



上海市律师协会
公司与商事专业委员会

公司与商事实务前沿

(2026 年 6 月，第六期)

编委会

主 编：王竞

副主编：张政、李慧琴、邓海虹

责任编辑：车丽、许硕

目录

一、 新法速递	1
商业秘密保护规定	1
上市公司董事会秘书监管规则	7
证券期货市场监督管理措施实施办法	13
二、 观点速递	18
股东失权制度的体系解释与司法展开 至正开放麦·华东政法大学 摘自上海 二中院微信公众号	18
董事催缴出资义务的实现路径与责任承担 摘自“中国上海司法智库”微信公 众号	22
股东出资加速到期的适用条件与权利实现 摘自“中国上海司法智库”微信公 众号	32
证券虚假陈述民事责任中的实务疑难问题研究 摘自“上海金融法院”微信公 众号	49
《公司法》视角下公司决议效力瑕疵判断及风险提示 摘自“上海一中法院”微 信公众号	70
三、 实务研究	77
公司司法解散的法律问题解析 衡石·观点 摘自“上海一中法院”微信公 众号	77
证券虚假陈述先行赔付追偿责任的认定 摘自北京二中院金色天平微信公众号	

.....	82
股东以对公司债权抵销出资义务的审查思路 摘自北京二中院金色天平微信公众号.....	87
连续交易操纵行为的主观要件及与市值管理的区分 摘自“人民司法杂志社”微信公众号.....	91

一、新法速递

商业秘密保护规定

（2026年2月24日国家市场监督管理总局令第126号公布 自2026年6月1日起施行）

第一条 为了加强商业秘密保护，维护公平竞争的市场秩序，根据《中华人民共和国反不正当竞争法》（以下简称反不正当竞争法），制定本规定。

第二条 经营者获取、披露、使用或者允许他人使用商业秘密应当遵循自愿、平等、公平、诚信的原则，遵守法律法规规章和商业道德，公平参与市场竞争。

本规定所称的经营者，是指从事商品生产、经营或者提供服务（以下所称商品包括服务）的自然人、法人和非法人组织。

第三条 国家市场监督管理总局负责组织、指导全国商业秘密行政保护工作。

县级以上地方市场监督管理部门负责本行政区域内商业秘密行政保护工作。

技术秘密案件一般由设区的市级以上市场监督管理部门管辖，根据工作需要，经国家市场监督管理总局同意，也可以由具有相应执法能力的县级市场监督管理部门管辖。

第四条 市场监督管理部门应当通过开展宣传解读、组织专项培训等方式，指导经营者建立健全商业秘密保护制度，强化商业

秘密保护意识和能力，推动商业秘密保护水平整体提升。

鼓励经营者建立健全商业秘密保护管理体系，根据自身行业特点、技术要求、竞争优势等，积极采取有效措施加强涉密要素的内部控制和合规管理，防范和制止侵犯商业秘密的行为。鼓励经营者创新商业秘密保护形式，通过认证、存证等方式强化商业秘密保护。

行业组织应当加强行业自律，通过制定本行业商业秘密保护规范、合规指引等方式，引导、规范本行业的经营者依法竞争，维护市场竞争秩序。

第五条 本规定所称的商业秘密，是指不为公众所知悉、具有商业价值并经权利人采取相应保密措施的技术信息、经营信息等商业信息。

与技术有关的结构、原料、配方、材料、样品、样式、工艺、方法、数据、算法、计算机程序、代码等信息，属于第一款所称的技术信息。

与经营活动有关的创意、管理、销售、财务、计划、样本、客户信息、数据等信息，属于第一款所称的经营信息。其中，客户信息包括客户的名称（姓名）、地址、联系方式以及交易习惯、意向、内容等信息。

第六条 本规定所称的不为公众所知悉，

是指在涉嫌侵犯商业秘密的行为发生时，有关商业信息不为其所属领域的相关人员普遍知悉和容易获得。

下列情形属于有关商业信息为公众所知悉：

（一）该信息在所属领域属于一般常识或者行业惯例；

（二）该信息仅涉及产品的尺寸、结构、材料、部件的简单组合等内容，所属领域的相关人员通过观察上市产品即可直接获得；

（三）该信息已经在公开出版物或者其他媒体上公开披露；

（四）该信息已通过公开的报告会、展览等方式公开；

（五）所属领域的相关人员从其他公开渠道可以获得该信息。

将为公众所知悉的有关商业信息进行整理、改进、加工后形成新信息，符合第一款规定的，属于不为公众所知悉的情形。

第七条 本规定所称的具有商业价值，是指商业信息具有现实的或者潜在的价值，能为权利人带来资产增加、营业收入或者利润增长、用户数量增长、成本费用降低、研发时间缩短、交易机会增加、商业信誉或者商品声誉提升等商业利益或者竞争优势。

