当确保公司对于专利权益的处置，例如明确约定公司有权优先受让共有人享有的所有权份额；未经被许可方同意，共有人不得实施专利，或向他人许可或转让专利。另一方面，公司应当确保对于共有专利的独占实施权，确保独家享有对于共有专利进行商业化运作并获取相关收益的权利，当然产学研合作方可以享有合理的经济补偿。

需要注意的是，对于共有中的独占实施，其具体的许可时间、许可收费、共有方与公司的收益分成等都有可能上交易所关注的要点，因此在相关协议中都应当进行合理的安排从而避免阻碍 IPO 的进程。

- **高校 / 研究院保留权利**

共有的情况下，产学研合作方一般会希望对合作所形成的专利继续用于学术领域，因此通常也应当保留产学研合作方仅为非盈利的科研、学术研究目的无偿使用该等相关共有专利的权利，但同时也应当明确产学研合作方不得将共有专利用于任何商业推广或许可第三方使用。

- 无争议证明

核心技术本身在权属等方面是否存在纠纷也是资本化进程中监管部门关注的要点之一。产学研模式下，可以考虑要求产学研合作单位出具相关确认函，证明公司就共有专利的使用及收益权未受到限制，如 LONG 科技案例中 P 校就出具了《证明》，确认相关共有知识产权是公司在“市场经营过程中独立研发形成”，作为共有权利人，P 校同意公司“及其全资或控股企业过去和未来均可在营业范围内无偿使用该等知识产权并享有全部收益”。实践中，较为切实可行的方式是在产学研合作的初期即将相关确认函作为合作协议的附件，在合作初期就安排签署从而降低后续 IPO 进程中操作的难度。

对于面向科创板进行冲刺的企业，为了解决产学研过程中关于知识产权权属安排的一系列问题，很有可能需要在 IPO 之前很短的时间内对相关知识产权进行一揽子安排，从而解决核心技术的权属、独立性问题。在存在产学研合作单位的情况下，该等操作既要符合产学研合作单位本身的规定，同时根据产学研合作单位具体的情况，还有可能需要符合教育部等其直属主管部门的要求。

三、科技成果转化：转化全链条

对于产学研项目，产学研合作单位可能很难在合作初期即同意由企业完全独享合作项目所产生的专利，因此较为常见的做法是合作项目形成技术成果后由产学研合作单位与企业共同申请专利。然而，随着相关业务的不断发展，商业化运营对于知识产权独立性的要求不断提升，特别是，IPO 的过程中，证监会对于上市企业核心无形资产的独立性、完整性方面均有严格的要求，在 IPO 之前将产学研项下的专利从共有转变为企业所独有，从而确保拥有专利完整独立的处置权是解决该等问题捷径。

通往这条捷径的策略通常有两种，(1) 成果转让：由企业直接从产学研合作单位受让共有专利的共有份额；(2) 作价投资：由产学研合作单位与企业新设一家公司，将共有专利以无形资产出资的方式完全注入新公司，由新公司独立运营。然而，产学研合作单位往往为事业单位，其转让专利的程序合规要求较高，无论采取上述哪一种解题思路，都免不了遇到以下三个问题：

- 资产评估

对于成果转让，根据原有《事业单位国有资产管理办法》(2017 年修正)和《教育部直属高等学校国有资产管理暂行办法》(2012 年)的相关规定，事业单位在进行资产的转让前需要进行评估手续。在过往上市企业的案例中，不乏明确表明完成了相关评估手续的案例，例如停车企业 W 公司就在其 IPO 进程中明确表示，在 2011 年自某高校受让共有专利时履行了资产评估手续。

但需要注意的是，今年 3 月份财政部对《事业单位国有资产管理暂行办法》进行了修订，修改后的第 39 条规定：“国家设立的研究开发机构、高等院校将其持有的科技成果转让、许可或者作价投资给非国有全资企业的，由单位自主决定是否进行资产评估”。在财政部 10 月 11 日发布的《关于进一步加大授权力度促进科技成果转化的通知》(“《授权通知》”)中又对此进行了重申。该等规定似乎是对仅涉及成果转让的情形开了一道口子，将是否需要进行评估的决定权交给了部分特定的事业单位自身。

对于作价投资，现行《公司法》(2018年修正)第27条明确规定：“对作为出资的非货币财产应当评估作价，核实财产，不得高估或者低估作价。法律、行政法规对评估作价有规定的，从其规定。”因此，一般而言，在将技术成果作价投资的情况下，先行评估还是必不可少，《事业单位国有资产管理暂行办法》作为部门规章，可能还是难以突破。

• 审批 / 备案

实践中，大部分的产学研合作单位都有相应的主管部门，在进行成果转让及作价投资时是否需要履行主管部门的相关审批备案程序也是通常所关注的焦点。

例如，对于高校而言，《教育部直属高等学校国有资产管理暂行办法》(2012年)第33条规定：“货币性资产以外的其他资产处置事项，一次性处置单位价值或批量价值在500万元以下的，由高校审批后10个工作日内将审批文件及相关资料报教育部备案，教育部审核汇总后报财政部备案；一次性处置单位价值或批量价值在500万元以上(含500万元)至800万元以下的，由高校审核后报教育部审批，教育部审批后报财政部备案；一次性处置单位价值或批量价值在800万元以上(含800万元)的，由高校审核后报教育部审核，教育部审核后报财政部审批。”

在上述提及的停车企业W公司的案例中，某高校即向教育部报批了共有专利转让相关事项并取得了教育部同意共有专利转让的批复。

值得注意的是，国务院2016年发布的《实施〈中华人民共和国促进科技成果转化法〉若干规定》中规定：“国家设立的研究开发机构、高等院校对其持有的科技成果，可以自主决定转让、许可或者作价投资，除涉及国家秘密、国家安全外，不需审批或者备案”，此外，今年3月财政部修改的《事业单位国有资产管理暂行办法》第56条亦规定：“国家设立的研究开发机构、高等院校对其持有的科技成果，可以自主决定转让、许可或者作价投资，不需报主管部门、财政部门审批或者备案”，而在《授权通知》中则进一步规定：“中央级研究开发机构、高等院校对持有的科技成果，可以自主决定转让、许可或者作价投资，除涉及国家秘密、国家安全及关键核心技术外，不需报主管部门和财政部审批或者备案”。该等规定似乎也将科技成果转化的指挥棒交给了部分特定的产学研合作单位自身。尽管如此，现阶段对于主管部门审批 / 备案提出规定的规定尚未全部失效或修改，建议企业和产学研合作单位充分沟通，或者共同向主管部门进行事先的咨询较为稳妥。

• 进场交易

进场交易，即转让行为是否需要在产权交易所公开进行是涉及国有资产 / 产权相关交易都需要考虑的问题，例如，上述提及的停车企业W案例中，某高校即被教育部要求通过产权交易中心挂牌转让共有专利。

但伴随着2015年《促进科技成果转化法》的修改，现行的《促进科技成果转化法》第18条规定，产学研合作单位在进行成果转移时应当通过协议定价、在技术交易市场挂牌交易、拍卖等方式确定价格。通过协议定价的，应当在本单位公示科技成果名称和拟交易价格。从该等规定来看，选择以“协议定价 + 公示”的方式进行而不进场交易应该也是可行的策略之一。

需要注意的是，对于上述提及的评估以及进场交易问题，尽管对于技术成果的处置行为可能无需评估 / 进场交易，但相关规定仅限于“科技成果转化”的情形，倘若涉及“科技成果转化”之外的其他情形，则依然可能需要进行进场交易。例如，对于学校通过科技成果转化而获得的股权，《教育部关于积极发展、规范管理高校科技产业的指导意见》规定：“高校资产公司对外投资及转让企业股权，应严格依照国家法律法规和有关规定，履行评估、审批、备案等手续。转让企业中的国有股权，需进入国家认可的国有产权交易场所依法交易，防止国有资产流失。”不过，我们也注意到，在此次发布的《授权通知》中，财政部规定：“授权中央级研究开发机构、高等院校的主管部门办理科技成果作价投资形成国有股权的转让、无偿划转或者对外投资等管理事项，不需报财政部审批或者备案。纳入国有资本投资运营公司集中统一监管的，公司要按照科技成果转化授权要求，简化科技成果作价投资形成的国有股权管理决策程序，积极支持科技成果转化和科技创新。”因此，对于科技成果作价入股所形成的股权的处置流程，未来也有可能会有进一步“简政放权”的动作。

四、科技成果转化破解卡脖子问题破解：在职科技人员如何参与科技成果转化？

尽管知识产权安排是科技成果转化过程中的核心问题，却绝非科技成果转化的全部。

站在企业（即事实成果转化的市场化主体，“转化企业”）的角度来看，高校和科研院所等科学技术研究开发机构（“科研机构”）所形成的科技成果大多并非“即插即用”的产业化方案；相反地，这些科技成果往往需要一个“从象牙塔到生产线”的转化过程。对于这些转化企业而言，取得科技成果的知识产权仅仅是万里长征的第一步，而在这科技成果的漫漫转化之路中，发挥主要作用的很有可能是同时在科研机构任职的科学技术人员（“科技人员”）。

作为“象牙塔”和“生产线”之间的桥梁，科技人员的工作需要同时涉及科研机构与转化企业两端，因此，在科技人员与科研机构业已形成的人事关系的基础上，如何综合考虑职务发明带来的权属分配、如何令科技人员取得与其劳动成果相匹配的奖励报酬等各项因素，构建合规的“科技人员——转化企业”工作模式就成为了科技成果转化过程中的痛点和难点。结合当前的立法实践以及以往经历的科技成果转化项目经验，我们试图对上述问题的现存模式进行初步的梳理和探讨。

（一）科技人员参与科技成果转化的 N 种模式

从人事关系的角度，人社部在 2017 年颁布的《关于支持和鼓励事业单位专业技术人员创新创业的指导意见》（人社部规〔2017〕4 号，“《指导意见》”）中明确了科技人员赴转化企业参与科技成果转化的几种具体模式。根据《指导意见》，在参与科技成果转化时，结合科技人员所属单位、转化企业以及科技人员自身的情况，可以考虑适用以下几种模式：

- 到企业挂职或者参与项目合作

具体而言，“到企业挂职”或者“参与项目合作”是指：科研机构按照创新创业要求和与其业务领域相近转化企业的需求，与转化企业合作建立科技创新及转化平台和机制，选派和鼓励符合条件的科技人员到转化企业挂职或参与项目合作。

无论是“到转化企业挂职”还是“参与项目合作”，在这两种模式中，科技人员均只保留与所属科研机构的人

事关系，并未与转化企业形成直接的劳动关系，其前往转化企业参与科技成果转化工作的行为是基于所属科研机构的任命或指派。因此，在实践中该等模式往往体现为一种“两层级”的法律关系，即：

- (1) 转化企业与科研机构间针对任命 / 指派科技人员参与转化、技术成果知识产权归属等事宜达成一致协议；
- (2) 科研机构与科技人员之间就任命 / 指派参与科技成果转化事宜 (例如挂职 / 合作期间的工作内容、工作期限、考核标准、工资待遇以及知识产权归属等) 达成一致协议。

在合作期满后，各方可就后续事宜进一步协商。根据《指导意见》，“合作期满，(专业技术人员)应返回原单位……所从事工作确未结束的，三方协商一致可以续签协议。专业技术人员与企业协商一致，自愿流动到企业工作的，事业单位应当及时与其解除聘用合同并办理相关手续”。

关于“到企业挂职”或者“参与项目合作”模式：

优：从劳动 / 人事关系的角度来看，科技人员与转化企业之间的合作是间接的、有限的。对科研机构而言，在该等模式中处于主导地位，相关风险亦较为可控。

劣：对于转化企业而言，需要重点考虑如何在该等模式下确保对于合作过程中所取得的知识产权的自主权益，特别是对于科研机构而言，在占主导地位的情况下，往往很难同意将合作成果的全部知识产权由转化企业独自享有。因此，如何综合各方的需求要素，在与科研机构签署的协议中对于转化企业经营所必须的知识产权的权属分配等进行合适的安排，既保障科研机构的利益，又尽量避免对于转化企业知识产权资产独立性、核心技术人员稳定性的不利影响至关重要。

• 兼职或者在职创办企业

“兼职”、“在职创办企业”是指：在科研机构任职的科技人员，在履行本单位岗位职责、完成本职工作的前提下，利用本人及其所在团队的科技成果，在业余时间到与本单位业务领域相近的企事业单位、社会组织等机构兼职，或是在职创办企业。

采用上述“兼职”或者“在职创办企业”模式的科技人员同时与科研机构和转化企业存在劳动 / 人事关系，且科研机构对该科技人员在转化企业的兼职予以认可。然而，该等认可是有前提的，根据《指导意见》，科技人员应当：

- (1) 提出书面申请，取得科研机构同意；
- (2) 保证履行科研机构的岗位职责、完成本职工作；
- (3) 将兼职和 / 或在职创办企业情况在科研机构内部进行公示；
- (4) 与科研机构约定兼职期限、保密、知识产权保护等事项，创业项目涉及知识产权、科研成果的，科研机构、科技人员及企业可订立协议，明确权益分配等内容。

党政领导干部人员的兼职或在职创办企业会受到更为严格的限制。例如，教育部于2015年6月29日颁布的《关于进一步规范和加强直属高等学校所属企业国有资产管理的若干意见（教财〔2015〕6号）》第13条明确规定“高校领导干部不得在所属企业兼职（任职）。现职和不担任现职但未办理退（离）休手续的党政领导干部不得在所属企业兼职（任职）。对辞去公职或者退（离）休党政领导干部到企业兼职（任职）的，要按照中组部有关规范党政领导干部在企业兼职（任职）的规定执行”。

除了法律法规以及党内纪律外，科研机构内部也会对拟兼职或者在职创办企业的人员设置一系列具体规则或指标，以确保其兼职和/或创办企业的行为不会对本职工作造成不利影响，例如：

科研机构	制度名称	制度内容
浙江大学	《关于教师从事科技成果转化工作管理暂行办法》（2017年8月1日印发）	兼职教师应服从所在学院（系）的管理，自觉完成单位安排的教学科研及其他工作任务。在学校规定的工作日内，一个长学期内平均每周用于兼职的时间不超过1个工作日。
清华大学	《清华大学教职工校外兼职活动管理规定》（2018年6月28日印发）	从事校外兼职应由本人申报，经所在二级单位审核同意，报人事处审批。原则上不得在企业担任法定代表人、董事长、经理、财务负责人、执行董事等重要职务，不得作为企业的实际控制人。兼职时间原则上每周不超过一天，全年累计不超过二十二天。
复旦大学	《复旦大学关于教职工校外兼职及离岗创业的暂行规定》（2019年12月9日印发）	教学科研岗位教师校外兼职一般不得占用工作时间，因特殊情况需要占用工作时间的，每周不得超过1个工作日。教学科研岗位之外的教职工，校外兼职不得占用工作时间。

关于兼职或者在职创办企业模式：

优：总体而言，在“兼职”或者“在职创办企业”模式下，科技人员取得了一定自主参与科技成果转化工作的空间。

劣：相较于本职工作，科技成果转化相关工作则受制于法律法规、党内纪律以及科研机构内部规则的诸多限制。对于转化企业而言，科技人员有限的投入很可能难以满足转化企业对于科技成果转化的实质需求，特别是在转化企业需要融资发展的情况下，市场化的投资人往往将核心科技人员作为转化企业的“骨干力量”，对于核心科技人员对转化企业的投入度往往会提出较高的要求，这与科研机构对于“兼职”或者“在职创办企业”的规定存在较为直接的矛盾，如何在保障科技人员继续致力于科研机构内部的基础科研工作的同时确保其对于转化企业相关技术的投入度是一道需要攻关的课题。

• 离岗创业

“离岗创业”是指：科研机构的科技人员，携带科研项目和成果，离岗创办科技型企业，或是到企业开展创新创业工作，离岗创业期限一般为3年，因特殊需要或可延长，但一般不超过6年。

某种角度而言，离岗创业模式为科技人员的创新创业建立了托底机制，在离岗创业期间，其仍然保留在科研机构的人事关系，一旦创业不成功，科技人员还可以选择返回原单位。但是，相较于兼职或者在职创办企业，离岗创业通常需要经历科研机构内部更为严格的审核，确保全过程符合科研机构对于科技成果转化的相关要求。

例如，《复旦大学关于教职工校外兼职及离岗创业的暂行规定》规定：“申请离岗创业的教职工，应当首先按照《复旦大学科技成果转化管理办法》的规定与学校订立科技成果转化合同，确定转化方案，明确收益分配等内容。合同订立后，书面提出离岗创业申请，所在单位综合考虑申请人正在承担的教学、科研、研究生培养等各项任务后决定是否同意。所在单位同意的，应对申请人承担的教学、科研、研究生培养等各项任务进行妥善安排。所在单位同意后，提交学校科研、资产经营等职能部门审核。学校人事处汇总申请人所在院系、职能部门意见，报分管校领导批准后，提交校长办公会议审议。”

又如，《中国科学院科技人员离岗创业管理暂行办法》规定：“申请离岗创业的科技人员应同时具备以下条件：（一）在人事关系所在单位连续工作满3年的事业编制人员；（二）离岗创业期间从事的工作与人事关系所在单位科技成果转化相关”……“现主持国家或我院重大科技项目的人员，原则上不得离岗创业。正在接受审查、调查，尚未作出结论的人员，不得离岗创业。单位领导班子成员、中层管理人员符合第二条规定的，在辞去领导职务后，可以申请离岗创业。现从事军工项目或涉及国家秘密的人员（含在脱密期的人员），按照《中华人民共和国保密法》等有关规定执行。”

关于离岗创业模式：

优：对于离岗创业的科技人员，科技成果转化工作在一定时期内成为了主业，相较于挂职/项目合作模式或是兼职/在职办企模式，离岗创业的模式至少在一定时期内更容易满足转化企业对技术成果转化工作的需求，在部分IPO案例中，转化企业技术人员以停薪留职形式离岗创业也得到了监管部门的认可（例如，在K机电、S公司、Y科技等企业的上市过程中，相关技术人员曾分别于南京工程学院、中国石油大学、西南交通大学存在停薪留职离岗创业的情形）。

劣：某种程度而言，离岗创业的科技人员在一定时期内远离了基础科研的第一战线，投入到了应用转化的最前线，其未来回归的几率很难把控。

• 创新型岗位

在前述模式外，《指导意见》还专设一类“创新型岗位”，即高校、科研机构等事业单位根据自身工作需要，专门设立科技成果转化岗位，让本单位的科研人员进行应用技术研究、项目开发与技术合作、成果推广转化，与企业进行产业化合作等工作。

根据《指导意见》的描述，“创新型岗位”是科研机构专门为科技成果转化工作所设置的岗位，对于该等岗位的具体工作内容、工资待遇、评价机制等，科研机构自身具有较强的自主决定权。对于该等模式在科技成果转化实践中的效果，尚待进一步检视，我们拭目以待。

（二）科技成果转化破解卡脖子问题破解：科技成果转化奖励报酬的 N 种发放路径

奖励报酬的发放是科技成果转化过程中的一项重点问题，而每一个科技成果转化项目所适用的奖励报酬发放路径都需要结合项目自身的特点予以考量。简言之，科技成果转化奖励报酬的发放模式首先和项目是否涉及知识产权的许可、转让、作价出资等处分行为有关；其次，在涉及知识产权处分的项目中，根据不同的处分模式，科技成果转化奖励报酬对应也存在不同的发放路径。

• 基于技术开发、技术咨询、技术服务等活动的奖励报酬

《中华人民共和国促进科技成果转化法》（“《科技成果转化法》”）第四十四条规定，“职务科技成果转化后，由科技成果完成单位对完成、转化该项科技成果做出重要贡献的人员给予奖励和报酬。科技成果完成单位可以规定或者与科技人员约定奖励和报酬的方式、数额和时限。单位制定相关规定，应当充分听取本单位科技人员的意见，并在本单位公开相关规定。”

《科技成果转化法》第四十五条针对双方未约定，单位亦未规定的情形设定了法定奖励和报酬的数额，包括科技成果转化、许可、作价投资、实施经营几种涉及知识产权处分模式下的奖励报酬数额：

- （1）将该项职务科技成果转化、许可给他人实施的，从该项科技成果转化净收入或者许可净收入中提取不低于百分之五十的比例；
- （2）利用该项职务科技成果作价投资的，从该项科技成果形成的股份或者出资比例中提取不低于百分之五十的比例；
- （3）将该项职务科技成果自行实施或者与他人合作实施的，应当在实施转化成功投产后连续三至五年，每年从实施该项科技成果的营业利润中提取不低于百分之五的比例。

在此基础上，国务院《实施〈中华人民共和国促进科技成果转化法〉若干规定》第二条第（六）款第4项规定：“对科技人员在科技成果转化工作中开展技术开发、技术咨询、技术服务等活动给予的奖励，可按照《科技成果转化法》和本规定执行。”

据此，对基于技术开发、技术咨询、技术服务等活动的奖励报酬，一般可以考虑参照《科技成果转化法》等的规定，由科研机构提取相应收入中的一定比例作为奖励报酬。

• 基于科技成果转化、许可、作价投资、实施经营的奖励报酬

如前文所述，《科技成果转化法》第四十四条和第四十五条对科研机构在科技成果转化、许可、作价投资、实施经营等过程中取得的收益，规定了相应奖励报酬发放路径，即：

- (1) 对于通过技术许可、转让所获现金收益，一般考虑由科研机构在该等收益基础上提取一定比例现金，作为奖励报酬向科技人员发放；
- (2) 对于通过技术成果作价入股的所获股权，一般考虑由科研机构在该等股权基础上提取一定比例，作为奖励报酬向科技人员发放，其余保留部分由该科研机构的股权管理公司持有；
- (3) 对于通过实施转化获取的营业利润，一般考虑由科研机构在该等利润基础上提取一定比例，作为奖励报酬向科技人员发放。

由此可见，在科技成果转化项目中，奖励报酬的分配往往与知识产权的安排方式紧密相关。几种方式中，通常而言，现金许可、转让费的形式处理起来相对较为简单，技术成果作价入股的转化模式则因为涉及到股权的分配而相对较为复杂，我们在本文第五部分对技术出资人这一角色的定位进行了探讨。

下面我们梳理了国内部分科研机构的奖励报酬分配制度，供参考：

科研机构	制度名称	制度内容
清华大学	《清华大学科技成果评估处置和利益分配管理办法》(经2016~2017学年度第10次校务会议审议通过)	<p>【第二十条】 科技成果通过技术许可、转让所获现金收益，学校享有15%，原则上成果完成人所在院系和对完成、转化该项科技成果做出重要贡献的人员分别享有15%和70%。</p> <p>【第二十一条】 科技成果作价投资所获股权，学校享有15%，原则上成果完成人所在院系和对完成、转化该项科技成果做出重要贡献的人员分别享有15%和70%，其中学校和院系享有的股权由学校统一委托股权管理公司经营管理。</p> <p>【第二十三条】 地方研究院或者派出研究院转化学校科技成果的收益，学校享有15%，其余部分由地方研究院或者派出研究院与成果完成人所在院系、成果完成人三方协商分配。</p>

科研机构	制度名称	制度内容
中国科学技术大学	《中国科学技术大学赋予科研人员职务科技成果所有权或长期使用权试点工作方案》(2021年3月21日印发)	<p>【长期使用权】</p> <p>科技成果以长期使用权获得的收益，在技术团队(或发明人)及学校之间进行分配。为加大对安徽省内科技成果转化支持力度，科技成果在安徽省内进行转化的技术团队(或发明人)获得收益的80%并确定内部分配比例，学校获得收益的20%；科技成果在安徽省外进行转化的技术团队(或发明人)获得收益的70%并确定内部分配比例，学校获得收益的30%。以上学校获得收益的50%可用于奖励技术团队的依托单位(学院或重点科研机构)，其余部分作为科技成果转化基金，用于专利申请维持、成果的转化以及科技成果转化中有贡献人员的奖励，奖励部分原则上不超过8%。</p> <p>【许可、转让】</p> <p>技术团队(或发明人)与学校共同享有的职务科技成果以许可、转让进行转化时，为加大对安徽省内转化支持力度，科技成果在安徽省内进行转化的技术团队(或发明人)获得收益的80%并确定内部分配比例，学校获得收益的20%；科技成果在安徽省外进行转化的技术团队(或发明人)获得收益的70%并确定内部分配比例，学校获得收益的30%。以上学校获得收益的50%可用于奖励技术团队的依托单位(学院或重点科研机构)，其余部分作为科技成果转化基金，用于专利申请维持、成果的转化以及科技成果转化中有贡献人员的奖励，奖励部分原则上不超过8%。</p> <p>【作价入股】</p> <p>技术团队(或发明人)与学校共同享有的职务科技成果以作价入股进行转化时，为加大对安徽省内转化支持力度，科技成果在安徽省内转化的技术团队(或发明人)获得股权的80%并确定内部分配比例，学校获得股权的20%，由科大控股或指定平台持有；科技成果在安徽省外转化的技术团队(或发明人)获得股权的70%并确定内部分配比例，学校获得股权的30%，由科大控股或指定平台持有。</p>

科研机构	制度名称	制度内容
上海交通大学	《上海交通大学关于完善知识产权管理体系落实〈促进科技成果转化法〉的实施意见》(2018年4月9日印发)	<p>【第三十七条】</p> <p>科技成果转化收益可在学校、所属单位、科技成果完成人之间进行分配和奖励。根据在知识产权维护情况，按如下比例进行分配和奖励：由学校通过专利申请及维持基金支付维持费的，现金收益的分配比例为15%：15%：70%；由成果完成人使用纵向或横向课题经费维持的，现金收益的分配比例为10%：10%：80%；成果完成人不再维持，而由产研院代表学校统一处置的，现金收益的分配比例为25%：25%：50%。</p> <p>以学校名义将科技成果作价投资的转化项目，其股权收益在学校、所属单位、科技成果完成人之间按照20%：20%：60%比例分配。</p> <p>在研究、开发、应用、推广过程中形成的试验材料、产品、装备、器械等以实物为表现形式的非知识产权类科技成果，其转化收益在学校、所属单位、科技成果完成人之间的分配和奖励采取协商的方式，另行确定比例。</p> <p>学校对科技成果完成人的现金奖励一般应以奖励金方式支付。科技成果完成人对其应当获得的奖励金，自愿用于科技成果的后续研究开发活动，可申请纳入横向预研基金管理，并不再另行收取管理费。</p>

(三) 小结

科技成果转化需要科研机构和转化企业共同努力方可互相成就。科研机构和转化企业需要根据各自的情况在科技成果知识产权、科技人员人事安排和报酬分配等方面各取所需找到平衡，才能真正解决科技转化过程中关于科技人员的“卡脖子”问题。要跳好科技成果转化这支“华尔兹”，需要的不仅是迈出第一步的勇气，更是相互协调确定当下最妥当一步的默契，还是通盘考量决定未来一步的智慧。

五、高校和科研院所：“技术投资人”的角色定位

2021年4月14日，《中国科技成果转化2020年度报告(高等院校与高校和科研院所篇)》(以下简称“《报告》”)发布。该《报告》是在科技部成果转化与区域创新司的指导下，由中国科技评估与成果管理研究会、国家科技评估中心和中国科学技术信息研究所共同编写，以全国3,450家公立高校和科研院所2019年成果转化数据为样本，综合分析了高校与科研院所科技成果转化进展和成效以及存在的主要问题等。

(一) “科技成果转化”：具有显著中国特色的关键词

“科技成果转化”是科技体制改革中出现频率极高的关键词，是中国科技体制改革，乃至市场化改革进程中不能忽略的主题。从某种角度而言，“科技成果转化”这个词本身，具有显著的中国特色。

根据《中华人民共和国促进科技成果转化法》(2015年修订,“《促进科技成果转化法》”),

- “**科技成果**”,是指“通过科学研究与技术开发所产生的具有实用价值的成果”;“**职务科技成果**”,是指“执行研究开发机构、高等院校和企业等单位的工作任务,或者主要是利用上述单位的物质技术条件所完成的科技成果”;
- “**科技成果转化**”,是指“为提高生产力水平而对科技成果所进行的后续试验、开发、应用、推广直至形成新技术、新工艺、新材料、新产品,发展新产业等活动”。

与此相对,国外的政策和研究学者在表达类似的含义时,普遍使用的是直接体现了创新要素流传过程的“**技术转移**”(technology transfer)一词,而并非“成果转化”;高校和科研机构的处理相关事宜的部门也通常被称为“**OTT (Office of Technology Transfer)**”。国外的用语很大程度上反映了创新要素的流动更多的是按照市场机制来自发组织和实现。

在中国,一方面,高等院校和研究开发机构(以下合称“**高校和科研院所**”)作为科技成果的发源地,往往由国家以事业单位的形式设立,而国家作为科研项目委托人、科研经费出资人,以高校和科研院所作为平台深入参与到了科技成果形成的链条以及权属的分配之中。与此同时,高校和科研院所相关科研项目的资金也往往由国家提供因而需要遵循国有资产相关的程序。³

另一方面,在过去较长的一段时间内,产学研用这一系统工程所涉及的各个主体之间往往相互分割,高校和科研院所科研项目、经费、人员管理等方面的制度极其复杂,创新要素的自由流动一定程度上受到了较大的限制,因而产学研用协同发展所涉及的因素远远超出单纯的“**技术转移**”的范畴。

在经历了起步发展、全面深化、加速发展的不同阶段之后,随着2015年和2016年期间科技成果转化三部曲(《中华人民共和国促进科技成果转化法》(2015年修订)、《实施〈中华人民共和国促进科技成果转化法〉若干规定》(2016年发布)、《促进科技成果转移转化行动方案》(2016年发布)的部署,以及2017年《国家技术转移体系建设方案》(2017年发布)的实施,我国的科技成果转化显著提速。《报告》显示,我国科技成果转化活动持续活跃,2019年,3450家高校院所以转让、许可、作价投资方式转化科技成果的合同项数呈增长趋势。个人获得的现金和股权奖励金额达53.1亿元,其中现金奖励金额为30.9亿元,比上一年增长17.9%;股权奖励为22.2亿元。

尽管如此,如《报告》所显示,一些长期反映的、在科技成果转化过程中存在的问题和障碍依然突出,例如科技成果转化政策需进一步衔接和落实;专业化转移机构和人才仍需加强建设和培养;科技成果转化基地(平台)尚待系统性布局;科技成果质量和转化动力有待提高;科技评价机制改革需要深入推进;科技成果转化金融支持体系亟待完善等。

(二) 转化方式: 转让? 许可? 作价出资?

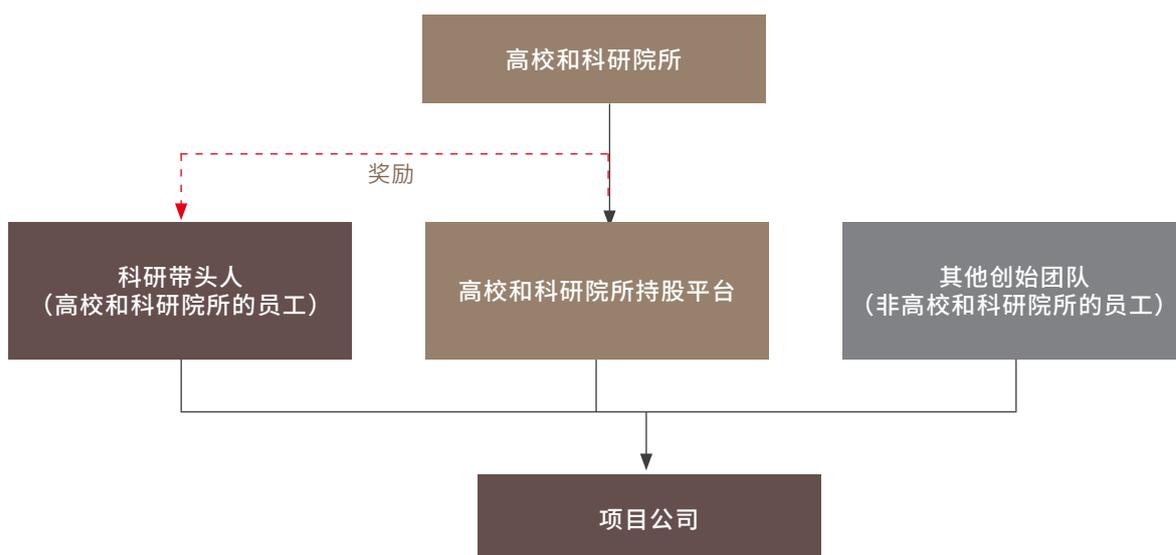
根据《促进科技成果转化法》的规定,高校和科研院所科技成果转化的形式有三种:**技术转让、技术许可以及技术作价出资**,且国家设立的研究开发机构、高等院校对其持有的科技成果,可以**自主决定转让、许可或者作价投资**,但应当通过协议定价、在技术交易市场挂牌交易、拍卖等方式确定价格。

³ 我们在《产学研之成果转化篇》一文中曾专题讨论过在采用“成果转让”的形式进行科技成果转化时,是否需要按照《事业单位国有资产管理办法》(2017年修正)、《教育部直属高等学校国有资产管理暂行办法》(2012年)等相关法律法规完成相应的资产评估、审批/备案等程序。参见 https://mp.weixin.qq.com/s/t3_9btr7iqPV_hMDMBwh6g。

从《报告》显示的数据来看，转让是科技成果转化的主要方式，转让合同项数占转让、许可、作价投资3种方式合同总项数比重超六成。尽管如此，以许可方式转化科技成果的合同项数显著增长，而作价投资则成为部分高校和科研院所大额度科技成果转化的重要方式。

值得关注的是，项目团队通过创设项目公司的方式进行科技成果转化也越来越普遍。比较常见的模式是由高校和科研院所以作价投资的方式成为新成立的项目公司的股东，再根据《促进科技成果转化法》以及相关内部规定，按照一定的比例将其获得的部分股权以奖励的形式授予对完成、转化该项科技成果做出重要贡献的人员（通常为项目团队科研带头人）（《促进科技成果转化法》规定，“职务科技成果转化后，由科技成果完成单位对完成、转化该项科技成果做出重要贡献的人员给予奖励和报酬”）。该等路径下，高校和科研院所（通过其持股平台）和同时作为其员工的项目团队成员共同成为了项目公司成立时的股东。

在采用作价投资时，较为典型的科技成果转化所形成的项目公司的架构如下：



（三）技术投资人：特点解析

相对于将金额作为主要考量因素的转让和许可，作价投资相对更为复杂。一方面，如上述所提及，我国高校和科研院所的设立背景以及科研项目的孵化、发展历程使得高校和科研院所深入参与到了科技成果形成的链条以及权属的分配之中，同时高校和科研院所在科研项目、经费、人员管理等方面的制度又往往极其复杂，如何与收益分配、定价机制等相关的科技成果转化政策相衔接是一个较为重大的难点；另一方面，相较于市场上已经普遍被认知的“产业投资人”和“财务投资人”，高校和科研院所在某种意义上可以被称作“技术投资人”，而关于该角色的定位、投资人权利设置等可能都没有足够的理论沉淀，需要在个案中进行充分的探索。因此，抓准高校和科研院所在科技成果转化过程中的角色定位，对于走通、走顺科技成果转化之路而言至关重要。

以下，我们对作价投资的情况下，产业投资人、财务投资人、高校和科研院所类“技术投资人”的特点进行了简单的比较：

要素	产业投资人	财务投资人	技术投资人
行业背景	与项目公司从事相同行业，或者有合作关系，或者二者从事的业务具有一定的互补性	既可以和项目公司有行业关联，也可能并无行业关联	高校和科研院所，以科学研究为主，不涉及项目公司注重的商业化运营
投资者	境内外的大型企业、集团	风险投资基金、私募基金	高校和科研院所的持股平台（大部分高校和科研院所为事业单位，目前实践中也有部分研究院的性质为民办非企业法人）
投资时间	项目公司发展的各个阶段	项目公司发展的各个阶段	通常发生在公司设立阶段（即知识产权出资）； 部分项目中，可能出现项目公司设立时并未按照科技成果转化的路径实施，而在公司发展到一定阶段时因各方面要求而需要高校和科研院所通过知识产权增资等形式入股
投资目标	产业链上的横向、纵向扩张	高风险下的资本增值，要求一定的投资收益率	推动科技成果转化，进一步支持、服务科技成果转化产业化的后续工作
持股比例	一般以控股为最终目的	一般仅持有少数股份	一般仅持有少数股份，且在项目公司设立初期，高校和科研院所持股平台所持有的份额和作为其员工的科研带头人所持有的份额的比例需要符合高校和科研院所的内部要求
持股时间	长期稳定持有，对公司的业绩压力交大	以上市、股份转让等方式择机退出	并无特定的时间要求，可能长期稳定持有，也可能以上市、股份转让等方式择机退出
完成时间	内部考虑因素较多，决策程序复杂	格式化运作，决策层速度相对较快	在过去一段较长的时间内较为复杂，在大部分高校和科研院所完成科技成果转化的内部制度和体系建设以后实现了一定程度的格式化运作，通常需要在科技成果转化负责部门的协调下，完成院系审批、校级审批等各项程序

要素	产业投资人	财务投资人	技术投资人
管理浸透	参与日常经营管理，纳入其整体战略规划	一般不参与企业日常管理经营，在财务、资本运作方面可能提供相关的建议，可能会委派董事或财务相关人员	一般不参与企业日常管理经营，高校和科研院所本身也缺乏专业的、适合真正参与企业日常运营的团队
同业竞争	可能存在同业竞争，核心技术可能被投资人获取	同业竞争的风险较小	无同业竞争

（四）技术投资人：角色定位

在分析了技术投资人的特点之后，针对技术作价出资的情形，我们尝试将常见的投资人特殊权利和高校和科研院所这一“技术投资人”的“适配度”进行初步探讨：

特殊权利	考量要素
优先受让	<p>优先受让权是公司所有股东一般都会享有的权利，即在公司股东转让其持有的公司股权时，其他股东在同等条件下享有优先受让权以提高其自身的持股比例。尽管如此，就高校和科研院所本身，其作为股东参与项目公司的“初心”在于推动科技成果转化，进一步支持、服务科技成果产业化的后续工作，因此采用现金方式购买其他股东股权的可能性相对较低。</p>
优先认购	<p>对于“技术投资人”而言，其所适用的“优先认购权”和一般所指的项目公司增资扩股的情况下赋予投资人对增资扩股部分进行“优先认购”的权利相比有所区别。</p> <p>项目公司成立之后，高校和科研院所很有可能继续通过联合研发等形式支持项目公司的科研发展，赋予高校和科研院所该等过程中形成的知识产权对项目公司进行增资的权利也是较为常见的安排。</p> <p>需要注意的是，倘若高校和科研院所保留了在项目公司设立之后继续通过知识产权增资的方式认购项目公司股权的权利，在和其他投资人协商时还需要其他投资人同意放弃优先认购该等情形下增资扩股部分的权利。</p>
反稀释	<p>反稀释的权利要求的是新一轮融资的每股价格不应当低于老投资人入股时的单价。</p> <p>在采用知识产权作价出资的情况下，基本上不会发生后续进入的投资人入股时的单价低于高校和科研院所适用的单价的情形。</p> <p>需要注意的是，倘若高校和科研院所保留了在项目公司设立之后继续通过知识产权增资的方式认购项目公司股权的权利，在和其他投资人协商该等投资人所要求的“反稀释权利”时，可能需要针对高校和科研院所后续增资的情况设定例外情形，以避免高校和科研院所后续以较低的估值继续进行知识产权增资，从而触发其他投资人的反稀释权利的情况。</p>

特殊权利	考量要素
回购权	<p>回购权往往是财务投资人最在意的一项权利，主要目的是为了保证自身所投入资金的相对安全性，其最常见的触发事件是约定时间内未发生合格上市或整体出售交易，有时还会包括一些实质性阻碍投资目的实现的事件，例如重大违约、创始股东对公司丧失控制权、主营业务发生变化、主要证照丧失、其他优先股股东要求回购等。</p> <p>尽管如此，作为“技术投资人”，一方面，仅从技术的角度，高校和科研院所通过提供技术使项目公司得以顺利面向公众市场，某种意义上也具有一定“创始团队”的色彩；另一方面，高校和科研院所不需要受限于财务投资人所面临的“存续期限”，在以知识产权进行出资的情况下，即使出现某些重大事件导致项目公司发展受到阻碍的情形，回购权也很难为已经投入的知识产权形成安全垫。因此，在项目公司设立初期以技术出资的方式入股的“技术投资人”争取回购权是否有必要值得考量。</p>
适用于未来的最惠国待遇	<p>适用于未来的最惠国待遇条款，通常是指公司如果在未来完成的融资中向其他投资人提供了更优惠的投资权利，则前期的投资人有权自动取得该等优惠权利。尽管如此，多数时候项目公司出于对后续融资难度的担忧不愿意对未来不确定的事项进行承诺，往往不同意给予前序投资人针对公司未来融资的最惠国待遇。</p> <p>和通过知识产权出资的形式在项目公司设立初期进入的技术投资人相比，之后进入的投资人所适用的估值往往很高，其获得更优惠的权利确实具有较高的合理性。因此，对于“技术投资人”而言，获得适用于未来的全面的最惠国待遇难度较高，结合知识产权出资的必要性可以考虑针对某些特别在意的优先权利（比如明确后续进行知识产权出资时的优先认购权以及其他股东行使反稀释权的例外情况）单独设置最惠国待遇。</p>
董事会席位	<p>考虑到“技术投资人”所持的公司股权的占比通常较小，本身往往也很少参与公司的日常运营，因此其获得董事会席位的必要性和可能性都相对较低。但是在人员配备跟得上的情况下，可能可以考虑要求委派1名观察员参加董事会，以便及时知晓公司重大事项及决策过程。</p>

除了需要考虑投资人特殊权利的“适用性”之外，在以技术作价出资的情况下，高校和科研院所在项目公司设立初期就成为了股东，但其本身和真正的创始人还是存在显著区别的。因此，对于后续投资人通常所要求的、专门针对创始团队提出的条件，例如限制转股等，该等条件限制往往并不适用于高校和科研院所，在后续融资的文件中亦应当注意。

科技成果转化是实现从科学到技术、从技术到经济“并驾齐驱”，支撑高质量发展的“关键环节”，打通科技成果转化向市场化转化的“最后一公里”，需要充分考虑科技成果转化全链条中的各方主体的特点，量化确权激励，把科技成果转化收益合法合规地分配给相关单位和成果创造人，答好“科技成果归谁”这一问题，真正让科技成果增值和让创新更有活力。

科创企业公司 治理



股东（大）会概括性授权董事会行使职权的合法性问题

马捷 陈依漫



马捷

jay.ma@cn.kwm.com

问题的提出：

随着经济社会的发展，公司股东数量愈多、股东构成日趋复杂，越来越多的公司尝试通过股东（大）会¹决议或章程将《中华人民共和国公司法》（以下简称“公司法”）列明的股东（大）会的职权授权董事会行使，那么这种授权是否合法有效呢？

比如：甲公司股东会作出拟将审议批准利润分配方案的职权授权董事会行使的决议，是否合法有效？²乙公司股东大会作出决议，授权董事会“有权对公司合并、分立、变更、解散和清算等事项作出决议”，该项决议是否合法有效？³丙公司章程授权董事会行使“价值50万元以下资产的处置权”，某日，董事会通过了处置公司内一台价值30万元的设备的决议，股东会由于当天通过了保留该台设备的决议并要求董事会执行，如何处理？⁴

¹ 第十三届全国人大常委会于2021年12月24日向社会公布的《中华人民共和国公司法（修订草案）》拟将现行公司法中使用的“股东会”、“股东大会”统称为“股东会”。鉴于该修订草案尚未生效，故本文仍沿用现行公司法用语。

² 参见袁德明与上海宗剑模具机械有限公司公司决议效力确认纠纷案[案号：（2013）沪一中民四（商）终字第822号]，在一审阶段，法官认为“公司法关于股东会职权之规定正是主要规范公司权力在不同机关之分配，以及各机关行使这些权力之要件，以形成运作有序之公司治理架构，而这类规则因为只涉及公司内部之权利分配，应为任意性规范，且这类规则并不涉及第三人利益。而公司通过股东会决议将股东会权利下放给董事会，是其自由意志发挥作用之法律空间，也是行使其自身权利的一种方式，法律无权也没有必要加以干涉。……故本案中B公司股东会限缩自身之部分职权而将其授权董事会行使，并不实质违背股东会职权之性质。B公司股东会职权的限缩也不构成对股东表决权及股东知情权等股东权利的侵害，且该决议是以绝对多数决之形式通过，在程序上亦不违反公司法之规定，因此应认定B公司作出的上述两份系争股东会决议均合法有效。”；但二审法院的主审法官持有不同观点，二审法官在判决中肯定了股东会将上一年度部分利润分配的具体分配方案细则授权董事会讨论决定的决议的效力，但同时认为“资产收益是公司股东享有的根本权利之一……15时股东会决议中概括性授权董事会决定上届股东奖的分配方案问题，……未考虑到今后公司是否有利润、利润多少、上届股东具体奖金利润分配方案如何，即股东在无法预见自己利益损失的情况下且未经全体股东充分讨论，也未告知议事项供股东分析该决议对自己的股东利益是否有损，故该决议内容限制了股东对未知奖金利润分配方案行使否决的行为，一旦实施完全有可能终止或者限制股东的资产收益权，因此股东会决议的该条内容违反了法律的规定应确认为无效”。

³ 参见（2015）黔高民商终字第61号民事判决书，在一审阶段，法官认为“（报业公司音响）在经全体股东（股东会）同意、不违反法律强制性规定、也不损害他人利益时，可将股东会的职权赋予董事会；但二审法院的主审法官认为：“《中华人民共和国公司法》第四十四条第二款规定“股东会会议作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，必须经代表三分之二以上表决权的股东通过。”从此条规定中的法律表述用语“必须”可以看出，修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散的决议有且只有公司股东会才有决定权，这是股东会的法定权利。报业宾馆章程第七条第（八）、（十）、（十一）项，第三十二条第（二）项将股东会的法定权利规定由董事会行使，违反了上述强制性法律规定，应属无效。”

⁴ 该公司设备出售案是公司法学者在讨论股东会与董事会权利冲突时颇喜欢引用的案例，最早见于罗培新：《股东会与董事会权力构造论：以合同为进路的分析》，政治与法律2016年2期。根据罗教授所说，该案是当时引起公司法理论界广泛探讨的一个商事案件，但笔者在写作本文时未找到该案的判决。

一、公司⁵ 职权配置的理论基础和本土立法

（一）公司职权配置的理论基础

自伯利和米恩斯洞见现代公司所有与经营相分离的事实以来，公司权力如何适当且有效率地在股东会和董事会之间分配，便成为了历久弥新的重要议题⁶。在法律理论界，就股东会与董事会的职权配置先后产生了两种观点：代理理论和契约理论，并据此产生了股东会优位主义和董事会优位主义。股东会优位主义主要产生于代理理论，该理论下公司的控制权掌握在股东会手里，董事会职权来源于且仅来源于股东会的授权。由于代理理论的一些缺点⁷，基于契约理论的董事会优位主义随之产生。在契约理论框架下，股东、董事、债权人、员工等利益相关者，均与公司成立契约关系，因此董事会职权来源于公司而非股东的授权，董事会享有独立的决策权并为整个公司的利益服务⁸。

两种权利配置理论各有利弊，各国公司法亦无定见。美国特拉华州公司法是董事会优位主义的典范⁹，日本是比较典型的采取股东会优位主义的国家¹⁰。德国 2002 年《公司治理法典》则强化了股东会对经营执行业务者的控制与监督¹¹。

（二）我国法律框架下的公司职权配置

在《中华人民共和国民法总则》实施之前，董事会与股东（大）会职权配置的规定主要集中在《公司法》第 16 条、第 36 条（第 98 条）、第 37 条（第 99 条）、第 43 条（第 103 条）、第 46 条（第 108 条）、第 121 条和《中华人民共和国证券法》（以下简称“证券法”）第 13 条、第 14 条等法律规定以及《上市公司治理准则》第 14 条、第 24 条、第 26 条、第 29 条、第 60 条、第 65 条、《证券公司治理准则》第 12 条、63 条、68 条和《上市公司股东大会规则》等规范性文件中。《公司法》作为公司职权配置的基本法律规范，自 1993 年公布实施之日起就明确界定“股东（大）会是公司的权力机构”的原则，直至今日已历经五次修正，其中 2005 年修订涉及到公司职权配置的修改，2005 年修订之前，公司法对股东（大）会、董事会的职权均采取了有限列举式规定，2005 年修订时在股东（大）会、董事会的职权中均增加了“公司章程规定的其他职权”一项。《证券法》要求在公司公开发行新股、对公开发行股票所募集资金改变资金用途时都必须经股东大会决议，实际是对公司法第 99 条规定的股东（大）会职权增加了两项列举事项。其余规范性文件均是在公司法原则下强调“董事会对股东会负责”并对董事会职权的行使进行了细化。如：《上市公司治理准则》《证券公司治理准则》均规定股东大会在对董事会授权时“授权内容应当明确具体。股东大会不得将法定由股东大会行使的职权授予董事会行使”的表述；《上市公司股东大会规则》则规定董监高应在年度股东大会上作出述职报告并应就股东的质询作出解释和说明。

2017 年 10 月，《中华人民共和国民法总则》（以下简称“民法总则”）正式实施，该法首先明确界定了股东会与董事会的角色地位，即股东会是权力机构，董事会 / 执行董事为执行机构，同时亦对股东会与董事会的职权作了总括性

⁵ 为简便起见，本文所讨论的公司仅指普通的有限责任公司与股份有限公司，不包括依法可由董事会代行股东会部分职权的国家出资公司。

⁶ 许可：《股东会与董事会分权制度研究》，中国法学 2017 年第 2 期，第 126 页。

⁷ 代理理论的主要缺点包括：首先是随着公司生产规模不断扩大以及资金投入周期也变得越来越长，传统的股东会会议制度显然已经适应不了这样的趋势。对于规模较大、股东分散的公司来说，召集股东会不是一件很容易的事情，股东会优位主义往往导致决策效率低下；其次是随着管理地位的日渐上升，经营对专业知识的要求越来越高，公司和股东亟需专业化的人才来经营管理公司；再者，随着股份转让的便利，中小股东管理、监督公司经营的积极性不高或因股权结构复杂而力不从心；最后，若股东会原则上有权以股东会决议的方式来否决董事会作出的任何经营管理决策，反而不利于公司有效决策的形成，从而增加运行成本。

⁸ 在董事会优位主义模式下，与董事会的独立决策权相对应，对董事高管的信义义务亦有更高的要求。

⁹ 许可：《股东会与董事会分权制度研究》，中国法学 2017 年第 2 期，第 130 页。

¹⁰ 《日本商法》第 254 条第 1 款第 3 项：“公司与董事之间的关系，依照关于委任的规定。”转引自罗培新：《股东会与董事会权力构造论：以合同为进路的分析》，政治与法律 2016 年 2 期；2005 年的《日本公司法典》第 295 条：“股东大会，可以就本法规定的事项及其他涉及股份公司的组织、运营、管理及其他一切事项作出决议。不拘前款规定，在设董事会公司，股东大会以本法规定事项及章程规定事项为限，可作出决议。将本法规定必须由股东大会决议的事项，规定为可以由董事、执行官、董事会等及其他股东大会之外的机关做出决定的公司章程，无效。”转引自崔延花译：《日本公司法典》，中国政法大学出版社 2006 年版，第 140 页。

¹¹ 许可：《股东会与董事会分权制度研究》，中国法学 2017 年第 2 期，第 132 页。

规定。有学者认为，从民法总则第 80 条、第 81 条列举的具体职权看，立法机构倾向于应对股东会权利进行瘦身¹²。2021 年 1 月 1 日正式生效的《中华人民共和国民法典》（以下简称“民法典”）第 80 条、第 81 条采取了与民法总则完全一致的表述。

综合上述法律规定和法律适用规则¹³，可以得出我国采取了以股东会优位主义为主的立法模式。但从公司法第 46 条（第 108 条）规定看，董事会本身亦有一定的经营决策权，包括但不限于决定内部管理机构的设置、决定聘任或者解聘公司经理、副经理、财务负责人及其报酬事项等。故，亦有学者认为我国公司职权配置模式采取的是二者平衡说¹⁴。

2021 年 12 月 24 日，第十三届全国人大常委会将审议后的《中华人民共和国公司法（修订草案）》向社会公布并征求意见，该修订草案第 62 条对现公司法第 46 条拟作出变更，规定“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”。如果该修订最终被保留，估计学者们关于我国立法模式将会展开新一轮的争论。但无论如何，我国公司法采用的是以同一套规则来规范不同类型公司的股东会和董事会职权的单一立法模式。

二、我国法律框架下股东（大）会授权董事会行使职权的合法性

（一）“职权”的文义解释

在线新华字典查询，“职”是管理某种事务，分内应做的事；“权”是职责范围内支配和指挥的力量。故“职权”一词与组织、管理有着天然的联系，是基于职位派生之权、基于职责而应有之权，一般指特定职位固有的某种特定的、内在的权利/力。

在现行民商事法律领域中，“职权”一词基本只存在于两种情形：其一是在法人相关的领域；其二是在行业协会或类行业协会的会员章程中。民法典共有八处¹⁵提及职权一词，其中六处均用于法人领域。

（二）学理上关于公司法列举的股东会职权定性的争议

公司法第 37 条关于股东会职权的规定属于强制性规范还是任意性规范，“对此存在不同观点。一种观点认为我国公司法关于股东会职权的规定属于强制性规范，当事人不得以公司章程或股东决议的形式予以限制或者剥夺，其他公司机关不能超越自己权限来决定股东会职权范围内的事项。另一种观点则认为，权力机构的职权范围属于公司自治范畴，应当允许股东会部分职权下放董事会行使。此问题目前在理论界和实务界争议较大，也有观点认为应当区分不同的公司类型来对待，还有观点认为应区分不同的职权内容分析。对此仍有待进一步研究和探讨”¹⁶。

持强制性规范观点的学者认为公司法关于股东会与董事会职权的列举是强制性规范，公司自治不能超过法律的界限。故该两条中“公司章程规定的其他职权”应作如下解释：首先，股东会和董事会的职权可以通过公司章程增加；其次，公司法中没有列举的事项可由章程来配置两会职权；最后，公司法中已经列举的事项不能由章程修改或排除，是专属于股东会或者董事会的职权。持强制性规范观点的学者认为这样的立法模式符合我国当前信用环境较差的现状，管理者的道德风险是阻碍公司发展的重大障碍。

¹² 谢鸿飞：《九民纪要视角下的公司治理法律实务解析》，英才苑府 2020 年 4 月 11 日至 12 日的直播视频课程。

¹³ 从法律适用上讲，民法典、公司法层级相同，在法律适用规则上应遵循“特别法优于普通法”、“新法优于旧法”的原则，即在民法典与公司法不相矛盾的情况下，应当首先适用公司法的相关规定。

¹⁴ 张瑞萍著：《公司权利论—公司的本质与行为界限》，社会科学文献出版社 2006 年版，第 202-203 页。

¹⁵ 《中华人民共和国民法典》第 71 条、第 80 条、第 81 条、第 82 条、第 170 条、第 259 条、第 1010 条。

¹⁶ 沈德咏主编：《〈中华人民共和国民法总则〉条文理解与适用（上册）》，人民法院出版社 2017 年版，第 589 页

但更多学者主张应部分迎合主流的董事会优位主义。其理由，一是民法典减少了列举项目，说明立法机构倾向于对股东会权利进行瘦身；二是股东将部分职权授权给董事会行使是客观需要。尤其是在股东人数较多的公司中，往往多数股东仅是投资人，并不参与公司日常经营管理，因此在这种情况下，股东将部分职权授权给董事会行使，也是客观需要¹⁷。

2021年12月24日，第十三届全国人大常委会将审议后的《中华人民共和国公司法（修订草案）》向社会公布并征求意见，该修订草案第62条规定“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”。学界对此项修改是强化还是弱化了董事会的职权争议很大，有学者认为突出了董事会在公司治理中的地位，因公司未明确的剩余权力将全部由董事会行使，亦有学者认为可能不仅没有强化董事会的职权，反而会让原有的董事会法定职权也一并收归股东会。与之相对应，持第一种观点的学者认为该修订草案已趋向“董事中心主义”，虽仍未能彻底改变机构形式化；持第二种观点的学者则认为该修订草案持“股东优位主义”观点，董事会是也仅是执行机构。

笔者认为，单从法条文义看，“董事会……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，一方面是对“股东会权力的终点，就是董事会权利的起点”观点的践行，在一定程度上将股东会职权限缩至法律和章程明确规定的范围内，突出了董事会的经营自主权；另一方面可能会在一定程度上导致司法机关更倾向于认定公司法规定的股东会职权属于强制性规范而非任意性规范，从而进一步否定股东会相应职权概括性授权董事会行使的效力。在后者层面上，再结合不再采用列举方式规定董事会的职权可能导致的股东通过章程将原董事会的职权亦收归股东会所有的风险，确实可能会在某些情况下弱化董事会的职权。但从商业现实角度看，笔者认为对于小微企业而言，股东身份与董事、高管身份常常重合，股东往往即是决策者、又是公司实际经营人，公司职权由股东会行使还是董事会行使差别不大；对于大多数中大型公司、尤其是大型公司而言，商业环境的迅速多变、股东会召开的繁琐程序及低下的效率、财务投资人介入等等使得股东会实际上更乐意将更多的公司职权授权给董事会行使，此种趋势在上市公司尤为明显。

此次修订草案明确解决了中国法语境下公司组织机构的定位问题，即股东会是决策机构，董事会行使的是经营权，执行股东会的决定及行使股东会职权外的剩余职权。但此次修订草案并未解决本文所讨论的股东会概括性授权董事会行使职权的合法性问题。

（三）司法实践对公司法列举的股东会职权定性的争议

上海市第一中级人民法院（1998）沪一中民终字第171号民事判决书认为：《公司法》明确了股份有限公司股东大会、董事会的性质与职权：股东大会是公司的权力机构，选举和更换董事的职权由股东大会行使；董事会对股东大会负责，执行股东大会的决议，为公司的执行和经营决策机构。公司章程第十八条关于“股东大会闭会期间，董事人选有必要变动时，由董事会决定，但所增补的董事人数不得超过董事总数的三分之一”的规定违反了《公司法》，因此该公司章程规定没有法律效力，涉案董事会作出增补董事的决议，超越了我国法律规定的股份有限公司董事会的权限，违反法律，侵害了股东的权益。

上海市第一中级人民法院（2013）沪一中民四（商）终字第822号民事判决书认为：股东会决议中概括性授权董事会决定上岗股东奖的分配方案问题，并约定“以前及今后由董事会决定的上岗股东奖金分配方案，股东会均表示认可”，该决议内容未考虑到今后公司是否有利润、利润多少、上岗股东具体奖金利润分配方案如何，即股东在无法预见自己利益损失的情况下且未经全体股东充分讨论，也未告知议事项供股东分析该决议对自己的股东利益是否有损，

¹⁷ 同前注12，谢鸿飞：《九民纪要视角下的公司治理法律实务解析》。谢鸿飞同时提出，在现有法律框架下，股东会授权董事会的效力需区分公司形态（公众公司还是非公众公司）、区分董事会成员是否具有股东身份、区分授权权利类型、区分公司在设立时是采纳了股东会中心还是董事会中心的观点等因素进行个案评价。

故该决议内容限制了股东对未知奖金利润分配方案行使否决权的行为，一旦实施完全有可能终止或者限制股东的资产收益权，因此股东会决议的该条内容违反了法律的规定应确认为无效。

深圳市中级人民法院（2016）粤03民终13834号民事判决书，在认定对股东表决权进行限制或剥夺“只能是由有权机关依据公权力、根据法律的明确规定、按照法定的程序进行，而不应允许公司董事会有权认定股东的违法行为，进而决定限制股东权利”，同时认为股东的“合法权利受法律保护，除非股东自愿放弃，否则非经严格法律程序不得剥夺或限制”。

贵州省高级人民法院（2015）黔高民商终字第61号民事判决书，认为“《中华人民共和国公司法》第三十八条、第四十七条分别以列举的形式规定了股东会和董事会的职权，从两条法律规定来看，董事会、股东会均有法定职权和章程规定职权两类。无论是法定职权还是章程规定职权，强调的都是权利，在没有法律明确禁止的情况下，权利可以行使、可以放弃，也可以委托他人行使。但《中华人民共和国公司法》第四十四条第二款规定‘股东会会议作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，必须经代表三分之二以上表决权的股东通过。’从此条规定中的法律表述用语‘必须’可以看出，修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散的决议有且只有公司股东会才有决定权，这是股东会的法定权利。报业宾馆章程第七条第（八）、（十）、（十一）项，第三十二条第（二）项将股东会的法定权利规定由董事会行使，违反了上述强制性法律规定，应属无效。”

以上判决只是股东会与董事会职权冲突纠纷案件的冰山一角。但从上述司法判决不难看出，不同案件中对股东会与董事会职权冲突时的处理原则并不相同，但主流观点更倾向于认为公司法第37条列举的股东会的职权是法定职权，对股东会授权给董事会行使、尤其是概括性授权给董事会行使持否定态度。

（四）股东会概括性授权董事会行使职权的障碍解析

反对股东会概括性授权董事会行使职权的理由主要有以下几点：

其一，从权利归属角度分析，股东在不违反强制性法律规定的前提下，有权行使股权的全部权能。而董事虽由股东指派/委任的，但其表决时亦具意思表示的独立性，使得董事的表决意见和董事会的决议并不能必然代表股东和股东会的意志。基于此，董事会只能是股东会的代理机构，股东会有权随时通过撤销董事会决议的决议并交付董事会执行。

其二，从表决机制分析，股东会的表决机制与董事会表决机制完全不同。股东会在表决时通常是由股东按照股权比例行使表决权的（即资本多数决），而董事会在表决时则是实行一人一票（即人头多数决）。故，即便董事的表决意见能够视为相应股东意见的代表，但由于表决机制的根本不同，允许股东会概括性授权董事会行使职权，亦会违反股东会决议应执行资本多数决这一基本表决原则。亦有观点认为，股东会就特定事项授权董事会表决并不存在障碍，但概括性授权方式实际上剥夺了股东会在将来就某一事项进行表决的权利，因此不具有合理性。

其三，从“职权”内涵分析，职权系基于职责而应有之权，股东会的职权是基于“股东身份”而固有的、特定的、内在的权利/力。因此，依法行使职权不仅是股东会的权利，亦是其义务。持此种观点的学者认为公司法关于股东会职权的规定属于强制性规范

但对于上述反对理由，经济学界及法学界也存在不同的认知。

伯利和米恩斯提出的“（经营者）所具有的地位，是由法律自身来规定的”¹⁸已成为董事会权利来源的主流观点，现代公司中董事会的权利并非来源于股东的让渡，而是法律规定，故罗培新认为，股东会无权干预董事的决策，除非董事违背了公司法或者公司章程的规定而行事¹⁹。

而如“以至企业有了自己独立的生命，就好像它不属于任何人；企业客观地存在着，而这种客观的存在，在早期仅仅具体体现在国家、教会、地方自治机关，以及行会和宗教团体之中……所有权的非个人化、企业的客观化、财产与其所有者的分离，造成了这样的一种状态，企业开始转变为一种在性质上类似于国家的机构”²⁰所言，从社会组织方面来进行分析公司治理结构，其类似于国家治理模式的模仿产物。而在国家治理层面，行政授权和行政委托制度已经是现代行政权力运行的一个重要内容。以此类推，在公司治理层面，股东会将自己的职权授权或委托给董事会行使，合法性问题似乎更不应成为障碍。

而从商业现实角度看，“在大多数大型公司中，控制者已不再是那些拥有主要股权的个人。更确切的说法，应该是居于统治地位的所有权已不复存在，控制权的维持在很大程度上已与所有权分离。……事实上，控制权已不再是属于个人或小团体的一个简单的、能清楚定义的现象，而是产业组织中被破坏后又以各种形式出现的各种要素。……无论它是否依赖于代理（投票）机制、法律手段、一定程度的所有权，还是超越经营权的战略地位，控制权已经在相当程度上脱离了所有权。控制权在过去仅被视为所有权的一项功能，而现在则表现为一项独立的、可分割的要素”²¹。的确，商业环境的迅速多变要求公司管理层反应迅速，寻求股东会临事授权极不现实，章程更无法预测后期市场变化而事先细致授权。在这种情况下，股东会部分职权授权给董事会行使亦是公司治理实践的需要²²。

因而，解决股东（大）会概括性授权董事会行使职权的问题，与其堵而抑之，不如疏而导之。

三、现阶段股东（大）会概括性授权董事会行使职权的边界

股东（大）会是公司的权力机构，依照公司法行使职权。股东（大）会以会议的形式行使权力，而不采取常设机构或日常办公的方式，这是由股东会的权力性质和所有权与经营权相分离的现代公司制度的基本原理所决定的。营利法人的权力机构负责就法人的重大事项作出决议，法律选择对社员的利害关系有重大影响的事项作为权力机构的职权范围²³。笔者赞同对股东会职权进行限缩至合适的范围，所谓“股东会权力的终点，就是董事会权利的起点”，从而分析股东（大）会概括性授权董事会行使职权的边界。

（一）修改法人章程，选举或者更换执行机构、监督机构成员的职权

上述职权规定的法律渊源主要是民法典第80条以及公司法第33条、第37条第2、3、4、10项、第43条（第103条）、第97条。最高人民法院的司法解释和上市公司治理准则明确了股东对机构成员的索赔权。上市公司治理准则、证券公司治理准则还就股东会选举或者更换执行机构、监督机构成员职权的具体内容作了一些详细规定，如董事监事报酬决

¹⁸（美）阿道夫·A·伯利、加德纳·C·米恩斯著，甘华鸣，罗锐韧，蔡如海译：《现代公司与私有财产》，商务印书馆2005版，第241页。

¹⁹罗培新：《股东会与董事会权力构造论：以合同为进路的分析》，政治与法律2016年2期。

²⁰沃尔瑟·拉特瑞：《未来的日子》1918，转引自：（美）阿道夫·A·伯利、加德纳·C·米恩斯著，甘华鸣，罗锐韧，蔡如海译：《现代公司与私有财产》，商务印书馆2005版，第309页。

²¹（美）阿道夫·A·伯利、加德纳·C·米恩斯著，甘华鸣，罗锐韧，蔡如海译：《现代公司与私有财产》，商务印书馆2005版，第128-129页。

²²根据国家统计局官网（<https://data.stats.gov.cn/search.htm?s=2019%20%E8%82%A1%E4%BB%BD%E6%9C%89%E9%99%90%E5%85%AC%E5%8F%B8>）公布的数据，2019年底全国有限责任公司法人数量为1546236家，股份有限公司法人数量为121544家。

²³沈德咏主编：《〈中华人民共和国民法总则〉条文理解与适用（上册）》，人民法院出版社2017年版，第586页。

定权、董事会议事规则的批准权、上市公司为董事购买责任保险的决定权、证券公司董监高或者员工根据中长期激励计划持有或者控制本公司股权的决定权。上市公司股东大会规则第 28、29 条规定了董监高应在年度股东大会上作出述职报告并应就股东的质询作出解释和说明。

就公司而言，章程是公司作为一个法人组织的重要标志，也是公司法规定的公司成立和存在的必要前提和条件²⁴。章程在公司治理结构中其地位相当于宪法，也是股东对公司性质、宗旨、组织活动原则、权利义务分配方案等诉求的集中体现，是股东行使社员权的根本保障，因此对章程的修改规定较为严格的表决生效条件符合股东和公司的利益。

由于股东的所有权与对公司的经营权分离，股东对公司管理和控制的能力是间接的。股东（大）会在公司治理中的地位不是直接管理公司，其主要任务是选择公司的管理者和监督者²⁵。股东（大）会有权选任和决定本公司的非由职工代表担任的董事、监事，对于不合格的董事、监事可以予以更换。股东（大）会拥有机构成员的用人权是必需的。董事、监事受公司股东会委托或委任，为公司服务，参与公司经营管理活动。

鉴于上述职权是股东的固有权、共益权²⁶和行使权利的根本保障，且在民法典中都予以列举保留，故若股东会或章程将上述事项概括性授权董事会行使，笔者认为应属无效。

（二）就增加或者减少注册资本、公司合并、分立、解散或者变更公司形式、上市公司在一年内购买、出售重大资产或者担保金额超过公司资产总额百分之三十进行表决的职权

上述职权规定的法律渊源是公司法第 37 条第 7、9 项、第 43 条（第 103 条）、第 121 条，依照公司法规定，股东（大）会就上述事项作出决议时需采用三分之二多数决。

上述事项中，“增加或者减少注册资本、公司合并、分立、解散或者变更公司形式”都属于公司章程中的股东会固有权核心事项，根据前述分析，对公司章程修改的决定权应归属于股东会，故对“增加或者减少注册资本、公司合并、分立、解散或者变更公司形式”事项的概括性授权应属无效。前述的贵州省高级人民法院（2015）黔高民商终字第 61 号民事判决书亦持此观点。基于此，本文开始所举的乙公司股东大会作出的授权董事会“有权对公司合并、分立、变更、解散和清等事项作出决议”的决议，依法无效。

董事会权力的扩张与经营者行为准则（信义义务）的不断发展是相辅相成的，对上市公司而言，正如伯利和米恩斯所说“控制经营者行为的法律力量，是证券持有者真正持有的、唯一可执行的保护措施”²⁷。若上市公司在一年内购买、出售重大资产或者担保金额超过公司资产总额一定比例²⁸，继续购买 / 出售重大资产或提供担保或会严重影响公司正常经营秩序，从而对非参与公司经营的公众股东的利益造成重大不利影响。因此，在此情形下通过法律规定控制董事会的权利，应是必要的。故若股东会或章程将此事项概括性授权董事会行使，亦应无效。

²⁴ 周有苏等：《新公司法论》，法律出版社 2006 年版，第 195 页。

²⁵ 沈德咏主编：《〈中华人民共和国民法总则〉条文理解与适用（上册）》，人民法院出版社 2017 年版，第 587 页。

²⁶ 固有权是指股东依法享有而不得以公司章程或者公司决议予以剥夺的权利，共益权主要体现为股东参与公司经营管理权，一般而言，共益权多属固有权。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 153 页。

²⁷ （美）阿道夫·A·伯利、加德纳·C·米恩斯著，甘华鸣，罗锐韧，蔡如海译：《现代公司与私有财产》，商务印书馆 2005 版，第 230 页。

²⁸ 至于何种比例合适，应是各国依本国国情而作出的，在此不做讨论。依我国公司法，该比例是 30%。

（三）就公司公开发行新股、改变公开发行股票所募集资金的用途进行表决的职权

上述职权规定的法律渊源是证券法第 13 条、14 条。基于与上述“上市公司在一年内购买、出售重大资产或者担保金额超过公司资产总额百分之三十的，需股东会决议”相同的理由，若股东会或章程将上述事项概括性授权董事会行使，该授权无效。

（四）就特定情况下限制股东行使表决权进行表决的职权

股东参与公司经营管理的法定模式就是通过表决权来表达意思，所以，表决权是股东参与公司经营管理的核心权利。股东享有的许多权利，如选举权、通过和修改公司章程的权利、变更注册资本的权利都包含在表决权之中。“依照股东行使股权是单纯为自己还是兼顾公司、其他股东，股东权利分为自益权与共益权。……共益权主要体现为股东参与公司经营管理权，表决权就属于共益权。依据股权可否受到法律之外的剥夺或者限制为标准，股权可以分为固有权和非固有权。固有权是指股东依法享有而不得以公司章程或者公司决议予以剥夺的权利。反之就是非固有权。……如何界定二者的具体范围，通说认为应依公司的本质及法律规定而定。一般而言，共益权多属固有权，自益权多属非固有权……”²⁹。故，除非公司章程中有明确规定，否则就违反了公司法关于股权平等的规定，因而限制股东行使表决权的职权在任何情况下都应由股东会行使。前述深圳市中级人民法院（2016）粤 03 民终 13834 号民事判决书亦认为股东的“合法权利受法律保护，除非股东自愿放弃，否则非经严格法律程序不得剥夺或限制”。

（五）就关联担保进行表决的职权

上述职权规定的法律渊源是公司法第 16 条。为保障资本充实和公司股东利益，许多国家和地区的立法对公司为他人提供担保采取了禁止或者限制的做法³⁰。在关联担保的情况下，因相关股东依法应当回避，根据最高人民法院“在法律规定如此明确的情况下，未审查股东会或者股东大会决议就签订担保合同的相对人应当认定为恶意相对人”³¹的观点，以及若允许股东会或章程将上述事项概括性授权董事会行使，则必然导致回避表决的法律规定形同虚设，故笔者认为，股东会依法无权就关联担保进行表决的职权概括性授权董事会行使。

（六）就公司法第 37 条（第 99 条）列举的第 1、5、6、8、11 项进行表决的职权³²

前述已经分析了股东会或章程就第 37 条（第 99 条）列举的第 2、3、4、7、9 项职权概括性授权董事会行使的，相关决议应属无效。故此处我们仅需讨论该条列举的股东会享有的第 1、5、6、8、11 项职权。

就第 1 项而言，公司法规定股东有权“决定公司的经营方针和投资计划”，董事会有权“决定公司的经营计划和投资方案”。该两项职权从字义上较易分辩，即股东会拥有框架决策权，董事会拥有框架下的执行权和细部决策权。然而在具体执行时，两项职权字义上的差异并无实际意义，更具可执行性的是通过股东会决议或章程对董事会的行使职权的边界进行限制。故若股东会或章程将此项职权概括性授权董事会行使，应在个案下进行分析判定。

²⁹ 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 129-132 页。

³⁰ 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 178-179 页。。

³¹ 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 186 页。

³² 2013 年中华全国律师协会发布的《中华全国律师协会律师承办公司治理业务操作指引》第 10.2 条、第 13.2.3 条认为，承办律师应将《公司法》第 38 条（现第 37 条）理解为强制性法律规范。但笔者认为，该项指引并非规范性文件，故不能用来援引作为结论和依据。

就第 5、6 项而言，股东会“审议批准年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案”职权授权董事会行使的，往往都是中型以上规模的公司，此类公司股东人数较多、股权分散，考虑到此类公司绝大部分股东都是财务投资人，对行使公司日常经营决策权极其淡漠，且此类公司召集股东会的不便及成本巨大，考虑到“被动性财产权利必定要服从于社会的更大利益。……如果公司制度要存在下去的话，这看上去几乎确实是实质性的——对大型公司的‘控制’应该发展成为纯粹中立的技术统治，去平衡社会中不同集团的各种要求，以公共政策而不是以个人私利为基础，将公司的收入分配给每个集团”³³。故，笔者认为，若股东会或章程将此类职权概括性授权董事会行使，原则上应是有效的。依此分析，本文开篇所举的甲公司股东会作出拟将审议批准利润分配方案的职权授权董事会行使的决议，应属有效³⁴。

就第 8 项而言。债券发行是公司以借贷资金为目的，依照法律规定的程序向投资人要约发行代表一定债权和兑付条件的有价凭证的法律行为。通过发行债券的方式募集资金与通过银行借款募集资金在本质上并无不同，且按照证券法第 16 条规定，申请公开发行债券无需提交股东（大）会决议。故，若股东会或章程将就发行债券进行表决的职权概括性授权董事会行使，应属有效。

就第 11 项而言。依“法无禁止即可为”的法谚，若股东会决议或章程将法律列举的股东会职权之外的其他公司决策权概括性授权董事会行使，应属有效。

四、概括授权的撤销以及相应的法律后果

股东（大）会对董事会概括授权后，其既定意志可能发生变更，其对董事会所作决议亦可能表示反对，因而引发的便是概括授权的撤销以及相应的法律后果。

就概括授权的撤销而言，股东（大）会基于其权力机关的地位以及授权机关的身份，自然可以依其自身意志撤销授权。争议问题在于，董事会在授权期间所作决议是否应予或能够继续执行。换言之，若股东（大）会因对授权期间董事会决议内容表示反对而另作股东（大）会决议或通过修改公司章程变更、推翻原已生效之董事会决议³⁵，此份股东（大）会决议效力如何，被变更、推翻之董事会决议效力如何，在公司内部，董事会应执行哪一份决议。在本文开始所举的丙公司的案例就是此种职权冲突的一个典型事件。

有观点认为，若董事会获得概括授权系通过公司章程³⁶，则概括授权的撤销只能通过修改章程变更或推翻之；若董事会获得概括授权系通过股东（大）会决议，则概括授权的撤销可通过修改章程或达成新的股东（大）会决议变更或推翻之。

有观点认为，无论董事会获得概括授权系通过公司章程还是通过股东（大）会决议，在符合法定程序的情况下，均可以新的股东（大）会决议的形式变更或推翻之。其理由是，在符合法定程序的情况下，新的股东（大）会决议可视为以决议的形式临时修改了公司章程（出于效率的考虑，没有走修改公司章程 -- 推翻董事会决议 -- 要求董事会执行的流程）。董事会应执行新的股东（大）会决议。

³³（美）阿道夫·A·伯利、加德纳·C·米恩斯著，甘华鸣，罗锐初，蔡如海译：《现代公司与私有财产》，商务印书馆 2005 版，第 361-362 页。

³⁴ 审判实务中对此类案件裁判并不一致。以本篇开头的（2013）沪一中民四（商）终字第 822 号案件而言，二审法院对此问题就给出了不同的裁判结果。亦有人提出股东会“审议批准年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案”职权授权董事会行使与证监会《上市公司治理准则》《证券公司治理准则》中“授权内容应当明确具体”的规定相冲突，笔者认为，不能以证监会的该项规定来否定此类授权的合法性，一是上述规范性文件使用的“明确具体”字样并非法律术语，其内涵和外延会完全因人而异，不具备可操作性；二是上述规范性文件的上位法是公司法，故其中的任何条款都应且仅应在公司法框架范围内解释和解读，创设或增设规则不是该类规范性文件的任务和权力。

³⁵ 为明确，此处的董事会决议仅指在概括性授权职权范围内作出的、会议召集表决程序不存在瑕疵的董事会决议。

³⁶ 董事会获得概括性授权有两种路径：公司章程赋权或股东（大）会决议赋权。

亦有观点认为，在董事会决议合法有效的情况下，股东（大）会无权予以变更或撤销。如果出现作出决议时的背景发生重大情势变更，股东（大）会应要求董事会终止相关董事会决议的执行，也可以股东（大）会决议的方式终止相关董事会决议的执行。但终止执行与撤销不同，终止执行并不改变原董事会决议的效力和依董事会决议作出的行为的效力。

还有观点认为，从分权制衡体制出发，结论之一就是股东（大）会不得干涉董事会职权的行使。故，对于已经生效的董事会决议，股东（大）会无权予以撤销或终止执行，而只能通过公司法规定的另外途径予以救济。其理由是，首先，根据“不溯及既往”的基本原则，即便股东（大）会在事后修改了公司章程或作出新的股东会决议，该修改后的章程/决议亦只能约束在此之后的董事会的行为，并不能影响之前董事会决议的效力。其次，股东在认为董事会决议损害其利益的情况下，公司法已经规定了救济权，包括建议或质询权、诉权等³⁷。

笔者认为第三种观点较为合适，但对终止相关董事会决议的执行的股东（大）会决议的表决通过应采取较为严格的条件。首先，该种观点肯定了董事会决议的效力，这就同时肯定了原依董事会决议作出的行为的效力，有利于市场行为的稳定性并符合民事法律行为的追溯力原则。其次，正如上述第二种观点所说，无论董事会获得概括授权系通过公司章程还是通过股东（大）会决议，在符合法定程序的情况下，理论上均应可通过新的股东（大）会决议的形式变更之。再者，若股东（大）会能形成新的决议，则利用新的决议终止原董事会决议的执行符合效率原则；公司法规定的救济权是赋予股东个人的，在部分股东对董事会决议持异议而又未能达成新的股东（大）会决议的情况下，仍然有适用空间。

那么，在允许以股东（大）会决议的方式终止原董事会决议的执行的条件下，通过终止原董事会决议执行的股东（大）会决议所需的表决比例问题应如何确定呢？笔者认为一项基本原则应是，通过终止原董事会决议执行的股东（大）会决议所需的表决比例不应低于原股东（大）会将此项职权概括授权董事会行使时的表决比例。换言之，撤销概括性授权仅需依法定比例通过决议或章程修正案即可，但终止原根据概括授权作出的董事会决议的执行则需要较为严格的条件，这样才能在兼顾股东（大）会权力机关地位的同时，尽可能维护市场交易的稳定性并使得公司行为具有可预测性。

³⁷ 有关股东诉权的基本规定见《中华人民共和国公司法》第二十二条、第九十七条、第一百五十一条、第一百五十二条。

“一致行动协议” 约束力研究

顾海啸 李欣妍



顾海啸

guhaixiao@cn.kwm.com

前言

一致行动协议系各方就特定事项承诺作出一致意思表示的协议，是公司股东为增强控制权、话语权，巩固在公司决策中影响力的常见操作。实践中，一致行动协议是否能够起到约束的规制效果，如果违背会有何种纠正性措施，守约方法益是否会受到弥补等问题，并没有明确的法律规定，实践中也没有确定性做法。

一、一致行动协议概述

域内目前并无法律法规明确定义一致行动协议或表决权协议，未规范该等协议的效力¹，对于该概念外延的探讨亦较少。上市公司股东签署一致行动协议的实践中，签署方常常不仅以股东身份签署，也以董事身份就董事表决权作出一致行动约定^{2、3}；非上市公司实践中，也多有公司作为一方签署协议的情形。为应对实践需求，域内法语境下宜认定签署作一致行动约定的契约均属于一致行动协议。

二、一致行动协议约束力场景之“继续履行”的可能性

守约方的最终诉求是一致行动协议得到履行，即公司股东（大）会、董事会中表决权行使的效果如一致行动协议所约定。为实现该种诉求，守约方可以考虑两种途径，即要求公司直接强制归票、诉请法院判决强制履行。

（一）公司是否可以强制归票

根据合同相对性原则，仅数名股东签署一致行动协议的情况下，公司不受一致行动协议的约束，无义务根据协议计票。另外，根据《公司法》第42条、第43条、第103条的规定，股东（大）会应根据《公司法》规定及章程约定表决和计票。公司受到《公司法》及章程的约束，无权直接根据一致行动协议计票。

¹ 域内目前仅有《上市公司收购管理办法》第83条在上市监管的框架下将“一致行动”定义为“投资者通过协议、其他安排，与其他投资者共同扩大其所能支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实”。参考前述定义，我国法框架下一致行动协议的内涵为投资者与其他投资者共同扩大可支配表决权数量的协议。

² 袁钰菲. 上市公司股东之间一致行动关系认定的法律问题研究[J]. 证券法苑, 2017, 19(001): 48-66.

³ 吴双. 一致行动认定论：概念重构与规范变革[J]. 理论月刊, 2020(09): 118-130.

域内有学理观点认为，为保障一致行动协议的履行，可以认定公司作为缔约主体，进而认定公司依据一致行动协议计票的合理性。但也有观点认为，公司不得作为一致行动协议的缔约方，更不得直接依据协议归票，原因在于公司作为组织体，其意思形成来源于决议，不应在意思未形成时，以公司名义指示股东如何投票；且未经特定程序，公司无权依其组织职权执行协议。本文认为，经股东会有效决议，公司作为缔约主体受一致行动协议约束有其合理性。其一，公司股东会有限在不违背强制性规定的前提下，变更决议方式、计票方式等决议形成过程。变更决议形成方式的公司意志，与后续运用该等方式形成的公司意志，并非对于同一事项的意思，故不存在前述“意思形成过程中指示投票”的问题。其二，就公众公司而言，公司披露签署文件后，有义务根据其披露的一致行动协议行事。换言之，一致行动协议提交监管并公开披露之后，协议各方根据一致行动协议投票的义务已不仅是民事合同义务，更是证券法规层面的合规义务，公司配合完成此种义务存在合理基础。同时，中小股东通过上述披露行为对于一致行动协议的存在和实施具有较高信赖，该等协议与全体股东之间签署的股东协议乃至章程，存在效力上的类似性。公司依据该等协议进行归票，不违背股东及外部人士对于公司依据公开披露信息进行决议的信赖。

（二）守约方是否能够主张强制继续履行

一致行动协议预期违约^{4、5、6}，但公司尚未作出“反一致行动人决议”的情况下，如公司无强制归票的意愿，守约方可能考虑诉请法院强制履行该协议。

根据《民法典》第577条，违约责任的承担方式包括继续履行，但《民法典》第580条规定的例外情形包括法律上或者事实上不能履行、债务的标的不适于强制履行或者履行费用过高等。由于投票权系股东社员权的一部分，具有人身属性，法院可能认为其属于不适于强制履行的债务标的；此外，法院也可能认为司法机关仅能事后判断公司决议效力，无法事前强制公司计票，故该等债务标的在法律或事实上不能履行。目前诉请强制履行一致行动协议的司法判例较少，仅有穆某案⁷法院认定不适于强制履行。本案中，三方协议约定三方在股东会采取相同意思表示，具体意见由三方中两方同意为准。原告诉请被告继续履行一致行动协议，被告称其已通知解除该协议。法院认可被告有权单方解除协议，同时论述原告的诉请在法律上或者事实上不能履行，也不适用强制履行。

我国司法实践中，尽管有上述一致行动协议不适于强制履行的理由，本文理解部分情况下仍有强制执行一致行动协议的可能性。首先，如一致行动协议中明确约定如一方违约，其他方可请求补正，该等条款使得强制履行具有基于协议约定的合理性。与之相反的，上述穆某案中，未体现各方明确该协议可强制履行的条款，法院基于此认定应允许协议签署方有退出的权利。其次，股东表决权虽有人身属性，但表决权在个案中实质上主要涉及财产权益，如签约方存在事前明确的合意，法院存在据此判决强制履行的可能性。需要说明的是，上述强制执行的可能性仅为理论层面的探讨，我国法院截至目前尚无判决依据一致行动协议判决强制执行的公开法律文书。

三、一致行动协议约束力场景之违约金及损失赔偿金额认定

如一致行动协议约定了违约金，则理应依照约定支付违约金；如因违反一致行动协议造成损失的，也可向违约方主张损失赔偿。但是，公众公司披露的一致行动协议基本未约定违反协议行使表决权的违约责任。考虑到公众公司普遍具备专业的法务团队，该种缺失一方面如深交所老师所言体现一致行动协议的监管套利目的，另一方面也可能是因为对公众公司而言，一致行动与否带来的影响过大，无法明确预期可能出现的损失。

⁴ 一致行动协议预期违约的情形包括：1) 召开股东会之前，签署方明示其将在股东会上违反协议约定行使表决权；2) 签署方已将所涉股权转让予不受该协议约束的第三方。

⁵ 梁上上，表决权拘束协议：在双重结构中生成与展开[J]，法商研究，2004(06):94-106。

⁶ 欧阳珍妮，股东违反表决权拘束协议的法律研究——以强制履行对公司决议效力的影响为落脚点[J]，广西政法管理干部学院学报，2016,31(04):86-91。

⁷ 参见穆乐民、宋飏等与冯汝章合同纠纷案，杭州市西湖区人民法院，(2018)浙0106民初3961号民事判决书。

在非公众公司语境下，已有案例支持各方约定的违约损害赔偿。例如管某案⁸中，两被告作为守约方要求原告按合同约定支付50万元违约金，没有违反法律规定，得到法院的支持。由于一致行动协议的违约损失通常难以量化计算数额，对于非公众公司而言，建议在协议中应明确违约金或损失赔偿的计算方式。

四、一致行动协议约束力场景之撤销“违反一致行动协议的决议”的可行性

针对单项决议，如公司已按照违约方意思表示计票，守约方可考虑以公司决议撤销纠纷为诉由请求法院确认相关决议可撤销。

（一）因违反公司章程可撤销

如果一致行动人在公司章程中加入一致行动条款，则经股东（大）会表决通过，该等条款应具有章程效力。如果公司违背一致行动条款计票，守约方可根据《公司法》第22条及《公司法司法解释（四）》第7条主张公司计票违反章程约定，故决议可撤销。

实践中，股东通过在章程中加入条款的方式约定一致行动极为少见。通常情况下，一致行动协议系由数方单独签署的独立协议。但守约方可以尝试主张，特定情形下的一致行动协议具有补充公司章程的效力，因股东（大）会、董事会的表决方式违反公司章程，股东有权请求人民法院撤销决议。该等主张的关键在于，法院是否认可特定一致行动协议与公司章程具有类似效力。一致行动协议通常仅由数名股东签署，不体现公司意志，难以认定为具有公司章程效力。郭某与重庆某电子股份有限公司公司决议撤销纠纷案⁹中，原告主张公司违反一致行动协议计票违背法律、公司章程的规定，要求撤销相关决议。法院认为违约方违反《一致行动协议》，应对守约方承担违约责任，不影响决议效力。但是，若《一致行动协议》曾通过股东会

决议，且符合股东会修改章程的表决要求，是否有可能据此认定协议具有补充章程之内容的效力，目前仍然存疑。

（二）因违反行政法规可撤销

就公众公司而言，守约方可能考虑主张公司决议因违反行政法规可撤销，但该种主张基础较为薄弱。

根据上交所相关规则，如信息披露义务人未履行相关承诺，公司应承担问询、披露义务。¹⁰ 鉴于一致行动协议系股东披露的承诺事项，本条要求公司进行问询、披露，也暗示董事会可对此采取一定措施。但是，本条性质上不属于行政法规，无法直接依据本条判定相关决议可撤销；且根据本条表述也仅能推知公司董事会可能对此采取措施，无法解释为公司应当完全根据信息披露义务人披露的内容进行表决和计票。^{11、12}

结语

一致行动协议是数名股东间就表决事项相互约束的协议，但协议的约束力与公司在其中扮演的角色存在千丝万缕的联系。我国立法未对违反一致行动协议的法律后果及可否强制执行给出明确指引。处理相关争议解决实务时，需结合个案一致行动协议的签署背景及关键条款进行综合考虑。实务中，大多数观点倾向于认为一致行动协议实际上无法诉请继续履行，但可以要求违约方支付违约金或赔偿金。¹³

⁸ 参见管火金与陈其活、李展华合同纠纷案，广东省佛山市南海区人民法院（2016）粤0605民初14824号判决书。

⁹ 参见郭荣宽与重庆凯歌电子股份有限公司公司决议撤销纠纷案，重庆市荣昌区人民法院，（2020）渝0153民初396号民事判决书。

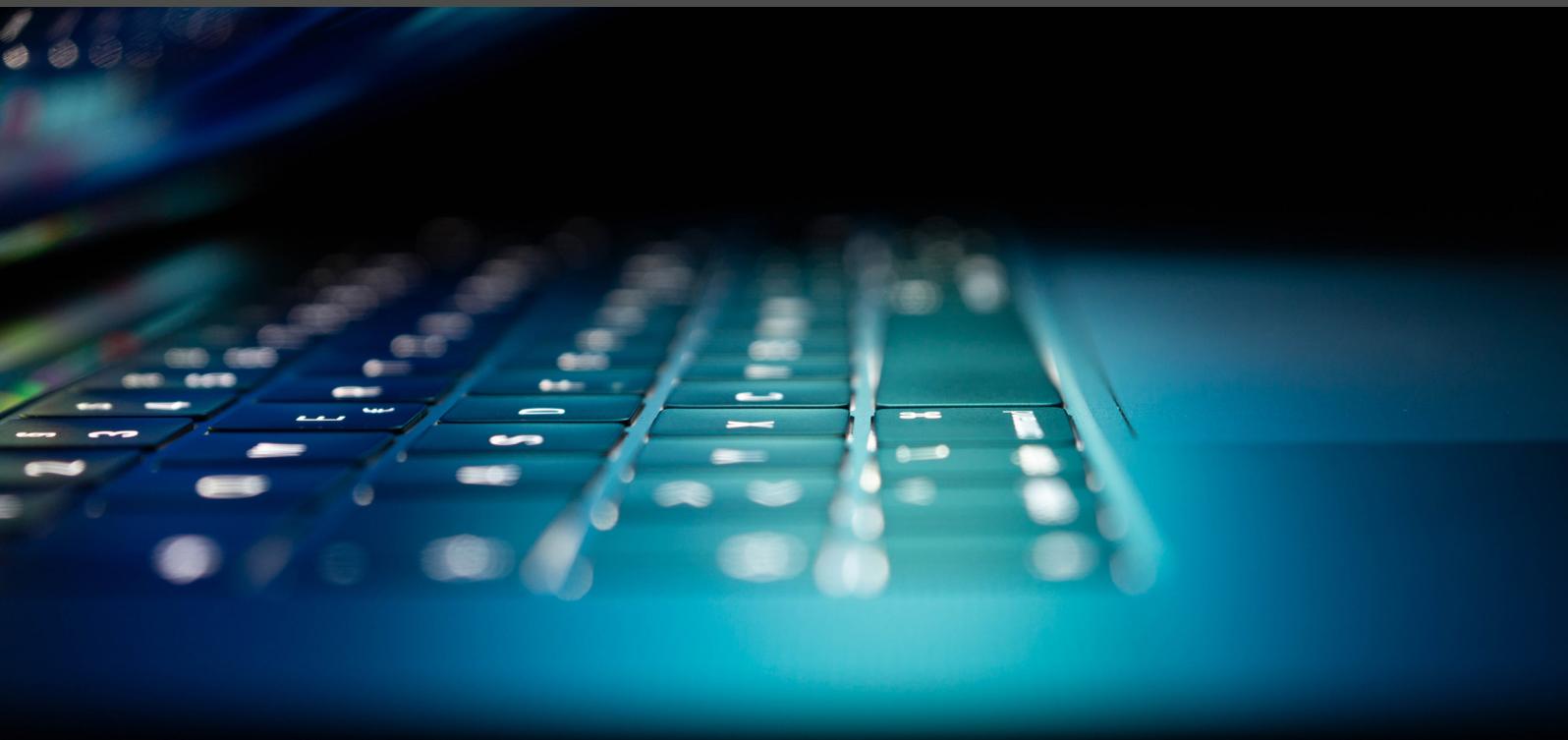
¹⁰ 《上海证券交易所股票上市规则》（2019修订）第11.12.1条规定“上市公司和相关信息披露义务人应当严格遵守承诺事项……相关信息披露义务人未履行承诺的，公司应当主动询问相关信息披露义务人，并及时披露相关信息披露义务人未履行承诺的原因，以及董事会拟采取的措施”。

¹¹ 蒋学跃，我国上市公司一致行动人概念的嬗变与功能异化[J]，投资者，2019(03):53-67。

¹² 蒋学跃，证券市场一致行动协议问题探讨[J]，证券市场导报，2019(09):71-78。

¹³ 本文已于《法制与社会》发表。

科创板与信息披露



新《虚假陈述司法解释》解读之主要变化及修订亮点

夏东霞 杨婷 王琦



夏东霞

xiadongxia@cn.kwm.com

2022年1月21日，最高人民法院（下称“最高院”）发布了新修订的《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“新《虚假陈述司法解释》”）。这是经过多年酝酿、论证后对2003年《虚假陈述司法解释》（下称“03年司法解释”）的一轮大修。在我国证券市场监管政策高度强调中小投资者保护，社会舆论也高度关注该领域立法发展及司法实践的当下，新《虚假陈述司法解释》的出台恰逢其时。

本篇文章中，我们将概括性介绍此次新《虚假陈述司法解释》的主要变化和修订亮点。



杨婷

yangting@cn.kwm.com

变化与亮点之一：体例的科学、精简

03年司法解释	一般规定	受理与管辖	诉讼方式	虚假陈述的认定		
新司法解释	一般规定			虚假陈述的认定		
03年司法解释	--	归责与免责事由	共同侵权责任	损失认定	--	附则
新司法解释	重大性及交易因果关系	过错认定	责任主体	损失认定	诉讼时效	附则

法规的条文体例设置是立法技术的重要体现之一。《虚假陈述司法解释》是针对一类特殊侵权案件审理的专门司法解释，兼具程序和实体规定。其条文体例不仅代表了最高院对于此类案件所涉问题的认识，也有助于我们通过对体例的理解去对具体条文进行正确解读和适用。如上表所示，两个版本的司法解释均分为八章，但新《虚假陈述司法解释》通过章节的合并与新设，使得其体例更加明晰、顺畅、具有逻辑性。

在程序方面，新《虚假陈述司法解释》将原有的“一般规定”“受理与管辖”和“诉讼方式”整体纳入“一般规定”一章之中。在03年司法解释制定时，我国尚无此类案件的审理先例，对于可能采取的审理模式并无足够的经验；加之03年司法解释设置了“前置程序”要求，故其也需设置若干与之配合的条文。至目前阶段，我国《证券法》已规定了证券代表人诉讼制度，最高院制定了与之配套的司法解释，且“前置程序”规则也被明确取消。因此，新《虚假陈述司法解释》已无需在程序方面作出过于繁杂、冗长的专门规定。在此情况下，新《虚假陈述司法解释》将03年司法解释中的相关章节并入第一章“一般规定”，用3个条文明确了司法解释的适用范围、前置程序的废除、原告的举证责任以及案件管辖问题，非常简洁、清晰。同时，将诉讼时效这一实体问题从03年司法解释的“一般规定”中移出，与各侵权要件列为同一级别的章节，也显得科学且更合逻辑。