生产经营活动中形成的阶段性成果或者

失败的实验数据、技术方案等符合第一款规定的，属于具有商业价值的情形。

第八条 本规定所称的权利人，是指商业秘密所有人和经商业秘密所有人许可、授权的商业秘密被许可人、被授权人。

第九条 本规定所称的权利人采取相应保密措施，是指权利人为防止商业秘密泄露，采取与商业秘密及其载体的性质、商业秘密的商业价值等因素相适应的合理保密措施。

下列情形属于权利人采取的相应保密措施：

（一）签订保密协议或者在合同中约定保密义务；

（二）通过建立规章制度、开展培训、书面告知等方式，对能够接触、获取商业秘密的员工、前员工、供应商、客户、来访者等提出保密要求；

（三）禁止或者限制进入涉密的厂房、车间、实验室、办公室等生产经营场所或者对其进行区分管理；

（四）针对远程办公、跨境协作等场景，采取权限分级、数据脱敏、操作日志留痕等技术保密措施；

（五）以标记、分类、隔离、加密、封存、限制能够接触或者获取商业秘密及其载体的人员范围等方式，对商业秘密及其载体进行

区分管理；

（六）对能够接触、获取商业秘密的计算机设备、网络设备、存储设备等，采取禁止或者限制使用、访问、存储、复制等措施；

（七）要求离职员工登记、返还、清除、销毁其接触、获取的商业秘密及其载体，继续承担保密义务；

（八）采取其他合理保密措施。

第十条 经营者不得以盗窃、贿赂、欺诈、胁迫、电子侵入或者其他不正当手段获取权利人的商业秘密。

下列情形属于本规定所称的不正当手段：

（一）未经授权或者超出授权范围，擅自接触、占有或者复制由权利人控制下的，包含商业秘密或者能从中推导出商业秘密的文件、物品、材料、原料等载体；

（二）通过提供财物或者其他财产性利益、人身威胁等方式，贿赂、胁迫、欺骗权利人的员工、前员工或者其他单位、个人为其获取商业秘密；

（三）未经授权或者超出授权范围，擅自进入权利人的数字化办公系统、服务器、邮箱、云盘、应用账户等，或者通过设置恶意程序、漏洞攻击等技术手段获取商业秘密；

（四）未经授权、超出授权范围或者授权期限届满后，擅自将商业秘密下载或者传

输至不受权利人控制的电子邮箱、云盘等网络存储空间或者电子设备；

（五）其他获取权利人商业秘密的不正当手段。

第十一条 经营者不得披露、使用或者允许他人使用以不正当手段获取的权利人的商业秘密。

本规定所称的披露，是指将商业秘密泄露给权利人之外的第三人，或者将商业秘密公之于众，为相关公众普遍知悉或者容易获得。

本规定所称的使用，是指直接使用商业秘密，或者对商业秘密进行修改、改进后使用，或者根据商业秘密调整、改进有关生产经营活动。

第十二条 经营者不得违反保密义务或者违反权利人有关保守商业秘密的要求，披露、使用或者允许他人使用其所掌握的商业秘密。

保密义务或者权利人有关保守商业秘密的要求一般包括下列情形：

（一）在劳动合同、保密合同、买卖合同等合同中约定保守商业秘密；

（二）没有合同约定，但根据合同的性质、目的和交易习惯、商业道德等，遵循诚信原则，负有保守商业秘密的义务；

（三）权利人对知悉商业秘密的有关主体提出保密要求，有关主体包括但不限于通过合同关系知悉该商业秘密，以及通过参与研发、生产、检验、认证等活动知悉该商业秘密的主体；

（四）没有合同约定，但权利人通过规章制度或者合理的保密措施，对员工、前员工、合作方等明确提出保守商业秘密的要求；

（五）其他负有保密义务或者权利人提出有关保守商业秘密要求的情形。

第十三条 经营者不得教唆、引诱、帮助他人违反保密义务或者违反权利人有关保守商业秘密的要求，获取、披露、使用或者允许他人使用权利人的商业秘密。

下列情形属于教唆、引诱、帮助他人侵犯商业秘密的行为：

（一）以明示或者暗示的方式，怂恿、指使他人侵犯商业秘密；

（二）以明示或者暗示的方式，通过物质奖励或者职位许诺等非物质奖励诱导他人侵犯商业秘密；

（三）明知或者应知他人侵犯商业秘密，仍为其提供资金、技术、设备等便利条件；

（四）其他教唆、引诱、帮助他人侵犯商业秘密的行为。

第十四条 经营者以外的其他自然人、

法人和非法人组织实施本规定第十条至第十三条规定的违法行为的，视为侵犯商业秘密。

第三人明知或者应知商业秘密权利人的员工、前员工、合作方或者其他单位、个人实施本规定第十条至第十三条规定的违法行为，仍获取、披露、使用或者允许他人使用该商业秘密的，视为侵犯商业秘密。

判断第三人是否明知或者应知，应当综合考虑有关商业信息的保密程度、获取渠道与方式的合理性、交易价格、第三人与商业秘密权利人的关系、行业惯例等因素。

第十五条 下列行为一般不属于侵犯商业秘密的行为：

（一）独立发现或者自行研发；

（二）对从公开渠道取得的产品进行拆卸、测绘、分析等获得该产品的有关技术信息；

（三）商业秘密权利人的前员工利用在工作中积累的通用知识、技能、行业经验，或者通过公开渠道可获取的行业信息开展工作；

（四）基于揭露违法犯罪行为、维护国家和社会公共利益等需要，依法向国家机关、承担行政职能的法定机构及其工作人员披露商业秘密；

（五）其他不属于侵犯商业秘密的行为。

第十六条 鼓励、支持和保护一切组织

和个人对侵犯商业秘密的行为进行社会监督。市场监督管理部门应当对举报人和协助查处侵犯商业秘密行为的组织和个人的信息予以保密。

第十七条 权利人认为其商业秘密受到侵犯的，可以向市场监督管理部门举报。

权利人举报时，应当提供其商业信息属于商业秘密的初步证据材料以及该商业秘密涉嫌被侵犯的具体线索，并对举报内容的真实性负责。市场监督管理部门根据工作需要，可以要求举报人补充举报材料。

任何组织和个人不得捏造侵犯商业秘密的事实诬陷他人、实施敲诈勒索，不得滥用举报权利扰乱市场竞争秩序和市场监督管理秩序。

第十八条 权利人的商业信息属于商业秘密的初步证据材料一般包括下列内容：

- （一）商业信息的形成过程和形成时间；
- （二）商业信息不为公众所知悉或者不属于本规定第六条第二款所列情形；
- （三）商业信息的商业价值；
- （四）权利人对该商业信息所采取的保密措施；
- （五）其他能够证明权利人的商业信息属于商业秘密的证据材料。

下列线索一般可以作为商业秘密涉嫌被侵犯的具体线索：

（一）表明涉嫌侵犯商业秘密的人（以下简称侵权人）有渠道或者机会获取商业秘密的线索；

（二）表明商业秘密的保密措施被涉嫌侵权人以不正当手段破坏的线索；

（三）表明商业秘密已被涉嫌侵权人实际获取的线索；

（四）表明商业秘密已被涉嫌侵权人披露、使用或者有被披露、使用风险的线索；

（五）其他表明商业秘密被涉嫌侵权人侵犯的线索。

第十九条 市场监督管理部门收到举报线索后，应当依法进行核查，并决定是否立案。

经核查，符合下列条件的，应当立案：

- （一）有证据初步证明存在侵犯商业秘密的行为，并依法应当给予行政处罚；
- （二）属于本部门管辖；
- （三）在给予行政处罚的法定期限内。

第二十条 涉嫌侵权人、利害关系人及其他有关单位、个人应当如实向市场监督管理部门提供有关资料或者情况。

有证据证明涉嫌侵权人所使用的信息与

权利人主张的商业秘密实质相同，且涉嫌侵权人有获取商业秘密的条件，市场监督管理部门可以认定涉嫌侵权人存在侵犯商业秘密的行为，但有证据证明涉嫌侵权人所使用的信息是合法获得或者使用的除外。

第二十一条 市场监督管理部门及其工作人员对调查过程中知悉的商业秘密依法负有保密义务，不得违法披露、使用或者允许他人使用权利人的商业秘密。

市场监督管理部门依法公开行政处罚决定时，不得公开涉及商业秘密的内容。

第二十二条 权利人、涉嫌侵权人可以委托具有法定资质的鉴定机构，对权利人的信息是否为公众所知悉、涉嫌侵权人所使用的信息与权利人的信息是否实质相同等专门事项进行鉴定，或者委托有专门知识的人，对上述事项出具专业意见，并将有关鉴定结果或者专业意见提交市场监督管理部门。

第二十三条 市场监督管理部门调查涉嫌侵犯商业秘密行为，可以采取下列措施：

（一）进入涉嫌侵犯商业秘密行为的经营场所进行检查；

（二）询问被调查的涉嫌侵权人、利害关系人及其他有关单位、个人，要求其说明有关情况或者提供与被调查行为有关的其他资料；

（三）查询、复制与涉嫌侵犯商业秘密行为有关的协议、账簿、单据、文件、记录、业务函电和其他资料；

（四）查封、扣押与涉嫌侵犯商业秘密行为有关的财物；

（五）查询涉嫌侵犯商业秘密行为的经营者的银行账户。

采取第一款规定的措施，应当向市场监督管理部门主要负责人书面报告，并经批准。采取第一款第四项、第五项规定的措施，应当向设区的市级以上市场监督管理部门主要负责人书面报告，并经批准。

市场监督管理部门及其工作人员依法开展调查或者要求协助调查，应当避免或者尽量减少对经营者正常生产经营活动产生影响。

第二十四条 违反本规定侵犯商业秘密的，由县级以上市场监督管理部门依照反不正当竞争法第二十六条的规定，责令停止违法行为，没收违法所得，处十万元以上一百万元以下的罚款；情节严重的，处一百万元以上五百万元以下的罚款。

第二十五条 依照反不正当竞争法第二十六条规定责令停止违法行为时，责令停止违法行为的时间一般应当持续至有关商业信息不再构成商业秘密为止。

责令停止违法行为一般包括：

（一）责令侵权人停止使用权利人的商业秘密，但权利人同意的除外；

（二）责令侵权人将商业秘密载体返还权利人或者销毁；

（三）责令侵权人销毁含有商业秘密的侵权产品或者中间品，但权利人同意采取收购、销售等其他处理方式的除外；

（四）责令侵权人清除其获取的权利人的商业秘密；

（五）其他责令停止侵犯权利人商业秘密的行为。

第二十六条 下列情形属于反不正当竞争法第二十六条所称的情节严重：

（一）造成权利人直接损失数额较大；

（二）对权利人的生产经营活动造成重大不利影响；

（三）危害国家利益、社会公共利益；

（四）二年内因侵犯商业秘密受到行政处罚后，再次实施侵犯商业秘密行为；

（五）其他情节严重的情形。

第二十七条 违反本规定，涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。

第二十八条 本规定所称商业信息属于国家秘密的，依照《中华人民共和国保守国家秘密法》的规定进行保护。

第二十九条 在中华人民共和国境外实施侵犯商业秘密行为，扰乱境内市场竞争秩序，损害境内经营者合法权益的，依照反不正当竞争法以及有关法律的规定处理。

第三十条 法律、行政法规规定由其他部门对侵犯商业秘密行为进行监督检查的，依照其规定执行。

第三十一条 本规定自 2026 年 6 月 1 日起施行。1995 年 11 月 23 日原国家工商行政管理局令第 41 号公布的《关于禁止侵犯商业秘密行为的若干规定》同时废止。

上市公司董事会秘书监管规则

（2026 年 4 月 21 日中国证监会第 8 号公告自 2026 年 5 月 24 日起施行）

第一条 为了规范上市公司董事会秘书行为，促进和保障董事会秘书积极履行职责，推动提高上市公司质量，根据《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）、《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）、《上市公司信息披露管理办法》等规定，制

定本规则。

第二条 上市公司应当设董事会秘书，协助董事会履行职责，向董事会报告工作。

第三条 董事会秘书应当按照法律、行政法规、中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）规定（以下统称法律法规），以及证券交易所业务规则、公司章程的规定忠实、勤勉地履行职责。上市公司应当在公司章程中规定董事会秘书的职责。