在实体方面，新《虚假陈述司法解释》保持了03年司法解释中大体按照侵权责任构成要件划分章节的整体逻辑，但同时也作出了两点重要改变。一是将“重大性及交易因果关系”单列一章，二是将原“归责与免责事由”章节修改为“过错认定”章节；这均体现了最高院对此类案件认识的进一步加深。其中，“重大性及交易因果关系”，实质系强调对此类侵权纠纷中“定性层面因果关系”的考量，对于判断原告的侵权诉请是否成立具有至关重要的意义，理应与“虚假陈述的认定”（即侵权行为的认定）等问题并列设章，凸显其作为侵权责任构成要件的法律地位，也提示人民法院应当重视对该问题的判断。同时，相较于“归责与免责事由”“过错认定”的说法更加精准，且本章项下详细规定了各类主体的过错判断标准，展现了最高院对细微之处的关注。

变化与亮点之二：取消前置程序

03年司法解释确立的“前置程序”要求在近年已经明显松动，但各地方法院对此仍存在不同理解。部分法院依然采取受理后裁定驳回起诉的传统方式处理，亦有部分法院在没有行政处罚或刑事裁判文书的情况下对被告的虚假陈述侵权责任作出了实体认定。此次新《虚假陈述司法解释》明确取消了“前置程序”。今后，“前置程序”可能将彻底成为我国虚假陈述侵权责任发展史上的一个名词。

尽管曾有不少观点批评“前置程序”规则，但作为实际参与虚假陈述侵权案件代理的律师，经过长期的实践观察，我们基于切身体会认为“前置程序”规则不仅有其当时的时代意义，在目前阶段也仍具备现实价值。近 20 年来，因为“前置程序”规则的存在，我国证券虚假陈述索赔诉讼中的原告一直负担着较低的举证责任，某种程度上，很多案件的过程展现都从一般民商事案件中的“原告举证、被告答辩”反转成了“被告举证、原告答辩”，极大降低了原告的索赔门槛。故“前置程序”规则虽然一定程度上限制了投资者维权对象的范围，但对符合“前置程序”条件的案件而言，投资者的维权难度也被相应降低。

我们认为，在实践效果上，该等规则究竟是限制了投资者还是保护了投资者，可能并没有人能够给出权威、确切的答案。在新《虚假陈述司法解释》出台之后，投资者需要举证“被告实施虚假陈述的相关证据”，那么我国法院将会如何看待、分配案件中的举证责任，投资者在没有行政处罚或刑事裁判的案件中将面临多大的证明难度，会不会出现大量上市公司和中介机构被起诉的情况，可能均是未知数。这也是“前置程序”明确取消后留给诉讼参与各方的重大挑战。

变化与亮点之三：对“重大性”判断提出实质要求

在实施“前置程序”的时代，因涉案虚假陈述信息已经行政处罚或刑事裁判文书认定构成违法违规，故法院在民事审理程序中，对于该涉案信息是否具有“重大性”的判断往往较为淡化，且各地方法院对该等问题的认识也并不统一。我们曾在代理的多起案件中指出，信息披露行政违法违规与虚假陈述民事侵权之间在构成要件、归责原则、认定标准等方面均存在本质不同。所以在民事案件中，被告就某一信息作出的虚假陈述是否具备“重大性”、是否足以导致投资者发生损失，是民事法庭应当独立于行政执法机构或刑事法庭作出实质判断的内容。该等思路曾被部分法院所采信，但也有部分法院在已有行政处罚文书的情况下不完全认可该观点。

此次新《虚假陈述司法解释》明确了这一问题，作出了关于“虚假陈述的内容不具有重大性的反证”规定。其指出，“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。”这表明，在“前置程序”取消后，对于虚假陈述“重大性”的判断将会引起更程度的重视。我们认为，这是此次新《虚假陈述司法解释》的一项重大进步。其进步之处并不是体现于赋予了被告更多的抗辩理由，而在于使虚假陈述“侵权责任”的判断回归“侵权责任”的本源，防止证券虚假陈述的赔偿单纯成为行政处罚后的一种“附带效果”。

变化与亮点之四：明确提出“交易因果关系”要件及其判断规则

在证券虚假陈述侵权原理中，其因果关系分为“交易因果关系”和“损失因果关系”。其中，“交易因果关系”是指侵权法中的“事实因果关系”或“责任成立因果关系”，是对侵权行为能否造成原告损失的定性判断。也即，只有当原告是基于信赖虚假陈述才进行交易时，其损失才可能与虚假陈述这一侵权行为有关；反之，如果原告是基于其他原因交易、其投资决策不能归因于信赖虚假陈述，则即使其发生投资损失，在定性层面也不能认为其损失系因虚假陈述所造成。而“损失因果关系”则是侵权法中的“法律因果关系”或“责任范围因果关系”，即判断原告有多少损失系由侵权行为所造成的因果关系。在虚假陈述侵权案件中扣除系统风险或非系统风险因素的致损部分，即是其中的典型。

03 年司法解释中并未明确区分“交易因果关系”和“损失因果关系”，也并未明确提出这两个概念。我们在实践中能够明显感受到，“交易因果关系”在债券虚假陈述案件以及具有特殊交易背景的股票虚假陈述案件中往往扮演着重要角色，是侵权责任定性层面的关键依据。但由于 03 年司法解释未明确提出这一概念及其基础判断规则，故被告提出“交易因果关系”抗辩往往面临极大的难度；即使被告的抗辩已经被裁判者内心接受，但落到具体裁判依据上往往

也会面临困难。因此，此次新《虚假陈述司法解释》明确提出“交易因果关系”概念并提出了相应判断原则，既符合此类侵权的一般原理，更能够切实解决实践困境。该等制度设计既应予重视，也值得肯定。

变化与亮点之五：对“三日一价”认定规则的进一步明确、细化

实施日、揭露日/更正日、基准日和基准价在此类案件实践中并称“三日一价”，是“欺诈市场理论”项下的一种法律拟制模型。其中，“实施日-揭露日/更正日”确定了案件中的“可索赔区间”，原告的交易落入该等区间的，原则上由法律推定交易因果关系成立。基准日确定了案涉证券价格受虚假陈述信息揭示影响的区间范围，相应的基准价确定了基准日之后仍然持有证券的投资者的损失计算基准价格。几乎在每一起证券虚假陈述责任纠纷案件中，“三日一价”都是双方争议的重点，也是法院判断的重点。此次新《虚假陈述司法解释》对“三日一价”的判断规则修订亮点主要包括（具体条文解读见我们发布的后续文章）：

- 明确证券发行人以法定信息披露（即在证券交易场所的网站或者符合监管部门规定条件的媒体上发布公告）以外的方式实施虚假陈述情形下的实施日确认规则；
- 明确虚假陈述信息在交易日收市后发布情况下的实施日确认规则；
- 明确虚假陈述呈连续状态以及独立状态下的揭露日确认规则；
- 以“概括性定义+列举”的方式规定了揭露日确认的一般规则，并规定当事人可以提出反证；同时，亦肯定了行业知名自媒体揭示的法律效果；
- 在阐明基准日基本法律概念的基础上，以“换手率标准”与“固定期日标准”相结合的方式规定了基准日确定方法。

在此类案件过往的审判实践中，我国法院确定“三日一价”虽然均遵循了03年司法解释规定的制度精神，但在个案中具体确定的日期并没有遵循完全一致的标准（例如立案调查日、事先告知日、行政处罚日、媒体揭露日等多种日期都曾被认定为揭露日）。我们认为，每一起证券虚假陈述责任纠纷案件中所涉股票走势以及其投资者受到虚假陈述实施或揭示的影响是完全不同的，应当进行个案区别看待。司法解释确立的“三日一价”判断规则，应当是有助于诉讼参与各方理解其概念本质、提供一定审判指引的规则。在此意义上，新《虚假陈述司法解释》对“三日一价”的规定方式科学、合理，揭示了“三日一价”的制度本质，既为各诉讼参与方提供了有效的参考，当然也对法院的裁量工作提出了更高的要求。

变化与亮点之六：对信息披露义务人以外主体的责任认定给予了充分关注

新《虚假陈述司法解释》对03年司法解释中“归责与免责抗辩事由”以及“共同侵权责任”项下的具体内容作出了大量调整。总体而言，新《虚假陈述司法解释》在有关章节中明确了两大问题：

一是有哪些主体可能需对虚假陈述承担责任。新《虚假陈述司法解释》在03年司法解释的基础上扩大了可能承担责任的主体范围，认为这些主体至少包括：信息披露义务人自身及其董监高和其他直接责任人员、承销保荐机构及其直接责任人员、证券服务机构、发行人的控股股东和实际控制人、重大资产重组的交易对方及其他帮助造假者等。

二是如何认定上述被告是否存在过错。新《虚假陈述司法解释》首先明确了相关主体应当承担证券虚假陈述侵权责任所负的过错类型，包括“（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”，以及“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”。在此基础上，新《虚假陈述司法解释》规定了信息披露义务人的董监高及其他直接责任人员、证券服务机构的过错认定方式，并单独关注了独立董事（外部监事和职工监事参照适用同样规则）、承销保荐机构以及会计师事务所的免责抗辩理由，回应了实践关切。

总体而言，在理论界与实务界共同呼吁精细、公平、合理地确定证券虚假陈述侵权项下连带人责任的大背景下，新《虚假陈述司法解释》在肯定既有司法实践尝试的基础上，用大量条文作出了立法回应。

变化与亮点之七：证券虚假陈述侵权损失计算的精准化、场景化规定，也明确了“诱空型”虚假陈述情况下的损失计算方式

在证券虚假陈述侵权损失的计算方面，新《虚假陈述司法解释》也作出了一定的调整。总体而言，相较于03年司法解释规定的笼统计算方式，新《虚假陈述司法解释》在损失计算的精准化、场景化方面有突破性进步。

在宏观方面，新《虚假陈述司法解释》对（目前多见的）“诱多型”虚假陈述和“诱空型”虚假陈述（也即“原告因虚假陈述卖出相关股票所造成投资差额损失”情形）作出了不同规定。这其中颇值得注意的是，03年司法解释建立的证券虚假陈述赔偿模型，是在假设案涉虚假陈述为“诱多型”的基础上建立起来的；最高院曾明确指出，03年司法解释确定的赔偿模型并不适用于“诱空型”虚假陈述。截至目前，我国司法实践中出现的“诱空型”虚假陈述案例并不多见，不同法院的处理方式也并不完全一致。此次新《虚假陈述司法解释》提出了“诱空型”虚假陈述情形下的损失计算方式，不仅填补了法律空白，也为各诉讼参与方提供了有效的指引。

在微观层面，新《虚假陈述司法解释》也明确了目前在司法实践中诸多存在操作争议的问题。例如同一投资者使用多个账户交易情况下的处理、同一主体设立不同证券投资产品的损失计算方式等。该部分规定中，有些采纳了我国司法实践中已被广泛接受的观点，值得进一步关注、讨论。

结语

在发布新《虚假陈述司法解释》时，最高院的微信公众号同时指出：“司法解释的修改和发布，是最高人民法院贯彻落实中央对资本市场财务造假‘零容忍’要求，依法提高违法违规成本、震慑违法违规行为的重要举措。民事责任制度的充实和完善，进一步强化了资本市场制度供给，畅通了投资者的权利救济渠道，夯实了市场参与各方归位尽责的规则基础，健全了中国特色证券司法体制，为资本市场的规范发展提供了更加有力的司法保障。”

基于我们长期代理此类案件的亲身体会，我们能够明显感受到，新《虚假陈述司法解释》回应了司法实践中的大量关切，也在很多细微之处体现了其对目前相关学理、司法裁判精神、甚至部分当事人主张的接纳，需要我们深入学习、长期领会并积极探讨。03年司法解释经历了近20年的司法适用检验，伴随我国证券市场20年间的起起伏伏，对我国证券市场中的中小投资者保护工作起到了重要效能。值此新《虚假陈述司法解释》“落地”之际，作为证券诉讼律师，我们亦非常期待该司法解释能够为进一步健全我国证券中小投资者保护机制、打造具有更强国际竞争力的证券市场发挥重大作用。

新《虚假陈述司法解释》解读之责任主体及其侵权责任的界定

夏东霞 杨婷 王琦 刘颖

2022年1月21日,最高人民法院(下称“最高院”)发布了新修订的《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“新《虚假陈述司法解释》”)。这是经过多年酝酿、论证后对2003年《虚假陈述司法解释》(下称“03年司法解释”)的一轮大修。本篇文章中,我们将就新《虚假陈述司法解释》关于责任主体及其侵权责任界定的规定作出解读,以供参考、讨论。

一、总体变化

03年司法解释主要通过两方面规定来规制题述问题。一是在“受理与管辖”一章中专设第七条,以列举形式规定了此类案件的被告范围;二是在“归责与免责事由”和“共同侵权责任”两章中规定了连带责任人的责任认定方式。新《虚假陈述司法解释》不再用专设条款列举此类案件的被告范围,而是在第四章“过错认定”项下集中规定了传统连带责任人的过错认定方式,并在第五章“责任主体”中规定了几类特殊主体需承担虚假陈述侵权责任的情形;相关规定简明、清晰。

二、一般归责原则

03年司法解释第五章“归责与免责事由”明确了对相关责任主体的归责适用“过错推定原则”,但未作更多展开。对此,新《虚假陈述司法解释》新增第十三条,对“过错”的含义提出了原则性判断标准。该条将证券虚假陈述侵权中的“过错”区分为故意和过失,且规定构成“过失”的前提为“严重”违反注意义务。明确过错类型的基础上,相关责任主体



夏东霞

xiadongxia@cn.kwm.com



杨婷

yangting@cn.kwm.com

的过错程度仍需要结合其不同情境下的勤勉义务标准予以理解，并有赖于人民法院基于个案情况进行精细考量。该等规定项下，我们认为其中的“严重”要素值得注意。也即，从文义解释角度出发，如果是“严重”违反注意义务才可能构成“过失”，那么意味着司法解释倾向于认为证券虚假陈述侵权项下的“过失”只包括“重大过失”而不包括“一般过失”。当然，相关问题的理解可能仍有待在实践中进一步厘清。

三、董监高及其他直接责任人员的过错认定

2005年《证券法》及03年司法解释均规定董监高人员应承担“过错推定责任”。在很长一段时间内，投资者真正起诉普通董监高的案件相对较少；在少数董监高涉诉的案件中，也较难看出我国法院对其过错认定及责任形式等方面形成了明确的一致意见。例如，在责任范围上，既有判决基于行政过错与民事过错的区分等考虑，对被行政处罚的董监高人员予以免责，也有判决直接判令涉案全体董监高人员均承担100%连带责任。在责任形式上，由董监高承担全部连带责任、部分连带责任、甚至是补充连带责任等情况也均有发生。在近期广州中院某案件的一审判决发布后，其中所涉的董监高责任认定问题亦引发了市场高度关注。针对相关问题，新《虚假陈述司法解释》第十四条至第十六条作出了专门规定。这不仅为人民法院提供了相应裁判规范，亦为董监高等人员的履职提供了指引。

（一）董监高及其他直接责任人员的过错认定标准

新《虚假陈述司法解释》第十四条规定：

“发行人的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员主张对虚假陈述没有过错的，人民法院应当根据其工作岗位和职责、在信息披露资料的形成和发布等活动中所起的作用、取得和了解相关信息的渠道、为核验相关信息所采取的措施等实际情况进行审查认定。前款所列人员不能提供勤勉尽责的相应证据，仅以其不从事日常经营管理、无相关职业背景和专业背景、相信发行人或者管理层提供的资料、相信证券服务机构出具的专业意见等理由主张其没有过错的，人民法院不予支持。”

上述规定第一款列明了董监高等内部人过错认定的相关考量因素，这与最高院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称《债券纪要》）第28条的规定基本保持一致。¹ 该条对董监高等内部人责任的判断实质，仍是不同董监高的勤勉义务标准及其相应的履职行为。且颇值注意的细节是，相较于《债券纪要》第28条，上述规定将考量因素之一“前述人员在公司中所处的实际地位”修改为“其工作岗位和职责”。该等措辞更为明确地强调，不同类型董监高的勤勉义务标准需首先取决于其工作职责及相应履职特点。这对于我国法院更加精准地认定董监高责任具有重要意义。

上述规定的第二款则采取“否定性列举”的方式，列明了不能构成充分免责事由的几种情形，这与证监会《信息披露违法行为行政责任认定规则》（下称《信披违法认定规则》）第二十二条的规定也非常契合。² 从董监高等内部人的勤勉义务角度出发，上述规定确实具有其合理性。对上市公司大部分董监高人员而言，参与公司日常经营管理、拥有匹配其职位的职业背景和专业能力，系其任职的一般性要求。对于独立董事、职工监事等部分董监高人员受职责定

¹ 最高院《债券纪要》第28条规定：“发行人内部人的过错认定。对发行人的执行董事、非执行董事、独立董事、监事、职工监事、高级管理人员或者履行同等职责的人员，以及参与信息披露文件制作的责任人员所提出的其主观上没有过错的抗辩理由，人民法院应当根据前述人员在公司中所处的实际地位、在信息披露文件的制作中所起的作用、取得和了解相关信息的渠道及其为核验相关信息所做的努力等实际情况，审查、认定其是否存在过错。”

² 证监会《信息披露违法行为行政责任认定规则》第二十二条规定：“任何下列情形，不得单独作为不予处罚情形认定：（一）不直接从事经营管理；（二）能力不足、无相关职业背景；（三）任职时间短、不了解情况；（四）相信专业机构或者专业人员出具的意见和报告；（五）受到股东、实际控制人控制或者其他外部干预。”

位所限不参与公司日常经营管理，但在法律已明确要求其通过核查书面材料、质询上市公司、聘请外部专业人士等方式监督上市公司的情况下，如果仅以不参与公司日常经营管理、无相关职业背景和专业知识等理由提出抗辩，确实也难以构成充分的免责事由。

（二）董监高及其他直接责任人员的免责抗辩事由

新《虚假陈述司法解释》第十五条规定：

“发行人的董事、监事、高级管理人员依照证券法第八十二条第四款的规定，以书面方式发表附具体理由的意见并依法披露的，人民法院可以认定其主观上没有过错，但在审议、审核信息披露文件时投赞成票的除外。”

该条规定在明确了相关人员免责抗辩事由的基础上，也在一定程度上解释了对《证券法》第八十二条第四款规定的董监高异议权应如何理解的问题。在新《证券法》实施不久后，即发生过上市公司董监高既对年度报告投赞成票，但又同时声明“无法保证公司年度报告的真实、准确、完整”的事件；相关事件引发了理论界与实务界的广泛探讨。新《虚假陈述司法解释》的上述条文说明，董监高对信息披露文件的保证、异议需要与其投票结果“言行一致”。否则，如果允许董监高既投赞成票、又不对信息披露文件的真实性作出保证，相当于架空了董监高的信息披露保证义务，这也不符合《证券法》设置董监高异议权的制度初衷。

（三）独立董事、外部监事及职工监事的特定免责事由

聚焦于独立董事、外部监事和职工监事的责任认定，新《虚假陈述司法解释》单列第十六条予以特别规定：

“独立董事能够证明下列情形之一的，人民法院应当认定其没有过错：（一）在签署相关信息披露文件之前，对不属于自身专业领域的相关具体问题，借助会计、法律等专门职业的帮助仍然未能发现问题的；（二）在揭露日或更正日之前，发现虚假陈述后及时向发行人提出异议并监督整改或者向证券交易场所、监管部门书面报告的；（三）在独立意见中对虚假陈述事项发表保留意见、反对意见或者无法表示意见并说明具体理由的，但在审议、审核相关文件时投赞成票的除外；（四）因发行人拒绝、阻碍其履行职责，导致无法对相关信息披露文件是否存在虚假陈述作出判断，并及时向证券交易场所、监管部门书面报告的；（五）能够证明勤勉尽责的其他情形。独立董事提交证据证明其在履职期间能够按照法律、监管部门制定的规章和规范性文件以及公司章程的要求履行职责的，或者在虚假陈述被揭露后及时督促发行人整改且效果较为明显的，人民法院可以结合案件事实综合判断其过错情况。外部监事和职工监事，参照适用前两款规定。”

根据该规定，独立董事、外部监事和职工监事三类人员具有特殊免责事由，但部分免责事由与其他董监高的免责事由具备共通之处。其中，上述第（三）项免责事由系行使异议权，这与其他董监高的免责事由差异不大。第（二）项免责事由系要求前述董监事在发现虚假陈述行为后及时制止、揭露违法行为、消除违法后果，且其中的“向监管机构及时报告”这一免责事由在证监会《信披违法认定规则》中也有同等规定。

与独立董事、外部监事和职工监事的职权范围及履职特点更加相关的是第（一）（四）项免责事由。以独立董事为例，其与上市公司其他董监高相比具有特殊性——现有制度设计要求独立董事具有独立性、外部性。由此，独立董事原则上不直接参与公司治理、不在公司长期工作，相对欠缺发现虚假陈述的能力。相应地，为增强独立董事的履职能力，《上市公司独立董事规则》明确赋予了独立董事自行聘请外部专业人士协助调查的职权，相关费用应由公司承担。³由此，第（一）项免责事由实质系督促独立董事充分利用既有法定职权以发现虚假陈述行为。

但进一步地，上述免责事由可能会面临一定的适用疑难，即独立董事有可能很难获得发行人的配合与支持以聘请外部专业人士；即使独立董事“自掏腰包”聘请外部专业人士，也有可能受到相关主体阻挠而难以获得基础材料。实践中，曾有上市公司独立董事质疑公司财务数据真实性并聘请会计师事务所进行审计，但该等履职行为一度受到干扰，后来在舆论及监管压力之下才得以成行。在此情况下，上述第（四）项免责事由为解决该等难题提供了答案。也即，如独立董事因受到阻挠而确实无法有效履职，其可以通过“向监管机构书面报告”的履职方式予以免责。由此，上述第（一）（四）项免责事由均充分考虑了独立董事的职责范围与履职特点，具备合理性与妥当性。

四、关于保荐或承销等机构的免责抗辩

新《虚假陈述司法解释》第十七条规定：

“保荐机构、承销机构等机构及其直接责任人员提交的尽职调查工作底稿、尽职调查报告、内部审核意见等证据能够证明下列情形的，人民法院应当认定其没有过错：（一）已经按照法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件、相关行业执业规范的要求，对信息披露文件中的相关内容进行了审慎尽职调查；（二）对信息披露文件中没有证券服务机构专业意见支持的重要内容，经过审慎尽职调查和独立判断，有合理理由相信该部分内容与真实情况相符；（三）对信息披露文件中证券服务机构出具专业意见的重要内容，经过审慎核查和必要的调查、复核，有合理理由排除了职业怀疑并形成合理信赖。在全国中小企业股份转让系统从事挂牌和定向发行推荐业务的证券公司，适用前款规定。”

对比上述规定及新《虚假陈述司法解释》第十八条的规定，保荐或承销等机构职责地位的特殊性被进一步突显；在新《虚假陈述司法解释》中，保荐或承销等机构被视为证券发行等项目的重要“看门人”，其注意义务范围相比其他相关机构要更加广泛。故为公允认定其履职中的过错程度，上述规定为保荐或承销等机构设置了差异化的注意义务标准。也即，其对于专业意见之外的部分负有特别注意义务，需要“经过审慎尽职调查和独立判断，有合理理由相信该部分内容与真实情况相符”；对于专业意见部分，则要求保荐或承销等机构“保持职业怀疑”，合理信赖需建立在“审慎核查和必要的调查、复核”的基础上。

³ 证监会《上市公司独立董事规则》第二十二条规定：“为了充分发挥独立董事的作用，独立董事除应当具有《公司法》和其他相关法律、法规赋予董事的职权外，上市公司还应当赋予独立董事以下特别职权：……（六）独立聘请外部审计机构和咨询机构，对公司的具体事项进行审计和咨询”；第二十七条规定：“独立董事聘请中介机构的费用及其他行使职权时所需的费用由上市公司承担。”

该等差异化注意义务标准确实具有相当的合理性与妥当性。质言之，保荐或承销等机构的职责定位要求其有较高的注意义务范围，但事实上其职责并不应在于重复甚至是替代其他机构的工作，而应着重考虑将相关专业意见与自身掌握的资料和核查情况比对验证。因此，建立差异化的注意义务标准确实有利于保荐或承销等机构归位尽责，切实发挥看门人的效能。

五、关于会计师事务所的免责抗辩

新《虚假陈述司法解释》在“过错认定”一章专门关注了会计师事务所的免责抗辩事由。其第十九条规定：

“会计师事务所能够证明下列情形之一的，人民法院应当认定其没有过错：（一）按照执业准则、规则确定的工作程序和核查手段并保持必要的职业谨慎，仍未发现被审计的会计资料存在错误的；（二）审计业务必须依赖的金融机构、发行人的供应商、客户等相关单位提供不实证明文件，会计师事务所保持了必要的职业谨慎仍未发现的；（三）已对发行人的舞弊迹象提出警告并在审计业务报告中发表了审慎审计意见的；（四）能够证明没有过错的其他情形。”

该条规定系在《审计业务司法解释》第7条的基础上有所修正。⁴在行政监管和司法实践中，证券虚假陈述行为多与发行人、上市公司的财务问题有关，审计机构也因此成为涉诉最多的中介机构之一。基于相关背景，新《虚假陈述司法解释》结合审计机构的业务特点，以单列方式规定其免责抗辩事由，充分回应了市场关切。在上述规定列明的免责事由中，第（三）项免责事由系要求审计机构在发现虚假陈述时需予以揭露。至于审计机构未能发现虚假陈述的情况，则需考察审计机构的审计过程是否满足第（一）（二）项情形；相关免责事由要求会计师事务所对被审计材料、第三方机构提供的函证文件等保持必要的职业谨慎。同时需注意的是，新《虚假陈述司法解释》第三十五条规定并未废止最高院《审计业务司法解释》，而是规定最高院《审计业务司法解释》“与本规定不一致的，以本规定为准”。因此，关于会计师事务所未保持必要职业谨慎的常见情形，亦可继续参考最高院《审计业务司法解释》第六条的规定。⁵

六、其他主体的责任认定

（一）控制人责任

1998年《证券法》侧重于建立以发行人、上市公司为责任主体的法律责任模式，未涉及实际控制人对中小投资者或公司所应承担的责任。在2005年《公司法》与《证券法》的联动修改中，控股股东、实际控制人的相关责任进一步明确，但在虚假陈述问题上仅设置了实际控制人的过错赔偿责任。随着近年我国证券市场监管政策对于实际控制人、控股股东行为监管的不断加强，相关主体的民事责任认定问题亦逐步引发了较多讨论。目前，新《证券法》已经将控股股东、实际控制人的法律责任从“过错责任”修订为“过错推定责任”，强化了严惩“首恶”责任的价值取向。在

⁴ 最高院《审计业务司法解释》第七条规定：“会计师事务所能够证明存在以下情形之一的，不承担民事赔偿责任：（一）已经遵守执业准则、规则确定的工作程序并保持必要的职业谨慎，但仍未能发现被审计的会计资料错误；（二）审计业务必须依赖的金融机构等单位提供虚假或者不实的证明文件，会计师事务所在保持必要的职业谨慎下仍未能发现其虚假或者不实；（三）已对被审计单位的舞弊迹象提出警告并在审计业务报告中予以指明；（四）已经遵照验资程序进行审核并出具报告，但被验资单位在注册登记后抽逃资金；（五）为登记时未出资或者未足额出资的出资人出具不实报告，但出资人在登记后已补足出资。”

⁵ 最高院《审计业务司法解释》第六条第二款规定：“注册会计师在审计过程中未保持必要的职业谨慎，存在下列情形之一，并导致报告不实的，人民法院应当认定会计师事务所存在过失：（一）违反注册会计师法第二十条第（二）、（三）项的规定；（二）负责审计的注册会计师以低于行业一般成员应具备的专业水准执业；（三）制定的审计计划存在明显疏漏；（四）未依据执业准则、规则执行必要的审计程序；（五）在发现可能存在错误和舞弊的迹象时，未能追加必要的审计程序予以证实或者排除；（六）未能合理地运用执业准则和规则所要求的重要性原则；（七）未根据审计的要求采用必要的调查方法获取充分的审计证据；（八）明知对总体结论有重大影响的特定审计对象缺少判断能力，未能寻求专家意见而直接形成审计结论；（九）错误判断和评价审计证据；（十）其他违反执业准则、规则确定的工作程序的行为。”

此基础上，为了进一步将法律责任配置给虚假陈述行为最有可能的实施者和受益者，新《虚假陈述司法解释》第二十条进一步强调投资者可以直接追索控制人的法律责任。

为此，新《虚假陈述司法解释》第二十条规定：

“发行人的控股股东、实际控制人组织、指使发行人实施虚假陈述，致使原告在证券交易中遭受损失的，原告起诉请求直接判令该控股股东、实际控制人依照本规定赔偿损失的，人民法院应当予以支持。

控股股东、实际控制人组织、指使发行人实施虚假陈述，发行人在承担赔偿责任后要求该控股股东、实际控制人赔偿实际支付的赔偿款、合理的律师费、诉讼费用等损失的，人民法院应当予以支持。”

根据上述规定，在控股股东、实际控制人组织、指使发行人虚假陈述的情况下，投资者可以直接起诉发行人的控股股东、实际控制人赔偿损失。该等追责方式的制度理念及相应实施方式值得注意。根据《证券法》第八十五条的规定，发行人的控股股东、实际控制人与发行人承担连带责任，这应是此类案件的基本原则。例如，中证中小投资者服务中心（下称“中小投服”）曾在某案件中坚持以实际控制人为第一被告、财务总监为第二被告、发行人为第三被告提起诉讼，但该等被告的列明顺序实质上并不影响各共同被告之间系承担连带责任）。在此理解之下，既然发行人与其控制人均构成连带责任人，那么无论投资者是否起诉发行人，其均有权直接起诉控股股东、实际控制人主张索赔。本文理解，新《虚假陈述司法解释》的规定系在采纳前述制度理解的同时，在“追首恶”的制度理念下强调了特定情形下突破“法人人格独立制度”的必要性；这既符合连带责任的法律意义，亦能够回应目前证券市场中存在的现实问题。

（二）重大资产重组交易对方的责任

重大资产重组交易对方造假是此类虚假陈述案件中的“重灾区”。例如，在曾被证监会直指“忽悠式重组”的A借壳B案件中，即是重组对方存在虚增服务收入、虚增贸易收入、虚构银行存款等财务造假问题。故在此类情形下，虽然上市公司是直接的信息披露义务人，但重组对方的行为亦是导致虚假陈述发生的直接原因；如仅要求上市公司承担责任而不要求重组对方承担责任，则难言公平、合理。

针对此类情况，证监会在晚近执法中会深入考察重组双方的行为并注意区分各自责任。例如在A上市公司并购重组B公司案件中，重组对方同样因“造假”涉刑。法院认定，“为尽可能提高公司估值，某人员要求B公司相关部门隐瞒对关联公司的巨额虚假应收账款，制造、掩盖公司与相关客户的虚假业绩。期间，某人指使多人冒充关联公司负责人，向中介机构隐瞒前述巨额虚假应收账款。某又要求客户配合其公司制造、隐瞒虚假业绩，所主管的财务部门形成大量虚假财务数据，第三方中介机构根据上述财务数据作出错误评估，出具错误报告。”基于相关情况，证监会将该案分为了“重大资产重组阶段”和“重大资产重组后阶段”。在前一阶段，证监会仅认定重组目标公司及相关主体存在信息披露违法行为；在后一阶段，则仅认定上市公司及相关主体存在信息披露违法行为。对此，证监会也在行政处罚决定书中指出了其考虑的理由：“对于重组阶段的信息披露违法，尽管相关文件通过A公司披露，但我会充分考虑A公司的主客观状况，没有认定其违法责任”。本文认为，这种执法思路准确考量了导致信息披露违法发生的根本原因，更加合理、妥当。

此次新《虚假陈述司法解释》同样关注到了该等问题，其第二十一条规定：

“公司重大资产重组的交易对方所提供的信息不符合真实、准确、完整的要求，导致公司披露的相关信息存在虚假陈述，原告起诉请求判令该交易对方与发行人等责任主体赔偿由此导致的损失的，人民法院应当予以支持。”

该条规定明确确认了重大资产重组交易对方的责任主体地位，还原了相应虚假陈述行为的真实成因，也体现了最高院对目前我国证券稽查执法精神的及时接纳。

（三）帮助造假者的责任

新《虚假陈述司法解释》第二十二条新增了帮助造假者的过错责任认定条款，其明确规定：

“有证据证明发行人的供应商、客户，以及为发行人提供服务的金融机构等明知发行人实施财务造假活动，仍然为其提供相关交易合同、发票、存款证明等予以配合，或者故意隐瞒重要事实致使发行人的信息披露文件存在虚假陈述，原告起诉请求判令其与发行人等责任主体赔偿由此导致的损失的，人民法院应当予以支持。”

根据上述规定，帮助造假者承担责任的基础在于“有证据证明明知或故意”，故其责任基础系过错责任，且其“过错”限于故意情形。我们认为，在帮助造假者明知虚假陈述存在但仍予配合的情况下，要求其承担赔偿责任不仅符合帮助侵权的基本原理（对应《民法典》第一千一百六十九条），亦有利于遏制虚假陈述行为发生。至于帮助造假者的责任形式，上述规定虽然仅采用了“判令其与发行人等责任主体赔偿由此导致的损失”这一表述，但基于帮助侵权的一般原理，我们认为帮助造假者在原则上应承担连带责任。

七、连带责任人之间的追偿问题

新《虚假陈述司法解释》第二十三条规定：

“承担连带责任的当事人之间的责任分担与追偿，按照民法典第一百七十八条的规定处理，但本规定第二十条第二款规定的情形除外。”

保荐机构、承销机构等责任主体以存在约定为由，请求发行人或者其控股股东、实际控制人补偿其因虚假陈述所承担的赔偿责任的，人民法院不予支持。”

相较于 03 年司法解释，上述规定明确了连带责任人的内部追偿问题。对此，可具体解读如下：

第一，该条第一款明确规定连带责任人之间的内部追偿问题应按《民法典》第一百七十八条规范处理。事实上，2009 年颁布的《侵权责任法》即明确规定了“连带责任人的内部追偿权”，为虚假陈述民事赔偿案件中的内部追责问

题提供了上位法依据。但自《侵权责任法》颁布后，仅有极少数个案成功启动了追偿诉讼并获得了相应民事判决。由此可见，此类案件中的内部追责困境并非源于欠缺法律依据，而更可能在于如何划分内部责任比例的实践难题；在“比例连带责任”形式被逐步推广适用的情况下，连带责任人的内部分责问题将更添疑难。因此，在新《虚假陈述司法解释》直接规定内部追偿规则之后，前述困难仍有待于司法实践中的进一步厘清。

第二，该条第一款中的“但书条款”与新《虚假陈述司法解释》第二十条第二款相互结合，明确规定控股股东、实际控制人组织、指使发行人实施虚假陈述的情况下，发行人有权就已赔付金额向控股股东、实际控制人全额追偿。之所以作此特别处理，其法律依据可能主要系《公司法》第二十条第二款、第二十一条等规定（对应《公司法（修订草案）》第二十条等）。另需要考虑的是，《证券法》第九十四条还赋予了投资者保护机构提起股东代位诉讼的权利。根据该等规定，中小投服目前已经开展了在个案项下代上市公司起诉时任实际控制人、主要董监高等人员的实践尝试，且已多次向上市公司发送《股东质询建议函》，督促上市公司启动追偿诉讼。故整体而言，新《虚假陈述司法解释》的该条规定及第二十条等规定均充分彰显了“追首恶”的制度理念。

第三，该条第二款规定明确限制了保荐或承销等机构在业务合同项下的追偿权，使保荐或承销等机构难以通过事先约定的方式彻底规避最终的责任风险。该等规定虽然强化了民事赔偿责任的威慑功能，但在保荐或承销等机构多数属于过失侵权而非故意侵权的情况下，严格限制其根据合同获得的追偿权是否过于严苛，亦值得深入讨论。

结语

总而言之，证券虚假陈述侵权项下的责任主体及其责任认定，是此次新《虚假陈述司法解释》修改的重点部分之一。其修改内容主要是扩大了可能的责任主体范围、对特定主体过错的判断标准作出了具体化修改、并明确了投资者向数个连带责任人求偿情况下的责任划分等具体实施问题。尤其是其中新增的控制人责任、重大资产重组交易对方的责任、帮助造假者的责任等内容均具有明确的制度导向性和一定的前瞻性。

进一步而言，证券虚假陈述侵权案件项下相关主体的责任认定是一个极其依托于个案情况作出个别判断的问题，成文司法解释在技术上或许只能尽量详细地描述判断标准，而很难起到直接“公式化”导出结果的效果。我们认为，此次新《虚假陈述司法解释》在相关条文的修订中对若干重大实践关切作出了直接回应，并对大量司法判例和证券稽查执法精神予以总结接纳，将会对此类案件中不同责任主体的精准定责发挥重要的指引作用。

《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》项下合理信赖制度研究

孙慧丽 孙玲 戴雨勤

引言

近年来，我国证券市场的行政执法力度不断加强，因证券违规行为被处罚的案例逐年增多，且被处罚主体的范围也逐步扩大，除发行人以外，证券中介机构受处罚的案件量明显攀升。同时，在证券民事诉讼实践中，案件量也不断增多，当事人主体尤其是被告更加多元，证券中介机构越来越多地被追究民事责任。

自2016年“欺诈发行退市第一股”的丹东某电气公司虚假陈述案开始，众焦点之一直指会计师事务所、律师事务所等证券中介机构在欺诈发行中的责任承担范围问题¹。最近债券和股票市场也纷纷出现标杆案件，如全国首例公司债券欺诈发行案、首例以“比例连带”确定中介机构责任的上海某公司证券欺诈发行案，又进一步引起实务界对证券中介机构责任边界的热烈讨论。

面对日益增长的行政处罚和民事赔偿风险，如何认定证券中介机构的责任边界，是该趋势下必须认真审视和回答的问题，也是大量文章讨论的问题。本文选取一个新的视角，结合中国证券监督管理委员会（下称“中国证监会”）于2022年1月28日发布的《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》（中国证券监督管理委员会公告〔2022〕27号，下称“《指导意见》”）中明确提出的“完善合理信赖制度”，围绕证券中介机构面临的新难题、监管机构的新政策，通过对合理信赖制度的内涵和意义的分析，并进行比较法研究，梳理合理信赖制度在我国法律制度下的变迁、发展困境与司法实践应用，为完善合理信赖制度提出初步建议，希望为厘清中介机构职责边界略尽绵薄之力。



孙慧丽
sunhuili@cn.kwm.com

¹ 郭雳、李逸斯：《IPO中各中介机构的职责分配探析》，载《证券法苑》2017年第23卷。

一、合理信赖制度的内涵与意义

（一）合理信赖制度的内涵

《指导意见》规定：“证券服务机构对于保荐人或者其他证券服务机构的基础工作或者专业意见，在保持职业怀疑，履行了审慎核查和必要的调查、复核工作的基础上，排除了职业怀疑的，可以合理信赖。保荐人及证券服务机构能够证明其符合合理信赖条件的，可以依法免除行政法律责任。”

根据上述规定，合理信赖制度包含三层含义：第一，证券中介机构即证券服务机构，可以就其他证券中介机构的专业意见，产生合理信赖；第二，合理信赖具有前提条件，即信赖方应履行审慎核查和必要调查、复核工作，并能达到排除职业怀疑的标准；第三，基于对其他证券中介机构的合理信赖，信赖方可以依法免除行政责任。

（二）合理信赖制度的意义

1. 进一步厘清证券中介机构职责边界

注册制下，中介机构在证券发行环节职责高度交叉重叠，发行文件中互相引用意见²，导致发行环节中介机构职责不清、边界不明等问题明显。《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见（征求意见稿）》（下称“《指导意见征求意见稿》”）³已明确指出，健全合理信赖制度，是进一步厘清中介机构职责边界的关键，有助于明确中介机构的基本职责和执业重点，减少不同中介机构之间的重复工作，督促各自归位尽责。

在征求意见过程中，证监会也重点关注到厘清中介机构职责边界的重要性。证监会最后采纳相关意见，并在《指导意见》中增加了“发行人是信息披露第一责任人”，保荐人“组织协调证券服务机构及其签字人员配合参与证券发行上市的相关工作”，中介机构对保荐人工作“予以配合”等表述，区分了不同责任主体的不同职责。

2. 促进证券中介机构责任与过错相匹配，精准问责

职责不明即导致责任不清。特别是，在严监管背景下的行政处罚和民事诉讼案例，对市场具有非常强的警示作用，但其中涉及的法律问题却值得深思和进一步探讨。如果行政处罚和民事诉讼对中介机构追责时，不予区分中介机构职责边界，为追求个案救济而要求中介机构对非虚假陈述的轻过失也承担部分连带责任，将导致责任与过错难称匹配，甚至过错责任有演变为保证责任的趋势。而合理信赖制度的完善，将有助于充分厘清中介机构职责，促进中介机构在行政处罚和民事诉讼中承担的责任与过错相匹配。

3. 减少中介机构非必要重复工作，提高招股说明书信息披露质量

发行环节各证券中介机构的归位尽责，也有助于各方合力提升招股说明书信息披露质量。招股说明书作为注册制下股票发行阶段信息披露的主要载体，是企业发行上市过程中最核心、最重要的法律文件。但是，目前我国证券发行的招股说明书存在“篇幅冗长、针对性不足、合规性信息过多、投资决策作用偏弱、语言不够简明”等问题，无疑加

² 周淳：《证券发行虚假陈述：中介机构过错责任认定与反思》，载《证券市场导报》2021年第7期。

³ 2021年10月29日，中国证券监督管理委员会发布《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见（征求意见稿）》，《指导意见征求意见稿》第二条第（三）项明确规定：“健全合理信赖制度，是进一步厘清中介机构职责边界的关键，有助于明确中介机构的基本职责和执业重点，减少不同中介机构之间的重复工作，督促各自归位尽责，合力提升招股说明书信息披露质量。”

大了投资者甄别和利用有效信息的难度。而通过合理信赖制度明确中介机构各自的基本职责和执业重点，明确在其职责范围内发表专业意见，对于中介机构而言，有助于减少不同中介机构之间不必要的重复工作；对于投资者而言，招股说明书信息披露质量相应提升，则有利于投资者高效获取有效信息。

二、比较法下合理信赖制度的内容和适用情形

我国的合理信赖制度来源于美国《1933年证券法》第11条及相关判例，其在区分专业意见和非专业意见的框架下，确定证券中介机构的责任承担边界。因此，对比较法下合理信赖制度的内容和判例的分析，对于更好地理解我国的合理信赖制度有重大意义。

（一）法律规定：美国《1933年证券法》第11条(b)款

美国《1933年证券法》第11条(b)款通过专业意见和非专业意见的二分构造，界定了各证券中介机构的责任范围和尽责标准，即不同主体（是否为专业人士）对不同内容（是否为专业人士出具的专业意见）的勤勉尽责标准和注意义务不同，具体可总结为下表：

	非专业意见部分	专业意见部分
非专业人士	承担较高的勤勉尽责标准或注意义务，即需要通过展开“合理调查”，获取适当理由相信并且确实相信相关陈述真实。	需要承担的勤勉尽责标准或注意义务相对稍低，其无需进行“合理调查”，仅需证明没有合理理由相信并且确实不相信相关陈述虚假或存在遗漏。
专业人士	—	对自身出具的专业部分负责，需证明经过合理调查，有适当理由相信并且确实相信相关陈述真实。

根据该规定，非专业人士对于非专业意见部分、专业人士对其所出具的专业意见均需进行“合理调查”，但非专业人士对于专业意见部分，则无需进行“合理调查”，仅需证明没有合理理由相信并且确实不相信相关陈述虚假或存在遗漏，即非专业人士对于专业意见部分可以合理信赖。

（二）相关判例：*In re Software Toolworks Inc. Securities Litigation* 案

美国《1933年证券法》第11条(b)款虽然区分不同情况规定了证券中介机构的责任范围与尽责标准，但仍是较为原则性的规定，尤其是对“合理调查”与“合理信赖”的标准，仅为概括性陈述，具体判断标准则需由法院在个案中解释和适用。美国法判例中，对于中介机构合理信赖标准的判断，主要有 *Escott V. BarChris Construction Corporation* 案、*In re Software Toolworks Inc. Securities Litigation* 案等，其中尤以 *In re Software Toolworks Inc. Securities Litigation* 案更为典型。

在 *In re Software Toolworks Inc. Securities Litigation* 案中，法院认为，审计师与律师各自对专业范围内事项负责，对于经审计数据等专业内容，中介机构有“合理信赖权”，免责的关键在于其信赖是否合理。OEM 收入确认属于经审计的“专业内容”，承销商无需进行主动调查，其采取的下列措施说明其对审计机构的信赖合理：（1）听取会计师事务所解释，会计师事务所确认相关合同实际发生在 1990 年，收入确认无误；（2）要求会计师事务所以书面形式确认该制造商与公司的缔约情况及公司其他 OEM 合同情况；（3）联系其他会计师事务所确认案涉审计机构对本案 OEM 收入处理方法是否适当。该案中，律师事务所也未因财务性虚假陈述被追究责任。

（三）对美国《1933 年证券法》第 11 条 (b) 款及相关判例的理解

首先，从立法意旨观之，美国《1933 年证券法》第 11 条 (b) 款通过规定非专业人士对专业意见的合理信赖，实际上减轻了非专业人士对专业意见所涉内容的勤勉尽责标准和注意义务。在合理信赖制度下，只要对专业意见的真实性没有不应相信之合理理由，即便信息存在虚假内容，非专业人士也可免于责任。

其次，基于合理信赖制度的免责后果，专业意见之范围划定，本质上是在划定承销商等中介机构减轻甚至豁免自身责任的范围。因此，专业中介机构的职责范围，即专业意见的范围系认定是否适用合理信赖制度的重要因素。同时，通过适度区分责任，有利于促进会计师、律师等专业人士充分发挥独立性，从不同角度对发行人展开调查，推动各中介机构在其专业范围内各司其职，从而更好地为证券发行把关⁴。

最后，在该制度下，美国证券律师几乎很少承担证券发行中财务虚假陈述的赔偿责任，除非律师对于公司财务造假主观上明知或可推定为明知，仍出具了较有利的专业意见⁵。而该制度有利于促进律师发表意见的独立性，也有利于保护投资者。

三、合理信赖制度在我国法律制度下的变迁与发展困境

（一）合理信赖制度在我国法律制度下的变迁

“合理信赖”的概念并非《指导意见征求意见稿》及《指导意见》初创，在《指导意见征求意见稿》之前，《律师事务所从事证券法律业务管理办法》（中国证券监督管理委员会、司法部令第 41 号，2007 年 5 月 1 日起实施）、《证券发行上市保荐业务管理办法》（中国证券监督管理委员会令第 170 号，2020 年 6 月 12 日起实施）以及 2021 年 7 月 9 日的《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》（中国证券监督管理委员会公告〔2021〕17 号，2021 年 7 月 9 日起实施）已经较为零散地规定了律师事务所、证券公司可以合理信赖其他中介机构的专业意见，但未明确规定相关中介机构可以基于合理信赖免责。直至《指导意见征求意见稿》明确规定，所有证券中介机构都可合理信赖其他中介机构的专业意见，且“符合合理信赖条件的，信赖方可以依法免责”；《指导意见》正式出台文件则在征求意见稿的基础上，将免责范围限制于行政责任，规定“符合合理信赖条件的，可以依法免除行政法律责任”。在《指导意见》征求意见过程中，《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，2022 年 1 月 22 日起实施，下称“新《虚假陈述司法解释》”）出台，确定了合理信赖制度在虚假陈述民事赔偿纠纷领域的适用，即中介机构“排除了职业怀疑并形成合理信赖的，人民法院应当认定其没有过错”。具体梳理如下：

⁴ 刘文卓：《美国 IPO 虚假陈述主要中介机构责任区分与追究》，载深圳证券交易所综合研究所运营的官方公众号“深交所研究”2021 年 7 月 14 日文。

⁵ 在 *SEC v. Kaiser* 案中，发行人在公开发行债券募资中存在混同并转移资金的行为，法院认为，由于律师明知这一事实，但仍出较为有利的法律意见书，故需与承销商一同承担法律责任。

在安然公司财务造假案中，由于律师事务所深度参与涉虚假交易行为，法院推定律师对安然公司隐藏债务的行为属于明知，进而要求律师事务所对安然公司财务造假及欺诈发行行为承担责任。