董事会秘书应当保守公司秘密，不得泄露内幕信息，不得从事内幕交易、操纵证券市场等行为。

第四条 董事会秘书负责上市公司与股东、实际控制人、投资者、董事、中国证监会、证券交易所等之间的沟通联络，维持联络渠道的畅通。

第五条 董事会秘书负责组织制订上市公司信息披露事务管理制度并维护制度的有效执行，办理上市公司信息披露事务。

董事会秘书发现公司信息披露事务管理制度运行存在缺陷或者问题的，应当及时向董事会报告，提出整改建议。

第六条 经理、财务负责人、董事会秘书等高级管理人员应当及时编制定期报告草案。董事会秘书负责组织和协调定期报告草案编制工作，督促经理、财务负责人等高级管理

人员及公司相关部门按时提供定期报告有关内容，按照规定的内容和格式汇总形成定期报告草案。

定期报告草案编制完成后，董事会秘书应当建议董事会审计委员会召开会议对定期报告中的财务信息进行审核。审计委员会审议通过后，董事会秘书应当建议董事长召集董事会会议审议定期报告并披露。

董事会秘书应当在职责范围内，关注定期报告出现的财务数据异常、经营与业务事项异常、编制与发布程序异常等重大异常情形，并及时开展核实；发现问题的，向董事会报告，提出整改建议。

第七条 董事会秘书应当及时汇集上市公司应予披露的重大事件信息，并报告董事会，按照规定的内容和格式编制临时报告，组织临时报告的披露工作。

董事长、经理、董事会秘书应当对临时报告信息披露的真实性、准确性、完整性、及时性、公平性承担主要责任。

第八条 董事会秘书应当保证上市公司信息披露文件在证券交易所的网站和符合中国证监会规定条件的媒体发布，不得以新闻发布或者答记者问等任何形式代替上市公司应当履行的报告、公告义务。

第九条 董事会秘书应当按照规定办理上市公司信息披露暂缓、豁免事宜，负责暂

缓、豁免披露信息的登记、保管和报送工作。

第十条 董事会秘书负责上市公司信息披露的保密工作，组织制订内幕信息管理制度并维护制度的有效执行，按照规定登记、保管和报送内幕信息知情人档案。

第十一条 董事会秘书应当关注与上市公司相关的媒体报道、市场传闻，及时核实相关情况，并向董事会报告，提出澄清等符合规定的处理建议。

第十二条 董事会秘书负责组织和协调上市公司投资者关系管理工作，增进投资者对上市公司的了解和认同。

第十三条 董事会秘书应当及时汇集属于董事会职权范围内的事项。出现需要召开董事会会议情形的，董事会秘书应当建议董事长召集董事会会议。董事长不能履行或者不履行召集职责的，应当建议副董事长召集；副董事长不能履行或者不履行召集职责的，应当建议其他董事按规定推举一名董事召集。

第十四条 董事会召开会议，董事会秘书应当按照公司章程规定的时限提前通知全体董事，并将会议资料送达全体董事。

董事会秘书应当确保会议召集、召开和表决程序符合法律法规、证券交易所业务规则 and 公司章程的规定。董事会秘书发现程序瑕疵等影响董事会决议效力情形的，应当向董事会报告。

第十五条 董事会秘书负责董事会会议的记录，确保会议记录如实反映会议情况，提醒出席会议的董事在会议记录上签名。

会议记录应当记载以下内容：

（一）会议召开的日期、地点、议程和召集人姓名；

（二）会议主持人及出席、列席会议的人员姓名；

（三）每位董事的发言情况；

（四）每一决议事项的表决方式和结果；

（五）公司章程规定其他应当记载的事项。

第十六条 董事会秘书应当协助独立董事履行职责，确保独立董事与其他董事、高级管理人员及其他相关人员之间的信息畅通，确保独立董事能够获得足够的资源和必要的专业意见。

第十七条 董事会秘书应当及时汇集属于股东会职权范围内的事项。出现下列情形之一的，董事会秘书应当及时建议董事长召集董事会会议并作出是否召开股东会会议的决议：

（一）公司需要召开年度股东会会议的；

（二）单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东请求召开临时股东会会议的；

（三）审计委员会提议召开临时股东会会议的；

（四）过半数独立董事提议召开临时股东会会议的；

（五）其他需要召开临时股东会会议的情形。

董事会决议召开股东会会议的，董事会秘书应当按照规定发出会议通知，会议通知应当包括时间、地点、议题等内容。董事会决议不召开股东会会议的，董事会秘书应当按照规定及时组织披露。

董事会决议不召开临时股东会会议，但审计委员会决议召集或者股东自行召集临时股东会会议的，董事会秘书应当配合。

第十八条 董事会秘书负责筹备股东会会议，确保会议召集、召开和表决程序符合法律法规、证券交易所业务规则和公司章程的规定。

第十九条 董事会秘书负责股东会的会议记录，确保会议记录如实反映会议情况。会议记录应当记载以下内容：

（一）会议时间、地点、议程和召集人姓名或者名称；

（二）会议主持人以及出席、列席会议的人员姓名；

（三）出席会议的股东和代理人人数，

股东所持表决权的股份总数及占公司股份总数的比例；

（四）每一提案的审议经过、发言要点、表决结果；

（五）股东的质询意见或建议及相应的答复或说明；

（六）律师及计票人、监票人姓名；

（七）公司章程规定应当记载的其他内容。

第二十条 董事会秘书负责管理上市公司股东名册，按照相关规定定期核实持有百分之五以上股份的股东、实际控制人、董事、高级管理人员等持有本公司股份情况。

第二十一条 董事会秘书发现上市公司的公司章程、组织机构设置和职权分配等不符合法律法规和证券交易所业务规则的，应当向董事会报告，提出整改的建议。

董事会秘书应当督促董事、高级管理人员遵守法律法规和证券交易所业务规则，定期组织董事、高级管理人员进行培训。

第二十二条 董事会秘书应当具有良好的职业道德和个人品德，熟悉证券法律法规和证券交易所业务规则。上市公司聘任董事会秘书，应当就候选人符合下列情形作出说明，并予以披露：

（一）具备财务、会计、审计、法律合规、

金融从业或其他与履行董事会秘书职责相关的五年以上工作经验，或者取得法律职业资格证书并且具有五年以上工作经验，或者取得注册会计师证书并且具有五年以上工作经验；

（二）不存在《公司法》第一百七十八条规定的情形；

（三）最近三十六个月未被中国证监会行政处罚或者采取三次以上行政监督管理措施；

（四）最近三十六个月未被证券交易所公开谴责或者三次以上通报批评；

（五）未被中国证监会采取不得担任上市公司董事、高级管理人员的证券市场禁入措施或者期限已届满，未被证券交易所公开认定为不适合担任上市公司董事、高级管理人员等或者期限已届满；

（六）法律法规、证券交易所业务规则规定的其他情形。

第二十三条 董事会秘书由董事会聘任。董事会提名委员会对董事会秘书人选及其任职资格进行遴选、审核，并向董事会提出建议。上市公司未在董事会中设置提名委员会的，由独立董事专门会议履行上述职责。

第二十四条 董事会秘书具有下列情形之一的，董事会知悉或者应当知悉该事实发

生后应当立即召开会议决定是否将其解聘：

（一）不符合本规则第二十二条所列的情形；

（二）连续不能履行职责达到三个月以上；

（三）履行职责存在重大错误或疏漏，给公司、投资者造成重大损失或者对公司产生重大影响的；

（四）其他违反法律法规、证券交易所业务规则 and 公司章程、内部管理制度等，给公司、投资者造成重大损失或者对公司产生重大影响的。

董事会秘书被解聘或辞职的，上市公司应当及时向证券交易所报告，说明原因并公告。董事会秘书可以就被上市公司不当解聘或者与辞职有关的情况，向证券交易所提交个人陈述报告。

第二十五条 董事会秘书被解聘或者辞职的，上市公司应当在六个月内完成董事会秘书的聘任工作。在董事会秘书空缺期间，应当由董事长代行董事会秘书职责。

第二十六条 董事会秘书不得兼任经理、分管经营业务的副经理、财务负责人。董事会秘书兼任上市公司其他职务的，应当明确区分董事会秘书和其他职务的职责，确保有足够的时间和精力独立履行董事会秘书职责。

董事会秘书应当持续加强证券法律法规及证券交易所业务规则的学习，不断提高履职能力。

第二十七条 上市公司应当聘请证券事务代表、设立由董事会秘书分管的工作部门，为董事会秘书依法履职提供必要保障。

第二十八条 董事会秘书应当列席股东会、董事会会议。为履行职责，董事会秘书有权参加高级管理人员相关会议，查阅有关文件、资料，了解公司的财务和经营等情况，或者要求上市公司有关部门、人员对相关事项作出说明。

董事及其他高级管理人员、上市公司有关部门应当支持、配合董事会秘书的工作，根据董事会秘书要求及时提供相关资料，不得拒绝、阻碍或者干预董事会秘书的正常履职行为。

第二十九条 上市公司应当制定重大事件报告、传递、审核、披露程序，将董事会秘书履行职责嵌入公司日常经营管理流程，确保董事会秘书及时、准确、全面地获取信息。

董事、其他高级管理人员及公司其他人员知悉公司经营、财务等方面出现的重大事件、已披露事项进展情况等，应当按照公司规定及时履行报告义务，并通知董事会秘书，董事会秘书应当建议董事会及时披露。

第三十条 上市公司内部审计机构发现

重大问题或线索的，应当及时向审计委员会报告，并通报董事会秘书。

董事会秘书在履行职责过程中发现财务信息、内部控制问题或者线索的，应当及时向审计委员会报告。

第三十一条 董事会秘书在履行职责过程中受到不当妨碍或者阻挠的，应当及时向董事长报告，董事长应当协调相关方配合董事会秘书履行职责。董事会秘书仍然受到不当妨碍或者阻挠的，应当向中国证监会、证券交易所报告，并提供受到不当妨碍或者阻挠的证据。

第三十二条 董事会秘书在履行职责过程中发现上市公司存在无法按时披露信息，信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏，或者未按规定履行重大事项审议程序等行为的，应当及时向中国证监会、证券交易所报告。

董事会秘书按照本规则规定向董事会及其专门委员会提出建议但未被采纳的，应当及时向中国证监会、证券交易所报告。

第三十三条 上市公司应当建立董事会秘书履职定期评价及责任追究机制，设定与其职责相匹配的考核评价标准，发现董事会秘书未勤勉尽责的，对其进行责任追究；情节严重的，及时更换董事会秘书。

第三十四条 中国证监会依法对上市公

司董事会秘书及相关主体在证券市场的活动进行监督管理。

第三十五条 上市公司、董事会秘书及相关主体违反本规则有关规定，中国证监会可以依照《上市公司信息披露管理办法》等采取责令改正、监管谈话、出具警示函、责令公开说明、责令定期报告等监管措施；依法应当给予行政处罚的，依照有关规定进行处罚。