2007年的《律师事务所从事证券法律业务管理办法》第十五条规定：“律师从国家机关、具有管理公共事务职能的组织、会计师事务所、资产评估机构、资信评级机构、公证机构（以下统称公共机构）直接取得的文书，可以作为出具法律意见的依据，但律师应当履行本办法第十四条规定的注意义务并加以说明；对于不是从公共机构直接取得的文书，经核查和验证后方可作为出具法律意见的依据。”该规定实际降低了律师事务所对于会计师事务所、资产评估机构、资信评级机构等专业机构专业意见的勤勉尽责标准和注意义务，已有针对律师事务所的合理信赖制度的雏形。

2020年的《证券发行上市保荐业务管理办法》第二十二條规定：“对发行人申请文件、证券发行募集文件中有证券服务机构及其签字人员出具专业意见的内容，保荐机构可以合理信赖，对相关内容应当保持职业怀疑、运用职业判断进行分析……”。对此，2017年修正的《证券发行上市保荐业务管理办法》（2017年12月7日起实施，2020年6月12日失效）仅规定保荐机构对其他专业意见应当“审慎核查”，对发行人提供信息应“独立判断”⁶。因此，2020年的《证券发行上市保荐业务管理办法》规定了保荐机构可对其他中介机构的专业意见“合理信赖”，但其并未明确规定保荐机构可以基于合理信赖免责。

在《指导意见征求意见稿》发布前，2021年7月9日起实施的《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》明确规定证券公司对其他中介机构的专业意见以“合理信赖”为一般原则，对存在“重大异常”、“前后重大矛盾”、“重大差异”等特殊情形进行调查、复核，对未引用其他中介机构专业意见的内容依法承担责任。⁷该规定实际上再次强调了保荐机构可对其他中介机构的专业意见合理信赖，但依然未明确规定保荐机构可以基于合理信赖免责。

《指导意见征求意见稿》规定：“对于招股说明书等信息披露文件中有会计师事务所、律师事务所等证券服务机构出具专业意见的内容，其他证券中介机构在履行审慎核查和必要调查、复核工作基础上，可以合理信赖；符合合理信赖条件的，信赖方可以依法免责。”

《指导意见》规定：“证券服务机构对于保荐人或者其他证券服务机构的基础工作或者专业意见，在保持职业怀疑，履行了审慎核查和必要的调查、复核工作的基础上，排除了职业怀疑的，可以合理信赖。保荐人及证券服务机构能够证明其符合合理信赖条件的，可以依法免除行政法律责任。”

2022年1月22日起实施的新《虚假陈述司法解释》将合理信赖制度作为判断中介机构是否存在过错的法定情形之一，对中介机构的过错认定规则进行细化。新《虚假陈述司法解释》第十八条规定：“证券服务机构的责任限于其工作范围和专业领域。证券服务机构依赖保荐机构或者其他证券服务机构的基础工作或者专业意见致使其出具的专业意见存在虚假陈述，能够证明其对所依赖的基础工作或者专业意见经过审慎核查和必要的调查、复核，排除了职业怀疑并形成合理信赖的，人民法院应当认定其没有过错。”

综上，我们理解，相较《指导意见征求意见稿》规定的“依法免责”，《指导意见》将免责范围限缩于“行政法律责任”

⁶ 刘2017年修正的《证券发行上市保荐业务管理办法》第二十五条规定：“对发行人申请文件、证券发行募集文件中有证券服务机构及其签字人员出具专业意见的内容，保荐机构应当结合尽职调查过程中获得的信息对其进行审慎核查，对发行人提供的资料和披露的内容进行独立判断。保荐机构所作的判断与证券服务机构的专业意见存在重大差异的，应当对有关事项进行调查、复核，并可聘请其他证券服务机构提供专业服务。”

⁷ 《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》第三条第（二）款的7项规定：“厘清中介机构责任。各中介机构对各自出具的专项文件负责，对与本专业的业务事项履行特别注意义务，对其他业务事项履行普通注意义务。招股说明书、重组报告书、债券募集说明书等引用会计师事务所、律师事务所、评估机构等其他中介机构专业意见或内容的，出具意见或文件的中介机构依法承担责任。证券公司对注册申请文件和信息披露资料进行全面核查验证，对其他中介机构的专业意见以“合理信赖”为一般原则，对存在“重大异常”、“前后重大矛盾”、“重大差异”等特殊情形进行调查、复核，对未引用其他中介机构专业意见的内容依法承担责任。”

范围内，体现了证监会作为行政机关的严谨性、谨慎性。同时，《指导意见》在征求意见稿中将合理信赖制度的主体范围首次明确为所有证券中介机构，且明确规定信赖方可基于合理信赖依法免除行政法律责任，这是《指导意见》较之前相关规定的重大进步和发展。此外，在《指导意见》的精神下，新《虚假陈述司法解释》的出台，确定了合理信赖制度在虚假陈述民事赔偿纠纷中的运用，与《指导意见》一同完善了证券违法行为下，中介机构的法律责任认定体系。

（二）合理信赖制度在我国法律制度下的发展困境：中介机构执业规则繁杂、职责范围交叠

如前所述，合理信赖制度有赖于明确各中介机构的法定义务范围，区分各中介机构专业意见的界限，这是各中介机构的职责边界明晰，承担责任范围与过错相适应的前提。

《中华人民共和国证券法》（2019年修订，下称“《证券法》”）第一百六十条规定：“会计师事务所、律师事务所以及从事证券投资咨询、资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的证券服务机构，应当勤勉尽责、恪尽职守，按照相关业务规则为证券的交易及相关活动提供服务。”该规定较为笼统，要明确各中介机构在证券发行业务中的法定义务范围，仍应遵循各机构的具体执业规则。基于目前实践争议的多发类型，将涉及保荐机构、会计师事务所以及律师事务所执业规则和职责范围的部分规定梳理如下。由于篇幅有限，另有大量规定未予列示。

1. 中介机构执业规则和职责范围的主要规定

（1）保荐机构

关于保荐机构在证券发行过程中的执业规则和职责范围，《证券发行上市保荐业务管理办法》第二十四条规定：“保荐机构推荐发行人发行证券，……发行保荐书应当包括下列内容：（一）逐项说明本次发行是否符合《公司法》《证券法》规定的发行条件和程序；（二）逐项说明本次发行是否符合中国证监会的有关规定，并载明得出每项结论的查证过程及事实依据；（三）发行人存在的主要风险；……（六）保荐机构及其关联方与发行人及其关联方之间的利害关系及主要业务往来情况……”

（2）会计师事务所

《首次公开发行股票并上市管理办法》（中国证券监督管理委员会令第173号，2020年7月10日起实施）第二十二条规定：“发行人的内部控制在所有重大方面是有效的，并由注册会计师出具了无保留结论的内部控制鉴证报告。”第二十三条规定：“发行人会计基础工作规范，财务报表的编制符合企业会计准则和相关会计制度的规定，在所有重大方面公允地反映了发行人的财务状况、经营成果和现金流量，并由注册会计师出具了无保留意见的审计报告。”

《中国注册会计师审计准则第1323号——关联方》（财会〔2010〕21号，财政部于2010年11月1日发布，2012年1月1日起实施）第十四条规定：“注册会计师应当向管理层询问下列事项：（一）关联方的名称和特征，包括关联方自上期以来发生的变化；（二）被审计单位和关联方之间关系的性质；（三）被审计单位在当期是否与关联方发生交易，如发生，交易的类型、定价政策和目的。”第二十九条规定：“注册会计师应当就识别出的关联方名称、关联方关系的性质以及关联方交易类型和交易要素形成审计工作底稿。”

《中国注册会计师审计准则第1504号——在审计报告中沟通关键审计事项》（财会〔2016〕24号，财政部于

2016年12月23日发布，2016年12月31日起实施)第九条规定：“注册会计师应当从与治理层沟通过的事项中确定在执行审计工作时重点关注过的事项。在确定时，注册会计师应当考虑下列方面：……(三)本期重大交易或事项对审计的影响。”

此外，根据《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》(2014年修订，中国证券监督管理委员会公告2014年第54号，中国证券监督管理委员会于2014年12月25日发布并实施)，会计师事务所编制财务报告时，对资产项目，如应收款项、负债项目、所有者权益项目、现金流量表项目、关联方及关联交易，都应按要求做详细披露。

(3) 律师事务所

《公开发行证券公司信息披露的编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》(证监发〔2001〕37号，中国证券监督管理委员会于2001年3月1日发布并实施)第二十四条规定：“律师应在进行充分核查验证的基础上，对本次股票发行上市的下列(包括但不限于)事项明确发表结论性意见。所发表的结论性意见应包括是否合法合规、是否真实有效，是否存在纠纷或潜在风险。……(三)本次发行上市的实质条件……(八)发行人的业务；(九)关联交易及同业竞争；(十)发行人的主要财产；(十一)发行人的重大债权债务；(十二)发行人的重大资产变化及收购兼并；(十三)发行人公司章程的制定与修改；(十四)发行人股东大会、董事会、监事会议事规则及规范运作；(十五)发行人董事、监事和高级管理人员及其变化；(十六)发行人的税务……(十八)发行人募集资金的运用……”

《律师从事证券法律业务尽职调查操作指引》(中华全国律师协会2015年10月1日发布并实施)第三十二条规定：“律师须论证发行人具备符合法定发行条件的内部控制制度且被有效执行。律师应当尽职查验以下文件或事项：(1)发行人内部控制制度、财务管理制度、各规章制度原件；……(4)由具有证券从业资格的会计师事务所出具的发行人内控鉴证报告原件；(5)由具有证券从业资格的会计师事务所出具的发行人法定申报期间的审计报告。”

2. 中介机构执业规则繁杂、职责范围交叠

根据前述规定可知，保荐机构、会计师事务所以及律师事务所的执业规则繁杂，其职责范围也明显交叉重叠，例如关联交易是三类中介机构均需审查并发表意见的事项，发行实质条件⁸项下的各项要求也需三类机构予以实质核查。尤其是，律师事务所和会计师事务所的职责范围交叠尤为严重，具体而言：

- (1) 均需对关联方、关联交易进行审查。会计师事务所编制财务报表、执行审计的过程中，均要关注关联交易，律师事务所也要审查关联交易及相关披露情况。
- (2) 均需对重大交易事项进行审查。律师需要对重大债权债务、重大资产变化及收购兼并等予以审查，包括审查重大合同的合法性、有效性，是否存在潜在风险；合同履行是否存在法律障碍；其他应收、应付款是否因正常的生产经营活动发生等。而实践中，这些事项又基本会落入会计师事务所的审查范围，即对重大交易事项的审查。

⁸ 《证券法》第十二条规定：“公司首次公开发行新股，应当符合下列条件：(一)具备健全且运行良好的组织机构；(二)具有持续经营能力；(三)最近三年财务会计报告被出具无保留意见审计报告；(四)发行人及其控股股东、实际控制人最近三年不存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪；(五)经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。”

(3) 均需对财务事项进行审查。律师要对主要财产事项进行审查，包括房产、无形资产（土地使用权、商标、专利、特许经营权等）、主要生产经营设备、租赁房屋、土地使用权等；也要对公司的上市实质条件，主要是财务情况进行审查，包括三年内财务会计文件不存在虚假、盈利能力具有可持续性、财务状况良好，其中财务状况良好甚至要审查包括会计基础工作规范执行、会计工作严格遵循国家统一会计制度的规定等事项。前述事项几乎与会计师部分职责范围完全重合。

(4) 均需对公司内部控制事项进行审查。律师事务所从事尽职调查的，需论证发行人具备符合法定发行条件的内部控制制度且被有效执行。发行人首次公开发行股票所需的内部控制鉴证报告则由会计师事务所出具，并需论证发行人的内部控制在所有重大方面是有效的。可见，在内部控制制度的审查上，律师事务所与会计师事务所的职责范围也存在一定的重叠。

综上，各中介机构如律师事务所和会计师事务所，并不能泾渭分明地切割出各自的职责范围。从实践来看，在发行人因发行文件存在虚假陈述被追究民事赔偿责任或被处以行政处罚时，各中介机构确实很难基于职责范围事由免于责任承担，且追究中介机构责任的实践趋势也正不断加强。

四、合理信赖制度在司法实践中的应用

从近几年证券虚假陈述民事赔偿案件来看，我国涉及中介机构虚假陈述责任的案件数量不断增多，法院、证监会对中介机构责任的认定，一般以中介机构是否存在“过错”，是否违反相应“注意义务”，是否“勤勉尽责”作为裁判路径或处罚标准，而鲜少直接以相关虚假陈述事项是否属于中介机构的职责范围，作为认定要件之一。

就目前实践案例而言，仅在丹东某电气公司虚假陈述案和上海某公司虚假陈述案中，案涉律师事务所作为被告，主动以案涉虚假陈述事项非其职责范围作为抗辩事由，两案件的审理思路和结果存在不同，具体分析如下：

（一）丹东某电气公司虚假陈述案：坚持传统认定标准，即是否履行注意义务、是否勤勉尽责

在 2017 年的丹东某电气公司案⁹中，北京市某律师事务所（下称“北京某律所”）在行政处罚程序中主张律师事务所对案涉公司“财务造假事项不负有审核义务和责任”。但证监会认定，该律所在工作底稿中直接引用会计师事务所的《审计报告》，对明显瑕疵没有履行一般注意义务，未勤勉尽责，未就财务造假事项审查是否属于律所的职责范围做正面回应。

该案后续进入行政诉讼程序，一审和二审法院均认为该案核心争议在于律所“是否尽到了法律规定的‘勤勉尽责’义务”，进而“是否应当为其出具的法律意见书中的虚假记载承担相应的法律责任”。与证监会不同，面对该律所非职责范围的抗辩，北京市高级人民法院在二审判决中明确认定：“应收账款属于律师事务所进行法律尽调过程中应当予以充分关注和专门查验的事项”，因为这属于“影响公司财务情况的重要因素之一”。

如前述分析，由于会计师事务所和律师事务所的职责范围高度重叠，尤其是对于财务事项的审查，更是存在严重的交叠。而该案中，财务事项是否属于律所的审查范围，是案涉律所责任承担的核心要件。最终法院坚持认定该案中的财务事项属于律所应充分关注和专门查验的事项，进而认定案涉律所未勤勉尽责，判决驳回北京某律所要求撤销行政处罚决定和行政复议决定的请求。

⁹ 2017 年 6 月 27 日，中国证监会作出行政处罚决定书。此后，北京市某律师事务所向北京市第一中级人民法院提起行政诉讼；一审败诉后，其向北京市高级人民法院上诉，二审维持原判。

（二）上海某公司虚假陈述案：法院明确区分中介机构的职责范围

在 2020 年的上海某公司虚假陈述案¹⁰中，法院对律所职责范围的认定则有很大改变。上海金融法院一审认为：案涉律所“并非专业的审计或评估机构”，不能要求其“对基于专业机构评定的资产价值的准确性、真实性、完整性负责”。上海市高级人民法院二审中亦维持此观点。经一审、二审审理，该案中的律师事务所未被判令承担虚假陈述的连带赔偿责任。

该案一、二审判决后，因职责范围区分、专业领域不同，律师事务所对财务事项不应承担责任的法院裁判观点，引起了实务界和学术界的讨论，且多数支持支持观点。虽然目前仍只是个案，但证监会《指导意见》的出台，明确提出完善合理信赖制度，进一步厘清中介机构的职责边界，得到了执法、司法、学术、实务从业者等多方的支持，必将进一步推动中介机构的职责范围明晰和保持专业独立性。

五、对于完善合理信赖制度的初步建议

基于前述梳理及分析，对于完善合理信赖制度，我们提出如下初步建议，以供讨论。

首先，应当进一步明确证券中介机构的职责范围，减少职责范围的重叠和交叉，尤其是会计师事务所和律师事务所职责范围交叉的厘清，迫在眉睫。划定各自专业领域，避免不分专业一把抓的执业规范体系，这也是证券中介机构得以在各自领域审慎出具专业意见的前提。在《指导意见》的起草说明中，证监会对该问题有所回应，其承认要“尽可能划清各中介机构职责边界”，中介机构的工作在部分重要查验事项上允许“必要重合”，但是并未就哪些事项属于“必要重合”，而哪些事项属于“非必要”重复工作进行说明。

在《指导意见》征求意见过程中，社会各界也重点关注该问题，并配合合理信赖的判断标准，提出了厘清中介机构职责范围的意见。但证监会最后仅采纳了区分三大主体，即发行人、保荐人及其他中介机构之间职责边界的意见，而未回应划清中介机构内部，如会计师事务所和律师事务所之间职责边界的呼声，因此，从目前的制度规则和实践情况来看，明确不同中介机构的职责范围仍是合理信赖制度得以完善和落实的关键。

其次，厘清各中介机构的职责范围，并非对于其他中介机构的专业意见就可完全信赖，而应是合理信赖，这就要求中介机构应进行审慎核查和必要调查、复核。《指导意见》详细规定了保荐人“审慎核查和必要调查、复核”的操作细则，对于保荐人具有很强的约束和引导作用，但是对于其他中介机构的“审慎核查和必要调查、复核”、“排除了职业怀疑”标准（即注意义务标准）却未作出明确规定，还有待立法、司法、执法机构推动原则性规定的细化、具体化。

对此，有学者认为：“在证券虚假陈述中，不同的服务机构由于其职责的不同，对其要求的注意义务程度可能有所差别。例如，对律师而言，其对证明文件的财务核查事项只要尽一般注意义务，但对保荐人或承销商而言，鉴于其在证券发行承销业务中的‘牵头人’地位以及其所必备的专业素质，其对财务核查等业务就不是一般的注意义务，而也是专业注意义务，只是这种专业注意义务和会计师的专业注意义务的侧重点有所不同。总体而言，特别注意义务应该是根据不同职业专业人士的职责要求为判断基准，一般注意义务则是根据该领域一般执业人士（非特定专业执业人士）的知识经验能力作为判断的基准”¹¹，也有学者认为：“需要进一步区分法律事项与会计事项，限缩证券律师调查的事项范围，明晰证券律师注意义务的标准，降低证券律师调查的深度要求”¹²。

¹⁰ 上海金融法院作出一审判决，属于示范案件；上海市高级人民法院作出二审判决，经一审、二审裁判，案涉律师事务所未被判令承担虚假陈述责任。

¹¹ 陈洁：《证券虚假陈述中中介机构连带责任的厘清与修正》，载《中国法学》2021年第6期。

¹² 邢会强：《证券律师注意义务之边界》，载《商业经济与管理》2021年第9期。

最后，严监管下对证券中介机构责任的厘清和对证券违规行为的精准问责难题上，除了规则的完善，行政监管机构 and 司法裁判者也应有所作为。监管机构和司法机关在行使公权力时不仅要慎重，更要进一步体现自己的专业性，尤其是处罚理由和裁判说理时，应注意各中介机构责任范围区分，不仅在个案处理中公平处理、精准追责，也有助于实践中建立相对科学的共识标准。

结论

一个健康的资本市场，绝非是对投资者的绝对化保护，而应是各参与主体的利益平衡。中国证监会在《指导意见》中明确提出“完善合理信赖制度，进一步督促中介机构归位尽责”，已是重大的发展和进步，但仍需进一步减少各证券中介机构职责范围的交叉，进一步明确“审慎核查和必要调查、复核”和“排除了职业怀疑”的标准，监管机构和司法机关也要审慎行使权力，精准追责，这样才能将合理信赖制度落到实处，全面促进各证券中介机构的专业独立性，使其真正做好资本市场的“看门人”，进而促进我国资本市场健康、有序发展。

证券中介服务机构虚假陈述中连带责任的疑惑及修正

欧阳振远 白晓明

引言

公司债券违约引发的证券中介服务机构¹虚假陈述民事责任纠纷索赔案件呈现爆发性增长的趋势，证券中介服务机构是否一概与发行人承担全额连带责任的问题，在实务界一直存在争议。某证券中介服务机构虚假陈述民事责任纠纷索赔案件，从其司法裁判结果来看，债券承销商、会计师事务所与发行人承担全额连带赔偿责任，对投资者赔偿责任数额巨大，引起市场巨大震动及各方关注。一方面，该案判决结果对净化资本市场环境起到极大积极作用，但与此同时，这种简单刚性地给予证券中介服务机构较重的民事赔偿责任可能形成劣币驱逐良币的逆向淘汰局面，最终不利于债券市场的平稳持久发展。因此，界定好民事赔偿责任的边界，恰如其分地给予相关责任人与之过错与原因力相对应的责任对于债券市场良性发展十分重要。本文首先探讨该案的裁判思路疑惑之处，通过梳理证券中介服务机构虚假陈述连带责任基本规范体系，分析我国证券中介服务机构连带责任法理逻辑，对比境外发达资本市场的立法司法经验，为我国证券虚假陈述连带责任体系提出相应建议。

一、虚假陈述连带责任裁判思路疑惑

该案源于债券发行人在 2015 年两次分别发行 8 亿元和 5.6 亿元债券（“A 债”），2017 年债券发行人因自身流动性危机，宣布无法到期支付。投资人向某中院起诉，要求债券发行人承担赔偿责任，实际控制人、承销商、会计师事务所、律师事务所、评级机构承担连带责任。某中院根据《证券法（2014 修正）》第六十九条、第一百七十三条之规定，²在没有证据证明债券承销商、会计师事务所与债券发行人存在共同侵权主观故意的情



欧阳振远

ouyangzhenyuan@cn.kwm.com

¹ 从法律关系角度看，证券市场中介机构特指从事证券承销业务的证券公司（为发行人及投资者之间的中介）与从事经纪业务的证券经纪公司（为投资者与投资者之间的中介）；《证券法》第 160 条将包括会计师事务所、律师事务所以及从事证券投资咨询、资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的专业机构统称为“证券服务机构”。本文的“证券中介服务机构”特指保荐人、承销商，以及证券服务机构。参见陈洁：《证券虚假陈述中中介机构连带责任的厘清与修正》，《中国法学》，2021 年第 6 期，第 201 页。

² 《证券法（2014 修正）》第六十九条规定，“发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料，有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，发行人、上市公司应当承担赔偿责任；发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外；发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。”第一百七十三条规定，“证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”

形下，判决：债券发行人实控人、债券承销商以及会计师事务所对债券发行人发行债券的应付本息承担连带赔偿责任，律师事务所和评级机构分别在 5% 和 10% 范围内承担连带赔偿责任。

该案裁判思路与逻辑对于发行人与证券中介服务机构存在共同侵权故意情形下无疑是正确的。但若在中介服务机构与发行人不存在共同故意的情况下，该裁判结果存在一定不合理之处。首先，《证券法》规定证券中介服务机构需与发行人承担连带责任，使得存在过失的证券中介服务机构需要为信息披露义务人承担与其过错、原因力不相适应的赔偿责任，与过责相当的法治原则不相适应。中介服务机构对投资者负信息核查义务，与发行人信息披露义务不同，不属于导致投资人损失的直接原因，其行为导致投资人损害需要以发行人虚假陈述为前提，发行人才是真正风险来源。因此，在中介机构不存在故意的情况下，刚性解读适用《证券法》连带责任规定是不合适的。

其次，适用 2014 年修正《证券法》第六十九条和一百七十三条规定（2019 年修订《证券法》第八十五条和一百六十三条规定），将证券中介服务机构的责任与发行人或委托人的行为与后果捆绑是有一定条件的，不问因果关系的简单刚性责任连带，只会使法律规定的证券中介服务机构虚假陈述侵权责任直接转变为连带保证责任，违背立法的本意。上述《证券法》的规定采用了过错推定归责原则，只要证券中介服务机构有虚假陈述行为，并且造成投资者损失，则推定交易因果关系及损失因果关系成立。最高人民法院于 2003 年颁布的《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（法释〔2003〕2 号）》（以下简称《虚假陈述若干规定》）第 18 条也采纳了类似立场³。但推定交易与损失因果关系成立是要基于一些前提条件的。

从因果关系角度分析，证券虚假陈述责任纠纷中的因果关系包含交易上的因果关系以及损失上因果关系两层含义，必须要两者同时满足才能构成完整的因果关系链。其中，交易因果关系是指证券中介服务机构虚假陈述行为错误引导投资者进行证券交易；损失因果关系是指证券中介服务机构虚假陈述行为导致投资者的全部或者部分损失。⁴

推定交易与损失因果关系基于欺诈市场理论，美国联邦最高法院在 *Basic v. Levinson* 案⁵ 认为，证券虚假陈述欺诈的是整个证券市场，投资人因信赖证券市场及证券价格进行投资，因此原告只需证明证券虚假陈述信息导致证券价格不公正，不需证明信赖被告虚假陈述行为作出投资决策，就可以直接认定被告虚假陈述行为与投资者损失具有交易因果关系。欺诈市场理论成立需基于有效市场假说，⁶ 根据证券价格对市场中信息的反应程度，有效市场具体可以分为弱式有效市场、半强式有效市场以及强式有效市场三类。⁷

半强势有效市场是欺诈市场理论的理论基础，⁸ 因为在弱式有效市场中，证券价格只能反映过去的信息，并不能对实时信息作出及时反应。而在半强势有效市场中，证券价格可以对公开信息作出及时反应，股票价格与公开信息几乎为同一回事，因而，投资者信赖证券价格变动进行交易相当于信赖虚假陈述信息进行交易。由于有效市场假说可以使得将投资人对于市场公开信息的信赖转化为对于证券市场及证券价格的信赖，若投资者能够证明侵权人虚假陈述行为对投资者所投资的证券价格产生影响，就可以认定投资者损失与侵权人虚假陈述行为具有因果关系。

然而，《虚假陈述若干规定》主要以股票市场中的虚假陈述责任认定作为制定的预设模型，因此对于债券虚假陈述纠纷，法院不能直接适用《虚假陈述若干规定》予以裁判，需从欺诈市场理论适用条件、债券交易特点，以及公司

³ 《虚假陈述若干规定》第 18 条第 2 项规定，投资者在虚假陈述实施日之后揭示日之前从事交易行为，则推定投资者信赖行为人的虚假陈述，从而推定交易上因果关系成立；第 3 项规定，在揭示日之后投资者因卖出或者持有证券而发生损失的，则推定该损失与交易之间存在因果关系。

⁴ 谢欣欣、谢春晖：《上市公司虚假陈述之民事责任》，载《人民司法》（案例）2016 年第 2 期。

⁵ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

⁶ 参见 Marc I. Steinberg, *Securities Regulation*, Matthew Bender & Company, Inc. 2009, pp.451-460.

⁷ 在弱式有效市场中，证券价格可以反映信息披露义务人所有历史信息；在半强式有效市场中，证券价格可以及时反映信息披露义务人所有公开信息；在强式有效市场中，证券价格可以反映与信息披义务人所有的包括公开和未公开（如内幕信息）信息，但显然这是不太可能的。James Cox et al., *Securities Regulation: Cases and Materials*, Wolters Kluwer Law and Business 2013, pp.91-107.

⁸ Jonathan R. Macey and Geoffrey P. Miller, "Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory", 42 *Stan. L. Rev.* 1059, at 1079 (1990).

股票与债券的区别等层面进行充分论证是否个案能够适用欺诈市场理论，从而证明是否可以适用《虚假陈述若干规定》直接推定因果关系。⁹若不能证明个案适用欺诈市场理论则无法建立价格与信息之间的联系，也就使得投资者无法依据对于证券价格的信赖而认定对于虚假陈述行为的信赖。

此外，从损失因果关系角度看，该案中虽然存在应收与应付账款对抵问题，但债券发行人最终不能清偿自身债务是由于宏观经济、行业生态和政策变化，以及企业自身经营风险（包括融资渠道受限，现金流短缺）等综合因素造成。¹⁰公司债券违约不是单个或者单类别信息披露行为本身所能触发，不经甄别虚假陈述的具体行为与损失之间的因果关系，不剔除系统风险、行业风险及企业本身经营风险等原因产生的损失，将债券违约导致无法兑付的本息均归责于发行时证券中介服务机构责任，实则是无原则地扩大了证券法对证券中介服务机构连带责任的适用范围。

二、证券中介服务机构连带责任基本规范体系

目前，我国构建了以《民法典》、《证券法》、《虚假陈述若干规定》、《关于审理涉及会计师事务所在审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定（法释〔2007〕12号）》（下称“《审计侵权若干规定》”），以及《全国法院审理债券纠纷案件座谈会会议纪要》（下称“《债券座谈会纪要》”）为主的证券虚假陈述责任制度体系，为司法部门认定证券中介服务机构虚假陈述赔偿责任奠定了法律基础。

《证券法》中关于证券中介服务机构与发行人承担连带赔偿责任的规定思路大致保持一致。2005年修订的《证券法》确立了证券中介服务机构侵权责任适用过错推定归责原则及连带责任制度，但是否就必然解释为“全部连带责任”依据不足，目前缺乏更多的生效判例支持。《证券法（2019修订）》（下称“新《证券法》”）八十五条和第一百六十三条分别规定了承销商和其他证券服务机构虚假陈述需与发行人承担连带赔偿责任，但能证明自己无过错的除外。¹¹这与2014修正的《证券法》第六十九条和第一百七十三条基本一致。但新《证券法》缺陷是没有区分证券中介服务机构主观状态（故意与过失），亦未明确过失情形下重大过失、一般过失及轻微过失的判定标准，而且，对于何谓“致使投资者在证券交易中遭受损失”也不明确，给部分裁决的过度解读预留了空间。

信息披露由信息披露义务人及证券中介服务机构共同完成，因此证券虚假陈述属于数人侵权行为，需多方共同承担虚假陈述侵权责任。¹²对于多数人侵权行为责任规定，上位法《民法典》第一百七十七条和第一百七十八条相应规定了分别侵权行为的按份责任与共同侵权行为的连带责任；第一千一百七十一条和第一千一百七十二条对实施充足原因侵权行为的连带责任及实施非充足原因侵权行为的按份责任进行规定。总体而言，在共同实施侵权行为和分别实施充足原因侵权行为情形下，行为人需承担连带责任；若行为人分别实施非充足原因侵权行为，则适用按份责任。¹³《民法典》是《证券法》的上位法，《证券法》未明确规定的部分应适用《民法典》相关规定。

《虚假陈述若干规定》强调了证券承销机构和证券服务机构因证券虚假陈述引发的民事责任形式是“就其负有责任的部分承担赔偿责任”，并区分其故意与过失主观状态，即“过当其责”，而非全有或全无的关系。¹⁴《审计侵权若干规定》与《虚假陈述若干规定》思路保持一致，根据会计师事务所的主观过错状态作出区分，仅在故意情形下需与委托人承担全额连带赔偿责任，在过失情形下，人民法院需根据其过失大小确定会计师事务所的赔偿责任。

⁹ 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3月第1版，第33页。

¹⁰ 范圣兵、纪富强编著：《债券违约问题实务解析与操作指引》，中国法制出版社2020年6月版。

¹¹ 《证券法（2019修订）》第八十五条规定，“信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在正确交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任；发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”第一百六十三条规定，“证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”

¹² 陈洁：《科创板注册制的实施机制与风险防范》，载《法学》2019年第1期，第67页。

¹³ 陈洁：《证券虚假陈述中中介机构连带责任的厘清与修正》，中国法学，2021年第6期，第204页。

《债券座谈会纪要》阐明了证券中介服务机构承担责任原则，即将责任承担与其注意义务、注意能力及过错程度相结合。¹⁵其次，明确了判定过错标准，通过考察证券中介服务机构是否勤勉尽责，即对属于自身专业领域职业准则需尽特别注意义务，对其他一般业务事项需尽普通注意义务，区分其主观过错情况（故意或过失），进而确定其承担责任性质和范围。上述规定与《虚假陈述若干规定》和《审计侵权若干规定》的原则和内涵是一致的。

总体来看，证券中介服务机构承担连带责任的基本规范体系大致包括两种思路。其一，将《证券法》的规定解释为不区分中介服务机构过错情况的连带责任；其二，《民法典》、司法解释及司法政策文件规定的需区分中介机构故意或过失主观状态，将责任承担与其注意义务、注意能力及过错程度相结合。¹⁶然而，本文认为第二种思路更具有合理性，本文第三、四部分将从连带责任逻辑与成熟资本市场司法实践角度分析阐述。此外，对于债券市场来说，我国融资市场债券规模远大于股票，若开创中介服务机构承担债券违约本息连带责任先例，则将导致更多承销机构及证券服务机构破产解散。刚性连带责任导致的后果是，第一，一刀切的裁判思路使得轻微过失的证券中介服务机构需对发行人的故意欺诈过错承担连带赔偿责任，致使过错责任演变为保证责任，使得债券投资人免去审核义务。¹⁷这种判决结果不利于打破刚性兑付，无法矫正债券市场定价体系，不利于金融资源的有效配置。第二，由于金融机构破产具有连锁性、传染性，容易造成系统性金融风险。第三，倘若中介机构因风险退出证券市场，将导致资本市场瘫痪，企业难以获得融资。

三、证券中介服务机构连带责任界定

虚假陈述民事责任的基础是信息披露义务与信息核查义务。其基本法理是，资本市场法律制度的核心为信息披露，投资人需根据发行人披露的信息作出投资决策，而虚假陈述制度就是以违反信息披露制度为前提，目的是保障信息得以准确披露。对于证券中介服务机构而言，其作为资本市场的“看门人”¹⁸承担责任的基础就是违反了信息核查义务。

证券的价格体现市场对其未来收益的贴现预期，投资者依据发行主体披露的信息来评判证券贴现预期收益。然而，由于信息不对称，证券发行人会基于自身的信息优势在信息披露文件中实施虚假陈述行为，从而形成证券“柠檬市场”¹⁹，即由于买卖双方的信息不对称，卖方会利用信息不对称欺骗买方，导致自己受益而买方受损。因为卖方知道产品真实状况，往往会以次充好，而买方只知大致平均质量，相对应愿意出中等价格，这样容易致使优质产品被淘汰，而次等产品被留在市场，从而使得市场优胜劣汰机制发生扭曲。而第三人（证券中介服务机构）执行机制²⁰就是解决“柠檬市场”的重要途径之一，证券中介服务作为资本市场的“看门人”通过勤勉履行信息核查义务（勤勉尽责），基于投资者的信赖形成证券市场第一道防线。中介机构审慎核查发行主体的披露信息并发表专业意见，从而可以为处于弱势地位的投资者提供投资决策的重要依据，降低其调查与咨询的成本。此外，也能够将不符合条件的证券发行人排除在市场外，防止欺诈发行，使得投资者避免损失，亦节省事后制裁的行政及司法成本。证券中介服务机构若违反信息核查义务致使投资者有所损失则构成其虚假陈述法律责任的基础，需与信息披露者承担连带责任。

¹⁴ 《关于审理证券市场因虚假陈述引发民事赔偿案件的若干规定（法释〔2003〕2号）》针对证券中介机构主观状态有所区分。第一种是针对证券服务机构与委托人共同侵权的情形，《虚假陈述若干规定》第27条规定，服务机构“知道或者应当知道”上市公司虚假陈述，而不予纠正或者不出具保留意见的，构成共同侵权，对投资人的损失承担连带责任。第二种则是针对服务机构过失状态下的侵权责任。《虚假陈述若干规定》第24条规定，服务机构及其直接责任人违反证券法的相关规定虚假陈述，给投资人造成损失的，“就其负有责任的部分承担赔偿责任”。

¹⁵ 《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》关于其他责任主体的责任认为，对于债券欺诈发行、虚假陈述案件的审理，要按照证券法的规定，严格落实债券承销机构和债券服务机构保护投资者利益的核查把关责任，将责任承担与过错程度相结合。债券承销机构和债券服务机构对各自专业相关的业务事项未履行特别注意义务，对其他业务事项未履行普通注意义务的，应当判令其承担相应法律责任。其中第31条更明确表述为：“债券服务机构的注意义务和应负责任范围，限于各自的工作范围和专业领域，其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，应当按照证券法及相关司法解释的规定，考量其是否尽到勤勉尽责义务，区分故意、过失等不同情况，分别确定其应当承担的法律责任。”

¹⁶ 前引13，第205页。

¹⁷ 周淳：《证券发行虚假陈述：中介机构过错责任认定与反思》，载《证券市场导报》2021年第7期，第32页。

¹⁸ “看门人”的概念是由Reinier H. Kraakman教授提出，他认为证券中介服务机构是“能够通过不合作或不同意的方式来实现阻断违法目的的市场专业人士”。参见Reinier H. Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics & Organization*, 1986,2(1):53-104.

¹⁹ 柠檬市场(The Market for Lemons)，“柠檬”在美国俚语中表示“次品”或“不中用的东西”，所以柠檬市场也称次品市场，也称阿克洛夫模型，是指信息不对称的市场，即市场中，产品的卖方对产品的质量拥有比买方更多的信息。在极端情况下，市场会止步萎缩和不存在，这就是信息经济学中的逆向选择。柠檬市场效应则是指在信息不对称的情况下，往往好的商品遭受淘汰，而劣等品会逐渐占领市场，从而取代好的商品，导致市场中都是劣等品。Akerlof, G. A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, 84(3): 488-500.

²⁰ 通过交易双方的第三人表明商品品质的方式。

“有无目的之共同，为连带债务与不真正连带债务根本区别之所在”，²¹ 侵权法中连带责任要求各侵权人基于共同意思联络或者对于共同目的有所认识，从而形成一体的共同侵权行为。²² 此外，侵权法中还有一种与竞合相对应的特殊侵权责任形态，多个行为人对同一民事主体的分别侵权行为损害了该民事主体受法律特殊保护的民事权益，违反了法定义务，但他们相互无意思联络或共同目的认识，被侵权人可向负有不同法律义务的侵权人请求损害赔偿，各行为人对此民事权益负全部侵权赔偿责任，并因任一行为人对于侵权赔偿的履行而使所有侵权行为人的责任归于消灭。该侵权行为由不真正连带责任予以规制。²³ 证券中介服务机构与发行人无共同目的认识与共同意思联络并分别独立作出虚假陈述行为，数个行为直接或者间接结合造成投资人的统一损害后果，属于客观关联共同侵权行为。²⁴ 《证券法》调整的即为证券中介服务机构和信息披露义务人直接的客观关联共同侵权行为，属于不真正连带责任。

证券虚假陈述中，发行人与各证券中介服务机构对于投资人的损失都应当承担责任，并且，每一个责任人都承担全部责任，体现为不真正连带责任的对外效力。具体来讲，其一，证券虚假陈述不真正连带责任中各侵权人对于投资者都发生全部承担其权利请求效力，投资人对于各侵权人都享有请求权，可单独向各侵权人行使这份权利。各侵权人对于投资者的损失请求权都有承担全部赔偿责任的义务，属于中间责任而非最终责任。其二，任一侵权人在承担责任后都将使得其余侵权人对被侵权人的责任消灭。由于不真正连带责任的损失赔偿额属于竞合数额，任何侵权人承担全部责任属于对同一损害的救济，投资者已得到完全损害赔偿，不可再次行使对其他侵权人的请求权。²⁵

在侵权法中，不真正连带责任的制度设计就是针对同一危险的安全预防机制，需不同侵权人相互配合和制约。《证券法》中关于证券中介服务机构对投资者承担不真正连带责任的制度设计目的主要是为了保护投资者，具有建构资本市场诚信机制的功能。与此同时，这种制度设计兼具保护非最终责任人的利益。²⁶

具体而言，不真正连带责任制度的首要功能就是提升投资人对资本市场信息披露的信赖，建构资本市场诚信机制。由于资本市场风险大、不确定性高，《证券法》通过在信息披露义务人和信息核查义务人设计适用不真正连带责任制度，确保证券中介服务机构核查披露信息的真实、准确与完整，保障“看门人”机制功能的实现。证券中介服务机构与发行人签订合同从而与投资人建立法律联系，但这种关系具有间接性。《证券法》第八十五条和一百六十三条规定了证券中介服务机构向投资人保证发行人信息披露文件真实、准确完整的义务，使证券中介服务机构成为信息披露的直接责任主体，将其与投资人的责任关系直接化。²⁷ 从而使得证券中介服务机构对投资人单向承担信息核查的义务，以保证披露信息的真实、准确、完整，为投资者的合理信赖向其承担责任。与此同时，在信息披露义务人违约时投资人可以向证券中介服务机构请求赔偿全部或者部分损失，可合理分配投资人损失的风险，以保护投资者的利益。这种制度设计增强了证券市场诚信机制，提升了投资人对证券市场的信心，促使投资人进行投资活动，使得证券市场与投资人的信心相辅相成、循环促进。²⁸

此外，不真正连带责任制度的设计也有利于保护非最终责任人的利益。²⁹ 发行人承担的是信息披露义务，是信息的来源，而证券中介服务机构承担的是信息核查义务，保障信息披露义务人所披露信息的真实、准确和完整。证券中介服务机构作为中间责任人可向最终责任人即发行人请求内部追偿。因此，不真正连带责任机制可保证中间责任人的利益。

²¹ 史尚宽：《债法总论》，中国政法大学出版社2000年版，第673页。

²² 王竹：《论客观关联共同侵权行为为理论在中国侵权法上的确立》，载《南京大学法律评论》2010年第33卷，第79页。

²³ 杨立新：《论不真正连带责任类型体系及规则》，载《当代法学》2012年第3期，第57页。

²⁴ 客观关联共同侵权行为是数个行为人没有通谋或共同认识的前提下分别实施的侵权行为。参见陈洁：《证券虚假陈述中中介机构连带责任的厘清与修正》，载《中国法学》2021年第6期，第211页。

²⁵ 前引23，第58页。

²⁶ 前引13，第212页。

²⁷ 陈甦：《信息公开担保的法律性质》，载《法学研究》1998年第1期，第5页。

²⁸ 前引13，第213页。

然而，刚性适用《证券法》第八十五条及第一百六十三条对于证券中介服务机构虚假陈述不真正连带责任制度有不合理之处。首先，不真正连带责任制度使得轻微过错的侵权人要为最终责任人承担与其过错、原因力不相应的赔偿责任，是不公平的，³⁰ 违背了“过责相当”法治原则。³¹ 《证券法》对证券中介服务机构规定的义务属于信息核查义务，与发行人的信息披露义务不同，带有附属性特征，需以发行人虚假陈述为前提，也说明了其非风险来源，而是控制发行人信息披露风险的制度保障。刚性适用《证券法》不真正连带责任制度的规定忽视了证券中介服务机构附属性特征，在不考虑证券中介服务机构过失程度大小情况下，使证券中介服务机构与发行人对投资者承担连带赔偿责任。

其次，使证券中介服务机构与发行人承担连带责任与成熟资本市场合理分配责任理念相违背。³² 《证券法》对于证券中介服务机构的责任承担的规定借鉴了美国 1933 年《证券法》第 11 条，证券中介服务机构需与信息披露义务人对投资人的损失承担连带赔偿责任，并采用过错推定原则。然而，美国 1995 年《证券私人诉讼改革法案》开始严格限制证券中介服务机构与发行人承担连带责任，³³ 该法律规定回应了法院和学术界的要求，严格限制中介服务机构连带责任，根据各自责任大小承担按份责任。此外，德国法认为只有共同故意才能构成共同侵权，承担连带责任，其法理逻辑在于行为的一体性，过失并非行为入本意，缺乏致害主观联系，无法将存在故意的发行人与存在过失的中介机构的行为整合为一体。³⁴ 在德国证券虚假陈述民事责任机制中，过失适用按份责任。在中国台湾地区，立法及实践已对连带责任做出修正，在英国和中国香港地区，相关团体亦发起对连带责任的改革提议。³⁵ 从其他成熟资本市场立法及司法实践来看，在证券虚假陈述纠纷中，限制中介机构与发行人承担连带责任，根据中介机构的过错与原因力大小合理分配赔偿责任已是趋势。

四、美国资本市场虚假陈述中介机构责任承担

在美国，过失虚假陈述最初适用连带责任。针对美国证券法二级市场上的欺诈、虚假陈述的问题，联邦的成文法与之对应的核心是其 1933 年《证券法》（the “Securities Act”）第 11 条。该款首先规定了债券欺诈的主体，包括发行人、公司董监高、承销商，以及相关的证券服务机构，然后又规定了不同主体的责任形式和免责事由。从其行文归纳，债券虚假陈述中中介机构的责任承担也是被归纳到间接责任（secondary liability）范畴进行讨论。管辖此问题的上位法（一般法）实质上是侵权责任法体系。

美国现行《证券法》第 11 (f) 条规定中介机构应当承担连带责任。在责任承担方式上，因美国具有判例法的优势，判决结果相对灵活，所以美国侵权责任法在责任承担方式上相对比较简单。主要有四种责任承担方式：连带责任、按份责任、按份连带责任、替代责任。在债券发行虚假陈述的问题上，现行证券法第 11 (f) 条规定，原则上第 11 (a) 条涉及的所有人（包括中介机构，如无抗辩不能的情况下）应负连带责任，但实践中只有过错较大的被告才负连带责任。因此种“一刀切”的方法无疑在大多数情况下给予过失的中介机构与过错不相符的责任，反而在资本市场增加了不必要的社会成本，造成了负面影响。由于美国的侵权责任法体系（torts）的法源全部来自判例，并没有有正式效力的成文法，所以在责任形式这个问题上灵活而富有弹性。实践中，大多数法官会基于州法律的独立性且运用普通法的各种基本原则，使得中介机构承担与其过错相符的责任。

²⁹ 前引 13，第 213 页。

³⁰ Entman, The Nonparty Tortfeasor, Mem. St. U. L. Rev, Vol.23, p.105-106 (1992).

³¹ 前引 13，第 214 页。

³² 前引 13，第 214 页。

³³ 美国 1995 年《证券私人诉讼改革法案》规定“每一被告将按照其在所有被告过错（不管如何界定或计算）中的份额，对所有被告行为造成的全部损失的一定份额负法律责任”。参见 [美] 莱瑞·D. 索德奎斯特：《美国证券法解读》，胡轩之、张云辉译，法律出版社 2004 年版，第 314 页。

³⁴ 孔祥俊：《民商法新问题与判解研究》，人民法院出版社 1995 年 6 月版，第 254 - 255 页。

³⁵ 官勇华等：《注册制改革下证券发行虚假陈述中介机构民事责任区分研究》，《中国证券》2021 年第 3 期。

此外，律师利用“深口袋”³⁶频频向中介机构发起诉讼，导致会计审计等行业步履维艰。在此背景下，1995年《私人证券诉讼改革法案》（PSLRA）应运而生，对中介机构连带责任施加严格限制，该法案规定，如因过失而非故意时，中介机构可承担比例责任。PSLRA首先明确，行为人主观是故意的，一概承担连带责任，若非故意的，则承担按份责任。³⁷在美国司法实践中，自20世纪90年代“丹佛中央银行上诉案”后，美国最高法院对证券虚假陈述纠纷中证券中介服务机构与发行人承担连带责任持否定态度。³⁸所以，原则上，各个非故意被告按其过错大小承担按份责任。但是，PSLRA也充分考量了原告的情况，给予中小投资者充分的保障：法院会参考以下情形，若投资者同时满足净财富低于20万美元和损失占其净财富的比例高于10%两个标准，比例责任尚未补齐损失，则相关各方需对剩余损失承担连带赔偿责任，即特殊情况下的补充连带责任。若原告的条件没有达到上述两个要求，则中介机构不承担连带赔偿责任。即便在安然、世通丑闻发生后，美国通过法案对“看门人”之一的会计师大力整治，该法案确立的比例原则也并未被撼动。

五、构造虚假陈述责任体系建议

（一）确立因虚假陈述导致的投资者损失

债券虚假陈述侵权赔偿案件中，确定虚假陈述行为和损失之间有无因果关系是追究侵权责任的前提，这与一般的侵权责任认定的法律原则也是一致的。在股票虚假陈述案件中，投资者往往主张一个虚假陈述被揭露后股票价格波动带来的损失。由于股票价格对单一信息的反应较为灵敏，再加上适用的法律规则会通过确定揭露日、基准日以及基准价，来拟制某一具体虚假陈述行为对股票价格产生的影响，根据以上标准来确定与虚假陈述有因果关系的投资者损失数额，是较为容易的。但在债券的虚假陈述案件中，由于单个信息对债券价格的影响较不明显，投资者往往不是主张债券价格波动的损失，而是在债券发生违约后，主张因债券违约带来的全部损失。然而，证券中介服务机构虚假陈述损害赔偿属于侵权责任而非违约责任，所依据的损失赔偿原则为填平原则，需根据与证券中介服务机构虚假陈述行为有因果关系的投资人损失认定赔偿数额。

1. 交易因果关系

如前所述，法院需从欺诈市场理论适用条件、债券交易特点，以及公司股票与债券的区别等层面进行充分论证是否债券虚假陈述纠纷个案所在证券市场是否属于半强势有效市场，是否该案能够适用欺诈市场理论推定交易因果关系。但即使该债券所在证券市场为半强势有效市场，被告仍可通过证明行为人虚假陈述行为没有影响证券价格推翻交易因果关系。³⁹

《虚假陈述若干规定》第19条未规定被告通过举证虚假陈述信息对证券价格无影响从而推翻关于交易因果关系的推定。然在现实情况下，确实存在虚假陈述行为对证券价格没有影响的情况，若让被告承担侵权损害赔偿则相当于将证券市场风险转移给被告，不符合证券市场风险自担的原则。例如，深圳市中级人民法院在韩某国诉深圳能源集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案⁴⁰中认为在揭示日及次日，证券价格并未发生非正常波动，投资者损失与被告处罚并无关联，应由市场风险所致。因此，笔者建议立法及司法部门应允许被告可依据价格影响理论，证明虚假陈

³⁶ “深口袋”理论（The Deep Pocket Theory）指任何看上去拥有经济财富的都可能受到起诉，不论其应当受到惩罚的程度如何。又称为“保险理论”。McGee, J.S. “Predatory Price Cutting: The Standard Oil (N.J.) Case.” : Journal of Law and Economics, 1958: Vol. 1(1958), pp.137-159.

³⁷ PSLRA确立了按份责任原则：“每一被告将按照其在所有被告过错（不管如何界定或计算）中的份额，对所有被告行为造成的全部损失的一定份额负法律责任”参见[美]莱瑞·D·索德奎斯特：《美国证券法解读》，胡轩之、张云辉译，法律出版社2004年版，第314页。

³⁸ 郑彧：《中美证券法中介机构信息披露法律责任的比较研究》，载《公司法律评论》2001年，第90页。

³⁹ 美国联邦最高法院肯定了被告可以根据价格影响理论推翻交易因果关系成立。参见Charles W. Murdock, “Halliburton, Basic, and Fraud on the Market: The Need for a New Paradigm”, 60 Vill. L. Rev. 203 (2015).

⁴⁰ 深圳市中级人民法院（2013）深中法商初字第46号。

述信息并未影响证券价格的变动，从而推翻交易因果关系。⁴¹ 因影响证券价格的影响因素很多，具体可借助事件分析法来判断某个虚假陈述信息是否影响证券价格，此分析方法先前多应用于金融理论及实务，分析某特定事件对于公司价值的影响，现已在证券虚假陈述应用广泛，比如对于因果关系的认定、损失数额的计算以及信息重大性的判断等。⁴²

2. 损失上的因果关系

首先，根据《虚假陈述若干规定》第 19 条及《债券座谈会纪要》第 24 条的规定，若发行人等责任主体能够证明投资者损失全部或者部分是由系统性风险等与发行人及证券中介服务机构的虚假陈述无关的其他因素所导致，则人民法院应当根据原因力大小相应减免相关主体的损失赔偿责任。⁴³ 证券市场投资人所有损失并非都与侵权行为有关，只有侵权行为直接导致的损害才是行为人应承担责任的范围，⁴⁴ 体现了《证券法》公平原则及风险与收益对等原则。

其次，影响证券价格的因素还包括行业风险及企业自身经营风险等方面因素。有学者曾表示衡量投资者损失赔偿额时，不但需考虑系统风险因素，也应将非系统风险的企业风险等因素剔除，以客观、全面认定投资人的损失赔偿额。⁴⁵ 美国法规定应剔除非虚假陈述因素部分所导致的原告损失赔偿额。⁴⁶

以传统能源汽车为例，2017 年工信部曾表示其启动关于停止生产销售传统能源汽车研究。此则消息使得传统能源汽车行业股价集体走低，而新能源汽车产业链如锂电池、新能源整车等行业板块股价普遍走高。基于此，被告可基于传统能源行业指数变动来证明行业风险对证券价格的影响。对于企业自身经营风险，Prentice 教授曾举例，假如一家企业的虚假陈述行为被揭露之后，突发地震摧毁企业所有重要资产，企业证券价格连续走低。⁴⁷ 此时，投资者损失既包括虚假陈述行为导致的部分损失，也包括企业经营风险（地震）所导致的损失，对于企业经营风险导致的投资者损失，与被告的虚假陈述行为无因果关系，被告不需赔偿。法院可引入专家证人来量化行业风险及企业经营风险，使得专家辅助人充分发挥作用，有利于司法判断的形成。⁴⁸

虚假陈述仅为债券违约导致投资者损失的原因之一，法院需甄别虚假陈述具体行为与损失的因果关系，计算出系统风险、行业风险及企业自身经营风险对投资者损失的影响，而不应将投资者全部损失认定为虚假陈述导致的损失。人民法院可在案件审理中通过委托专业机构建立数学模型确定市场风险、行业风险及企业自身经营风险等因素对债券投资者损失的影响，计算侵权人虚假陈述行为所导致的投资者的损失，形成权威性专业结论以供法院参考。法院根据此结论召集专家证人进行论证，相应减轻或者免除中介机构的赔偿责任，合理确定责任区间，同时也使法院对此类争议的裁判压力降低。目前股票虚假陈述案件中的损失鉴定机制，已越来越被广泛接纳，债券虚假陈述的案件中，也建议能引入该等损失鉴定机制，这与《虚假陈述若干规定》及《债券会议纪要》确定的内容是一致的。

⁴¹ 前引 9，第 19 页。

⁴² 陈向民、陈斌：《确定“虚假陈述行为”的赔偿标准——事件研究法的司法运用》，载《证券市场导报》2002 年第 7 期。

⁴³ 《虚假陈述若干规定》第 19 条规定，“损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致，人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系”。《债券座谈会纪要》第 24 条的规定，“发行人及其他责任主体能够证明债券持有人、债券投资者的损失部分或者全部是由于市场无风险利率水平变化（以同期限国债利率为参考）、政策风险等与欺诈发行、虚假陈述行为无关的其他因素造成的，人民法院在确定损失赔偿范围时，应当根据原因力的大小相应减轻或者免除赔偿责任。人民法院在案件审理中，可以委托市场投资者认可的专业机构确定欺诈发行、虚假陈述行为对债券持有人和债券投资者损失的影响”。

⁴⁴ 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。

⁴⁵ 苏维华、韩刚：《〈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〉有待完善的几个问题》，载《山东审判》2005 年第 1 期。

⁴⁶ 美国有学者分析附带性损害问题。如因财务造假被曝光，投资者担心公司管理人员的职业操守，从而减少对该公司证券的投资，这种情况导致的估计下跌不应算作财务造假本身对公司的损害，其与虚假陈述行为无关，被告不需赔偿。

⁴⁷ Robert A. Prentice, “Behavioral Economics Applied: Loss Causation”, 44 Loy. U. Chi. L. J. 1509, 1515(2013).

⁴⁸ 杨临萍：《当前商事审判工作中的若干具体问题》，载《人民司法》（应用）2016 年第 4 期。

（二）相关主体责任承担方式

确立虚假陈述行为导致的投资者损失数额后，中介服务机构赔偿责任也不应简单地与发行人就此数额承担连带责任，如前所述，应当与其注意义务、职责范围相适应，根据中介机构是否故意、过错大小进行区分，合理确定责任区间。目前市场出现的大量债券违约类案件中，有很大一部分“爆雷”主要系发行人内部风险控制体系出现问题，存在股东、实际控制人抽逃、占用企业资金等情形，导致企业现金流紧张，进而导致无法按期兑付。内控层面，企业内控薄弱、报表质量存疑、实控人侵占公司利益的情形存在，比如康美药业、北大科技园债券违约案中约屡见不鲜。简单刚性适用《证券法》规定的虚假陈述制度使得主观过错为过失的中介服务机构需与故意欺诈的发行人承担全部连带责任，对中介服务机构实属不公。

关于相关主体的责任承担方式主要解决的是侵权损害赔偿分担问题，即如何在证券中介服务机构以及发行人之间确定相应的责任份额。由于过错客观化及原因力主观化交织发展，过错与原因力综合比较说已成为数人侵权损害赔偿分担的普遍观点。此观点认为，分别实施的数人侵权行为结合导致同一损害后果，应根据侵权人相应的过错及原因力承担赔偿责任。由于侵权赔偿责任主要根据过错原则实现其功能和目的，关于过错与原因力的地位和次序应以过错为主，原因力为辅，综合考量相关主体的赔偿责任比例；但在具体实施步骤，逻辑顺序为先客观，后主观，所以，应先对比该当性的原因力程度，后比较有责任性的过错大小。⁴⁹因此，对于证券虚假陈述侵权纠纷，过错与原因力综合考量的观点同样适用于确定证券中介服务机构与发行人及证券中介服务机构之间的责任分担比例，该观点可以修正《证券法》连带责任规定与司法解释及司法政策文件的根据过错、原因力大小承担赔偿责任理念的冲突。

1. 区分主观过错状态

侵权法中，故意和过失为过错基本形态。⁵⁰《证券法》并未明文规定证券中介服务机构故意虚假陈述导致投资人受损应承担全部连带责任，但根据侵权责任基本法理，证券中介服务机构故意虚假陈述出具报告导致投资人受损，其与发行人应构成共同侵权，故需与发行人承担全部连带赔偿责任。在此情况下，可适用《民法典》第1168条与第1169条规定的共同侵权行为情形，两项规定构成证券中介服务机构与发行人共同侵权责任基础，也可以说，是对《证券法》第163条的目的性限缩，使得《证券法》第163条规定只适用于证券中介服务机构故意情形下的连带责任承担。⁵¹需注意的是，此处的故意应包括“明知”与“应知”两种情形。“明知”指，证券中介服务机构知道其行为必然或可能导致损害后果，希望或放任损害后果发生；“应知”指证券中介服务机构极端疏忽，缺乏一般专业机构最基本的注意程度，属于重大过失。无论英美法系亦或大陆法系，重大过失相当于一般故意或者推定故意，所以在此情形下，应适用共同侵权责任规定，与发行人承担全部连带责任。⁵²

一般过失是指行为人缺乏具有一般经验的人正常处理事务的中等注意程度的过错情形。⁵³2020年由证监会主要参与，最高人民法院发布的《债券座谈会纪要》取消了征求意见稿中的连带责任规定，再次申明过错与责任相适应原则。在过失情形下，如前所述，证券中介服务机构违反的信息核查义务过失非导致投资人损失的主要直接原因，应确立“过罚相当”的立法思路和原则，使责任承担与过错程度相适应。

⁴⁹ 杨立新、梁清：《客观与主观的变奏：原因力与过错》，载《河南省政法管理干部学院学报》2009年第2期，第8页。

⁵⁰ 过错基本形态中的故意可再分为恶意与一般故意，过失可再分为重大过失、一般过失和轻微过失。

⁵¹ 前引13，第217页。

⁵² 前引13，第217页。

⁵³ 杨立新：《人身损害赔偿问题研究》，载《河南省政法管理干部学院学报》2002年第2期，第8页。

2. 过错判断标准

大陆法系民法理论对于过错认定有主观与客观标准之说。主观说的学者认为,过错的认定是行为人心理状态的体现;客观说的学者认为,过错是行为人对于其注意义务的违反,因此可以基于注意义务建立过错检验标准。主观说与客观说的区别是,对于行为人某种行为进行价值判断时,检验标准是行为人的主观心理活动还是其客观行为准则。⁵⁴ 客观行为准则为评价过错提供了较为明确具体的标准,为中介执业实践提供指引,避免司法机关及行政机关的偏差评判,所以理论和实务界都以客观说为主。英美法系与大陆法系都存在基于注意义务的客观过错标准,立法及司法实践对于证券虚假陈述纠纷中证券中介服务机构过错认定就采用勤勉尽责的客观评价标准。

勤勉尽责起源于罗马法的勤谨注意义务。由于在罗马时期,家父享有整个家庭的最高权力,相应应作出较高奉献,履行较高的注意义务。优士丁尼曾将注意义务区分为较低的注意义务与较高的勤谨注意义务。较低的注意义务为普通人在管理事务中应尽的中等注意义务;勤谨注意义务是具备相应知识及经验的理性人在处理自己事务时所应具备的注意水平,虽非最细致苛刻的要求,但应呈现小心翼翼的主观状态。现代民法大部分继承了优士丁尼的注意义务作为评价过错的标准。

准确判断中介机构过错大小的前提是准确区分其注意义务。其中,较为严苛的注意义务为特殊注意义务,即所属行业专家的普遍认同的中等注意义务,以不同职业专业机构执业标准或职责要求为基准。一般注意义务指,该行业内一般执业人员(非专业执业人员)的经验知识能力为基准。证券中介服务机构若违反专业服务机构的特殊注意义务,则构成过失,需承担专家注意义务下的侵权责任。倘若证券中介服务机构能证明其完整履行了法律法规、行业规范所规定的执业准则,即已勤勉尽责,即使尚未发现信息披露文件中的虚假陈述部分,也应认定其无过错,不承担赔偿责任。⁵⁵

根据《债券会议纪要》及相关司法解释规定,证券中介服务机构提供专业服务时的注意义务及应负责的范围限定于各自专业工作领域,对于非专业范围只需尽到一般注意义务。证券中介服务机构因职责不同,各自注意义务有所区别。对于承销商而言,其作为证券发行中中介机构的牵头人地位及应具备的专业职责,对于财务核查不应为一般注意义务,与会计师事务所一样应为特殊注意义务,但侧重点会有所区分;而律师事务所对于类似于交易合法性审查等事项应负特殊注意义务,对于财务核查仅需尽一般注意义务即可。⁵⁶

3. 原因力衡量标准

原因力标准是指数个原因行为导致侵权损害后果中,每个原因行为对于侵权损害后果发生或扩大的作用力。⁵⁷ 原因力大小与每个原因的性质、事实与侵权损害后果距离,以及事实强度有关,取决于不同证券中介服务机构导致损害后果的可能性大小,主要需从证券中介服务机构职责领域、参与信息披露程度与功能定位(作用大小)来衡量,核心为法律法规及行业规范对证券中介服务机构的职责标准规定。在信息披露与信息核查中,证券中介服务机构的职责不同,承销商承担全面督导与审核的职责,协调其他服务机构履行其职能;会计师需核查信息披露义务人的财务信息,并发表独立意见;律师对信息披露义务人的合规性做专业判断。显而易见,在证券中介服务机构各司其职情况下,承销商的违反相应义务对于投资人的损害后果作用力大于会计师与律师;对于财务信息核查对于投资人损害后果作用力来看,会计师又大于律师;总而言之,需衡量证券中介服务机构违反相应义务与投资入损害后果的“远近”与“大小”的关系,若各原因力无法衡量,则可推定其均等。⁵⁸

⁵⁴ 王卫国著:《过错责任原则“第三次勃兴”》,中国法制出版社2000年版,第175-176页。

⁵⁵ 前引13,第219页。

⁵⁶ 前引13,第220页。

⁵⁷ 杨立新:《侵权法论》(第2版),最高人民法院出版社2004年版,第525页。

⁵⁸ 前引13,第220页。

在司法实践中，除判决证券中介服务机构承担连带责任外，法院亦存在判决中介服务机构承担补充赔偿责任及按份连带责任的案例，如投资者诉保千里及评估机构案、中安消案等。其中，上海高院在“中安消虚假陈述民事赔偿案”的判决中关于“部分连带责任仍是法律所认可的一种责任形式”的表述，使“过错与责任承担相适应”原则在此类纠纷中的适用有了一个新的突破。上海高院认为，《证券法》（1998年修订）第一百六十一条规定了专业证券中介服务机构应就其负有责任的部分承担连带责任，《虚假陈述若干规定》第二十四条也明确了对专业的中介服务机构虚假陈述承担相应部分赔偿责任，尽管2005年及之后的《证券法》不再区分中介服务机构故意或者过失等情形，根据上述法律规定看，连带赔偿责任并非仅限于全额连带，部分连带赔偿责任仍是法律认可的一种责任形式。⁵⁹在证券虚假陈述民事赔偿纠纷法律适用各地法院理解不一，无论是资本市场主体或是执法机关均感到迷茫的情形下，该适用法律的解释可谓具有里程碑的作用，可以极大程度缓解《证券法》刚性连带责任的副作用，为资本市场的行政监管和司法保护开拓了空间，使得各地的行政执法机关和人民法院可以根据个案的具体情况来调整执法尺度，使每一案件的处理均能体现到法律的公平与正义。

结语

在保护投资者合法权益的同时，合理地界定证券中介服务机构的责任边界，合理确定证券中介服务机构在虚假陈述下的法律责任，是资本市场法制建设的基础，也是资本市场良性发展的保证。对于证券中介服务机构的责任承担，首先，应剔除市场风险、行业风险及企业自身经营风险等因素对证券价格的影响，合理确定因虚假陈述导致的投资者损失的范围。其次，应确立“过罚相当”的立法思路 and 原则，在虚假陈述导致的投资者损失基础上，使相关主体责任承担与其过错程度、导致损害后果的原因力相适应。中介机构在故意情况下，应与发行人承担连带责任；在过失情形下，中介机构应承担在一定比例范围内的连带责任亦或在一定比例范围内的补充连带责任。此种责任承担方式将责任与行为人的过错程度、注意义务及注意能力相结合，既坚持了《证券法》规定的连带责任，又将责任控制在一定比例范围内，体现了证监会与最高法院倡导的“追首恶”理念。若判令不具有故意或重大过失的中介机构承担全额连带责任，则会导致某些中介机构破产清算，对于整个资本市场而言并非最优方案，合理认定债券发行虚假陈述证券中介服务机构的民事责任，才能促进资本市场的长远健康发展。

⁵⁹ 参见上海市高级人民法院（2020）沪民终字（666）号判决。

证券虚假陈述中证券公司的连带责任是否过重？

彭荷月 黄歆然



彭荷月

pengheyue@cn.kwm.com

一、看门人的责任与“三重门”

（一）券商的资本市场看门人

券商是资本市场“看门人”的说法早已耳熟能详，而“看门人”究竟如何看门，《证券法》已经做出了规定。《证券法》中规定券商的作用有二——“保荐人”和“承销商”。

保荐人的职责，根据《证券法》第十条规定，是“应当遵守业务规则和行业规范，诚实守信，勤勉尽责，对发行人的申请文件和信息披露资料进行审慎核查，督导发行人规范运作”。

承销商的职责，根据《证券法》第二十九条规定，是“应当对公开发行募集文件的真实性、准确性、完整性进行核查。发现有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，不得进行销售活动；已经销售的，必须立即停止销售活动，并采取纠正措施。”

将二者的职责进行对比，可以看到，同样都是券商扮演的角色，却各有异同：

保荐人的职责位于证券周期的前半段，即发行阶段，《证券法》第十六条规定证券公开发行时，应当报送保荐人出具的发行保荐书。而承销商的职责位于证券周期的后半段，即销售阶段，此时承销商的职责在于将证券出售给市场上的投资者。

不论券商具体扮演的职责为何，《证券法》都对其施以对真实性、准确性、完整性的核查义务，正因如此，券商才被称之为“资本市场的看门人”。尤其在核准制转为注册制后，券商对于资本市场营造良好运作环境发挥着重要的过滤、筛查作用。

（二）证券虚假陈述——券商要走的三重门

证券虚假陈述的法律责任，包括“三重门”——行政责任、民事责任、刑事责任。一旦存在证券虚假陈述行为，发行人和证券中介机构轻则收到证监会的警告函、行政处罚决定书，重则违反《刑法》，构成欺诈发行证券罪、违规披露、不披露重要信息罪、提供虚假证明文件罪等刑事犯罪，除此之外，还面临着投资者的高额民事索赔。券商作为中介机构，证券市场的“看门人”，一旦疏于职守，也要过这三道大门。

1. 证券虚假陈述的行政责任

《证券法》第一百八十二条、第一百八十四条规定了保荐人和承销商违反职责的行政责任，二者的处罚手段相同，总结而言包括两类：一类是从业处罚，包括责令改正、给予警告、暂停或撤销保荐业务许可；一类是财产处罚，包括没收业务收入、罚款。除了处罚证券公司，直接负责的主管人员和其他直接责任人员也要被给予警告和被处以罚款。

行政处罚外，还有一种常见的行政监管措施会对券商造成影响。《公司债券发行与交易管理办法》第58条规定：“对违反法律法规及本办法规定的机构和人员，中国证监会可采取责令改正、监管谈话、出具警示函、责令公开说明、责令参加培训、责令定期报告、认定为不适当人选、暂不受理与行政许可有关的文件等相关监管措施”。这些监管措施由监管机构决定，监管机构享有很大的自由裁量权。

行政责任不仅会使券商承担相应的法律责任，同时增加了券商可能承担的民事赔偿责任的风险。在虚假陈述民事赔偿诉讼中，一旦存在监管机构出具的行政处罚决定书、警示函等监管文件，很容易被法院认定为行为具有过错，从而承担连带赔偿责任。

2. 民事责任

《证券法》第八十五条规定了“保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”该条奠定了券商对证券虚假陈述承担连带责任的基础。但是关于连带责任比

例的界定方式，《证券法》并没有进行明确界定，这就使得券商可能承担最高100%的连带责任，例如在H公司证券虚假陈述责任纠纷案中，四川省高院将券商与会计师事务所的责任承担比例，由一审判决分别承担40%和60%的连带赔偿责任，改为均承担100%的连带赔偿责任。

《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“《虚假陈述司法解释》”）于2003年发布，搭建了证券虚假陈述民事赔偿诉讼的基本框架，其中包括原被告的确定、行政前置程序、虚假陈述的行为认定、虚假陈述与损失之间因果关系的认定、损失计算和归责与免责事由等内容。2022年《虚假陈述司法解释》时隔将近20年后进行了首次修订，在体例和内容方面有诸多变化，对过去20年间证券虚假陈述民事赔偿诉讼实践中的一些问题进行了较为充分的回应与调整。

3. 刑事责任

《刑法》第一百六十条（欺诈发行证券罪）、第一百六十一调（违规披露、不披露重要信息罪）、第一百八十一条（编造并传播证券、期货交易虚假信息罪）、第二百二十九条（提供虚假证明文件罪、出具证明文件重大失实罪）均为证券虚假陈述行为可能涉及的刑事犯罪，除此之外，在实践中，还有承销机构构成第一百八十四条（非国家工作人员受贿罪），在上海首例欺诈发行债券案——Z公司欺诈发行债券案中，发行人Z公司及其主管人员受到刑事制裁，债券承销机构及审计机构的相关责任人也受到刑事追责。

上述罪名中，只有第二百二十九条提供虚假证明文件罪、出具证明文件重大失实罪明确规定了保荐机构及其相关人员是犯罪主体。但是对证券公司等中介机构能否适用欺诈发行罪等直接与虚假陈述相关的罪名，即是否构成共同犯罪，还存在一定的争议，有待进一步探讨。

二、券商承担证券虚假陈述连带责任的请求权基础

新《证券法》第85条规定了证券虚假陈述民事赔偿的责任承担，并明确指出保荐人、承销商应当与发行人承担连带赔偿责任，适用推定过错责任。结合《虚假陈述司法解释》的诉讼制度设计，可以很明显地看到证券虚假陈

述民事赔偿诉讼的请求权基础是侵权责任，也即券商要满足：（1）违法行为、（2）损害结果、（3）违法行为与损害结果的因果关系、（4）过错，这四个方面的要件，才需要对虚假陈述民事赔偿承担责任。本文从这四个要件对券商的责任进行分析。

（一）违法行为

根据《虚假陈述司法解释》，证券市场虚假陈述行为可以分为四种：

- （1）虚假记载，是指信息披露义务人披露的信息中对相关财务数据进行重大不实记载，或者对其他重要信息作出与真实情况不符的描述。
- （2）误导性陈述，是指信息披露义务人披露的信息隐瞒了与之相关的部分重要事实，或者未及时披露相关更正、确认信息，致使已经披露的信息因不完整、不准确而具有误导性。
- （3）重大遗漏，是指信息披露义务人违反关于信息披露的规定，对重大事件或者重要事项等应当披露的信息未予披露。
- （4）不正当披露，是指证券法第八十五条规定的“未按照规定披露信息”，是指信息披露义务人未按照规定的期限、方式等要求及时、公平披露信息。

上述四种行为均可适用于发行人和券商，券商可以独自或者与发行人一同实施虚假记载、误导性陈述、重大遗漏、不正当披露的行为。

（二）损失的认定

损失的认定在证券虚假陈述民事赔偿诉讼中十分重要，因其决定了券商的赔偿金额的大小。从法理来看，证券虚假陈述的损失是指仅仅由证券虚假陈述行为导致的损失，但是在证券市场中，不论是股票还是债券，损失的计算往往都存在复杂性，所以，证券虚假陈述损失计算模型

十分重要。根据《虚假陈述司法解释》，虚假陈述民事赔偿的损失认定原则为“以原告因虚假陈述而实际发生的损失为限。原告实际损失包括投资差额损失、投资差额损失部分的佣金和印花税”，总体而言，现行的损失采用的是差额认定。

2003年发布的《虚假陈述司法解释》规定了“诱多型虚假陈述”，即如果投资者在虚假陈述行为发生后买入，在虚假陈述行为公开后仍然持有，以虚假陈述泡沫被充分挤出时的股票价格为基准，投资者的交易价格与基准日价格的价差则为“投资差额损失”。新修订的《虚假陈述司法解释》，在传统的“诱多型虚假陈述”之外，增加了一类“诱空型虚假陈述”的损失认定规则，但仍然属于差额损失计算模型。

该损失认定方式是基于欺诈市场理论，该理论的前提是在一个信息公开、交易充分、高流动性的有效市场上。在该有效市场，投资人信赖证券市场的真实性和证券价格的公正性，股票价格已经反映了虚假陈述的信息，所以虚假陈述行为的发生欺诈的是整个证券市场。股票市场符合这种信息公开、交易充分、高流动性的特点，因此《虚假陈述司法解释》规定的损失计算模型具有实践的基础。

《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（以下简称“《债券纪要》”）第22条规定了欺诈发行的债券认购人或者欺诈发行、虚假陈述行为实施日及之后、揭露日之前在交易市场上买入该债券的投资者的损失计算方式。可以看到在债券领域损失认定的总体思路依然沿用了《虚假陈述司法解释》的模式。

然而，对债券而言，不同于股票的权益性融资性质，债券产品的特点是还本付息，债券市场的交易量和流通性较股票市场而言很低，投资者购买债券产品都是以持有到期为目的。虚假陈述的行为往往在债券到期未清偿的情况下才被揭露。这也就意味着，违约的债券并不符合差额损失估算模型的前提——高流动性的有效市场假设，这也意味着证券不具备公开市场的交易特征，没有和股票类似的公允价格。使用欺诈市场理论为基础的损失计算模型缺乏前提假设和实践基础。¹

¹ 参见邓晓明：《债券承销商虚假陈述，应当承担什么法律责任？》，天同律师事务所，2020年4月21日。

（三）因果关系

在侵权责任体系中，因果关系的论证是影响虚假陈述民事赔偿责任的要点。2003年旧《虚假陈述司法解释》根据侵权要件，仅仅规定了损失因果关系，即损失结果与虚假陈述之间存在因果关系。在司法实践中，考虑到证券虚假陈述是基于欺诈市场理论而采用推定因果关系，因此为了更加准确地认定侵权责任的成立，法院往往会审查两部分的因果关系：交易行为因果关系、损失的因果关系。2022年新《虚假陈述司法解释》首次确认了“交易行为的因果关系”，将实践形成的认定方法纳入司法解释。

交易行为的因果关系是指投资者是受虚假陈述行为影响，才进行的交易行为，在连带责任理论中又被称为“责任成立的因果关系”。由于证券交易发生在证券市场上，投资者和发行人、券商存在巨大的信息差，在证明交易行为因果关系方面很难取证，因此《虚假陈述司法解释》设定了虚假陈述实施日、虚假陈述揭露日（更正日）、基准日三个重要的时间节点，以选取一定的期间，在该期间内买入、持有证券的投资者，推定存在交易行为的因果关系。这种做法一方面减轻了原告投资者的举证责任，另一方面，也便于法院提高审理效率，节约审理成本。

损失因果关系是指投资者由于虚假陈述行为而导致损失，在连带责任理论中又被称为“责任范围的因果关系”。《虚假陈述司法解释》中对于系统性风险的扣除尽管比较笼统，但是依然体现了“责任范围的因果关系”理论在证券虚假陈述民事赔偿中的考量。

满足这两方面的因果关系，方可认定为侵权责任的因果关系成立。

（四）过错

过错的大小决定了券商是否要承担连带责任、承担多少连带责任。

《证券法》对保荐人、承销的证券公司虚假陈述规定了过错推定责任，没有区分故意或过失，能证明自己没有过错，才可以免责。新《虚假陈述司法解释》对过错进行了定义，明确了故意和严重违反注意义务的情形都属于存在过错。

但是当前法律并没有对券商承担连带责任的比例如何认定做出细化规定，可以理解为是利用司法倒逼中介机构守好“看门人”的角色，但另一方面，可能存在导致券商承担过多责任的结果。

在W公司债券虚假陈述案中，法院判W公司、券商和会计师事务所承担连带责任，而W公司已经进入破产重整程序，因此证券公司的责任承担非常沉重。那么证券公司的行为过错是否与其承担的责任相适应呢？

在本案中，W公司对应收账款和应付账款采取“对抵”会计处理，是导致虚假陈述行为成立的核心事由，会计师也因此被行政处罚。证券公司在虚假陈述民事诉讼中提交的辩护意见里，也将“会计师未提出‘对抵’问题”作为自己的核心抗辩理由。

法院认为，证券公司违反证券承销业务规定，未充分核查公开发行人募集文件的真实性、准确性，在关注到W公司应收账款回收风险问题时，未充分履行核查程序，调查企业应收账款形成原因、收回可能性，……证券公司作为承销商审慎核查不足，专业把关不严，未勤勉尽职，对债券得以发行、交易存在重大过错。证券公司关于其即使完整履行相关程序也难以发现财务数据存在虚假记载，自身不存在过错的抗辩意见依据不足，因此不予采信。

根据法院意见，法院在判定券商的过错大小时，着重审查其保荐和承销行为，而如何界定其中的“过错”，这与其尽职调查的勤勉尽责边界有着密切关系。尽职调查勤勉尽责的认定往往具有专业性，涉及到对专业理解的认定（例如会计准则），往往会存在分歧。W公司债券虚假陈述案中，法院对于证券公司即便完整履行相关程序也难以辨别出发行人部分虚假陈述行为的抗辩不予认可，这也反映出目前对于尽职调查边界和注意义务的认定缺乏统一口径和尺度，缺乏专业的鉴定意见。

新《虚假陈述司法解释》对于保荐机构、承销机构应当认定“没有过错”的情形进行列举，对于券商的注意义务做出一定程度的规范，明确了券商注意义务：（1）依法、依规进行**审慎尽职调查**；（2）对信息披露文件中没有证券服务机构专业意见支持的重要内容进行**审慎尽职调查和独立判断**；（3）对信息披露文件中证券服务机构出具专

业意见的重要内容，经过审慎核查和必要的调查、复核，有合理理由排除了职业怀疑并形成合理信赖。

三、券商承担连带责任是否过重？

（一）券商承担了较重的连带责任

1. 责任主体：要求承销商与保荐人一样承担连带责任

应当注意的是，本节所指的“责任主体笼统”主要是在股票市场语境下分析的，在股票发行过程中，二者位于证券生命周期的不同阶段，尽管都要求对真实性、准确性、完整性尽责，但是二者的注意义务仍然是不同的。

保荐人对虚假陈述注意义务较高，其出具的保荐书是证券发行的必备条件。证监会等监管机构对保荐人的监管已经形成较为细致的规范和指引体系，属于重点监管的对象，保荐业务是券商的重要业务，回报颇丰。

而承销商对虚假陈述的注意义务体现在“核查”，也即在证券发行后进入资本市场中交易时，承销商应当核查证券产品的真实性，相当于在销售前对真实性进行核查，防止虚假陈述。然而在核查的具体实施方面，目前《证券法》和监管制度并没有明确承销商在证券发行前便介入发行工作、参与尽职调查，对承销的证券公司也没有规定“勤勉尽责义务”。不同于保荐人，承销商对于专业性和资质没有专门要求，通常情况下任何证券机构以及证券从业人员，都可以作为证券承销商。此外，券商承销业务的回报相比较保荐业务也没有优势。

然而在《证券法》关于连带责任的规定中，则明确将承销商也纳入了证券虚假陈述连带责任内，适用推定过错的归责原则。这种制度安排将会产生一种情形——不参与证券发行尽职调查，仅承担“销售”工作的承销商由于虚假陈述行为而承担连带责任。然而这些纯粹负责销售的承销商并没有参与募集文件的制作和尽职调查，没有虚假陈述行为，也不涉及信息披露行为。如果仅仅是没有尽到核查义务而要同样承担虚假陈述连带责任，其承担的职责任和面临的法律责任似乎与其过错程度相比是不匹配的。

而在债券领域，债券承销商在债券发行中所起的地位

和作用要远高于股票发行承销商，因此，债券承销商持有的注意义务也要远远高于股票承销商，如果出现虚假陈述，理应承担更高的连带责任。

2. 责任比例：券商担责比例的规定比较笼统

如前文所述，券商对虚假陈述的连带责任最高可能要承担100%的连带赔偿责任，在实践中可能会导致券商承担的连带责任过高，高额赔偿金将会使得券商面临极大的赔付风险。

券商连带责任的免责条件是证明自己不存在过错。尽管新《虚假陈述司法解释》列举了几种“没有过错”的情形，但是根据规定，一旦出现过错，甚至是轻微过错，仍有可能使得券商无法免责。当前尽职调查中的“勤勉尽责”义务没有一个明确的尺度和衡量标准，如果券商在尽职调查中出现过错，在缺乏具体的责任承担比例下，券商的连带责任承担将取决于法官的自由裁量，而在重视投资者保护的大原则下，最终的裁量能否保证符合“比例原则”将会具有不确定性。

从民事赔偿诉讼的实际操作层面来看，投资者在进行证券虚假陈述民事责任赔偿过程中，往往看中券商的偿付能力，将券商作为被告，券商被诉的风险很高。在部分债券违约的情况下，发行人很可能面临破产或者已经进入破产清偿程序，偿付能力非常低，若券商承担连带责任后，很难再向发行人成功追偿。如此，券商可能成为证券虚假陈述行为为民事赔偿的“最终买单者”。

3. 券商的收益与处罚不匹配

券商作为抽取佣金的中介机构，与发行人一定程度上存在共同利益，但是发行人对于融资需求的要求更加迫切，这也导致实践中发行人实施的部分虚假陈述行为并未与券商事先沟通或共谋，在这种情况下，精细区分发行人和券商的过错十分重要。

如果判定券商与发行人承担连带责任，在发行人不具备偿债能力的情况下，券商等中介机构承担的责任将十分巨大，而这种巨额的连带责任与其收取佣金的所得相比，不但在金额上不匹配，在获利目的上也不匹配。在W公

司债券虚假陈述案中，按最高赔偿数额的最终承担来看，证券公司的最高赔偿数额大约是业务费的 26 倍，而会计师事务所的最高赔偿数额大约是业务费的 816 倍。“一锅端”威慑效果巨大，但是长远来看对证券市场的秩序存在一定的冲击。

（二）券商连带责任较重的影响

不分角色、不分比例地对所有券商课以重大法律责任，体现出立法者对于证券虚假陈述的打击决心，但也会产生一些比较深远的影响，有待探究。

1. 较重的法律责任会产生一些有利影响

- （1）通过让券商承担较重的连带责任，对券商大额判赔，可以淘汰一批尽职调查不规范、无法尽到勤勉尽责和核查义务的券商，实现券商层面的市场出清。
- （2）对券商提出了更高的要求，推动券商在质控与合规层面更加严格。在未来的业务开展中，倒逼券商高度重视尽职调查，甚至承销商也要按照尽职调查的标准核查证券。

2. 不加区分的连带责任将造成一些不利后果：

- （1）重复尽职调查，增加发行人成本

为了避免存在过错，承销商也将根据保荐人的工作标准对真实性进行核查，这意味着保荐人和各承销商将会对同一个证券产品进行多次尽职调查，对发行人而言，成本压力增加，不利于证券市场的繁荣发展。

- （2）券商以自身偿付能力做“担保”

投资者看重券商的偿付能力，将会越来越多地选择让券商承担赔偿责任。从证券市场逻辑来看，投资者购买证券，是基于对发行人的信用、偿债能力的信赖。一旦意识到券商也可以承担虚假陈述的连带责任，且偿付能力往往更强，投资者在

做出决策时，会将券商偿债能力纳入考量，认为即便虚假陈述后发行人无力偿债，券商也有能力对自己进行赔偿。在这种情况下，对于投资者而言，券商不仅是“保荐人”、“承销商”，而是进一步变成了“增信手段”，成为投资者作出投资决策的考量因素之一。从这个角度来说，券商甚至不能完全被定义为中介，而是用自己的信用和偿债能力担保，额外承担了一部分增信角色。

（3）高额赔偿“执行难”

券商承担连带责任过重，且缺乏追偿途径，可能产生“执行难”的问题，即便做出高额民事赔偿判决，若赔偿金额过大，甚至会导致券商经营困难，也会使得判决难以真正执行。

四、证券虚假陈述券商连带责任的建议

（一）对过错认定尺度和连带责任承担规则给予更明确的指引

经过上文分析，可以看到，本文所探讨的券商承担连带责任是否过重的问题，并非简单指赔偿金额是否过重，究其本质是券商承担连带责任的规则是否清晰，是否存在较为明确的指引。从法理和司法实践角度来看，券商作为资本市场看门人，发挥着巨大作用，也承担着巨大的责任，绝无可能一味减轻券商所应承担的责任。而是应当基于券商、其他中介机构的不同职责，各司其职，制定较为明确的责任认定和划分标准，解决例如该不该由券商承担连带责任、承担连带责任的比例如何划分、券商什么时候承担全部连带责任等问题。换句话说，最终赔偿金额高低不是判断责任是否过重的关键，关键要看赔偿是否与券商在虚假陈述中的过错相匹配，是否符合“比例原则”。

新《虚假陈述司法解释》对此进行了回应和解答，首次对过错做出定义，规定在故意实施虚假陈述、严重违反注意义务这两种情形下，都应当承担赔偿责任。此外，对于券商“没有过错”的情形，新司法解释也进行了列举，区分了券商的特别注意义务和一般注意义务。较早一些发布的《债券纪要》对债券承销机构的过错认定和免责抗辩也提出了几点指引，增加了允许轻微瑕疵的规定：“尽职

调查工作虽然存在瑕疵，但即使完整履行了相关程序也难以发现信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”。以上这些修订都有利于更加明确地划分责任范围。

但是仍有一些问题有待解决。券商作为保荐机构和承销机构，其承担的责任要比其他证券服务机构更大。例如新《虚假陈述司法解释》规定证券服务机构的责任“限于其工作范围和专业领域。”，而保荐机构和承销机构由于负责整个发行项目、制作发行文件，在司法实践中通常会被要求承担全部连带责任，在W公司债券虚假陈述案件中，即便虚假陈述的核心违法行为并非券商所为，仍无法避免承担全部连带责任的结果。

在券商如此容易承担全部连带赔偿责任的情况下，可能使得其“理所应当”成为虚假陈述赔偿的“最终买单者”，这种安排尽管体现了对投资者的保护，但是可能倒逼券商即便在承担一般注意义务的情况下也承担了过高的注意义务，并为此承担过重的连带责任。新司法解释在责任划分问题上做出了充分回应，为券商进行免责抗辩提供了法律依据，同时为实务中个案审判的责任比例划分预留了较为充足的空间。希望新司法解释出台后，能指导司法实践更加明确地对券商的连带责任作出认定，同时我们希望未来能够出台更加明确的指引，让保荐机构、承销机构、各中介机构的过错判断标准和注意义务更加统一，责任划分更加明晰。

（二）强化先行赔付制度和投资者保护基金

券商承担连带赔偿责任后，面临巨额赔偿责任，可能关乎其生死存亡，甚至引发破产。对于券商而言，一方面要重视质控和法律合规，加强对业务人员尽职调查的培训。另一方面，建立高效的偿付机制也是保护证券市场有序发展的重要环节。

尽管《证券法（2019修订）》是首次规定投资者保护机构，但投资者保护机构早已设立。实践中往往是券商承担先行赔付职责。例如，2013年，某农业科技企业在F公司首次公开发行并上市的保荐机构及主承销商，出资三亿元人民币设立“虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”，先行偿付符合条件的投资者因F公司万福生科虚假陈述事件而遭受的投资损失。中国证券投资者保护基金有

限责任公司（以下简称投保基金公司）接受出资人委托，担任专项补偿基金的管理人，负责基金的日常管理及运作。2018年证监会对《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》进行了修订，未来再有欺诈发行等案例发生，为了保住牌照、减轻处罚、减少违法行为对其后续业务的影响，中介机构特别是证券公司还是具有较强先行赔付意愿。2019年《证券法》首次将投资者保护机构写入法律，第九十三条对先行赔付制度予以认可，并以列举方式明确证券公司为先行赔付主体之一，体现了对过去F公司等投资者赔付成功经验的认可，也体现了证券法强化中介机构责任，对中介机构的 market 行为进行引导、规范的价值导向。

然而券商承担先行赔付责任后，往往难以进一步追偿，甚至出现破产风险。券商一旦破产，投资者的权利更加难以得到保护。因此，一味依赖券商承担先行赔付责任是不够的，此时需要投资者保护基金作为配合，发挥更大的补充赔偿的作用。国外目前证券投资者赔偿机制主要是采取投资者赔偿基金的运作模式，一般分为两种：

一种是独立模式，如美国的证券投资者保护公司。该机构是在美国国会的要求下成立的一个证券业的非营利性会员组织，它强制性要求所有符合美国《1934证券交易法》第15（b）条规定的，依法注册的证券经纪商、自营商、全国性证券交易所的会员成为自己的会员，并按照经营毛利的5%交纳会费，以建立投资者保护基金。其成立的目的是为符合条件的证券经纪商和自营商的顾客提供保险保护，使这些顾客在其券商因破产或陷入财政危机而失去偿付能力时能够得到赔偿。

另一种是附属模式，如加拿大早在60年代组建的投资者保护基金，对因证券经营机构破产而承受损失的投资者予以补偿。加拿大投资者保护基金由5家自律组织，包括加拿大投资交易商协会及4家交易所根据协议建立，基金的资金主要来源于自律组织会员的缴费及其投资收益。该基金在本质上属于自律性质的机构，政府没有任何形式的参与，但要接受省级证券委员会的监督。实践表明，这种投资者保护的专门机构也取得了良好的预期效果。

中国2016年修订的《证券投资者保护基金管理办法》也建立了投资者保护基金，基金主要来源是券商按其营业

收入的0.5-5%以及交易所交易经手费的20%，基金主要用于证券公司被撤销、被关闭、破产或被证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时，按照国家有关政策规定对债权人予以偿付。期待未来投资者保护基金可以充分发挥作用，成为券商之外，能够帮助投资者损失得到及时补偿的重要工具，以保证证券市场的稳定发展。

结语

证券虚假陈述民事赔偿责任纠纷在证券诉讼领域占据很大比重，2019年修订的《证券法》进一步强化中介机构责任，实践中，部分中介机构承担的责任有时过重，与其获得的收益、存在的过错并不匹配。从立法目的考量，这种制度安排体现了对投资者的保护。然而从整个证券市场持续发展来看，仍然应当保证证券市场运作和投资者保护之间的平衡。打破资本市场刚兑、推动虚假陈述连带责任的认定与承担规定精细化，让发行人、中介机构、投资者各司其职，形成良性运作，才更有利于证券市场的良好运作。

本文成文于2021年年末，当时的展望是希望不久的将来对2003年出台的《虚假陈述司法解释》进行补充修订，增加更多与时俱进的内容，将更加先进的立法技术和审判经验融合到法律和司法解释中，为将来证券虚假陈述民事赔偿案件提供更加科学和精确化的指引。

2022年初，在众望所盼下，《虚假陈述司法解释》修订并发布，可以看到，新《虚假陈述司法解释》在宏观、微观方面都进行了调整，侵权责任连带赔偿的体系愈发清晰科学，增加了具体的认定标准和认定方法，对近20年来的司法实务中出现的问题进行了与时俱进的更新。不过由于证券市场的复杂性，仍然有一些问题亟待立法和实践的进一步确认与解答，本文也进行了一些讨论。我们期待未来证券虚假陈述民事赔偿制度不断完善，营造良好的证券市场秩序。

关于实际控制人“指使”上市公司信息披露违法的几点辨析意见

刘凌云 沈迪 李明乐 张心瑜



刘凌云

liulingyun@cn.kwm.com

近期，我们在中国证监会连续代理了几起上市公司的实际控制人被指控“指使”上市公司从事信息披露违法行为的行政处罚听证案。本文梳理了我们就如何认定实际控制人“指使”行为的几点辨析意见，供评议指正。

2005年修订的《证券法》第一百九十三条¹第三款和2019年修订的《证券法》第一百九十七条²均规定，上市公司的控股股东、实际控制人指使上市公司从事信息披露违法行为的，应当依照上市公司信息披露违法的罚则进行处罚。

然而，既往的行政处罚案例并没有对“指使”行为做出明确地界分，要么将实际控制人参与上市公司相关交易的行为认定为“指使”上市公司实施信息披露违法行为，要么将实际控制人隐瞒或者未向上市公司告知相关交易事项认定为“指使”，而对于同时担任上市公司董事长职务的实际控制人，则将其在董事长任职期间实施的与上市公司信息披露违法相关的行为认定为实际控制人的“指使”行为。

我们认为，这三类现象分别混淆了实际控制人“指使”行为应具备的客体、行为和职权三个要素，具体辨析如下：

¹ 2005年《证券法》第一百九十三条规定：“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息，或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处三万元以上三十万元以下的罚款。”

发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定报送有关报告，或者报送的报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处三万元以上三十万元以下的罚款。”

发行人、上市公司或者其他信息披露义务人的控股股东、实际控制人指使从事前两款违法行为的，依照前两款的规定处罚。”

² 2019年《证券法》第一百九十七条规定：“信息披露义务人未按照本法规定报送有关报告或者履行信息披露义务的，责令改正，给予警告，并处五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处二十万元以上二百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以二十万元以上二百万元以下的罚款。”

信息披露义务人报送的报告或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处五十万元以上五百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。”

问题一：实际控制人参与上市公司相关交易的行为是否当然构成“指使”上市公司实施信息披露违法行为？

我们认为，答案是否定的，因为：

实际控制人“指使”的客体应当是信息披露行为，不是交易行为，不能因为实际控制人参与了上市公司的交易行为，就认定实际控制人“指使”了上市公司实施信息披露违法行为。

上市公司对其交易（例如买卖、担保等）的信息披露涉及两个法律行为：交易行为和信息披露行为。前者属于《民法典》规定的一般民事法律行为，后者是《证券法》规定的特殊法律行为。交易行为与信息披露行为在主体、客体和法律效果方面各不相同。信息披露行为以交易行为（事项）为客体，以对交易行为负有信息披露义务的人为主体。

2005年《证券法》第一百九十三条和2019年《证券法》第一百九十七条规定的上市公司信息披露违法是指上市公司实施的信息披露行为（包括作为和不作为）违法，而非交易行为违法。相应地，该条规定的控股股东、实际控制人指使的“违法行为”是指上市公司实施的信息披露行为，而非交易行为。

因此，在认定实际控制人“指使”上市公司信息披露违法时，应区分实际控制人指示、参与的是“信息披露行为”还是“交易行为”。

特别是没有担任上市公司董事、监事和高级管理人员（下称“董监高”）的实际控制人，他们通常不参与上市公司的具体经营管理，不会对交易行为如何落实、是否应当审议、披露以及如何披露等提出具体要求。除非有明显的优势证据证明实际控制人就信息披露行为对上市公司董监高作出过明确指示，否则不能仅仅由于实际控制人指示或参与了相关交易行为就认定实际控制人“指使”上市公司实施了信息披露违法行为。

问题二：实际控制人隐瞒或者未向上市公司告知相关交易事项是否当然构成“指使”上市公司信息披露违法？

我们认为，答案也是否定的，因为：

从文义来看，“指使”是指“出主意叫别人去做”的积极行为，要求行为人客观上作出了指示、授意的意思表示，不包括行为人“知悉而不告知”的消极隐瞒行为。

从《证券法》的立法沿革来看，2005年《证券法》第一百九十三条第三款只提到了“指使”，2019年《证券法》第一百九十七条对2005年《证券法》第一百九十三条第三款进行了修订，规定“发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为（笔者注：信息披露违法行为），或者隐瞒相关事项（笔者注：应披露的信息）导致发生上述情形（笔者注：信息披露违法行为）的”，应当作出相应处罚。这是在2005年《证券法》第一百九十三条第三款规定的“指使”行为的基础上，并列规定了实际控制人的“隐瞒”行为也应受到处罚。这佐证了2005年《证券法》第一百九十三条第三款规定的“指使”是不包括“隐瞒”的。