第三十六条 上市公司发生下列情形之一，董事会秘书未勤勉尽责的，中国证监会依据《证券法》第一百八十一条、第一百九十七条等规定对董事会秘书予以处理：

（一）在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；

（二）未按时披露定期报告或者临时报告；

（三）未在证券交易网站的网站和符合中国证监会规定条件的媒体披露应当披露的信息；

（四）上市公司披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；

（五）其他违反信息披露义务的情形。

第三十七条 董事会秘书泄露内幕信息、从事内幕交易或操纵证券市场等违法行为的，中国证监会依据《证券法》第一百九十一条、第一百九十二条等规定予以处理。

第三十八条 本规则自2026年5月24日起施行。

自本规则施行之日起至2027年12月31日止为过渡期。过渡期内，上市公司董事会秘书任职、兼职等与本规则要求不一致的，应当逐步调整至符合本规则规定。

证券期货市场监督管理措施实施办法

（2025年12月30日经中国证监会委务会议审议通过 2025年12月31日中国证监会令第231号公布 自2026年6月30日起施行）

第一条 为了规范证券期货市场监督管理措施的实施，维护证券期货市场秩序，防范证券期货市场风险，保护公民、法人和其他组织的合法权益，根据《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国证券投资基金法》、《中华人民共和国期货和衍生品法》、《证券公司监督管理条例》、《期货交易管理条例》、《私募投资基金监督管理条例》等法律、行政法规，制定本办法。

第二条 本办法所称监督管理措施是指

中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）及其派出机构（以下统称实施机构）为了保护公共利益、及时纠正违法行为、防范市场风险、维护市场秩序，依法对当事人采取的下列措施：

- （一）责令改正；
- （二）监管谈话；
- （三）出具警示函；
- （四）责令公开说明；
- （五）责令定期报告；
- （六）责令增加内部合规检查次数；
- （七）责令处分有关人员；
- （八）认定为不适当人选；
- （九）责令更换董事、监事、高级管理人员或者有关业务部门、分支机构负责人员等，或者限制其权利；
- （十）限制业务活动，责令暂停部分或者全部业务，停止核准新业务；
- （十一）责令负有责任的股东转让股权、负有责任的合伙人转让财产份额，限制负有责任的股东或者合伙人行使权利；
- （十二）限制分配红利，限制向董事、监事、高级管理人员支付报酬、提供福利；
- （十三）限制公司自有资金或者风险准

备金的调拨和使用；

（十四）限制转让财产或者在财产上设定其他权利；

（十五）法律、行政法规、中国证监会规章规定的其他监督管理措施。

第三条 实施监督管理措施，应当遵循依法原则，按照法律、行政法规、中国证监会规章规定的程序实施。行政规范性文件不得设定监督管理措施。

实施监督管理措施，应当遵循效率原则，及时纠正违法行为，防范风险蔓延与危害后果扩散，坚持风险防控与教育相结合。

实施监督管理措施，应当遵循公正原则，以事实为依据，与行为的性质、情节、危害程度以及风险大小相当。

第四条 实施机构按照法律、行政法规和中国证监会的规定，对具有下列情形之一的当事人实施监督管理措施：

（一）存在证券投资基金期货及衍生品违法行为；

（二）证券投资基金期货及衍生品经营机构、私募基金管理人治理结构不健全、内部控制不完善、经营管理混乱；

（三）证券投资基金期货及衍生品经营机构、私募基金管理人风险控制不符合规定；

（四）法律、行政法规和中国证监会的规章规定的其他情形。

监督管理措施可以单独或者合并适用。

第五条 实施机构应当依法以文字、音像等形式，对监督管理措施的取证、决定、送达等进行记录，归档保存。

第六条 监督管理措施需要现场执法的，应当由具有行政执法资格的执法人员实施。执法人员不得少于两人，法律、行政法规另有规定的除外。

第七条 实施机构应当自启动监督管理措施实施程序之日起六个月内作出监督管理措施决定。有特殊情况需要延长的，应当报经实施机构负责人批准，每次延长期限不得超过六个月。

第八条 违法行为在二年内未被发现的，实施机构不再对该违法行为采取监督管理措施，法律、行政法规、中国证监会规章另有规定或者违法行为所产生的影响尚未消除的除外。

前款规定的期限，从违法行为发生之日起计算；违法行为有连续或者继续状态的，从行为终了之日起计算。

第九条 实施机构参与实施监督管理措施的工作人员与当事人有直接利害关系，或者有其他关系可能影响公正执法的，应当主

动申请回避；当事人也有权申请其回避。

实施机构应当根据回避申请，经审查后作出是否回避的决定，也可以不经申请直接作出回避决定。

第十条 实施机构实施监督管理措施应当查明事实，全面收集证据。

实施机构履行其他法定职责依法取得的证据材料、有权机关移交或者公布的证据材料，以及通过其他渠道依法获取的证据材料，经审查符合真实性、合法性及关联性要求的，可以在实施监督管理措施时使用。

第十一条 实施本办法第二条第七项至第十四项规定的监督管理措施的，实施机构应当向当事人送达事先告知书，告知当事人拟采取的监督管理措施的内容、事实、理由和依据，并告知当事人依法享有陈述、申辩等权利。

当事人要求陈述、申辩的，应当在事先告知书送达后五个工作日内提出，并在事先告知书送达后十个工作日内提出陈述、申辩意见。当事人书面申请延长陈述、申辩期限的，经同意后可以延期；未按规定提出陈述、申辩的，视为放弃陈述、申辩权利。

当事人按照前款规定进行陈述和申辩的，实施机构应当充分听取当事人的意见，对当事人提出的事实、理由和证据，应当进行复核；当事人提出的事实、理由或者证据成立

的，实施机构应当采纳。

第十二条 对已经送达的事先告知书认定的主要事实、理由、依据或者拟采取监督管理措施的内容作出调整的，应当重新向当事人送达事先告知书，但作出对当事人有利变更的除外。

第十三条 实施监督管理措施应当进行法制审核，法律、行政法规和中国证监会的规章另有规定的除外。

第十四条 实施机构实施监督管理措施，应当制作监督管理措施决定书。监督管理措施决定书应当载明下列事项：

（一）当事人的姓名或者名称；

（二）监督管理措施依据的事实；

（三）监督管理措施的种类和依据；

（四）监督管理措施的履行方式、期限和是否需要整改验收；

（五）申请行政复议或者提起行政诉讼的途径和期限；

（六）监督管理措施的实施机构名称和实施日期；

（七）其他依法应当载明的事项。

监督管理措施决定书应当加盖实施机构的印章。

第十五条 监督管理措施决定作出后可

以向社会公开，但涉及国家秘密、商业秘密、个人隐私，以及公开后可能危及国家安全、公共安全、经济安全、社会稳定、市场稳定等的除外。

责令公开说明等具有公开要求的监督管理措施决定作出后应当向社会公开。

第十六条 在监督管理措施决定书及相关文书作出后七个工作日内，实施机构原则上应当参照《中华人民共和国民事诉讼法》等有关规定送达当事人。当事人同意的，可以采用传真、电子邮件等方式送达。

第十七条 在对当事人采取本办法第二条第七项至第十四项规定的监督管理措施期间，当事人符合解除限制条件的，实施机构可以自行或者根据当事人的申请解除限制措施。

提前解除限制措施，或者限制期限届满解除限制措施的，当事人应当按要求整改，并向实施机构提交整改报告。实施机构应当按照规定及时验收，经验收符合要求的，应当自验收完毕之日起三个工作日内解除对当事人采取的有关限制措施。

第十八条 监督管理措施决定作出或者限制措施解除后，实施机构可以通报当事人的所在单位、主管部门、上级单位、有关纪检监察机关、有关行业协会，或者其控股股东、实际控制人等部门、单位。

第十九条 出现下列情形之一，不立即采取本办法第二条第七项至第十四项规定的监督管理措施将严重危害金融秩序、影响金融机构稳健运行、损害公共利益或者出现其他严重危害后果的，实施机构可以当场或者通过电子通讯等方式听取当事人意见，不受本办法第十一条规定的形式和时限限制，存在确实无法联系到当事人等特殊情况的，经实施机构主要负责人批准，不适用本办法第十一条的规定：

（一）证券基金期货经营机构监管指标恶化；

（二）证券基金期货经营机构经营管理情况恶化；

（三）发生重大风险事件；

（四）存在其他重大风险隐患。

第二十条 实施本办法第二条第十五项规定的其他监督管理措施，对当事人权利义务有较大影响的，适用本办法第十一条、第十二条、第十七条、第十九条的规定。

第二十一条 当事人对监督管理措施决

定不服的，可以依法申请行政复议或者依法直接向人民法院提起诉讼。复议和诉讼期间，不停止监督管理措施的执行，法律另有规定的除外。

第二十二条 违法行为被给予行政处罚的，不再采取监督管理措施，但为及时防范风险或者保护投资者合法权益，确有必要采取的除外；涉嫌犯罪的，应当依法移送司法机关处理。

第二十三条 当事人申请适用行政执法当事人承诺制度并完全履行承诺认可协议的，实施机构不再对其同一行为采取监督管理措施。

第二十四条 实施机构工作人员在监督管理措施实施工作中存在失职失责行为，造成重大损失、严重后果或者恶劣影响的，依规依纪依法严肃追责问责。

第二十五条 本办法自 2026 年 6 月 30 日起施行。《证券期货市场监督管理措施实施办法（试行）》同时废止。

二、观点速递

股东失权制度的体系解释与司法展开 | 至正开放麦·华东政法大学 摘自 上海二中院微信公众号

主讲人：李诗鸿

时间：2026年6月5日

2023年修订的《中华人民共和国公司法》第五十二条正式确立了股东失权制度，从除名到失权，从股东与股东之间的关系，演进为公司与股东的关系，体现出了组织法的特性。我想围绕股东失权制度，谈一个相对系统的问题。

表面上看，股东失权只是公司法第五十二条中的一个技术性条文：股东未按期出资，公司催缴，经过宽限期仍不履行，公司经董事会决议发出失权通知，股东即丧失未缴纳出资的股权。但如果放到新公司法资本制度改革的大背景下看，失权制度实际上连接了资本充实、公司治理、责任分配三个层面。今天围绕下列若干问题展开。

一、失权制度的适用条件是否应限于“未按期出资”？

从文义看，公司法第五十二条使用的是“股东未按照公司章程规定的出资日期缴纳出资”。因此，最典型的适用情形，是股东认缴出资到期后没有缴纳，或者没有足额缴纳。

第四十九条也明确，股东应按期足额缴纳出资，货币出资应存入公司账户，非货币财产出资应办理财产权属转移手续；未按期足额缴纳的，还应对公司损失承担赔偿责任。

但问题在于，现实中的出资瑕疵并不只有“到期不缴”。还包括非货币财产出资不实、财产没有实际交付、权属没有转移、估值明显虚高，以及股东已经出资后又抽逃出资等方面。

我认为这里要作类型化处理：

第一类：非货币财产没有交付，或者应办理权属转移而没有办理的，本质上仍属于未全面履行出资义务，可以纳入催缴失权制度。

第二类：非货币财产已经交付，但实际价值显著低于认缴出资额的，不宜直接机械适用失权，而应先经过评估、核实和差额确认。差额能够确定的，可以就差额部分要求补足；经催缴仍不补足的，可以考虑准用失权规则。因为它与“未足额缴纳出资”在功能上是相同的。

第三类：抽逃出资更复杂。公司法第五十三条专门规定，公司成立后股东不得抽逃出资，违反者应返还抽逃出资，造成损失的，相关董监高与该股东承担连带赔偿责任。过去公司法司法解释（三）中的股东除名规则，也曾把“未履行出资义务或者抽逃全部出资”

作为解除股东资格的场合，但最高人民法院相关说明强调，股东资格解除较为严厉，因此限于未履行全部出资义务或者抽逃全部出资，未履行出资义务或者抽逃部分出资并不当然适用。