我们注意到，在2005年《证券法》施行期间，中国证监会于2011年制定的规范性文件《信息披露违法行为行政责任认定规则》第十八条第二款规定：“控股股东、实际控制人隐瞒应当披露信息、不告知应当披露信息的，应当认定控股股东、实际控制人指使从事信息披露违法行为。”该款规定实际上是扩张了2005年《证券法》第一百九十三条第三款规定的“指使”的语义射程，不当扩大了应受行政处罚的行为种类，有违《行政处罚法》第十二条第一款³规定之嫌。

³ 《行政处罚法》第十二条第一款规定：“国务院部、委员会制定的规章可以在法律、行政法规规定的给予行政处罚的行为、种类和幅度的范围内作出具体规定。”

因此，在认定实际控制人“指使”上市公司信息披露违法时，应区分实际控制人是对上市公司的信息披露行为作出过“积极指示”，还是只向上市公司“消极隐瞒”了上市公司应披露的信息。如果是后者，则不构成“指使”上市公司信息披露违法。

需要特别说明的是，2019年《证券法》第一百九十七条“指使从事上述违法行为（笔者注：信息披露违法行为），或者隐瞒相关事项（笔者注：交易行为）导致发生上述情形（笔者注：信息披露违法行为）”的规定，与“指使”行为并列的“隐瞒”行为的构成要件至少包括：（1）实际控制人对相关事项负有告知义务，这是构成不作为违法行为的前提；（2）“隐瞒相关事项”，即实际控制人没有履行告知义务；（3）上市公司“发生上述情形（笔者注：信息披露违法行为）”，即上市公司构成信息披露违法；（4）“导致”，即实际控制人没有履行告知义务与上市公司构成信息披露违法之间存在直接因果关系。

问题三：担任上市公司董事长职务的实际控制人在上市公司信息披露违法过程中实施的相关行为是否当然构成“指使”上市公司信息披露违法？

我们认为，答案仍是否定的，因为：

2005年《证券法》第一百九十三条第三款规制的是实际控制人滥用控制权的行为，故在实际控制人同时担任上市公司董监高职务的情况下，认定实际控制人的行为是否构成“指使”，应当区分其对相关交易行为和信息披露行为的指示是滥用何种权力作出的。

如果实际控制人在上市公司信息披露违法行为中只是利用其作为董监高的经营管理权行事，那么其应当被认定为上市公司信息披露违法行为中的直接负责的主管人员，不应当仅基于其同时具有实际控制人的身份便认定其指使上市公司信息披露违法，从而实际控制人与上市公司不构成共同违法。如果实际控制人在上市公司信息披露违法行为中是利用其对上市公司的控制权行事，则应当认定其行为构成“指使”，从而实际控制人与上市公司构成共同违法。

诚然，区分实际控制人到底是基于何种权力作出的指示在事实层面上存在一定难度，但不能因此就不作区分，更不应据此作出“双重处罚”。

我们建议，在行为人具有双重或多重身份的情况下，判断行为人所利用的是何种权力，可以通过行为人的职位权限、行为程序、行为性质和损益归属等因素作出综合判断。

例如，在上市公司年度报告信息披露违法行为中，担任上市公司董事长职务的实际控制人召集董事会，并基于董事会决议安排签署含有虚假记载的上市公司年度报告的行为，利用的是董事长的职位权限，执行的是董事会的召集和执行程序，行为的性质属于董事会层面的年报审议和披露行为，损益后果也直接归于上市公司，因此，通常不应认定为实际控制人指使上市公司信息披露违法。但是，如果实际控制人利用其对股东会选举和更换董事权力的影响力，采用明示或暗示的方式利诱或胁迫董事表决通过含有虚假记载的上市公司年度报告，以影响上市公司的股价，那就应当认定实际控制人指使上市公司信息披露违法。

若实际控制人分别滥用控制权和经营管理权就两个信息披露违法行为分别作出了指示，则应认定实际控制人就其中一个信息披露违法行为构成“指使”，就另一个信息披露违法行为构成“直接负责的主管责任人员”。若实际控制

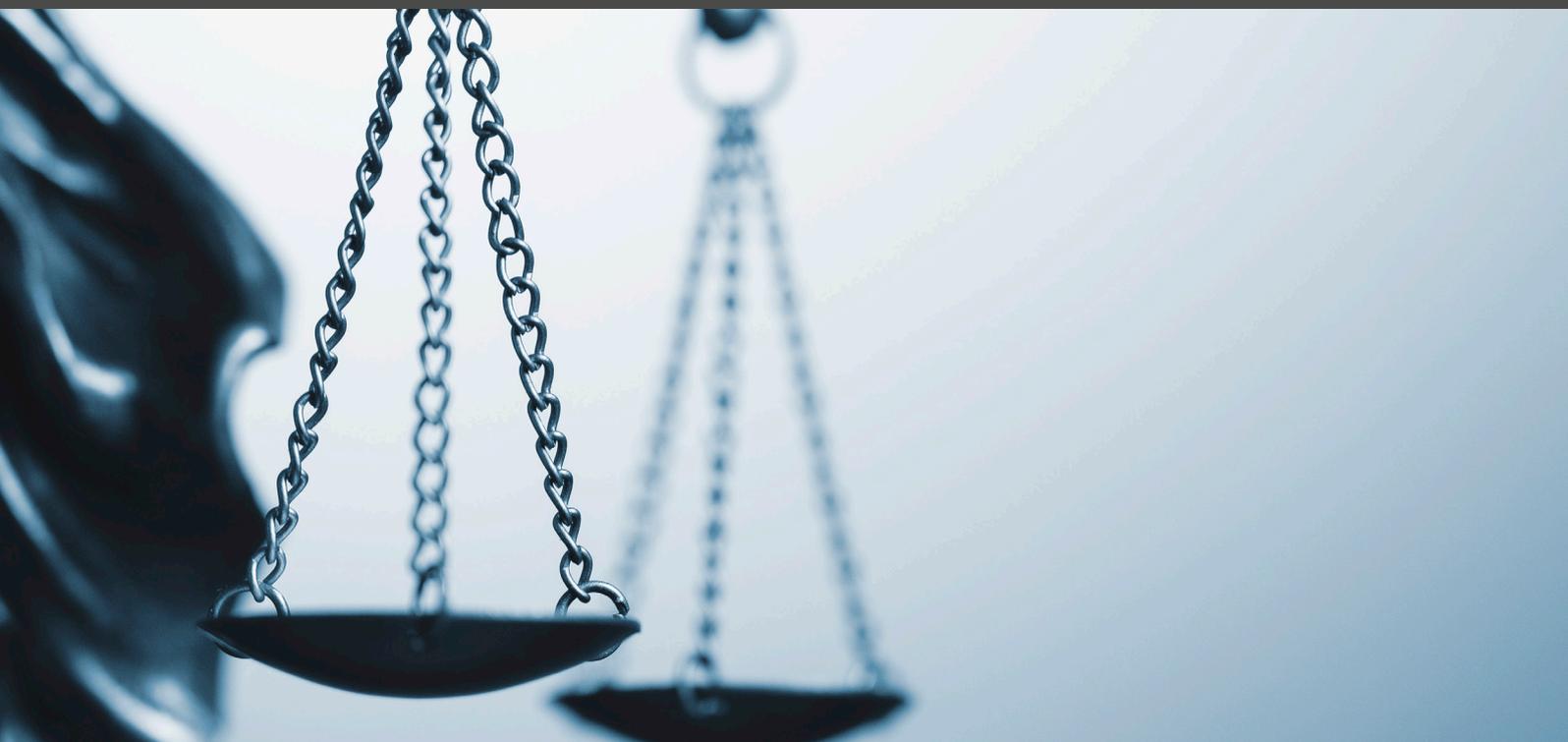
人同时滥用控制权和经营管理权就一个信息披露违法行为作出了指示，则可以认定实际控制人就同一信息披露违法行为同时构成“指使”和“直接负责的主管人员”，但应参照“想象竞合犯”择一重处罚。

若无法区分实际控制人是利用何种权力作出指示的，则监管机关应本着“谦抑”精神和“疑点利益归于行政相对人”的原则，认定实际控制人的相关指示行为是基于经营管理职权作出的，以“直接负责的主管人员”论处，而不宜直接推定实际控制人是滥用控制权，进而认为其构成“指使”上市公司信息披露违法。

综上所述，我们认为，在认定实际控制人“指使”上市公司信息披露违法时有必要区分交易行为与信息披露行为、指使行为与隐瞒行为、实际控制人的控制权与董监高的经营管理权，不宜将实际控制人参与交易行为、隐瞒交易事项或者在上市公司信息披露违法过程中利用董事长的经营管理权实施的行为认定为实际控制人的“指使”行为，确保精准打击，维护市场秩序。

需要重申的是，以上观点只是我们的观点，并没有体现在既往的行政处罚案例中，仅可作为实际控制人在面临行政处罚时的参考申辩意见，不应作为其信息披露的行为指引。

科创板法律 实务



《证券法》修订背景下 证券律师注意义务 探讨——以重大债权 债务核查为例

梁瑾 吴唯炜

前言

2019年12月28日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议通过《中华人民共和国证券法》（以下简称“《证券法》”）第二次修订稿。为打造更加规范、透明、开放的资本市场，增强市场活跃性，本次修法全面推行证券注册制改革，同步完善了投资者保护机制，强化监管与信息披露，显著提高证券违法成本，压实证券服务机构责任，凸显了注册制常态化、发行市场化、加强监管与问责机制的重要趋势。

对于证券律师而言，一系列法规政策的修订颁布带来了发展机遇，但也蕴含着执业风险。2017年度证监会通报了对律师事务所从事IPO证券法律业务专项检查处理情况，其中对8家律师事务所、10名律师采取了警示函行政监管措施，对3名律师采取监管谈话行政监管措施，对1家律师事务所采取责令改正行政监管措施，并记入资本市场诚信数据库。通报还指出监管部门将继续贯彻落实依法全面从严监管理念，对律师事务所从事证券法律业务实行常态化、全覆盖的现场检查监管，进一步加大对律师事务所从事证券法律业务的监管执法力度，强化律师事务所及律师的主体责任，督促其勤勉尽责。根据证监会近两年通报的案件办理情况，2020年末对律师事务所进行立案调查，2021年对2家律师事务所进行立案调查。

因此，在把握当前发展机遇的同时，证券律师也应当严格规范执业活动，从严履行证券市场“看门人”法定职责和使命。本文希望通过梳理总结实践中监管部门对证券律师的行政处罚案例，探讨证券律师如何履行具体业务事项的核查职责、一般与特别注意义务的区分、监管机制存在的争议等问题。



梁瑾

liangjin@cn.kwm.com

一、证券律师执业规定及行政处罚情况

（一）证券律师勤勉尽责及其注意义务要求

2022年1月28日，中国证监会、司法部、中华全国律师协会联合发布《监管规则适用指引——法律类第2号：律师事务所从事首次公开发行股票并上市法律业务执业细则》（以下简称“执业细则”），对律所及证券律师从事首发上市法律业务执业规范进一步细化。在此之前，针对证券律师从事证券业务的法律法规及规范性文件主要有《证券法》《律师事务所从事证券法律业务管理办法》（以下简称“《管理办法》”）、《律师事务所证券法律业务执业规则（试行）》（以下简称“《执业规则》”）、《公开发行证券的公司信息披露编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》（以下简称“《编报规则第12号》”）。上述法律法规及规范性文件确立了律师从事证券业务应遵循诚实、守信、独立、勤勉尽责的原则，审慎核查和验证，并对律师事务所建立健全内部风控机制作出了规定。

1. 勤勉尽责要求

《证券法》第一百六十三条中明确规定了律师事务所作为证券服务机构履行法定责任的要求，即在证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具相关文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。

对于“勤勉尽责”的衡量标准和判断依据，则规定于不同的律师执业规范性要求中，例如《首次公开发行股票并上市管理办法》第六条规定：“为证券发行出具有关文件的证券服务机构和人员，应当按照本行业公认的业务标准和道德规范，严格履行法定职责”；《编报规则第12号》第十四条规定，“律师应及时、准确、真实地制作工作底稿，工作底稿的质量是判断律师是否勤勉尽责的重要依据。”

2. 注意义务要求

《管理办法》第十四条¹、《执业规则（试行）》第六条²、《执业细则》第四条³区分了证券律师在执业过程中对于不同业务事项履行特别的注意义务或一般的注意义务。律师应当就业务事项是否与法律相关，是否需要履行法律专业人士特别注意义务作出分析与判断。核查应当履行法律专业人士特别的注意义务的事项时，应当拟定履行特别注意义务的具体方式、手段、措施并予以落实，对其他业务事项也需要履行普通人一般注意义务。

证监会在行政处罚决定书中也时常提及律师是否履行注意义务，但并未明确提及和区分哪些属于证券律师需要履行特别注意义务事项以及哪些属于履行一般注意义务事项。如果对于明显瑕疵事项没有履行一般注意义务，会被监管部门认定律师未勤勉尽责，而面临处罚风险。

（二）2016年至今证监会对律师事务所、证券律师的处罚情况

要分析证券律师在执业过程中应当履行的注意义务，准确理解证券律师勤勉尽责的要求和标准，需要结合相关处罚案例，通过个案归纳总结监管部门归责逻辑。笔者收集整理了2016年3月至今中国证监会对于律师事务所的主要行政处罚情况（具体如表一所示，限于中国证监会官网公示⁴）。

从数量上看，近五年来证监会对律师事务所进行行政处罚共计6次，受到行政处罚的执业律师共14人次。处罚结果主要有责令改正、没收业务收入、予以警告、罚款。在近五年的行政处罚案件中，监管部门的处罚理由包括程序性违法事项，例如查验计划的编制、工作底稿的收集整理、查验笔录的制作不符合规定；也包括实质性事项核查违反执业规定的情况，例如未发现虚假业务合同、遗漏重大担保事项披露、引用招股说明书或审计报告数据而导致虚假陈述等。

¹ 《律师事务所从事证券法律业务管理办法》第十四条：“律师在出具法律意见时，对与法律相关的业务事项应当履行法律专业人士特别的注意义务，对其他业务事项履行普通人一般的注意义务，其制作、出具的文件不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。”

² 《律师事务所证券法律业务执业规则（试行）》第六条：“律师从事证券法律业务，应当就业务事项是否与法律相关、是否应当履行法律专业人士特别注意义务作出分析、判断。需要履行法律专业人士特别注意义务的，应当拟定履行特别注意义务的具体方式、手段、措施，并予以落实。”

³ 《监管规则适用指引——法律类第2号：律师事务所从事首次公开发行股票并上市法律业务执业细则》第四条：“基于专业分工及归位尽责的原则，律师事务所及其指派的律师对查验过程中的境内法律事项应当尽到证券法律专业人士的特别注意义务；对财务、会计、评估等非法律事项负有普通人一般的注意义务。”

⁴ <http://www.csrc.gov.cn>

相比于发行人的股本演变、资产、业务资质、公司治理情况、环境保护情况以及诉讼仲裁情况，证券律师因发行人业务真实性、关联交易、重大合同核查出现违反执业规则的情况频率更高。目前行政处罚的案例中，超过 50% 涉及律师对发行人重大债权债务的审查⁵。

下文将以重大债权债务的核查为例，从监管角度，结合规则解析证券律师核查发行人重大债权债务事项时，应当如何履行特别注意义务和一般注意义务、如何满足勤勉尽责的要求以及证券律师相关责任边界。

表一

序号	案件名称	处罚对象	处罚时间	处罚结果	处罚理由	相关依据
1	北京蓝山科技股份有限公司(简称“蓝山科技”)向不特定合格投资者公开发行股票	律师事务所及律师	2021.11.01	责令改正、给予警告、罚款	<p>书面审查不到位，未披露关联方及相关业务的真实性</p> <p>函证措施流于形式，未披露关联方及相关银行账户资金的真实性；未核实发行人对采购商品是否已经具备处分权利，未发现潜在的违约和诉讼风险；未履行法律专业人士的特殊注意义务</p> <p>对访谈工作未保持职业怀疑，不能实现查验目的</p> <p>未勤勉尽责；所出具的法律意见书存在虚假记载</p>	《非上市公司监督管理办法》(证监会令第161号)第七十六条、《执业规则》第四条、第六条、第十四条

⁵ 王倩：《证券律师勤勉尽责之实务分析 基于我国证券律师违法违规案例的思考》，《证券法苑》，2017年第21卷，第145页。

序号	案件名称	处罚对象	处罚时间	处罚结果	处罚理由	相关依据
2	广东广州日报传媒股份有限公司（简称“粤传媒”）通过发行股份及支付现金的方式收购上海香榭丽传媒股份有限公司（简称“香榭丽”）	律师事务所及律师	2019.06.19	责令改正、没收业务收入、罚款	<p>未对香榭丽重大业务合同进行审慎核查验证；</p> <p>未发现香榭丽对外重大担保事项，亦未对该事项进行审慎查验</p> <p>未按照查验计划列明的程序和方法审慎查验香榭丽广告阵地和屏幕</p>	《管理办法》第十二条第一款； 原《证券法》第一百七十三条； 原《证券法》第二百二十三条
3	丹东欣泰电气股份有限公司（简称“欣泰电气”）IPO	律师事务所及律师	2017.06.27	责令改正、没收业务收入、予以警告、罚款	<p>未审慎核查和验证相关资料</p> <p>未编制查验计划，未对《法律意见书》进行讨论、复核</p> <p>违反《执业规则》和《管理办法》多项规定</p>	原《证券法》第二十条第二款、第一百七十三条、第二百二十三条、第二百二十六条第三款； 《管理办法》第十二条、第十三条、第十四条、第二十三条； 《执业规则》第九条、第三十七条、第三十九条、第四十条、第四十一条

序号	案件名称	处罚对象	处罚时间	处罚结果	处罚理由	相关依据
4	怀集登云汽配股份有限公司（简称“登云股份”）IPO	律师事务所及律师	2017.05.31	责令改正、没收业务收入、予以警告、罚款	申请文件存在虚假记载、重大遗漏	原《证券法》第二十条、第一百七十三条、第二百二十三条
					未勤勉尽责，未发现登云股份潜在的重大债权债务法律风险	
					未发现相关公司与登云股份的关联关系及关联交易	
					《法律意见书》《律师工作报告》存在虚假记载	
5	鞍山重型矿山机器股份有限公司（以下鞍重股份）与浙江九好办公服务集团有限公司（简称“九好集团”）重大资产重组	律师事务所及律师	2017.05.31	没收业务收入、予以警告、罚款	未按规定对九好集团银行存款进行查验	《执业规则》第二十四条、第二十五条；原《证券法》第二十条第二款、第一百七十三条、第二百二十三条、第二百二十六条第三款
					未按规定将实地调查情况作成笔录	
					未按规定对查验计划的落实情况进行评估和总结，查验计划未完全落实或不能实现查验目的，也未说明原因或者采取其他查验措施和方法	
					存在虚假记载及重大遗漏	

序号	案件名称	处罚对象	处罚时间	处罚结果	处罚理由	相关依据
6	辽宁振隆特 产股份有限 公司（简称 “振隆特 产”）IPO	律师事 务所及 律师	2016.09.01	给予警告、 没收业务 收入、罚 款	<p>在进行核查和验 证前未编制查验 计划</p> <p>工作底稿不完整</p> <p>出具法律意见书 前的工作未勤勉 尽责，导致出具 的文件存在虚假 记载</p>	《管理办法》第 三条、第十二条、 第十三条、第十四 条、第十八条； 《执业规则》第 十一条、第十四 条、第三十七条、 三十九条、第四十 条；原《证券法》 第二百二十三条

二、从监管角度看证券律师注意义务——以重大债权债务核查为例

（一）特别注意义务

根据《编报规则第12号》的规定，对发行人的重大债权债务进行核查时，应重点关注发行人重大合同的合法有效性、潜在风险与纠纷、是否存在侵权之债以及金额较大的应收应付款情况。在现有证监会处罚执业律师的案例中，大都涉及律师未履行特别注意义务，主要有以下情形：

1. 对潜在合同纠纷未尽特别注意义务

在登云股份案中，有关律所未发现登云股份存在潜在的重大债权债务法律风险。律师在取得了登云股份不存在法律风险和纠纷的承诺后，未充分查验其他证据进行相互印证。律师收集了保荐人对发行人客户的函证，并取得了保荐人针对上述客户的访谈笔录，但访谈内容中并未涉及三包索赔事项。证监会认为有关律所对上述异常情形，未予以关注并采取进一步的核查措施，违反了相关执业规定。

从该案的处理思路上可以看出，律师在核查时应当从不同渠道收集底稿证据并进行相互印证，对重大销售合同中可能带来的债务风险应予以充分关注，在不同来源获取的证据材料所证明的结论不一致时，应履行法律专业人士的特别注意义务并追加必要的程序进一步查证。

2. 对应收账款核查未尽特别注意义务

在欣泰电气案中，监管部门提到“中介机构应当在各自职责范围内发表独立的专业意见并承担相应法律责任……欣泰电气虚构应收账款的收回，律师应对该债权事项进行充分核查验证，并发表结论性意见。”

笔者理解，上述应收账款的“充分核查验证”是指律师履行特别注意义务，核查欣泰电气应收账款回收的真实有效性，并且需要发表明确的法律意见。

3. 重大合同核查未尽特别注意义务

在振隆特产案中，监管部门指出“律师工作底稿中共计保存 2012 年至 2014 年重大合同 30 份，其中 11 份为发行人伪造的虚假合同，律师在审验境外销售合同过程中，仅从发行人处调取合同，采用书面审核方式，并且在书面审核中，未对销售合同前后格式变化、单据不一致等异常情况履行足够注意义务。律师 2012 年以来未采取向客户、海关访谈等方式验证合同的真实性。”

在该案中，证监会再次强调了律师应从不同渠道核实发行人的交易真实性，包括但不限于以走访、函证、访谈方式，求证于客户及可能涉及的主管部门，对重大合同的异常情况需履行“足够注意义务”。

4. 未履行核查程序性义务

在香榭丽案中，监管部门指出有关律所仅对重大业务合同通过核对合同原件做了形式上的核验，但在底稿中没有记载相关核验记录，未对其内容、性质和效力等进行必要的查验、分析和判断。笔者理解，核查记录是为证券律师提供“无过错证明”的重要免责依据。对于核查过程中的程序性事项，律师也应尽特殊注意义务。

在蓝山科技中，监管部门指出有关律所“未根据回函履行法律专业人士的特殊注意义务”，未能发现可能导致的违约及重大诉讼风险。由此看出，在监管口径下，律师不仅仅需要做到发送和回收询证函的程序，而且需要对回函的内容尽法律专业人士的特殊注意义务，需确认发行人是否对采购设备已实际享有处分权利，是否存在违约或重大诉讼风险等。

除此之外，实践中还有因证券律师未关注发行人知识产权失效而导致权利状态披露与事实不符，因对工商档案收集不完整而导致未能进一步发现关联关系，因未审慎核查上市公司股东大会召开程序的合法合规性而被监管部门采取监管措施的情形，上述事项均属于《编报规则第 12 号》规定律师出具法律意见书时需要发表结论性意见的事项，也属于律师需履行特别注意义务范畴。

（二）一般注意义务

根据《管理办法》第 15 条规定“律师从国家机关、具有管理公共事务职能的组织、会计师事务所、资产评估机构、资信评级机构、公证机构（以下统称公共机构）直接取得的文书，可以作为出具法律意见的依据，但律师应当履行本办法第 14 条规定的注意义务并加以说明；对于不是从公共机构直接取得的文书，经核查和验证后方可作为出具法律意见的依据。”

在律师事务所从事证券法律业务过程中，律师时常会直接引用会计师事务所或者保荐机构的相关材料作为出具法律意见的证据，但引用其他中介机构材料并不是律师事务所依法免责的理由，律师不能因此而忽略其本身负有的一般注意义务，应保持普通人的谨慎，对上述材料进行必要的核查验证。

律师需要履行特别和一般注意义务的事项可能存在重合，例如在欣泰电气案中，律师直接取用券商对主要客户的承诺函、询证函、访谈记录作为工作底稿。而券商未对部分客户的应收账款余额进行确认，其中包括 7 家发行人虚构应收账款收回的公司。监管认定律师对明显瑕疵没有履行一般注意义务，其工作底稿中未见履行核查验证程序的记录，

未履行勤勉尽责义务。同时在该案中，监管部门又认定律师对发行人应收账款应当进行充分查验，履行专业注意义务。

在证监会近期监管案例中，某科创板上市公司的上市审计机构及其注册会计师因未能对披露客户主要回款实质是商业承兑汇票而被采取出具警示函的监督管理措施，其上市保荐代表人被采取监管谈话措施。另一家科创板上市公司的上市审计机构及其注册会计师因未充分披露合同执行情况且收款进度与实际不符，未充分披露应收票据到期无法承兑的风险且未采取进一步的审计程序而被采取出具警示函的措施，并记入证券期货市场诚信档案，其上市保荐代表人被采取监管谈话措施。

上述监管案例中，律师事务所及其签字律师均未被采取监管措施或受到行政处罚，体现了证监会对会计师、保荐人、律师采取的不同监管态度，也体现了各证券服务机构对于重大合同执行、应收账款兑付回款、客户信用风险事项所应履行的注意义务标准和程度存在差别。

（三）履行不同注意义务的核查方式

通过实证分析，笔者认为证券律师在核查拟上市公司重大债权债务时，需要对其合同的真实有效性、交易合法性、债权债务情况、潜在风险履行特别注意义务，进行充分查验。而对于非法律属性较强的事项，证券律师需要履行普通人的一般注意义务，不能出现明显瑕疵与错误。具体核查事项和核查方式列举如下表（表二）：

特别注意义务事项及核查方式	
核查事项	核查方式
交易真实性核查	包括但不限于书面审查合同效力、与历史格式合同条款对比、交易主体审核、交易标的、交易价格公允性审查；对相关供应商、客户进行访谈、走访、函证等
交易合法性核查	包括但不限于核查招投标文件、是否为关联交易
应收账款事项核查	包括但不限于向客户进行函证、电话访谈或替代性程序
函证、访谈	询证函、访谈问卷的完整性；函证内容有无存在明显错误、瑕疵；询证函回函不符、访谈结果前后矛盾时，确认事实情况，注意对潜在违约、纠纷风险的核查；
潜在纠纷或侵权之债或处罚风险	包括但不限于书面审查合同义务责任性条款、可能涉及的主管部门审批、资质条件是否满足、发现回函不符时分析是否存在纠纷

一般注意义务事项及核查方式

净利润、营业收入、主营业务收入等财务	复核不同中介机构的披露数据是否存在差异
应收账款与资产负债率	是否存在大额到期未付款项；是否存在资产负债率畸高的情形
财务凭证、交易流水	完整收集合同履行银行回单或付款凭证、财务凭证

三、存在的争议

（一）未区分“专业注意义务”与“专家注意义务”

尽管证监会的部门规章和处罚书已经区分了勤勉尽责义务中的“一般注意义务”和“专业注意义务”，但是对于两者并没有清晰界定，在实践中存在履行标准要求过高的情况。在个别案件中，证监会并非清晰划分证券律师的“专业注意义务”与“专家注意义务”，并引发了处罚的合法性质疑⁶。

刘燕教授在其《“专家责任”若干基本概念质疑》一文中提出“专家责任”和“专业人士责任”是两个不同、但非常容易混淆的概念：“专家”是某一个行业所公认的知识权威，而“专业人士”是所有从事某一特定职业的人；“专业人士”并不可能都是“专家”，也并非所有的“专家”都可以称为“专业人士”。对于“专家”而言，可以合理期待他们能就其熟悉的领域作出远远高于普通人水平的判断，所以“专家注意义务”是一种“高度注意义务”。相反，“专业注意义务”是一个平均水平的注意义务，是指一个中等资质和能力从业人员的标准，它低于一个行业中最优秀的专业人士（类似于“专家”），但显然高于刚刚加入行业者的水平⁷。有学者认为在个别处罚案件中，证监会有对证券律师做了“专家注意义务”（而不是“专业注意义务”）的要求⁸。

（二）不同证券服务机构之间责任不清

证券法第一百六十三条规定律师“制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”在过错推定的归责原则下，证券律师承担证明其不存在过错的举证责任，而不存在过错的标准是证券律师已经勤勉尽责尽到合理的注意义务。

涉及确定证券律师的核查义务，究竟是“一般注意义务”，还是“特别注意义务”，是否做到了“审慎核查”“勤勉尽责”，这里面涉及相当多的法律和事实问题。例如，律师如何充分审查验证应收账款回收是否为虚构事项，律师与审计机构、保荐机构对于该事项的责任划分、责任边界如何区分，类似的问题仍待探讨。同时，也有学者指出《编报规则第12号》无法处理律所法律责任性质及其边界，从而在某种程度上加重了律所责任不清这一问题。⁹

⁶ 程金华、叶乔：《中国证券律师行政处罚研究以“勤勉尽责”为核心》，《证券法苑》，2017年第5号第23卷，第19页。

⁷ 刘燕：《“专家责任”若干基本概念质疑》，《比较法研究》，2005年第5卷，第143-150页。

⁸ 程金华、叶乔：《中国证券律师行政处罚研究以“勤勉尽责”为核心》，《证券法苑》，2017年第5号第23卷，第19页。

⁹ 唐应茂：《证券法、科创板注册制和父爱监管》，《中国法律评论》，2019年第4号，第130页。

（三）法律后果过重

在《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“《虚假陈述司法解释》”）公布施行之前，根据《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》第24条，专业中介服务机构及其直接责任人违反证券法相关规定，出现虚假陈述的情况时，给投资人造成损失的，就其负有责任的部分承担赔偿责任，但有证据证明无过错，不承担责任。根据该规定第27条，专业中介服务机构知道或应当知道发行人或者上市公司虚假陈述而不予纠正或不出具保留意见的，构成共同侵权，对投资人的损失承担连带赔偿责任。这一规定与美国证券法上的通行做法相比，对中介机构的要求更加严格。

2022年1月21日起实施的《虚假陈述司法解释》明确了证券服务机构的责任限于其工作范围和专业领域，并且明确证券服务机构“能够证明其所依赖的基础工作或者专业意见经过审慎核查和必要的调查、复核，排除了职业怀疑并形成合理信赖的，人民法院应当认定其没有过错……”，对证券服务机构尤其是会计师事务所的免责情形作出了相关规定，但在此统一裁判尺度的口径下，司法解释尚未能对证券律师的责任边界、如何履行一般注意义务进行明确。

四、境外经验与启示

根据美国证券法第11节（a）的规定，对重大事实的不真实陈述或漏报了规定应报的或漏报了为使该报告书不至被误解所必要的重大事实时，投资者可以向每一会计师、工程师或鉴定人或其职业给予其权力可做陈述的人提起诉讼追偿。虽然此处未将律师列入，但是显然律师属于虚假陈述可追责的对象之一。

根据第11节（b）项第（3）点，详细规定了发行人以外主体的免责事由，对于非专家意见部分的引用，需经过适当调查才可能构成免责；对于引用专家意见且在该部分文件生效时，其没有合理的理由相信并且确实不相信其中的内容存在虚假陈述或重大遗漏即可构成免责。而第11节（c）对于“构成令人信服的合理调查和正当理由的标准”有明确阐述，即“合理标准应当是精明人在管理自己的财产时所需要的标准。”

在 *Escott v. BarChris Construction Corp.* 案件中，法院认为公司律师和承销商均不是专家，只有审计是专家且只有经过审计人员授权出具的注册说明书的内容属于专家意见。同时法院也认定发行人董事、会计负责人没有履行“合理调查”，因为凭借他们对公司的了解，只要详细阅读注册说明书，即可发现错误¹⁰。

相比之下，美国证券法及其判例法有更加详细和完善的适用机制。美国证券法“合理调查”对应我国证券规范性文件规定的“普通人的一般注意义务”，从文义上看，美国证券法规定的标准似乎更加严格。但从判例和处罚案例上看，美国证券法要求的“合理调查”和我国的“一般注意义务”都并不要求律师对财务数据进行审计核查，而要求应当发现明显的瑕疵和错误。

结语

在注册制落地、强事后监管的发展趋势下，我国证券律师“看门人”的角色尚未改变。监管对律师事务所等证券服务机构的勤勉尽责标准从未降低。随着监管部门对证券违法行为的执法力度不断加强，投资者保护制度不断完善，经营业务、交易真实性核查将成为监管关注的重点。我国目前的监管机制未区分“专家注意义务”和“专业注意义务”，需要通过实践进一步明确履行特别注意义务和一般注意义务的标准。

¹⁰ *Escott v. BarChris Construction Corp.*, 283F.Supp.643(1968).

律师工作底稿如何反映律师证据收集与推理过程

梁瑾 方侃

引言

自 2016 年起至今，证券行业已发生多起律师事务所和律师因未尽到勤勉尽责义务而受到行政处罚或行政监管措施的案例。随着新《证券法》、《监管规则适用指引——法律类第 2 号：律师事务所从事首次公开发行股票并上市法律业务执业细则》及一系列相关法律法规的修订实施，证券监管部门和证券交易所进一步重点关注证券服务机构的执业质量，强化对中介机构的监管，压实中介机构“看门人”职责。而就证券业务中律师工作底稿的规范化，以及工作底稿与律师责任边界问题，尤其值得广大律师同仁思考。在这样的背景下，律师工作底稿应成为证券律师在执业过程中重点关注的事项，这既是应对监管问责的补救措施，更是律师保护自己的重要证据。通过不断加强律师、律所的工作底稿规范化，树立、强化底稿意识，提高工作底稿质量，从而有效提高法律服务质量，进一步推动资本市场的健康发展。

2017 年 5 月 31 日，中国证监会对北京市天元律师事务所及该所律师作出行政处罚，没收天元所业务收入 150 万元，并处以 750 万元罚款；对相关律师给予警告，并分别处以 10 万元罚款。同日，中国证监会对广东君信律师事务所及该所律师作出行政处罚，责令君信所改正，没收业务收入 195 万元，并处以 195 万元罚款；对相关律师给予警告，并分别处以 5 万元罚款。这是两起律师事务所和律师在从事证券法律业务中违法违规执业的典型案列，究其原因，主要是少数律师缺乏责任心，不能勤勉尽责、依法审慎履行核查验证义务，对相关事项应当查验的未作查验，或者未保持足够的职业审慎，导致查验工作流于形式。司法部针对该两起处罚进行了发文通报，并重点强调了工作底稿对于律师勤勉执业的重要意义。



梁瑾

liangjin@cn.kwm.com

随着《中华人民共和国证券法》等法律法规的修订实施，进一步明确了律师作为证券市场中介机构之一，在注册制背景下的“看门人”责任。而就证券业务中律师工作底稿的规范化，以及工作底稿与律师责任边界问题，尤其值得广大律师同仁思考。

一、“注册制”背景下律师工作底稿的重要意义

2019年12月28日，十三届全国人大常委会第十五次会议表决通过了新修订的《中华人民共和国证券法》，明确全面推行证券发行注册制度。新《证券法》重点强调了证券服务机构的勤勉责任，也明确指出证券服务机构在执业过程中应当妥善保存客户委托文件、核查和验证资料、工作底稿。而针对律师证券业务的工作底稿的具体形式和主要内容，则集中体现在《律师事务所从事证券法律业务管理办法》（以下简称《管理办法》）《律师事务所证券法律业务执业规则（试行）》（以下简称《执业规则（试行）》）《公开发行证券公司信息披露的编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》（以下简称《编报规则第12号》）等规定文件中。具体而言，“律师应当归类整理核查和验证中形成的工作记录和获取的材料，并对法律意见书等文件中各具体意见所依据的事实、国家相关规定以及律师的分析判断作出说明，形成记录清晰的工作底稿。”、“律师事务所应当完整保存在出具法律意见书过程中形成的工作记录，以及在工作中获取的所有文件、资料，及时制作工作底稿。工作底稿是判断律师是否勤勉尽责的重要证据。中国证监会及其派出机构可根据监管工作需要调阅、检查工作底稿。”、“律师在制作法律意见书和律师工作报告的同时，应制作工作底稿。前款所称工作底稿是指律师在为证券发行人制作法律意见书和律师工作报告过程中形成的工作记录及在工作中获取的所有文件、会议纪要、谈话记录等资料。工作底稿的正式文本应由两名以上律师签名，其所在的律师事务所加盖公章，其内容应真实、完整、记录清晰，并标明索引编号及顺序号码。”

2022年1月28日，证监会、司法部、中华全国律师协会联合发布了《监管规则适用指引——法律类第2号：律师事务所从事首次公开发行股票并上市法律业务执业细则》（以下简称《执业细则》），旨在进一步强调以信息披露为核心，更加注重发挥证券中介机构的“看门人”作用。

要求律师事务所等证券中介机构应当运用专业知识和经验，充分了解发行人经营情况和风险，对发行人的信息披露资料进行核查验证，作出专业判断，为投资者作出投资决策提供参考。

从上述规定可以看出，律师的工作底稿首先应是律师出具法律意见的判断依据，须形成清晰的工作记录。其次工作底稿应真实、完整、记录清晰，是判断律师是否勤勉尽责的重要证据，一方面，工作底稿的内容应该涵盖证券律师工作中获取的所有形式的文件和纪录等资料；另一方面，底稿编制应符合必要的法定形式要件和制作程序。

二、工作底稿的收集与应用

每名新人证券律师，接触到的第一个任务往往是法律尽职调查工作。所谓尽职调查（Due Diligence），就是对标的企业以一定的客观标准进行审慎性调查，通过收集相应的工作底稿并在予以核查后发表法律意见。例如从客户处获取的业务合同、资质证书，主管部门调取的档案资料，网络检索的公开报道，客户供应商的实地走访等等，都是落实尽职调查工作的具体方式。根据项目的不同性质，或许是证券发行，或许是兼并收购，又或许是债务重整，律师往往会根据对应的监管标准进行核查，按照收集到位的工作底稿形成的证据链，对所需发表意见的事项形成法律意见。整个尽职调查过程中的工作底稿收集可以反映律师是否勤勉尽责，形成法律意见的逻辑推理又体现了工作底稿作为证据的运用。

（一）工作底稿的收集

律师工作底稿作为律师工作过程中搜集、整理、制作的文本材料，是反映律师工作内容和勤勉尽责的可视化体现。《编报规则第12号》第16条规定公开发行证券工作底稿应包括（但不限于）以下内容：“①律师承担项目的基本情况，包括委托单位名称、项目名称、制作项目的时间或期间、工作量统计。②为制作法律意见书和律师工作报告制定的工作计划及其操作程序的记录。③与发行人（包括发起人）设立及历史沿革有关的资料，如设立批准证书、营业执照、合同、章程等文件或变更文件的复印件。④重大合同、协议及其他重要文件和会议记录的摘要或副本。⑤与发行人及相关人员相互沟通情况的记录，对发行

人提供资料的检查、调查访问记录、往来函件、现场勘察记录、查阅文件清单等相关的资料及详细说明。⑥发行人及相关人员的书面保证或声明书的复印件。⑦对保留意见及疑难问题所作的说明。⑧其他与出具法律意见书和律师工作报告相关的重要资料。上述资料应注明来源。凡涉及律师向有关当事人调查所作的记录，应由当事人和律师本人签名。”

据此，律师工作底稿按照内容特点通常分为以下三类：

(1) 客观证据，即尽调对象现有的或已客观存在的材料。例如，工商档案、资质证书、三会文件、不动产权证、专利权证、纳税申报材料或者重大债权债务合同等。

以首发上市项目（IPO）为例，《编报规则第12号》对律师意见正文部分，要求律师应在进行充分核查验证的基础上就本次发行上市的批准和授权、上市的主体资格到发行人的股本及其演变、发行人的业务再到发行人招股说明书法律风险的评价等20余项大类事项发表意见，上述内容均需依据律师从发行人或相关主体处收集的证据，作为工作底稿来发表意见。并且，上述证据往往会根据项目的推进实时更新，所以该类工作底稿往往是律师底稿集中的重中之重。

为勤勉尽责，形式上律师一般会采取书面核查、访谈问询、实地走访、网络核查等不同方式对各个问题或同一问题进行比对核查。例如对上市项目发行人的业务环节中重大客户的核查，律师会根据审计过程中整理的业务占比比较高的大客户进行以下调查，①收集公司与其相关的合同或订单原件，核查合同文本是否真实、是否双方盖章，合同条款是否有效、实际是否按照合同约定执行；②访谈、问询公司业务主管负责人，是否真实存在该合同、实际是否按照合同约定执行；③对大客户进行实地走访，进一步确认合同的真实性，其是否具备相应产品生产或销售能力以及其履约的可能性；④函证往来财务数据；⑤通过与券商及会计师事务所沟通交流，对业务、财务事项进行确认。由于IPO往往是贯穿了从尽调到申报再到反馈上会长达数年的持续性工作，所以这类材料通常都是需要根据时间节点不断更新，对于律师来说是持续收集过程。

律师从上述不同角度进行核查并取证，重复验证相关

工作底稿的真实、准确、完整后，方可作为相关证据认定并予以采信并发表法律意见。

(2) 拟制文件，即律师在工作过程中主动拟制形成的文件。例如，会议纪要、访谈问卷、相关证明、承诺、法律声明等。在IPO过程中，除了客观证据外，律师为了发表意见或者制作申报材料，需要结合已知事实及背景，出具有关文书。区别于客观存在的直接证据，这类底稿文件是律师通过对已有客观证据的总结与分析，用第三方独立的语境固定形成的新证据。同样地，作为律师工作底稿甚至是上市公司披露文件，律师在制作过程中应当保证其真实、准确、完整。

(3) 工作留痕记录，即律师为开展法律工作而留痕形成的书面记录，例如，律师合同、查验计划、底稿目录、备忘录、行程账单、辅导培训记录等。作为律师履职的体现，程序性的留痕也是工作底稿的重点环节，必备的签字、时间、地点、事项等都应确保其形式到位。《管理办法》和《执业规则（试行）》都明文规定了律师在进行核查和验证之前，应当编制查验计划，明确需要查验的事项，并根据业务的进展情况，对其予以适当调整，而证监会过去处罚律师的主要原因就包括未编制查验计划或查验计划不合理，不能实现查验目的，不论是针对律所风控管理还是律师个人执业风险，这点都应加强重视。

同时，无论何种工作底稿资料均应注明来源，凡涉及律师向有关当事人调查所作的记录，应由当事人和律师本人签名。工作底稿的正式文本应由两名以上律师签名，其所在的律师事务所加盖公章，其内容应真实、完整、记录清晰，并标明索引编号及顺序号码。

（二）工作底稿的应用

1. 工作底稿的证据属性

律师工作底稿是法律意见书和律师工作报告的基础，由律师在工作期间积累的书面文件编制而成。这些法律意见并非是由律师臆想出来，而是律师通过对工作底稿的整合、判断、分析进而运用缜密的逻辑推理方法总结推导得出的结论。对于工作底稿的证据属性，通常参考民事诉讼

中证据的“三性”标准加以辅助判断，即真实性、合法性、关联性。

(1) 真实性是指一份证据能够反映案件真实情况，包括形式真实和内容真实。有时我们在底稿中可能发现同一份文件出现前后矛盾甚至意思相反的情况，如一份收购协议，出售方约定出售的是实物资产，但是收购方却要求收购的是股权，虽然双方都在该协议上签署，但实际上却尚未达成一致，协议虽然形式上真实存在但是无法从实质上反映合同双方的真实意思表示，两相矛盾时，该证据就不具有真实性，应予以排除。

民事纠纷对于证据的适用可能往往就终结于此，但是对于证券律师来说，更重要的任务是根据工作底稿发表法律意见，即在上述例子中，律师应该进一步厘清交易双方本次交易的标的究竟是实物资产还是股权。要弄清类似这一类真实性的困惑，律师需要跳脱出合同文本，通过补充对交易双方的访谈，对交易过户文件的核查，在文本之外，对同一事件进行多维度的核查，从而尽可能还原事实真相，体现律师工作的勤勉尽责。

(2) 合法性是指证据主体合法、来源合法、形式合法、程序合法。参考民事诉讼中对于证据的8种分类^①当事人的陈述；②书证；③物证；④视听资料；⑤电子数据；⑥证人证言；⑦鉴定意见；⑧勘验笔录，都是律师工作底稿的具体形式。

证据必须查证属实，才能作为认定事实的根据。作为证据的工作底稿不仅要求在内容上是真实合法的，还要求形式上也符合法律规定的要求。例如，发行人的业务合同，不仅合同文本需要具备基本的法律文书条款，还应具备相应合同方的签字盖章的形式合法要件。

(3) 关联性是指证据与待证事实相关联。根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》，“关联性的判断标准应包括三个方面：第一，要确认证据自身能证明的事实；第二，确认这个事实对解决诉讼的问题所具有的意义；第三，判断法律对这种关联性有无具体要求。”也就是说，关联性本质上是涉及到了工作底稿证明力的问题，即有关的证据，对于待证事实所置信

其真伪、成否的力量和程度。换言之，关联性不仅承担证据定性作用，同时也反映了证据证明力的强弱大小之分。比方说，律师为了核实企业的业务合规，需要取得由主管部门就其主管的事项出具的合规证明，假设工商部门开具了环保事项的合规证明，又或者是省级部门的主管事项由区级部门开具了合规证明，显然是无法满足关联性的要求，证据力就大大减弱，甚至是应予以排除的。

通常来说，律师工作底稿与法律意见的关系上体现为直接证据，如通过产权证和资质证书证明发行人具备上述资产和业务资质；但是，当遇到历史沿革里无法找到直接证据的情形时，律师往往通过对参与该历史事件的当事人的访谈或其他历史文件等间接证据来印证历史过往的事实原貌，从而发表有关法律意见。可以说，通过直接证据和间接证据相互映衬和证明，是强化工作底稿而促使形成法律意见的积极途径，也是证券业务中极为常见的工作方法。

2. 运用工作底稿开展逻辑推理

“以事实为根据，以法律为准绳”，这是全体法律人士熟知并且必须遵循的基本原则。任何法律结论都不是随意作出的，都必须存在得出该结论的事实和理由。以工作底稿作为根据，并基于这一原则推导得出法律意见的过程，其本身就是应用推理的过程。收集工作底稿的目的在于用以证明事实，从而使得律师能够根据证据发表法律意见。

按照逻辑学的标准，逻辑推理主要分为演绎推理、归纳推理、类比推理三种方法。演绎推理是由一般到特殊的推理方法。与归纳推理相对。推论前提与结论之间的联系是必然的，是一种确实性推理。归纳推理是一种由个别到一般的推理。由一定程度的关于个别事物的观点过渡到范围较大的观点，由特殊具体的事例推导出一般原理、原则的解释方法。类比推理则是根据两个或两类对象在某些属性上相同，推断出它们在另外的属性上也相同的一种推理。

著名的“苏格拉底三段论”就是演绎推理细分出的一种广泛运用于自然科学和社会科学领域的推理方式，即由两个含有一个共同项的性质判断作前提，得出一个新的性

质判断为结论的演绎推理。（三段论包含三个部分：大前提——已知的一般原理，小前提——所研究的特殊情况，结论——根据一般原理，对特殊情况作出判断）。司法领域的三段论则是最基本的法律适用推理方法之一，其基本形式为（1）以法律规范（T）为大前提。（2）以具体的案件事实（S）为小前提。（3）根据逻辑三段论推导出结论，即判决。

毫无疑问，对于从工作底稿到产生法律意见的推理过程当然同样适用“三段论”。举例而言，IPO 要求律师对发行人上市是否符合科创板上市实质条件发表法律意见，此处有关的法律规范大前提是涉及上市实质条件的法律法规，如《证券法》《科创板首发注册管理办法》《科创板上市规则》。而具体的事实小前提则是通过核查发行人《公司章程》、股东大会决议、董事会决议及其公司治理结构相关文件，证明发行人具备健全且运行良好的组织机构；通过核查审计报告，证明发行人具有持续经营能力；通过核查裁判文书、信用中国、中国执行信息公开网、中国检察等公开网站及公司内档，证明发行人及其控股股东、实际控制人最近三年不存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪。综上，结合收集所得的《公司章程》、《审计报告》、网络核查记录等工作底稿，推导出发行人符合《证券法》规定的公司首次公开发行新股的实质性条件。

（三）工作底稿的规范化

值得一提的是，有经验的律师在开展工作时，往往会依据过往项目中总结得出的工作底稿收集与推理所得的法律意见之间的历史经验，事前制定完备的尽调清单、查验计划，尽可能的将工作底稿的广度和深度根绝项目特性有目的性的延申与扩大，以备后续在工作中由于缺失了事实材料或证据的支撑而无法通过三段论对法律问题进行论证。规范化的律所，更是会形成格式化的文件模板与标准化的体系流程，将工作底稿从获取、收集、整理、筛选到保存，施加全流程的管控，一方面体现了律所高水平的质量控制与管理，另一方面也是律所勤勉尽职的体现，是值得肯定与推广的。

三、工作底稿引起的处罚与责任边界

（一）证券服务机构因未尽到勤勉尽责义务，法律文件存在虚假记载及重大遗漏是受到处罚的主要内容

随着新《证券法》及一系列相关法律法规的修订实施，证券监管部门和证券交易所进一步重点关注证券服务机构的执业质量，强化对中介机构的监管，压实中介机构“看门人”职责。自 2016 年起至今，已发生多起证券服务机构因未尽到勤勉尽责义务而受到行政处罚或行政监管措施的案例。处罚原因主要集中在认定法律文件存在虚假记载及重大遗漏，工作底稿未符合要求，律师工作未能勤勉尽责，具体如下：

1. 律所内部工作记录缺失

经查阅某律所工作底稿，某律所未编制查验计划，未对《法律意见书》进行讨论、复核，未发现其及其指派的律师为尽职调查公司项目编制查验计划，未发现该所对《法律意见书》进行讨论、复核的记录。（《证监会〔2017〕70 号行政处罚决定书》）

2. 现场调查不全面

某律所在对其尽职调查公司进行现场调查时，并未披露三家公司与该集团存在既是供应商又是客户的相互交叉关系。（出处：《证监会〔2017〕56 号行政处罚决定书》）

某律所走访人员在核查和访谈过程中均未发现且未充分关注集团某高管既是集团供应商的法定代表人，同时又是集团另一供应商的业务联系人。（《证监会〔2017〕56 号行政处罚决定书》）

3. 关联关系遗漏

某律所未披露其尽职调查公司与其他公司的关联方关系及关联交易。其未披露内容包括股东信息、公司股份、高管持股、公司与企业关联交易。（《证监会〔2017〕62 号行政处罚决定书》）

4. 存款及应收账款查证不到位

某律所在为其尽职调查集团提供法律服务过程中，对其定期存款既未查验存单原件，也未向开户银行进行书面查询、函证。经查，该笔定期存款为其集团主要资产且已为其他公司提供了担保。（《证监会〔2017〕56号行政处罚决定书》）

某律所工作底稿中留存的尽职调查公司对主要客户的承诺函、询证函、访谈记录，大多数直接取自某证券公司。但该证券公司在对主要销售客户进行访谈时，部分客户未对应收账款余额进行确认，其中包括7家尽职调查公司虚构已收回应收账款的公司。某律所对访谈记录未履行一般的注意义务，未审慎履行核查和验证义务。（《证监会〔2017〕62号行政处罚决定书》）

5. 实地调查未作笔录

某律所对尽职调查集团11家公司业务关联单位的走访，未按规定制作调查笔录。（《证监会〔2017〕56号行政处罚决定书》）

6. 法律意见与事实不符

某律所《法律意见》的结论性意见称：“本次交易构成借壳上市，上市公司购买的交易对方持有的某集团100%股权对应的经营实体为有限责任公司，且符合《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的其他发行条件，本次交易符合《上市公司重大资产重组管理办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》和相关规范性文件规定的原则及实质性条件。”但是，该集团在本次重大资产重组过程中存在严重财务造假及虚假信息披露行为，不符合《上市公司重大资产重组管理办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的发行条件，其《法律意见》存在虚假记载。（《证监会〔2017〕56号行政处罚决定书》）

某律所出具的《法律意见书》、《律师工作报告》以及相关补充法律意见中，有关正在履行和将要履行的重大购销合同“不存在潜在风险和纠纷”、“某公司股份已完整披露关联方关系并按重要性原则恰当披露关联交易”的

表述，与事实不符，存在虚假记载。（《证监会〔2017〕62号行政处罚决定书》）

某律所对其尽职调查公司的账务收回、上市申请人实质条件、申请人是否有重大违法行为、是否存在财务虚假记载等调查结果与该公司的事实不符，该律所出具的《法律意见》含有虚假记载的内容。（《证监会〔2017〕70号行政处罚决定书》）

7. 法律风险查证不到位

某律所取得了尽职调查公司股份不存在法律风险和纠纷的承诺，但该承诺函并无第三方印证，且截止时间并未涵盖报告期其他时段。（《证监会〔2017〕62号行政处罚决定书》）

某律所收集了推荐人对其客户的函证，并取得了推荐人针对上述客户的访谈笔录，但访谈内容中并未涉及三包索赔事项。对上述异常情形，某律所未予以关注并采取进一步的核查措施。（《证监会〔2017〕62号行政处罚决定书》）

某律所未对其尽职调查公司重大销售合同中的“三包索赔”可能带来的债务风险予以关注，也未在不同来源获取的证据材料所证明的结论不一致时履行法律专业人士的特别注意义务并追加必要的程序进一步查证。（《证监会〔2017〕62号行政处罚决定书》）

8. 材料形式不规范

某律所的工作底稿未加盖律师事务所公章，且大部分底稿未标明目录索引。该所的工作底稿中，大部分访谈笔录没有经办律师签字，还存在访谈笔录中律师和访谈对象均未签字的情形。（《证监会〔2017〕70号行政处罚决定书》）

通过对上述证监会行政处罚决定书分析可知，证监会对各律所工作底稿的关注遍及业务流程的各个环节，对于审查和处罚更是落到了细节之处。由此可见，规范证券交易行为、维护证券市场秩序是我国证券市场的大势所趋，对于证券服务机构执业质量的要求将会日趋严格，问责范围及处罚力度都得到了极大加强，对律师服务质量也进一步提高了要求。

（二）工作底稿引发的律师责任边界

1. 勤勉尽责义务

《证券法》第一百六十三条中明确规定了律师事务所作为证券服务机构履行法定责任的要求，即在证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具相关文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。

对于“勤勉尽责”的衡量标准和判断依据，则蕴含于不同的律师执业规范性要求中，例如《首次公开发行股票并上市管理办法》第六条规定：“为证券发行出具有关文件的证券服务机构和人员，应当按照本行业公认的业务标准和道德规范，严格履行法定职责”；《编报规则第12号》第十四条规定，“律师应及时、准确、真实地制作工作底稿，工作底稿的质量是判断律师是否勤勉尽责的重要依据。”

2. 特别注意义务与一般注意义务

《管理办法》第十四条、《执业规则（试行）》第六条区分了证券律师在执业过程中对于不同业务事项履行特别的注意义务或一般的注意义务。律师应当就业务事项是否与法律相关，是否需要履行法律专业人士特别注意义务作出分析与判断。核查应当履行法律专业人士特别的注意义务的事项时，应当拟定履行特别注意义务的具体方式、手段、措施并予以落实，对其他业务事项也需要履行普通人一般注意义务。

根据该等规定，律师对法律事项履行专业人士特别注意义务，而对其他专业人士的工作结论有权合理信赖，仅承担一般注意义务。也就是说，除非律师发现会计师出具的审计报告存在不合法、不合规或者不合常理的情形，并且可通过尽职调查来查验，否则，可以依法将审计报告中的财务结论作为出具法律意见的依据。最终，律师只对披露的文件中就法律问题发表的法律意见承担专业人士责任，会计师则要为经其审计核实的财务数据承担专业人士责任。这才是现代社会专业分工的必然要求。

需要注意的是，对于不合法、不合规或者不合常理的

判断通常也并非完全取决律师的专业性，往往夹杂各种复杂因素以及专业外的“常识”，难免会形成因个人认知不同而导致的“心证”。如上文提及的律师对于发行人重大业务的核查，律师工作底稿往往聚焦在合同本身，以及配合必要的访谈核实，很少会像审计机构在审计工作中收集的业务台账，打款明细，出入库凭证、验收单据等全套审计底稿资料，而通常依据信赖义务只需对审计报告进行一般注意义务标准的核查即可。如果律师的责任也扩展到像审计那样以审慎标准进行核查，那么无疑是对律师的工作与责任的扩大，一方面不仅降低了律师专业的工作效率，花费大量的时间用于专业外事项的和核查比对，另一方面，由于天生的专业分工也很难保证对法律外事项判断的专业性。

在欣泰电气案件中，法院有过这样的阐述“在IPO过程中，律师事务所承担的工作是进行法律尽调。……由于法律尽调是从法律风险的角度对公司整体情况进行评估，因此对于与公司经营相关的重要事项，律师事务所均应当予以充分关注并进行审慎查验。公司的财务状况无疑是律师事务所在进行尽调过程中必须包含的内容，而且应当作为查验的重点事项。在法律尽调的过程中，律师事务所应当在合法的范围内，充分利用各种方法对包括公司财务状况在内的公司整体情况展开全面调查，并在综合分析所有材料的基础上，从法律风险评估的角度出具意见。法律尽调与商业尽调、财务尽调的主要区别在于各自评估的角度不同，各中介机构对自己出具的报告均应独立承担责任，既非相互监督的关系，也不能以其他中介机构出具的报告作为免除自己尽调责任的依据。”

该案件的核心问题归结于律师所发表的法律意见系基于一般注意义务还是特殊的注意义务的争辩，欣泰案中提出“法律尽调与财务报表审计在法律性质上存在实质差别，属于不同层面、不同性质的工作”的观点。但似乎对于两类注意义务的具体区别并未能体现在文书中，反而更让人产生对于重大事项的核查，即便是专业外的内容，律师也应当穷尽核查手段，对于“专家意见”或者“专业机构意见”似乎也仅作参考，无法就此免责的错觉。

相比之下，美国证券法及其判例法有更加详细和完善的适用机制。美国证券法“合理调查”对应我国证券规范

性文件规定的“普通人的一般注意义务”，从文字解释上看，美国证券法规定的标准似乎更加严格。但从判例和处罚案例上看，美国证券法要求的“合理调查”和我国对应的“一般注意义务”都并不要求律师对财务数据进行审计核查但要求应当发现明显的瑕疵和错误。

而在最新出台的《执业细则》中，对于前文讨论的如何识别特别注意义务与一般注意义务以及完善整个证券中介机构工作的权责体系给予了指引。《执业细则》第一次在律师执业规范性文件中设置了合理信赖标准，即要求律师事务所及其指派的律师制作、出具专业意见依赖保荐机构、其他证券服务机构等的基础工作或者专业意见的，应当保持职业怀疑。在履行必要的调查、复核工作的基础上，形成合理信赖，包括开展以下工作：（一）全面阅读保荐机构、其他证券服务机构出具的专业意见；（二）核查保荐机构、其他证券服务机构及其执业人员的专业资质、经验及独立性；（三）关注保荐机构、其他证券服务机构出具专业意见的前提及假设是否符合所在行业的工作惯例；（四）核查所信赖的基础工作或者专业意见是否属于该机构的专业领域，并具有相应的资料支持。律师事务所及其指派的律师开展前款第（二）（三）（四）项工作的，应当制作工作记录，并取得相关证据作为底稿留存。

保荐机构或者其他证券服务机构的基础工作或专业意见存在重大异常、前后重大矛盾、重大差异等情形的，律师事务所及其指派的律师不得主张对其的合理信赖。同时，律师在查验过程中受客观条件的限制，无法取得直接证据，且无其他有效替代查验方法的，应当在法律意见书中说明，并充分揭示其对相关事项的影响程度及风险。律师应当根据不同行业、不同特征的发行人情况，有针对性地审慎查验。显然，这些核查要求都需要底稿的验证支撑，进一步加重了律师责任，愈加不能简单的判断相关事项并非属于法律专业领域而认为律师可以免责！

诚然如此，无论注意义务的边界为何，合理信赖的程度强弱，始终有一点可以明确的是，上述案件与新规细则对于律师勤勉尽责的评价，不仅仅在于关注律师对专业知识领域发表的法律意见是基于特别注意义务还是一般注意义务，而更为强调的是律师基于职业的审慎怀疑，以及程序尽职出发考察律师工作底稿的形式要件是否完备。是否制定查验计划，访谈记录是否经办律师签字，工作底稿是

否律所盖章，工作记录是否留痕等，都成为判断律所、律师是否符合勤勉尽责的重要标准。

结语

从 2019 年注册制推广实施至今已满 2 年，证券发行从“审核制”时代逐渐平稳过渡到“注册制”时代，资本市场热情依旧高涨，整个 A 股也迎来超 4500 家上市公司。然而，注册制的本质是强化信息披露要求及风险提示，重点关注事前信息披露及事后监管，这点无疑对中介机构提出了更加严格的质量要求，临时撤材料、现场检查变得更加频繁，监管部门溯及过往对未能勤勉尽责的中介追责处罚也屡见不鲜。在这样的背景下，律师工作底稿应成为证券律师在执业过程中重点关注的事项，这既是应对监管问责的补救措施，更是律师保护自己的重要证据。通过不断加强律师、律所的工作底稿规范化，树立、强化底稿意识，提高工作底稿质量，从而有效提高法律服务质量，进一步推动资本市场的健康发展。

律师证券业务工作底稿的电子化

彭晋 王涵盈

2021年1月1日开始实施的新修订的《中华人民共和国档案法》（以下简称新《档案法》），为“档案信息化建设”单设了一个章节，首次明确规定电子档案与传统载体档案具有同等效力，可以以电子形式作为凭证使用，并鼓励和支持档案馆和机关、团体等推进传统载体档案数字化。

在电子数据、电子文件日益成为主流信息载体的今天，律师证券业务工作底稿是否也可以以电子形式留存及归档或者仅以电子形式留存及归档？在新《档案法》积极推进电子档案管理信息系统建设的背景下，本文通过考察现行政策法规对电子文件及电子档案证据效力的认可，并结合证券公司投行类业务工作底稿电子化建设的政策实践，旨在思考新《档案法》对律师证券业务工作底稿电子化建设的影响。

一、现行法规对律师证券业务工作底稿的要求

《中华人民共和国证券法》（2019修订）第一百六十二条规定，“证券服务机构应当妥善保存客户委托文件、核查和验证资料、工作底稿以及与质量控制、内部管理、业务经营有关的信息和资料，任何人不得泄露、隐匿、伪造、篡改或者毁损。上述信息和资料的保存期限不得少于十年，自业务委托结束之日起算。”

《律师事务所从事证券法律业务管理办法》（中国证券监督管理委员会、司法部令第41号，自2007年5月1日起施行，以下简称《管理办法》）第十八条规定，“律师应当归类整理核查和验证中形成的工作记录和获取的材料，并对法律意见书等文件中各具体意见所依据的事实、国家相关规定以及律师的分析判断作出说明，形成记录清晰的工作底稿。”

《律师事务所证券法律业务执业规则（试行）》（证监会司法部公告[2010]33号，自2011年1月1日起施行，以下简称《执业规则》）第三十九条规定，“律师事务所应当完整保存在出具法律意见书过程中形成



彭晋

pengjin@cn.kwm.com

的工作记录，以及在工作中获取的所有文件、资料，及时制作工作底稿。工作底稿是判断律师是否勤勉尽责的重要证据。中国证监会及其派出机构可根据监管工作需要调阅、检查工作底稿。第四十一条规定，工作底稿内容应当真实、完整，记录清晰，标明目录索引和页码，由律师事务所指派的律师签名，并加盖律师事务所公章。”

《公开发行证券公司信息披露的编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》（证监发〔2001〕37号，以下简称《编报规则第12号》）第十三条规定，“律师在制作法律意见书和律师工作报告的同时，应制作工作底稿。前款所称工作底稿是指律师在为证券发行人制作法律意见书和律师工作报告过程中形成的工作记录及在工作中获取的所有文件、会议纪要、谈话记录等资料。第十五条规定，工作底稿的正式文本应由两名以上律师签名，其所在的律师事务所加盖公章，其内容应真实、完整、记录清晰，并标明索引编号及顺序号码。”

现行法规对律师证券业务工作底稿的形式要求主要体现在《管理办法》《执业规则》《编报规则第12号》中，而该等规定自制定至今已有十至二十年的时间。从上述具体规定看出，对律师证券业务工作底稿的形式要求均是针对纸质工作底稿，如要求全套工作底稿需要由律师签名、律师事务所盖章，并未考虑适用于电子工作底稿的形式规则。而在近年来证监会及其派出机构、交易所对律师事务所进行证券业务检查的过程中也并未明确放松对律师提供纸质工作底稿的形式要求。

二、律师证券业务工作底稿电子化的内涵

国家档案局发布的《电子文件归档与电子档案管理规范》（GB/T 18894—2016）将“电子文件”定义为：“国家机构、社会组织或个人在履行其法定职责或处理事务过程中，通过计算机等电子设备形成、办理、传输和存储的

数字格式的各种信息记录。”，将“电子档案”定义为：“具有凭证、查考和保存价值并归档保存的电子文件。”

结合律师在证券业务过程中获取的材料和形成的工作记录等工作底稿的具体形式，律师证券业务工作底稿电子化至少需要包括两个方面的内容：第一，纸质工作底稿电子化存储，即针对业务过程中获取的原始形式为纸质载体的工作底稿（如客户提供的客户拥有的主要财产权属证书、客户与交易对方签章的业务合同、相关主管机关颁发的批准文件、营业执照、业务经营许可证及其他证照的原件等）通过拍照、扫描等方式形成图像、电子文件等数字格式进行存储并在工作底稿电子化管理系统中归档；第二，通过工作底稿电子化管理系统将在业务过程中通过计算机等电子设备传输获得或进行核查形成的文档、图片、音频、视频等电子文件载体的工作底稿（如律师针对相关事项向相关人员进行访谈而形成的录音、录像资料、律师进行网络核查保存的截屏等）直接存储并归档。

在“无纸化办公”、电子商务、电子政务的积极推进，电子合同、电子票据、电子印章、电子签名等电子交易记录的广泛应用的背景下，对于律师证券业务工作底稿电子化的内涵我们更关注的是上述第二方面的内容，电子文件相较纸质文件具有完全不同的内容、结构和背景¹。工作底稿的电子化不应仅仅局限在将纸质工作底稿转化为电子文件形式进行归档，而是应当确立工作底稿可以以独立于纸质形式的电子文件形式留存。

三、电子文件及电子档案证据的效力

2020年5月1日起施行的《最高人民法院关于民事诉讼证据的若干规定》（以下简称《民事证据规定》）对电子数据证据的范围进行了细化规定，从电子介质中的信息扩展到了信息、电子文件（第四项“文档、图片、音频、视频、数字证书、计算机程序等电子文件”）²。同时，针

¹ 《电子档案管理基本术语》（DA/T 58—2014）规定，电子文件由内容、结构和背景组成。内容是以字符、图形、图像、音频、视频等形式表示的电子档案的主题信息。结构是电子档案的内容组织和存储方式。包括逻辑结构和物理结构。逻辑结构是电子档案内容各信息单元之间关系的描述。（示例：电子档案的字体字号、文字的排列、章节的构成、各页的先后顺序、插图的标号位置等）；物理结构是电子档案在存储设备或载体中的存储位置 and 文件格式。背景是电子档案形成、传输、使用和维护的框架。（注：背景包括行政背景、来源背景、业务流程背景以及技术背景等。）

² 《最高人民法院关于民事诉讼证据的若干规定》第十四条规定，“电子数据包括下列信息、电子文件：

- （一）网页、博客、微博客等网络平台发布的信息；
- （二）手机短信、电子邮件、即时通信、通讯群组等网络应用服务的通信信息；
- （三）用户注册信息、身份认证信息、电子交易记录、通信记录、登录日志等信息；
- （四）文档、图片、音频、视频、数字证书、计算机程序等电子文件；
- （五）其他以数字化形式存储、处理、传输的能够证明案件事实的信息。”

对电子数据真实性审查内容和标准，《民事证据规定》第94条第1款规定了五种可以推定电子证据为真实的情形：“电子数据存在下列情形的，人民法院可以确认其真实性，但有足以反驳的相反证据的除外：……（四）以档案管理方式保管的；……。”

国务院于2019年4月发布的第716号令《关于在线政务服务的若干规定》中就明确要求，“政务服务机构应当对履行职责过程中形成的电子文件进行规范管理，按照档案管理要求及时以电子形式归档并向档案部门移交。除法律、行政法规另有规定外，电子文件不再以纸质形式归档和移交。符合档案管理要求的电子档案与纸质档案具有同等法律效力。”该文件首次以行政法规的形式认可了电子档案的法律效力，同时提出允许电子档案单套管理需“符合档案管理要求”的限定条件。

新《档案法》第三十七条规定，“电子档案应当来源可靠、程序规范、要素合规。电子档案与传统载体档案具有同等效力，可以以电子形式作为凭证使用。电子档案管理办法由国家档案主管部门会同有关部门制定。”首次以法律形式认可了电子档案的法律效力，同时明确了电子档案的合法构成要件，即“来源可靠、程序规范、要素合规”。

在司法领域，《民事证据规定》进一步细化明确了电子文件作为诉讼证据的具体形式，国务院近年来颁布的政策要求及新《档案法》均明确了电子档案与传统载体档案具有同等效力。

四、证券公司投行类业务工作底稿电子化管理的政策实践

相比较对律师证券业务工作底稿的形式要求，证监会对证券公司投行类工作底稿早已明确规定可以纸质文档、电子文档或者其它介质形式的文档留存。《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》（中国证券监督管理委员会公告（2009）5号）第八条规定，“工作底稿可以纸质文档、

电子文档或者其它介质形式的文档留存，其中重要的工作底稿应当采用纸质文档的形式。以纸质以外的其它介质形式存在的工作底稿，应当以可独立保存的形式留存。”《证券公司投资银行类业务内部控制指引》（证监会公告（2018）6号）第八十六条规定，“工作底稿可以纸质文档、电子文档或者其它介质形式的文档留存。重要的工作底稿应当采用纸质文档的形式。以纸质以外的其它介质形式存在的工作底稿，应当以可独立保存的形式留存。有条件的证券公司应当建立工作底稿电子化存管制度，实现工作底稿的实时上传查证和工作留痕的完整记录。”

2020年2月，中国证券业协会发布并实施《证券公司投资银行类业务工作底稿电子化管理系统建设指引》（以下简称《投行底稿系统建设指引》），对证券公司投行类业务工作底稿电子化管理系统的建设制定了具体执行、系统运行、自律管理的要求。其第十四条规定，“证券公司原则上应确保电子底稿内容与纸质底稿内容保持一致。”第十八条规定，“证券公司各类业务的纸质及电子工作底稿保存期限应保持一致，且不低于相关法律法规规定的年限。”

2019年12月，国家档案局发布《证券业务档案管理规范》（DA/T79—2019，于2020年5月1日实施）³，第4.4条规定，“证券公司在做好纸质载体业务档案管理的同时，应将业务电子文件归档和电子档案管理纳入本单位信息化建设和档案工作规划、计划配备必要的人员、资金和设施设备，为证券业务电子文件归档和电子档案管理提供保障。”第4.5条规定，“证券业务档案同时具有纸质与电子两种载体时，应在内容、相关说明及描述上保持纸质档案与电子档案之间的有机联系。”

科创板注册制出台后，首次推行电子化审核⁴，首次明确要求保荐人应当以电子文档形式报送保荐工作底稿，同时根据上述规定，对证券公司投行类工作底稿⁵的留存及归档形式也并未要求对纸质工作底稿及电子工作底稿进行完全的双套管理。

³ 《证券业务档案管理规范》规定，本标准适用于证券公司证券业务档案的管理与利用。证券业务档案包括但不限于经纪业务档案、投资银行业务档案、证券投资业务档案、场外市场业务档案、信用业务档案、资产托管与运营外包业务档案。投资银行业务档案指证券公司在证券发行、承销、交易、企业重组、兼并与收购、项目融资、财务顾问、持续督导等业务过程中形成的具有保存价值的文件材料。

⁴ 《保荐人通过上海证券交易所科创板股票发行上市审核系统办理业务指南》（上证函〔2019〕436号）第二条规定，“科创板发行上市审核实行电子化审核。发行人及其保荐人、证券服务机构应当按照科创板相关规则的要求准备发行上市申请文件（以下简称申请文件）、办理相关事项，并遵守本指南的规定，由保荐人通过科创板股票发行上市审核系统进行相关发行上市申请业务操作。具体包括提交申请文件、收阅问询函、提交问询回复及补充或修改后的申请文件、申请信息披露豁免、预先披露申请文件、咨询与预约沟通、申请中止或恢复审核、报送会后事项以及撤回发行上市申请等事项。”

⁵ 《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则（2020年修订）》第十七条规定，“本所受理发行上市申请文件后十个工作日内，保荐人应当以电子文档形式报送保荐工作底稿和验证招股说明书，供监管备查。”

2020年11月23日，国家档案局发布《电子档案单套管理一般要求（征求意见稿）》⁶，其引言中提出，“随着信息技术的迅猛发展，电子档案日益成为信息记录、传输、交换、利用与共享的主流方式，也成为国家档案资源的重要组成部分。由于电子文件具有可复制、易篡改和依赖设备系统读取等特性，实践中一般要求具有永久保存价值或其它重要价值的电子文件转换为纸质文件或者缩微胶卷同时归档，实行双套管理。双套管理是电子档案管理初期技术不成熟、制度不完善情况下的权宜之举，不仅降低工作效率，还增加工作成本、浪费社会资源，因而推动电子档案仅以电子形式进行归档和管理，即单套管理已成为信息化条件下需要迫切解决的社会课题。随着办公自动化系统、业务系统普遍应用，电子档案管理研究和实践不断深入，电子档案单套管理的条件已经成熟。”

结合我们前述论及的律师证券业务工作底稿电子化的两个主要方面的内涵，在已按照律师执业规则的相关要求完整地整理一套工作底稿的前提下，成套纸质工作底稿可以通过扫描等方式转换为一套对应的电子工作底稿，而成套电子工作底稿也可以通过打印等方式转化成一套对应的纸质工作底稿，从这个角度看，纸质工作底稿与电子工作底稿是可以互相替代的。随着信息载体电子化，律师从事证券业务获取的底稿资料，大部分是由客户通过邮件、微信、网盘、云存储系统等载体传输的电子文件，但由于现行法规对律师证券业务工作底稿尚未明确允许可以仅以电子形式留存，因此，目前律师对证券业务工作底稿还是进行了电子工作底稿与纸质工作底稿双套留存及归档。然而将成套电子工作底稿向纸质工作底稿转化的过程，就如《电子档案单套管理一般要求（征求意见稿）》引言中所述，势必会增加工作成本，浪费社会资源。

结语

正如国家档案局局长陆国强指出本次档案法修订的重要意义，“随着经济社会发展和信息时代的到来，档案工作的内外环境发生了深刻变化。新的组织和治理形态不断催生新的档案记录形式和管理方式，档案工作面临从传统载体管理向数字管理转型升级的巨大挑战。”⁷从纸质到

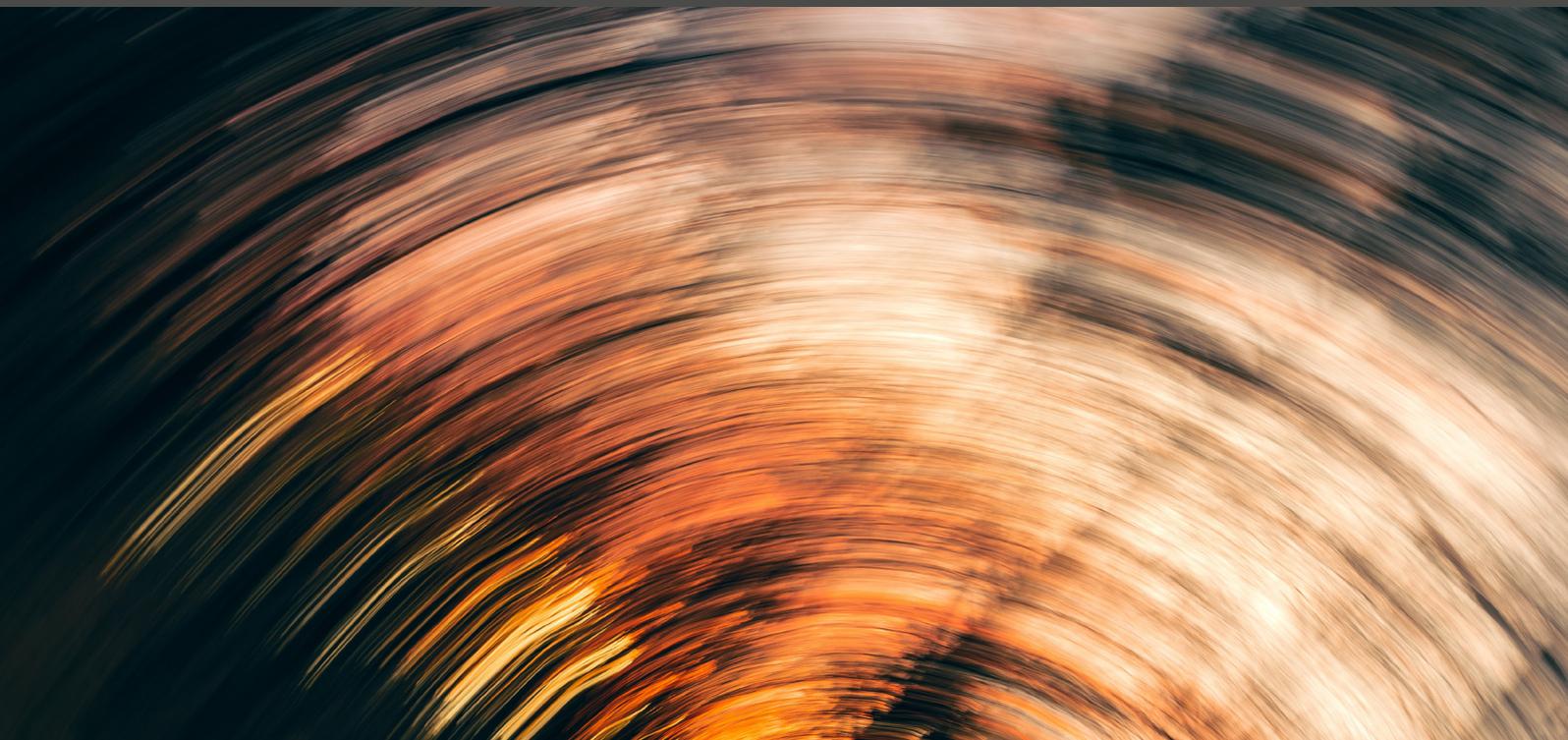
数字，变化的不仅是档案载体，还有新的记录形式和档案管理方式，“数字化”是基于互联网、物联网、大数据、云计算、区块链等新技术的新记录方式，相较传统载体具有独特性质和内容，这是新《档案法》积极推进档案信息化建设的时代背景，也是我们提出律师证券业务工作底稿电子化管理的重要契机。

现行政策法规层面，新《档案法》和《民事证据规定》从不同角度确立了电子文件及电子档案的凭证法律效力，为律师证券业务电子工作底稿建设提供了法律支撑，证券公司投行类业务工作底稿电子化管理的政策实践亦为我们提供了值得借鉴的思路和方法，回应我们文首的问题“在电子数据、电子文件日益成为主流信息载体的今天，律师证券业务工作底稿是否也可以以电子形式留存及归档或者仅以电子形式留存及归档？”我们希望答案是肯定的，我们同时也希望监管机构顺应当下信息技术迅速发展、电子文件大量产生的时代背景、电子文件归档及电子档案管理从“双套制”走向“单套制”的政策转型及当前证券业务电子化审核趋势，通过修订《管理办法》《执业规则》等相关规定中如全套工作底稿需要签章等仅适用于纸质工作底稿的形式要求并制定律师工作底稿电子化建设的相关规则，从法规层面确认符合相关规则要求的电子工作底稿与纸质工作底稿具有同等法律效力，并进一步明确满足相关条件的电子工作底稿可以不再以纸质形式留存及归档。当然我们也需要意识到，律师证券业务工作底稿电子化建设必然需要满足严格的标准化和规范化要求，也一定会面临更高的工作底稿电子化合规监管的考验。

⁶ 《电子档案单套管理一般要求（征求意见稿）》第3.3条规定，“电子档案单套管理是指仅以电子形式归档和管理电子档案的方式，是相对于同时使用传统载体和电子形式进行双套归档、管理的方式。”

⁷ 国家档案局局长陆国强《为新时代档案事业高质量发展提供坚强法治保障》，网址：<https://www.saac.gov.cn/daj/yaow/202006/6b2f2da9926c4e2b82729d6bf5d53ee7.shtml>。

证券合规与 证券诉讼



结合《关于依法从严打击证券违法活动的意见》看资本市场监管趋势

韩旸 王倩 王嘉铭 常康爽



韩旸

hanyang@cn.kwm.com

引言

2021年7月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅公布了《关于依法从严打击证券违法活动的意见》（以下简称《意见》），要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。对此，证监会负责人表示，《意见》作为资本市场历史上第一次以中办、国办名义联合印发打击证券违法活动的专门文件，是当前和今后一个时期全方位加强和改进证券监管执法工作的行动纲领，意义重大、影响深远。

实际上，从《意见》于2020年11月经中央深改委审议通过至今，国家对证券领域违法犯罪活动查处打击的一些新动向已经显现。本文将结合《意见》的有关内容对证券执法趋势进行简要梳理，并从风险防范角度提出相应合规建议，谨供法律同仁、市场主体交流探讨。

一、证券监管执法新动向

《意见》紧扣“建制度、不干预、零容忍”九字方针，明确提出了资本市场未来五年依法从严打击证券违法活动的主要目标，并围绕完善法律责任制度体系、建立健全执法司法体制机制、强化重大案件惩治和重点领域执法等七大主题，从二十七个方面提出了许多具体举措。结合相关办案经验，我们认为，在新一轮的监管执法中，以下新特点将逐步甚至已经凸显：

（一）执法依据更加完善和严格

科学立法是严格执法的前提，为了缓和法律规定的相对滞后性与惩治违法犯罪的现实需求之间的矛盾，《意见》特地提出要“提高立法效率，增强法律供给及时性”。可以预见，证券领域的相关法律、法规、规章、解释等规范文件的出台频率将进一步提高。

同时，治乱当用重典。《意见》在刑事惩戒、行政处罚、民事赔偿等制度层面均提出完善意见，以全面夯实违法主体的法律责任。随着新证券法、刑法修正案（十一）的贯彻实施¹，执法司法机关将通过对重点类型、重要领域典型案件的严厉惩处，切实提高违法犯罪成本。

（二）执法力量全面加强

一方面，执法队伍将扩充力量、加强协作。《意见》提出要建立打击资本市场违法活动的协调工作机制，并完善侦查、检察、审判体制机制，“发挥公安部证券犯罪侦查局派驻中国证监会的体制优势”，“探索在中国证监会建立派驻检察的工作机制”，在此趋势下，行政机关与司法机关的会商、协作将更加紧密，形成高效打击证券违法活动的合力。此外，《意见》还指出“优化公安部证券犯罪侦查编制资源配置，加强一线侦查力量建设”，这也反映出证券犯罪已成为刑事司法的重点领域。

另一方面，新兴科技将为监管执法提供强大支持。随着大数据、人工智能、区块链等技术的深入应用，“以科技为支撑的现代化监管执法新模式”将使得监测预警体系更加完善，执法网络更加严密，并不断提高违法线索发现和排查的广度、速度、精准度。

（三）执法专业化水平不断提升

基于证券期货犯罪案件办理难度高、专业性强的现实情况，《意见》提出了加强队伍建设、统筹管辖审理等举措，由此将进一步提升证券执法的专业化和规范化水平。例如，“在证券交易场所、期货交易所所在地等部分地市的公安机关、检察机关、审判机关设立证券犯罪办案、审判基地……通过犯罪地管辖或者指定管辖等方式，依法对证券犯罪案件适当集中管辖”、“落实由中级法院和同级检察院办理证券犯罪第一审案件的级别管辖”、“探索统筹证券期货领域刑事、行政、民事案件的管辖和审理”等举措，可能促使证券犯罪案件管辖向在交易所所在地的市级办案机关集中，这将有利于执法经验的积累，有利于执法实践中疑难问题的统一处理和解决。

（四）执法范围进一步扩大

《意见》第五点专门强调加强跨境监管执法司法协作，针对跨境监管合作、中概股监管、法律域外适用制度提出一系列指导意见。可以看出，国家对境外上市公司相关风险日益重视，监管态度日益积极，未来很有可能在证券违法行为的跨境监管、跨境执法方面作出一定探索和创新。

二、市场主体合规建议

在国家旗帜鲜明地对证券违法犯罪实施“零容忍”打击的高压态势下，企业和个人均应当充分重视和防范相关法律风险，严格遵守规章制度，避免因触碰红线而给自身招致难以承受的危机和罚责。在此，我们建议市场参与主体：

（一）尊重市场规则，树立底线思维

在资本市场放宽前端准入的背景下，严格加强后端执法是监管的必然要求，因此市场参与主体必须了解规则、遵守规则。如果把企业价值比作一串数字，那么合法合规便是首位的“1”，资本、技术、人才、市场等要素则是后面的若干个“0”；只有守住第一位，后面的其他要素才能发挥更大的意义。

¹ 参见金杜研究院文章：《<刑法修正案（十一）>解读：资本市场领域犯罪治理“出重拳”》，<https://mp.weixin.qq.com/s/n4krBFtkuSixTrFflfjA>。

（二）关注监管动向，保持知识更新

法律的生命在于实施，而法律条文及其理解适用也并非一成不变。在监管理念不断更新优化、立法形式更加灵活高效的环境下，更加需要市场参与主体积极学习和关注监管政策，时刻更新法律知识，把握合法经营、有益创新与违法犯罪活动的边界，确保相关行为在法律允许的框架下开展。

（三）强化证据意识，注重风险隔离

以科技为支撑的现代化监管执法新模式的到来，也提示我们需要强化证据意识，尤其是注重电子邮件、社交聊天记录等电子数据的保存。这是因为，严密的监测体系使得“漏网之鱼”减少的同时，从另一角度也意味着未来一段时间内涉嫌证券违法犯罪线索的排查、调查将相应增多。

而法律程序中，执法司法机关是根据现有证据作出认定或推定，如果被调查主体希望还原事实真相、洗脱自身嫌疑，通常需要提出有力证据。尤其是许多风险往往潜伏在不易察觉之处，只有在将证据意识落实在平时，才能在风险来临时从容应对，化险为夷。

新《证券法》下的欺诈发行及其关键词

王团团 李盛

引言

近年办案中多见债券和股票发行环节的信息披露问题，不仅涉及常见的重大财务信息，也有股权结构、实控人更迭、股权代持、募集资金用途等诸多方面的情形，使得我们有机会从发行人、投资人、券商等多角度探究欺诈发行和虚假陈述制度。旧《证券法》在行政责任语境下将债券和股票等证券的欺诈发行界定为“不符合发行条件而以欺骗手段骗取发行核准”，而新《证券法》将欺诈发行全面界定为证券发行文件中的虚假陈述，包括积极编造重大虚假内容及消极隐瞒重要事实，两者差别对责任认定有实质性影响，加之新法对欺诈发行的处罚力度全面提高，欺诈发行成为新《证券法》实施后的重要话题。本文将探讨新《证券法》下的欺诈发行，并陆续推出与此相关的一组关键词：“决策有用性”“理性投资人”“与过错相适应的连带责任”“默示加入、明示退出”“特别代表人诉讼”“先行赔付”“责令回购”。

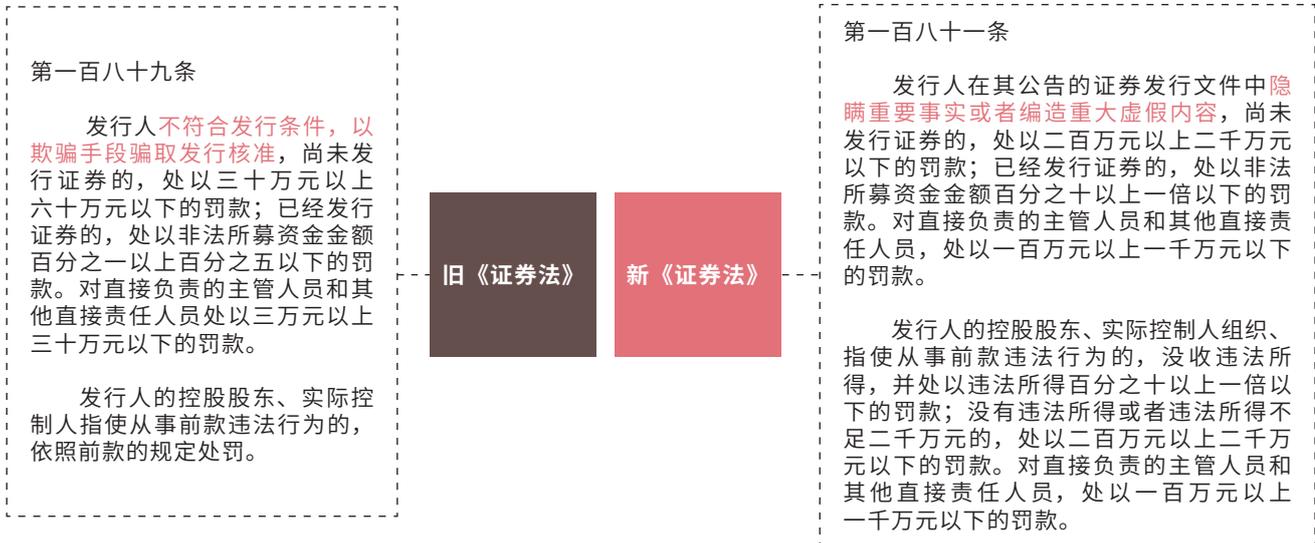


王团团
wangjianjian1@cn.kwm.com



李盛
jonathan.li@cn.kwm.com

一、怎样的发行可以严重到欺诈发行的地步？



(一) 旧《证券法》有关欺诈发行的关键问题

2014年《证券法》（下称“旧《证券法》”）在行政责任的语境下认定欺诈发行的核心要件在于“不符合发行条件”却“以欺骗手段骗取发行核准”，存在以下争议：¹

- (1) 究竟骗了谁？就欺骗对象而言，证券发行是发行人向投资者交付证券并获得资金的过程，受到误导而真正遭受损害的其实是投资者，由此欺诈的对象应是投资者。旧《证券法》要求“不符合发行条件却以欺骗手段骗取发行核准”，有其论理依据，既然是欺诈发行似乎理当然是骗取发行核准，但却容易因此将欺骗对象引向监管机关而非投资者。这样，可能出现的问题是，发行人确实满足发行条件但发行过程中采取了欺骗的行为（如存在严重的虚假陈述，虽不至于导致发行人不满足发行条件但却严重误导投资者）时却不构成欺诈发行的情形；²
- (2) 何谓不符合发行条件？就“不符合发行条件”而言，发行条件是仅包括旧《证券法》第十三条³规定的原则性发行条件，还是包括证监会发布的《首次公开发行股票并上市管理办法》等部门规章规定的相对具体的发行条件，或是其他法律法规等规定的发行条件，亦存在争议；且“发行条件”（包含发行人主体资格、业务与技术、财务状况、治理结构等）本身的综合性特征，使得欺诈发行因标准无法量化而不易认定；
- (3) 行政认定标准高于刑事认定？就与刑事责任衔接而言，旧《证券法》有关欺诈发行的认定与《刑法》规定⁴不一致，《刑法》认定构成欺诈发行之核心要件是隐瞒重要事实或编造重大虚假内容，这与旧《证券法》要求的“不符合发行条件却以欺骗手段骗取发行核准”不甚一致，出现欺诈发行行政认定标准高于刑事入罪标准的不合理情形。

¹ 参见李培华：《股票欺诈发行之辨析——以〈证券法〉第189条为中心》，载《法律适用》2013年第12期。

² 比如发行人3年真实净利润为正且累计为3500万元（即满足主板发行条件），但发行人虚构其3年累计净利润为6000万元，此时发行人存在虚构事实等欺骗情况，却可能不被认定构成欺诈发行。

³ 旧《证券法》第十三条：“公司公开发行新股，应当符合下列条件：（一）具备健全且运行良好的组织机构；（二）具有持续盈利能力，财务状况良好；（三）最近三年财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为；（四）经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。上市公司非公开发行新股，应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件，并报国务院证券监督管理机构核准。”

⁴ 《刑法》（1997年修订）第一百六十条：“【欺诈发行股票、债券罪】在招股说明书、认股书、公司、企业债券募集办法中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，发行股票或者公司、企业债券，数额巨大、后果严重或者有其他严重情节的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处非法募集资金金额百分之十以上百分之五以下罚金。单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处五年以下有期徒刑或者拘役。”

（二）新《证券法》有关欺诈发行的核心变化

新《证券法》将欺诈发行界定为“发行人在其公告的证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容”，理顺了发行人、监管部门、投资者等主体之间的法律关系，简化了欺诈发行的认定条件，统一了欺诈发行民事、行政和刑事责任的表述和认定标准。对新《证券法》有关欺诈发行的界定，可从以下几方面把握⁵：

01

“公告的证券发行文件”的界定

参考《刑法》第一百六十条第一款表述，主要是指公告的招股说明书、认股书、（公司、企业）债券募集办法等文件。

02

欺诈发行的行为类型

构成欺诈发行的不仅包括积极的“编造重大虚假内容”，也包括消极的“隐瞒重要事实”，但并不要求已经获得上市。新《证券法》对“欺诈”突出强调“公告”，而不再是“核准”，只要对外公布的信息含有虚假内容，就可以认定欺诈发行，至于是否骗取核准，是否已发行或尚未发行，则不是判断标准。

03

欺诈发行的重大性要求

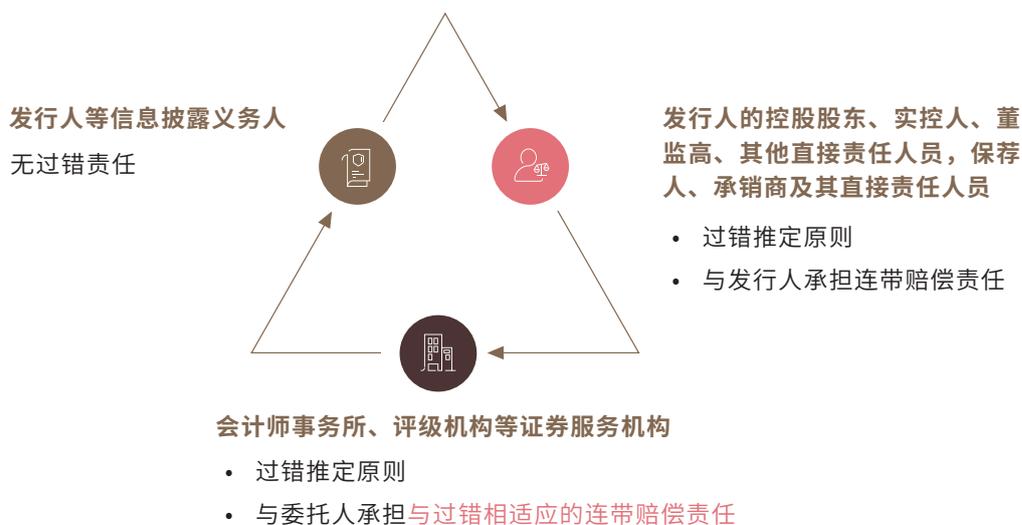
新《证券法》第一百八十一条中“重要”、“重大”的限定词体现了构成欺诈发行的重大性要求。关于重大性的判断，新《证券法》第十九条指出，发行人报送的发行申请文件应充分披露“投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息”，即强调该等信息的“决策有用性”；另一方面，还需考虑“理性投资人”标准，即“具有一般知识技能和判断能力的一般意义上的投资者”“在同样情况下”是否通常会认为陈述内容对于其投资决策具有显著影响。

就处罚标准而言，新《证券法》大幅提高了对发行人及其他责任主体的处罚力度。如对发行人而言，若尚未发行证券的，处罚上限从原有的60万元直接提升到2000万元；如已发行证券的，处罚上限从非法所募资金金额的百分之五提升至一倍。

二、哪些主体可能为欺诈发行承担民事责任以及责任方式？

欺诈发行的核心在于披露信息的不真实，即积极的编造和消极的隐瞒。因此，欺诈发行本质上是证券发行阶段的虚假陈述。《证券法》及相关规定中有关虚假陈述各类行为主体民事责任的规定一般也适用于欺诈发行。

⁵ 参见毛玲玲：《注册制背景下欺诈发行的罪与罚》，载《上海政法学院学报（法治论坛）》，2020年第5期；王通平、钱松军：《论证券市场信息披露误导性陈述的界定》，载《证券市场导报》，2016年9月号。



（一）发行人等信息披露义务人：无过错责任

新《证券法》第八十五条规定：“信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任。”由此，对于在证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容的欺诈发行行为，发行人承担的是无过错责任。

（二）发行人的控股股东、实控人、董监高、其他直接责任人员，保荐人、承销商及其直接责任人员：过错推定原则及连带赔偿责任

从新《证券法》第八十五条⁶可知，发行人的控股股东、实控人、董监高、其他直接责任人员，保荐人、承销商及其直接责任人员承担的是过错推定责任，可通过证明自己没有过错以免责，否则应与发行人承担连带赔偿责任。其中，就保荐人的无过错证明而言，最高人民法院在《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》（法发〔2019〕17号）（下称“《司法保障若干意见》”）⁷中特别强调保荐人对上市申请文件等全面核查验证的注意义务标准，即保荐人应证明其对发行人的经营情况和风险等已进行客观中立的实质验证。

（三）会计师事务所、评级机构等证券服务机构：过错推定原则及与过错相适应的连带赔偿责任

根据新《证券法》第一百六十条第一款⁸可知，证券服务机构主要包括会计师事务所、律师事务所以及从事证券投资咨询、资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的机构。而根据新《证券法》第一百六十三条⁹规定，证券服务机构承担的亦是过错推定责任，若无法证明自己没有过错的，则与委托人承担连带赔偿责任。同时，结合最高人民法院《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》（法释〔2003〕2号）（下称“《虚假陈述若干规定》”）第二十四条规定¹⁰，证券服务机构承担的责任应与其过错相适应。

⁶ 《证券法》第八十五条：“……发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”

⁷ 《司法保障若干意见》：“5、确保以信息披露为中心的股票发行民事责任制度安排落到实处……准确把握保荐人对发行人上市申请文件等信息披露资料进行全面核查验证的注意义务标准，在证券服务机构履行特别注意义务的基础上，保荐人仍应对发行人的经营情况和风险进行客观中立的实质验证，否则不能满足免责的举证标准……”

⁸ 新《证券法》第一百六十条第一款：“会计师事务所、律师事务所以及从事证券投资咨询、资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的证券服务机构，应当勤勉尽责、恪尽职守，按照相关业务规则为证券的交易及相关活动提供服务。”

⁹ 新《证券法》第一百六十三条：“证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”

¹⁰ 《虚假陈述若干规定》第二十四条：“专业中介服务机构及其直接责任人违反证券法第一百六十一条和第二百零二条的规定虚假陈述，给投资人造成损失的，就其负有责任的部分承担赔偿责任。但有证据证明无过错的，应予免责。”

三、欺诈发行中投资人的诉讼方式

欺诈发行中投资人如何参加代表人诉讼？

新《证券法》第九十五条

投资者提起虚假陈述等证券民事赔偿诉讼时，诉讼标的是同一种类，且当事人一方人数众多的，可以依法推选代表人进行诉讼。

对按照前款规定提起的诉讼，可能存在有相同诉讼请求的其他众多投资者的，人民法院可以发出公告，说明该诉讼请求的案件情况，通知投资者在一定期间向人民法院登记。人民法院作出的判决、裁定，对参加登记的投资者发生法律效力。

投资者保护机构受五十名以上投资者委托，可以作为代表人参加诉讼，并为经证券登记结算机构确认的权利人依照前款规定向人民法院登记，但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外。

投资人可以单独起诉，也可以集体诉讼。集体诉讼多以代表人诉讼方式呈现。新《证券法》及《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》（下称“《证券纠纷代表人诉讼规定》”）在传统代表人诉讼基础上推陈出新，其新颖之处体现在：

(1) 特别代表人诉讼：引入了由五十名以上权利人特别授权的投资者保护机构作为诉讼代表人启动的特别代表人诉讼，赋予投资者保护机构代表相关权利人范围内权利人的诉讼代表人资格。根据《关于做好投资者保护机构参加证券纠纷特别代表人诉讼相关工作的通知》（证监发〔2020〕67号）第二条，投资者保护机构主要有中证中小投资者服务中心有限责任公司、中国证券投资者保护基金有限责任公司。目前，据报道，国内首例特别代表人诉讼康美药业案一审已判决。¹¹ 具体而言，证券纠纷特别代表人诉讼有以下特色和亮点：

- 默示加入、明示退出

特别代表人诉讼采取“默示加入、明示退出”的方式确定参加诉讼当事人的范围，即一旦启动特别代表人诉讼，法院确定的权利人范围内的全体权利人即默认参加诉讼，权利人如需退出诉讼，应及时向法院提交退出声明。¹²

- 中国特色的集体诉讼制度

整合了“代表人诉讼 + 退出制 + 机构公益诉讼”等诸多制度的特点，形成具有中国特色的集体诉讼制度。¹³ 简言之，该集体诉讼结果对法院确定的权利人范围内对相关权利人有效（如其未明示退出），具有代表人诉讼的核心特征；明确只有权利人明示退出才不受法院判决约束，具有退出制的根本特征；同时作为诉讼代表人的是专门设立的组织，并非仅为某部分投资人利益参加诉讼，具有一定公益性。

¹¹ 参见“证监会有关部门负责人就康美药业特别代表人诉讼案作出判决答记者问”，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1556048/content.shtml>。

¹² 《证券纠纷代表人诉讼规定》第三十四条：“投资者明确表示不愿意参加诉讼的，应当在公告期间届满后十五日内向人民法院声明退出。未声明退出的，视为同意参加该代表人诉讼。对于声明退出的投资者，人民法院不再将其登记为特别代表人诉讼的原告，该投资者可以另行起诉。”

¹³ 参见郭锋等著：《证券法制度精义与条文评注》，中国法制出版社2020年8月版，第483页。

(2) 代表人诉讼的优先性：根据《证券纠纷代表人诉讼规定》第二十三条、第二十九条规定，就同一证券违法事实，法院同时受理代表人诉讼和非代表人诉讼的，原则上代表人诉讼案件先行审理，非代表人诉讼中止审理，除非非代表人诉讼案件具有典型性且先行审理有利于及时解决纠纷；对于符合权利人范围但未参加登记的投资者提起的诉讼，如事实和理由相同，法院可裁定适用已经生效的代表人诉讼判决、裁定。可见，代表人诉讼相比于非代表人诉讼，除在专业上有一定优势外，在程序上也有一定优先性。

四、欺诈发行民事诉讼的受理与管辖如何确定？

(一) 受理：是否仍要满足前置条件？

在欺诈发行等证券虚假陈述纠纷的受理上，《虚假陈述若干规定》曾要求以有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书为前置条件。然而，随着2015年立案登记制度的改革，最高人民法院《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》（下称“《商事审判若干问题》”）明确“因虚假陈述、内幕交易和市场操纵行为引发的民事赔偿案件，立案受理时不再以监管部门的行政处罚和生效的刑事判决认定为前置条件”。2020年7月最高人民法院发布《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称“《债券纠纷纪要》”）也进一步明确债券欺诈发行等案件的受理不再以有关机关行政处罚或者生效刑事裁判文书认定为前提条件。

由此，司法实践多数法院在案件受理时已不再要求行政处罚或刑事裁判的前置条件。但由于《虚假陈述若干规定》就此问题尚未修改，《商事审判若干问题》在效力等级上并非司法解释，《债券纠纷纪要》的适用范围又限于债券纠纷，因此，在欺诈发行等证券虚假陈述案件受理后，仍有部分法院因缺乏行政处罚或刑事判决裁定驳回起诉，如（2018）最高法民申337号案等。

(二) 管辖

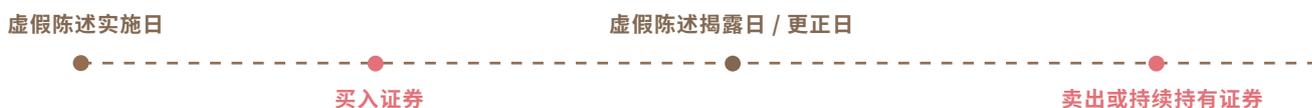
就欺诈发行民事诉讼的管辖问题，结合《虚假陈述若干规定》、《证券纠纷代表人诉讼规定》等规定，可以参见下图：

	级别管辖	地域管辖
非代表人诉讼	省、直辖市、自治区人民政府所在的市、计划单列市和经济特区中级人民法院	1. 对单个被告提起： 被告所在地 2. 对多个被告提起： <ul style="list-style-type: none"> 被告含发行人：发行人所在地 被告不含发行人：被告所在地，但如当事人同意或申请追加发行人为共同被告，法院追加后应移交发行人所在地管辖

	级别管辖	地域管辖
代表人诉讼	省、自治区、直辖市人民政府所在的市、计划单列市和经济特区中级人民法院或者专门人民法院	<p>【普通代表人诉讼】</p> <p>1. 对单个被告提起： 被告所在地</p> <p>2. 对多个被告提起：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 被告含发行人：发行人住所地 • 被告不含发行人：被告住所地 <p>【特别代表人诉讼】</p> <p>涉诉证券集中交易的证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所所在地</p>

五、欺诈发行民事责任中的因果关系如何认定？

就欺诈发行行为与损害结果之间因果关系的认定，根据《虚假陈述若干规定》第十八条，若投资人存在以下情形，则认定存在因果关系：



1. 投资人所投资的是与虚假陈述直接关联的证券；
2. 投资人在虚假陈述实施日及以后，至揭露日或者更正日之前买入该证券；
3. 投资人在虚假陈述揭露日或者更正日及以后，因卖出该证券发生亏损，或者因持续持有该证券而产生亏损。

根据《虚假陈述若干规定》第十九条，若投资人存在以下情形，则认定不存在因果关系：

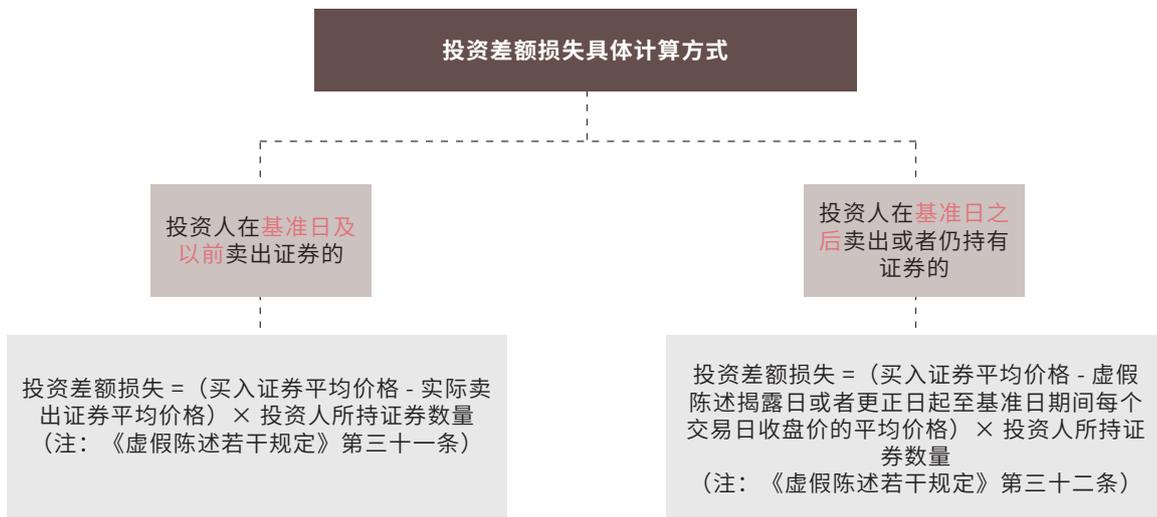


1. 在虚假陈述揭露日或者更正日之前已经卖出证券；
2. 在虚假陈述揭露日或者更正日及以后进行的投资；
3. 明知虚假陈述存在而进行的投资；
4. 损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致；
5. 属于恶意投资、操纵证券价格的。

对于“证券市场系统风险”，《虚假陈述若干规定》并未进一步规定。司法实践中，法院通常会将证券市场的综合指数、流通股总市值、股票所在行业板块指数及市值等数据的变动情况等四个要件作为综合衡量系统风险存在与否的判断依据。如上市公司股票在虚假陈述揭露日或更正日后并未出现明显的波动，其股票价格涨跌幅与大盘、所在产业板块、以及其他同类企业股票价格的整体走势基本一致，则法院通常会认为上市公司虚假陈述行为没有对其股价形成实质性影响，投资者的损失与上市公司虚假陈述行为不存在因果关系，如最高人民法院（2016）最高法民申 502 号一案。¹⁴

六、欺诈发行民事责任赔偿范围包括哪些？

根据《虚假陈述若干规定》第三十条的规定，欺诈发行证券民事损害赔偿的范围以投资人因虚假陈述而实际发生的损失为限，实际损失包括投资差额损失及投资差额损失部分的佣金和印花税，但不包括投资人的其他投资成本费用，如投资人开户费用、买卖股票的过户费等。其中，投资差额损失具体计算方式如下：



基准日分别按下列情况确定

1. 揭露日或者更正日起，至被虚假陈述影响的证券累计成交量达到其可流通部分 100% 之日。但通过大宗交易协议转让的证券成交量不予计算；
2. 按前项规定在开庭审理前尚不能确定的，则以揭露日或者更正日后第 30 个交易日为基准日；
3. 已经退出证券交易市场的，以摘牌日前一交易日为基准日；
4. 已经停止证券交易的，可以停牌日前一交易日为基准日；恢复交易的，可以第（一）项规定确定基准日。

(注：《虚假陈述若干规定》第三十三条)

对于债券欺诈发行，《债券纠纷纪要》第 22 条进一步规定债权欺诈发行损失范围包括本金损失、利息损失等，详细分析请见《债券发行人的权责边界》一文。¹⁵

¹⁴ 有关债券欺诈发行与损失因果关系判断的详细论述，请见《债券发行人的权责边界》一文，https://mp.weixin.qq.com/s/U_shynRDM9WY0ckxewq3Nw。

¹⁵ 详细分析请见《债券发行人的权责边界》一文，https://mp.weixin.qq.com/s/U_shynRDM9WY0ckxewq3Nw。

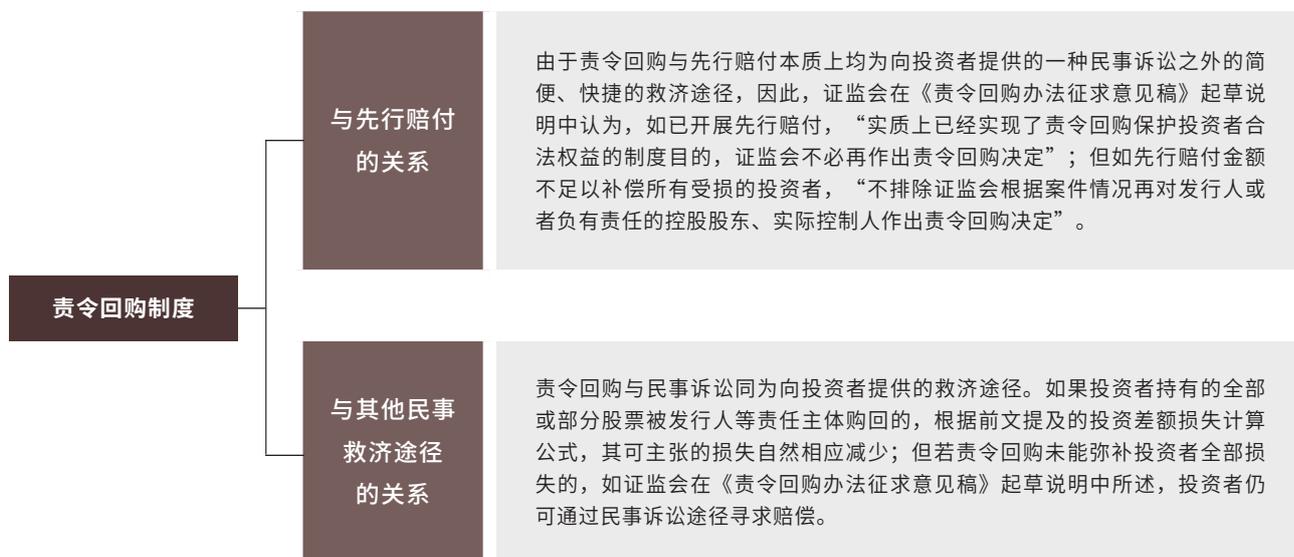
七、如何理解责令回购制度与先行赔付制度等民事救济途径的关系？

责令回购制度与先行赔付制度、中国特色证券集体诉讼成为新《证券法》有关欺诈发行等虚假陈述救济的三项重要制度。

(1) 先行赔付：新《证券法》第九十三条¹⁶确立了先行赔付制度，在证监会《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》要求保荐人作出“先行赔付”承诺的基础上，新增发行人控股股东、实际控制人作为先行赔付的主体。在新《证券法》颁布之前，我国已有投资者专项补偿基金先行赔付的案例。

(2) 责令回购：新《证券法》以民事赔偿责任为基础创立了“欺诈发行上市责令回购制度”¹⁷，即在欺诈发行的语境下，已经发行并上市的，国务院证券监督管理机构可以责令发行人回购证券，或责令负有责任的控股股东、实际控制人买回证券。回购不仅一定程度上解决了挽回投资人损失的目的，在回购使得发行人不再满足发行条件的情况下也实现了发行人因此退市的监管目的，可谓意义重大。2020年8月，证监会起草了《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）（征求意见稿）》（下称“《责令回购办法征求意见稿》”），就责令回购具体安排作出规定。

责令回购制度与先行赔付制度等其他民事救济途径之间关系概要如下：



感谢徐丹妮律师对本文所作的贡献。

¹⁶ 新《证券法》第九十三条：“发行人因欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为给投资者造成损失的，发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司可以委托投资者保护机构，就赔偿事宜与受到损失的投资者达成协议，予以先行赔付。先行赔付后，可以依法向发行人以及其他连带责任人追偿。”

¹⁷ 参见郭锋等著：《证券法制度精义与条文评注》，中国法制出版社2020年8月版，第138页。

深度解析证券特别代表人诉讼第一案——康美药业证券虚假陈述责任纠纷案评析

夏东霞 杨婷 王琦



夏东霞

xiadongxia@cn.kwm.com



杨婷

yangting@cn.kwm.com

2021年11月12日，广州市中级人民法院（下称“广州中院”或“一审法院”）对投资者诉康美药业股份有限公司（下称“康美药业”）等证券虚假陈述责任纠纷案作出一审判决。该案是我国首例证券特别代表人诉讼案件，一审法院对各被告共判赔约24.59亿元；该判决结果公布后，立即引发了社会广泛关注和“震动”效应。作为长期深耕证券合规及证券诉讼领域的专业律师团队，我们对新《证券法》项下证券代表人诉讼制度的落地实施以及该案的进展情况均保持了密切关注。根据本案一审判决所载情况，从专业角度来看，我们总体上认为：

- 在诉讼程序上，该案特别代表人诉讼程序的实施标准、规范，具有示范性作用。
- 就上市公司责任的认定，在约5.5万投资者被纳入原告范围、中证中小投资者服务中心有限责任公司（下称“中小投服”）作为代表人，且舆情汹涌、社会关注度极高的情况下，一审法院对上市公司虚假陈述民事责任的认定相对较为适当，且具备一定的创新性和前瞻性。
- 在中介机构、涉案董监高等相关主体责任的认定上，我们更期盼我国法院在此类问题中的民事过错审查、各方利益衡平的妥善程度以及如何通过司法判决达致实质公平等问题上再进一步。当然，该问题本身也是我国证券虚假陈述民事责任领域存在的一个疑难问题，较难通过某一起案例就可以直接达到“令所有人满意”的效果；这需要理论界和实务界的长期共同努力、甚至还必然需要时间的积淀，才能共同探索出一道相对允当的边界。
- 在保障投资者权利实现和司法机关与监管部门投资者保护联动工作等方面，该案也有颇多亮色。

以下，我们将依据目前的公开信息，详述我们对该案的具体解读分析，供业界同仁分析讨论。

一、该案特别代表人诉讼程序始末

2019年12月28日发布的我国现行《证券法》（下称“新《证券法》”）第九十五条规定了证券代表人诉讼制度。由于其中的特别代表人诉讼具有“默示加入、明示退出”的特点，理论上可以将提起诉讼的投资者扩大到全部适格投资者范围，故其又有“中国版集团诉讼”之名。因之足以彰显制度“威力”，故我们亦比较认同该等称呼。此后，最高人民法院（下称“最高院”）于2020年7月30日发布了《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》（下称《代表人诉讼规定》），对一般代表人诉讼和特别代表人诉讼的实施程序等问题作出了具体规定。

2020年5月15日，康美药业公告称收到中国证券监督管理委员会（下称“证监会”）〔2020〕4号《行政处罚决定书》（下称《康美处罚决定》）。其中认定，康美药业存在虚增收入及利润，虚增货币资金，虚增固定资产、在建工程及投资性房地产，未披露控股股东及关联方非经营性资金占用的关联交易等行为，其2016年-2018年年报和2018年半年报的有关信息构成信息披露违法，故决定对康美药业、其实际控制人及有关责任人员作出行政处罚。

同年底，11名投资者对康美药业及《康美处罚决定》认定的有关责任人员提起本案诉讼，并请求其他申请加入本案诉讼的投资者一并提起普通代表人诉讼。2021年2月10日，一审法院作出裁定，准许本案转为普通代表人诉讼，并于裁定中确定了权利人范围。在上述裁定生效后，一审法院于2021年3月26日发布《普通代表人诉讼权利登记公告》，明确本案的权利人范围并公告权利人可以于30日内登记加入诉讼。

由于证监会于2021年2月18日对广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）（下称“正中珠江所”）及有关责任人员作出〔2021〕11号《行政处罚决定书》（下称《正中珠江处罚决定》），故投资者向一审法院申请追加《正中珠江处罚决定》中的被处罚主体为本案被告、承担连带赔偿责任；一审法院对此予以准许。

2021年4月8日，中小投服接受56名投资者的特别授权，向一审法院申请作为代表人参加诉讼。最终，经最高院指定管辖，本案转为特别代表人诉讼程序。2021年4月16日，一审法院发布《特别代表人诉讼权利登记公告》，明确本案的权利人范围，并指出在公告届满后15日内未书面声明退出此特别代表人诉讼的，则视为同意参加诉讼。在公告期间，有9名投资者向一审法院提交了书面文件，声明退出特别代表人诉讼程序。

根据一审判决所载情况，本案各方未达成和解或调解。就判决结果，一审判决指出，如果中小投服决定提起上诉，则应在上诉期限届满前通知全体原告，原告决定放弃上诉的，应在收到通知后告知一审法院。如果中小投服决定放弃上诉，则亦应在上诉期限之内通知全体原告，原告不服一审判决的可自行提起上诉。

经上述过程可见，本案经历了原告申请采取代表人诉讼方式、法院裁定准许普通代表人诉讼并发布登记公告、50名以上投资者委托中小投服作为代表人、中小投服向法院申请参加诉讼、由普通代表人诉讼转为特别代表人诉讼、投资者声明退出特别代表人诉讼、直至特别代表人诉讼权利人最终确定的完整过程。并且，本案按照特别代表人诉讼方式审理，在上诉等诉讼权利的处理上一审判决也于一审判决书中依法予以详细告知。总之，除各方达成和解或调解之外，该案的进展过程几乎涵盖了《代表人诉讼规定》中特别代表人诉讼流程的全部重大节点，一审法院的处理也符合新《证券法》和《代表人诉讼规定》中有关特别代表人诉讼程序的规定。因此，我们理解该案特别代表人诉讼程序的实施标准、规范，具有示范性作用。

二、上市公司的责任认定

本案一审判决对上市公司责任的认定总体可概括为：
（1）确认《康美处罚决定》所述有关事项为案涉虚假陈述侵权行为；（2）以《康美处罚决定书》中认定的最早实施虚假陈述行为的日期作为实施日；（3）以法院查明的自媒体质疑康美药业财务造假的日期作为揭露日；（4）以该揭露日为基础确定基准日和基准价；（5）确认原告交易行为与虚假陈述之间存在交易因果关系；（6）明确支持系统风险抗辩并采取“个体相对比例法”确定系统风险剔除范围；（7）经审查本案有关情况后不支持非系统

风险抗辩；（8）采取“移动加权平均法”作为损失计算方法。

上述判决精神中，有一部分问题在此类案件中可能争议不大，但另有一部分问题值得深入分析：

（一）揭露日的选取

揭露日是虚假陈述案件中“可索赔区间”的终点，亦是此类案件的核心问题之一。其制度意义在于，揭露日意味着案涉虚假陈述行为在此日及之后在法律上视为已向全市场揭示，向市场发出“该发行人此前的信息披露存在虚假陈述”的警示信号，给予市场重新判断证券价值和此前投资决策的机会。如果投资者在揭露日之后仍然坚持（在利好型虚假陈述情况下）买入，则由此造成的投资损失与虚假陈述之间不存在因果关系、不应予以支持。

根据现行最高院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（下称《虚假陈述司法解释》）的制度精神以及我国法院过往的裁判情况，虚假陈述的揭示多采信“监管揭示”或“发行人自行揭示”。即，多数案件中系将立案调查公告日、事先告知书公告日或处罚决定书公告日确定为揭露日，或者在发行人自行更正虚假陈述信息的情况下将该日确定为更正日；而适用“新闻媒体揭示日”作为揭露日的案件则相对较少。

一般而言，如果揭露日确定得更加“靠前”，则“可索赔区间”会相应缩短，其整体结果往往对被告较为有利。在实践中，被告主张“新闻媒体揭示”的原因往往也是该等揭露日最靠前，对自身主张最为有利，本案事实情况亦是如此。康美药业的立案调查公告日是2018年12月29日，而法院采信的自媒体揭示日则是网络开始出现质疑康美药业财务造假信息的2018年10月16日，法院确定的揭露日要提前2个月有余。

尽管本案中一审法院在代表人登记公告中已经载明了权利人范围，从一审判决记载的情况来看，诉辩各方对揭露日问题也没有发生观点争议，但一审法院根据案件客观事实情况和市场反应承认自媒体揭示的法律地位，仍树立了采信“新闻媒体揭示”的典型案例，对于后续类案处理提供了新思路。

（二）交易因果关系的明确

一审法院在判决中用较大篇幅专门论述了本案的“交易因果关系”问题，这深值注意，也颇应肯定。

在证券虚假陈述侵权通行理论中，其因果关系判断分为两重。其一是责任成立因果关系（或称事实因果关系），即定性层面的因果关系，用于解决原告的损失究竟是否系因侵权行为所发生的问题。在此类案件中，具象为原告是否系基于对虚假陈述的信赖而作出证券交易决策，也即“交易因果关系”。另一重因果关系则是责任范围因果关系（或称法律因果关系），即定量层面的因果关系，旨在案件已经通过定性层面因果关系的判断后，用于判断原告究竟有多少损失系因侵权行为所造成。在此类案件中，具象为原告的投资差额损失是否均由虚假陈述造成的股价下跌所导致，是否有系统风险、非系统风险及其他因素同样造成股价下跌对原告致损，也即“损失因果关系”。

在《虚假陈述司法解释》中，我国建立了此类案件中因果关系的法律拟制推定规则，即如果虚假陈述信息具有重大性，原告是在实施日和揭露日之间交易证券且在揭露日后卖出或继续持有而发生损失的，则法律拟制推定上述两重因果关系成立。但这种推定是可以抗辩的推定，如果被告反证证明因果关系全部或部分不成立，则应推翻法律拟制、否定因果关系。

然而，基于2003年立法时的研究和实践经验，现行《虚假陈述司法解释》中并没有明确写明“交易因果关系”和“损失因果关系”这样的语词，也没有在条文内容上明确对两种因果关系的区分，再加上法律拟制规则的存在，我们在办案过程中经常感受到一些诉讼参与方对虚假陈述侵权因果关系的理解存在误区：或是对“交易因果关系”并不关注，或是将“交易因果关系”和“损失因果关系”混为一谈。更有人指出，除了《虚假陈述司法解释》明确列举的否定因果关系情形之外，其他任何情形都不能否定法律拟制的推定因果关系。

上述情况显然背离了虚假陈述侵权的基本原理。此处的法律拟制本就是证券法为了保护弱势群体而建立的倾斜性保护规则，是为了只能依靠发行人信息披露作出投资判断的普通中小投资者而量身打造的法律拟制模型。

但是，法律拟制本身并不一定是客观事实，故其当然可以被反证推翻。尤其是在具有商业安排背景的股票投资以及以合格投资者为主的债券投资中，交易因果关系更应当被重视，应当仔细考量反证事实并进行实质判断。并且，也应当区分“交易因果关系”和“损失因果关系”各自的功能和含义，突出“交易因果关系”之定性因果关系的制度价值和法律地位。否则，此类案件中的因果关系判断将被空置，这也不符合侵权案件审判的根本性要求。

基于此，本案作为普通中小投资者起诉的股票虚假陈述案件，交易因果关系可能原本争议不大，但一审判决仍然专门提出并论述“交易因果关系”判断问题，其重要意义更显昭彰。该判决明确指出：“本争议焦点涉及的因果关系包括原告的交易行为与案涉虚假陈述行为之间是否存在因果关系及原告的投资损失与案涉虚假陈述行为之间是否存在因果关系，即交易因果关系和损失因果关系”。我们期待该案判决的示范性作用能够影响到各方对于因果关系的认识，甚至对相关立法起到推动作用，使得因果关系判断，尤其是交易因果关系的判断引起重视、回归本源、落到实处。

（三）系统风险剔除的确定

系统风险的判断在本案中被纳入委托核损机构进行损失计算的部分一并处理。就核损机构的确定，诉辩双方存在一定的博弈。康美药业等部分被告申请法院委托上海交通大学中国金融研究院进行测算，而中小投服主张由深圳价值在线信息科技股份有限公司进行测算。因各方未形成一致意见，法院委托投保基金进行损失测算。从我们的实践经验来看，上述核损机构均是此类案件中法院经常委托进行损失测算的机构，各家机构的核损模型、计算方法等均存在一定差异，各方形成不同意见也属正常。但毕竟相对于传统方式而言，核损机构能够更加准确、量化地进行损失测算和系统风险、非系统风险因素的分析，对诉讼各方及法院而言均属便利之举。

一审法院在定性上支持系统风险抗辩的基础上，选择采取“个人相对比例法”、并参考康美药业股票所属的医药生物（申万）指数进行系统风险扣除。根据该方法，本案定量计算出了每一名投资者因系统风险致损的比例，

且筛选出了损失金额扣除系统风险后为0或者为负数的投资者3289人。尽管中小投服和被告分别主张该等系统风险扣除比例过高及过低，但一审法院仍坚持适用了该方法。

上述系统风险扣除方法有两点值得注意。一是一审法院采取了“个人相对比例法”。在过往大多数案件中，我国法院多采取“一揽子”的相对比例法，即不对投资者个人的情况进行区分，而是针对案件整体确定一个系统风险扣除比例。这种做法相对较为简单易行，往往也能够代表系列案件中存在的总体系统风险情况，具备一定的合理性，同时也被很多观点所认可。近年来，在我们于浙江、海南等多个地区代理的多起案件中，法院也和本案类似采取了“个人相对比例法”或与之类似的方法扣除系统风险。我们理解，这并不代表过去的“一揽子相对比例法”就是错误的。只是针对本案情况而言，可能一审法院认为在已经委托核损机构进行计算、且案件具备典型意义的情况下，采取“个人相对比例法”更加适合。

二是一审法院采信了行业指数（申万指数）作为扣除系统风险的参考指数。在传统意义上，我国法院过往通常采取大盘指数（如上证指数、深证综指、深证成指等）作为参考指数；在考虑行业或板块指数的情形下，有时也承认板块指数或证监会指数的参考性，而直接完全参照券商指数（如申万指数、中信指数等）计算系统风险扣除比例的情况较少。但近年来，这种传统思路在不断被打破，尤其是上海金融法院有多起案例采信券商的行业指数，这说明我国此类案件的审理对于系统风险因素的认知愈加深刻、其考量也愈加细化。

更为重要的是，我国股市一定将在未来逐步走向发行注册制更加成熟化、淘汰机制更加强化、价值发现机制更加有效的成熟市场。在这一市场中，股票发行人的个体价值和个体成长预期的价值将更加凸显，故个股走势与传统考虑的大盘指数挂钩程度可能也将不断弱化，而与行业、地区、乃至利益关联行业的相关度则会相应提升。在此情况下，我们的司法审判精神也应当紧随市场脚步，作出符合市场现状以及发展预期的选择。

（四）关于非系统风险因素的考量

除了系统风险之外，关于损失因果关系的另一重要考量是非系统风险因素。非系统风险因素是指因发行人（除虚假陈述之外）自身的经营财务状况等原因引发证券价格下跌的因素，该等因素同样能对投资者产生致损效果。由于非系统风险因素造成的证券价格下跌不属于虚假陈述行为造成的损失，故按照虚假陈述侵权的损失因果关系判断原理，该部分致损同样应当从投资者的损失中剔除。在过往的很多案件中，我国法院也支持了此类案件被告提出的非系统风险抗辩。

我们注意到，本案一审判决除了认为被告未能具体举证证明本案中存在的非系统风险因素之外，还认为非系统风险因素的扣除在现行《虚假陈述司法解释》中缺乏法律依据。此处对于《虚假陈述司法解释》的该等解读可能值得进一步探讨。首先，《虚假陈述司法解释》第十九条规定的损失因果关系考量因素包括“损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致”情形，也即并未排除对非系统风险因素的考虑。并且，根据最高人民法院民事审判第二庭编著的《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》，最高院在起草《虚假陈述司法解释》第十九条时，实际上是要求我国法院充分考虑此类案件中的损失因果关系判断问题，该条明确列举的情况只是审判参考而非穷尽列举。因此，在案件中存在的非系统风险因素明显是与虚假陈述无关的情况下，该等致损因素当然应予考虑。

此外，我国法院在过往支持非系统风险抗辩的案件中，多是根据案件具体情况酌情予以扣除。但在近期如上海金融法院等法院审判的案件中，包括上海交通大学中国金融研究院等机构已经能够通过模型建构具体量化非系统风险因素对投资者损失的影响。该等非系统风险因素扣除的思路值得借鉴，关于非系统风险扣除的问题也更应当引起重视。

（五）小结

如文首，我们认为一审法院在上市公司的责任认定上相对较为适当，在部分问题的观点采信和裁判论述上亦具创新性和适当性；同时，一审判决对于非系统风险部分的观点论

述可能还有待进一步探讨。当然，此份判决是一审判决，该案的最终结果还有待一审或二审判决生效后方能完全落定。

三、涉案中介机构及中介机构有关人员的责任认定

（一）一审判决对会计师事务所及签字注册会计师责任的认定

康美药业案一审判决发布后，“会计师事务所和签字会计师承担 100% 连带责任”的结果成为了舆论热点。对此，一审判决阐述了较为详尽的裁判理由。

首先，就广东正中珠江会计师事务所（下称“正中珠江所”）执行康美药业相关年度年报审计的具体行为，以及正中珠江所在执行审计过程中是否负有过错、进而是否应当承担连带赔偿责任的问题，我们较难作出事实层面的评价。客观而言，证监会作出的《正中珠江处罚决定》是一份事实认定以及对当事人申辩理由的回应均较为详尽的行政处罚决定书。其分年度论述了正中珠江所对康美药业相关年度年报审计期间存在的缺陷以及未实施相应审计程序、未获取充分适当审计证据等问题。通常而言，如无其他特殊情况，人民法院在此类案件中一般会参考行政处罚决定书的认定对中介机构的责任作出评价。

就签字注册会计师的个人责任，《正中珠江处罚决定》共处罚 4 名责任人员，分别是：（1）Y，康美药业 2016-2018 年年报审计报告签字注册会计师，该所合伙人；（2）Z 和 L，康美药业 2018 年年报审计报告签字注册会计师；（3）S，康美药业 2016、2017 年年报审计报告项目经理。上述 4 名责任人员均被列为了本案被告，一审判决仅认定 Y 需承担 100% 连带责任，剩余 3 名人员均无需承担连带赔偿责任。其认定理由主要为：

- Z 与 S 无需承担赔偿责任：因案涉时行的《证券法》第一百七十三条中并未规定中介机构的直接责任人员应当承担虚假陈述赔偿责任，故一审判决认定该二人“不应因其职务行为直接对投资者承担赔偿责任”。
- L 无需承担赔偿责任：一审判决对此处论理的原文明是：L “并非康美药业 2016 年、2017 年审计

项目的签字注册会计师，不是案涉虚假陈述行为人，故不对投资者损失承担赔偿责任。”如上所述，L是康美药业2018年年报审计报告的签字注册会计师，而康美药业《2018年年度报告》发布时已经超过揭露日，故法院因此认为L不应当认定为本案项下的连带责任人。

- Y应承担100%连带赔偿责任：如上所述，Y是正中珠江所出具康美药业2016年、2017年年报无保留意见审计报告的签字注册会计师，但时行《证券法》并未规定中介机构的直接责任人员应当承担虚假陈述赔偿责任。在此情况下，结合Y系正中珠江所合伙人的身份特征，一审判决根据《合伙企业法》第五十七条关于“一个合伙人或者数个合伙人在执业活动中因故意或者重大过失造成合伙企业债务的，应当承担无限责任或者无限连带责任，其他合伙人以其在合伙企业中的财产份额为限承担责任”的规定，判决Y应在正中珠江所承责范围内承担连带赔偿责任。

可见，在上述四人均被证监会行政处罚的情况下，一审法院在审理中根据不同的个人情形，对其各自的责任分别进行了审查和认定。

（二）会计师事务所及签字注册会计师个人责任认定的值得关注之处

1. 能否适用《合伙企业法》的规定直接对Y在本案中判决承担连带责任

根据连带责任的一般原理以及我国法院的司法判例情况，证券虚假陈述责任纠纷案件中涉及连带责任认定时，在具体案件中仅认定连带责任人的对外责任，而不解决责任人之间的内部责任划分问题。对此，一审判决也明确指出：“本案诉讼裁判的范围为各被告应当向原告承担的责任问题，至于各承担连带责任的被告之间的责任分担与追偿，不在本案裁判范围之内，各方如承担实际责任赔付责任后可另行解决。”

基于此，本案中一个值得关注的问题是，在一审判决已经认定Y根据时行《证券法》不属于本案虚假陈述民事责任人的情况下，其能否适用《合伙企业法》的规定在本

案中直接认定Y的连带责任。也即，一审判决所认定的Y个人责任是否属于其作为连带责任人的对外责任。

对此，一审判决认为Y的个人责任属于对外责任，且阐述了较为具体的理由。一审判决指出，Y“应当在正中珠江承责范围内承担连带赔偿责任”（而非直接认定Y应当对案涉虚假陈述行为承担连带赔偿责任）。因为根据《合伙企业法》第五十七条的规定，合伙人在执业活动中因故意或重大过失造成合伙企业债务的情况下，应承担“无限责任或无限连带责任”。这说明具有故意或重大过失的合伙人与会计师事务所之间可以就会计师事务所的对外债务形成连带之债的关系，故其责任仍属对外责任，可以在本案中解决。因此，尽管题述问题项下可能存在不同理解、不同观点，但一审判决阐述的上述理由亦具备合理性。

2. 会计师出具保留意见审计报告的行为能否当然成为免责情形

如上所述，康美药业发布《2018年年度报告》时已经超过揭露日，故一审判决并未明确指出正中珠江所对康美药业2018年年报出具保留意见的行为能否使其对相应的损失免责。但该情节可能引发思考的问题是，会计师出具保留意见的行为能否当然成为免责的情形之一。

有观点认为，会计师出具保留意见是会计师已尽到勤勉尽责义务并且警示风险的体现，应当作为免责处理。但这一问题还是需要根据个案情况进行具体把握，且最终仍要回归到对会计师勤勉尽责义务的审查中判断。

如果仅针对出具保留意见审计报告这一情节，一方面，我们赞同出具保留意见确实代表会计师已经认为财务报表存在重大错报，或者在无法对相关事项获取充分、适当审计证据的情况下认为财务报表可能存在重大错报，代表会计师已经做到了有关工作、且已经发现了被审计对象财务会计报告中的问题。但另一方面，出具保留意见也同时意味着会计师认为有关事项虽然具备重大性，但尚不具备广泛性。在此情况下，会计师发现的被审计对象财务报表错报问题基于其广泛程度是应当出具保留意见、否定意见还是无法表示意见，也仍然需要具体衡量。对此，中国注册会计师协会发布的《中国注册会计师审计准则问题解答第16号——审计报告中的非无保留意见》形象阐明了个中区别：

导致发表非无保留意见的事项的性质	相关事项的错报或未发现的错报（如存在）对财务报表产生或可能产生的影响是否具有广泛性	
	重大但不具有广泛性	重大且具有广泛性
财务报表存在重大错报（已对相关事项获取充分、适当的审计证据）	保留意见	否定意见
无法对相关事项获取充分、适当的审计证据（不能得出财务报表整体不存在重大错报的结论）	保留意见	无法表示意见

基于此，会计师出具保留意见的行为能否足以使之免责，必须要结合虚假陈述行为的严重程度以及会计师出具的具体意见进行综合判断。例如，证券发行人的虚假陈述行为仅集中于年报中的某一重大事项，但财务报表整体上没有广泛性的重大错报，则如果会计师对此事项出具了保留意见，那么应可认为其具备免责的条件。但如果证券发行人的虚假陈述行为导致财务报表整体上难具真实性和可信度，而会计师仍然仅对部分事项出具了保留意见，则仍要具体分析会计师的勤勉尽责程度再进一步判断。

更为重要的是，会计师所发表的审计意见类型只是其审计工作的成果体现之一，并不能完全反映其工作方法和程序、审计工作中的注意程度、是否尽到勤勉尽责义务。在虚假陈述责任纠纷案件中，会计师承担连带赔偿责任的前提仍需实质审查其是否具有过错、是否尽到勤勉尽责义务，故人民法院应当审查的最核心内容仍是会计师在个案中的具体工作，而非仅仅根据审计意见的类型进行判断。应予重视的是，包括会计师在内的各相关中介机构责任具有“专家责任”的性质，更宜从各自的专业角度出发、还原到当时的工作背景和工作场景进行判断，而不宜从结果“倒推”衡量。在这一问题上，我们目前可能尚缺乏具体、明确的衡量标准，值得各界共同进一步研究探讨。

四、涉案实控人与董监高的责任界定

本案一审判决对于涉案董监高责任的认定情况为：（1）公司董事长、总经理和实控人组织安排虚假陈述行为，副董事长、副总经理、会计工作负责人（同时也是实控人之一）知悉虚假陈述行为且共同组织安排，故应承担100%连带责任。（2）公司4名董监高人员参与实施虚假陈述行为，且明知相关定期报告系属虚假陈述仍然签字确认其真实、准确、完整，故应承担100%连带责任。（3）8名董监高人员对相关定期报告签字确认其真实、准确、完整，但其非财务负责人，过失相对较小，故应在投资者损失的20%范围内承担连带责任。（4）3名独立董事对相关定期报告签字确认其真实、准确、完整，但其为兼职独立董事，不参与康美药业日常经营管理，过失相对较小，故应在投资者损失的10%范围内承担连带责任。（5）2名独立董事亦属兼职，且仅在《2018年半年报》签字，故应在投资者损失的5%范围内承担连带责任。（6）另2名被告未以董监高身份在《2016年年度报告》《2017年年度报告》和《2018年半年报》中签字，故不应承担赔偿责任。

在上述认定中，其对于普通董监高以及兼职外部独立董事的责任认定问题引发了相对更高的关注。根据我们的经验，在相当长的一段时间里，我国法院很少真正判决上市公司普通董监高、外部独立董事承担证券虚假陈述连带赔偿责任。但近年来，包括我们自己代理的案件以及其他几起引发市场热议的案件中，均出现了判决普通董监高、外部独立董事承担连带责任的情况。我们在办案过程中切实体会到，对上市公司普通董监高尤其是外部董事虚假陈述责任的认定是一个极难把握、处理的问题，也是值得监管机构和司法机关妥善考虑的问题。

诚然，法律有对公众公司信息披露的要求，也对公众公司董监高履职的勤勉尽责义务、对公众公司的内在制衡机制设置了相应规定。但是，上市公司相当一部分董监高实际上就是普通的“打工人”，其对财务、法律方面的认识、理解、甚至敏感程度很难做到“全知全能”。且若论身份，相当一部分上市公司的普通董监高和独立董事都是一个“普通人”，他们或是职业经理人，或是企业的老员工，亦或是教师、技术人员、行业专家以类似“顾问”的身份担任独立董事。法院的判决或许看起来是10%、5%甚至更低的连带责任范围比例，但真正转化到赔偿金额上，那便是绝大多数普通家庭难以承受之重。

根据目前的司法实践情况，普通董监高和独立董事的免责抗辩极其依赖当事人自身的举证，但似乎除了投反对票或弃权票以外，能够真正打动裁判者的免责情形极其有限，而“勤勉义务”的标准又过于宽泛。这导致的结果就是，在现在的思维导向之下，普通董监高和独立董事抗辩的成功与否很大程度上取决于当事人有没有存证的习惯；而大部分当事人的情况是只能“讲事实”，却无法举证令裁判者信服的证据。

而在普通董监高责任和外部独立董事责任的问题中，独立董事的问题可能又更显突出。早在几年之前发表的论文中，我们即引用过有关专家的如下观点：“世界上其他法域，几乎没有像我国这样因信息披露违法大面积、高频次处罚上市公司董事、高管的，尤其是处罚外部董事与独立董事。个中缘由，值得研究”。在康美药业一审判决公布后，亦有观点指出：“当前的独董制度面临着几对典型的矛盾：较低的综合收益和较高的职责之间的矛盾；较低的话语权和较高的社会期望之间的矛盾；较低的参与性与较高的专业素养要求之间的矛盾。”“如果不从整体上解决制度设计，单纯去苛责独董或者处罚独董，最终只会导致‘劣币驱逐良币’。”

基于此，或许我们应当回头审视一下20年前我国引入上市公司独立董事制度的初衷，也有必要审视一下我国上市公司独立董事制度目前的运行现状。一言以蔽之，在目前情况下，我国法律对外部独立董事的功能、作用的认知投射到实践中，的确很难用一句“外部董事与内部董事负有相同的忠实、勤勉义务”来形成对其归责的判断。故对于上市公司普通董监高、尤其是外部董事的责任追究应当谨慎，不宜作泛化处理；因为我们在这一问题上的思考和制度建构，应该还有比较长的一段路要走。

结语

康美药业案的一审判决公开后，证监会在新闻发布会上对本案予以高度评价：此次法院依法作出一审判决，示范意义重大，是落实新《证券法》和中办、国办《关于依法从严打击证券违法活动的意见》的有力举措，也是资本市场史上具有开创意义的标志性案件，对促进我国资本市场深化改革和健康发展，切实维护投资者合法权益具有里程碑意义。证监会对此表示支持，并将依法监督投资者保护机构，配合人民法院做好后续相关工作。”证监会也同时指出：“在广东省及各方的协调努力下，10月30日，康美药业公告披露，经揭阳中院对公司控股股东关联方资产进行强制执行，所得款项共计16.41亿元已支付至公司管理人账户，用于冲抵关联方占用公司资金。通过追收原大股东、实际控制人占用资金，有利于更好地保护广大中小投资者的合法权益，也让上市公司重新轻装上阵。”

我们认为，本案不仅是因其“首单”证券特别代表人诉讼的地位而具有里程碑意义，在专业上也有很多值得思索之处。例如在揭露日的认定、系统风险的扣除、交易因果关系的明确等方面，该案均有较强的示范作用。当然，如前文所述，我们同样认为此案也并非尽善尽美，仍有部分问题值得我们进一步思考、论证。如一些学者所言，证券侵权领域的理论和制度很多时候都是知易行难。我们希望证券市场中的这些里程碑事件不仅仅成为一时之间的舆论“爆点”或市场风潮，而是期待它们真正长存于我国证券市场的发展史中，为今后的制度发展起到镜鉴作用。



金杜律师事务所

金杜律师事务所被广泛认为是全球最具创新力的律所之一，能够提供与众不同的商业化思维和客户体验。金杜拥有近 3000 多名律师，分布于全球 30 个城市，借助统一的全球平台，协助客户了解当地的挑战，应对地域性复杂形势，提供具有竞争优势的商业解决方案。

作为总部位于亚洲的国际领先律师事务所，我们为客户发掘和开启机遇，协助客户在亚洲市场释放全部潜能。凭借卓越的专业知识和在核心市场的广泛网络，我们致力于让亚洲走向世界，让世界联通亚洲。

我们始终以伙伴的合作模式为客户提供服务，不止步于满足客户所需，更关注实现客户目标的方式。我们不断突破已取得的成就，在重塑法律市场的同时，打造超越客户预期的律师事务所。

金杜法律研究院是由金杜律师事务所和金杜公益基金会联合发起成立的非营利性研究机构。自设立以来，一直致力于打造具有国际影响力的中国特色新型智库，依托于金杜律师事务所过往二十多年来服务国家经济建设和法治建设过程中所积累的丰富执业经验和专业洞见，对企业“走出去”战略中面临的重要问题进行分析研究，以提供具有建设性和实操性的政策建议和咨询意见。



金杜研究院
KWM_CHINA

© 2022 金杜律师事务所
如需了解更多信息，请访问 kwm.com。