二、第五十二条不宜当然扩张适用于所有抽逃出资

文义上，第五十二条针对的是“未缴纳出资”，而不是“已经出资后又抽回”。直接适用对象，是到期未缴、未足额缴纳这一类出资义务履行迟延或不完全履行的情形。公司法第五十三条则另行规定“公司成立后，股东不得抽逃出资”，并规定抽逃出资股东返还出资、赔偿损失及相关董监高责任。二者在条文上是分开规定的，二者都破坏资本充实，但法律构造不同。

现实中，抽逃出资的判断复杂，不适合完全交给公司内部程序单方决定。未按期出资相对容易判断：章程约定了出资期限，期限届满，股东是否缴纳，通常可以通过银行流水、验资资料、财产权属登记等材料加以判断。但抽逃出资复杂得多。股东从公司取得资金，未必当然构成抽逃。它可能是借款、交易付款、分红、报销、关联交易、资产转让价款，也可能是虚假交易、循环出资、出资后立即转回。是否构成抽逃，往往需要审查交易基础、资金流向、对价是否真实、公司意思表示是否正当、是否损害公司资本充实等多

个因素。因此，如果允许董事会单方认定“抽逃出资”并直接发出失权通知，就可能把一个高度实体争议问题，交给公司内部机关先行决定。尤其在股东矛盾激烈的有限责任公司中，大股东控制董事会后，可能把普通资金往来、关联交易争议包装成“抽逃出资”，进而压迫小股东。

效果上，第五十二条的法律后果是“丧失未缴出资的股权”，而抽逃出资的核心后果是“返还出资”。抽逃出资股东形式上可能已经完成出资，甚至股东名册、工商登记、会计资料中都显示其已经实缴。此时问题不是“从未取得这部分股权”，而是“取得股权后又违法抽回资本”。因此，最直接的法律后果应当是返还抽逃出资、赔偿损失，而不是当然丧失股权。公司法第五十三条也正是沿着“返还+赔偿+相关责任人员责任”的路径展开。如果简单适用失权，可能反而产生副作用：抽逃股东说，“我不要股权了，也不返还了”，这就会把失权异化为逃避责任的工具。

体系上，股东失权是一种严厉的形成性制裁，应当保持适用边界。失权通知一旦发出，股东自通知发出之日起即丧失未缴纳出资的股权。这是一种非常强的形成性法律后果。被失权股东虽有三十日起诉救济，但在制度结构上，公司内部机关已经先行改变了股东权利状态。正因为后果严厉，所以适用条件应当相对清晰、客观、可操作。

理论上，也有进一步探讨的空间。一般抽逃出资，不宜当然适用第五十二条；但抽逃全部出资，或者抽逃行为导致对应资本完全空洞，经公司催告返还后仍拒不返还的，是不是可以通过司法解释、章程规则或者类推适用失权机制加以处理，值得探讨。

三、宽限期只有六十日下限，没有上限，是否应当限制？

第五十二条规定，宽限期自公司发出催缴书之日起不得少于六十日。这个规定解决的是最低程序保障问题，但没有解决最高期限问题。

如果宽限期过短，股东没有真实补救机会，失权容易成为多数股东压制少数股东的工具；但如果宽限期过长，董事会又可能以“宽限”为名长期怠于催缴，使公司资本空洞持续存在，损害债权人和守约股东利益。

因此，宽限期应当理解为“不得少于六十日，但应当合理”。合理性的判断，可以考虑三个因素：一是出资金额大小，二是出资方式复杂程度，三是公司资本充实的紧迫性。对于普通货币出资，原则上六十日至九十日已经足够；对于非货币财产出资，如涉及评估、登记、审批，可以适当延长；但如果延长明显不合理，董事会可能构成未及时履行催缴义务，并对公司损失承担责任。

从制度完善角度，可以考虑设置一个原

则性上限，例如“无正当理由不得超过六个月”。这与第五十二条后半部分“六个月内未转让或者注销”的处理期限也能形成呼应。

四、失权股权转让后的差额应由谁补足？

需要进一步说明的是，失权股权的转让不能被理解为普通股东之间的私下买卖，而应当作为公司处置失权股权的一项组织法行为来处理。转让方案原则上应由董事会提出，内容至少包括受让人、转让价格或价格形成机制、受让人是否承继并补足相应出资义务、价款支付路径以及未能转让时的后续安排。涉及修改章程、变更股东名册、办理登记或者减少注册资本的，还应按照公司法和章程履行相应的股东会决议、变更登记等程序。

转让价款尤其不应直接支付给被失权股东，更不能被控制股东、董事或者关联方截留。失权股权已经脱离原股东，其处置价款原则上应进入公司账户，优先用于补足该部分股权所对应的资本空缺、弥补公司因迟延出资所受损失及处置成本。若转让价格明显低于合理价值，或者受让人为大股东、实际控制人及其关联方，则应当强化价格公允性审查，并要求相关董事、控制股东说明交易必要性、定价依据和是否存在利益输送。

也就是说，失权股权转让不是“谁控制公司谁低价拿走”的工具，而应当遵循公司利益优先、资本充实优先和程序透明原则。

否则，董事会低价处置、关联受让或者故意不处置，均可能构成董事勤勉义务违反或者控制股东权利滥用。

第五十二条规定，丧失的股权应当依法转让，或者相应减少注册资本并注销；六个月内未转让或者注销的，由公司其他股东按照其出资比例足额缴纳相应出资。如果失权股权被转让，但转让价款不足以覆盖未缴出资，差额由谁承担？

我认为要区分“股权转让价款”和“出资缴纳义务”。股权本身可能有市场价值，也可能没有市场价值；但注册资本项下的出资义务，是公司资本维持的核心。失权股权依法转让时，受让人原则上应当承继该部分股权所对应的出资负担。第八十八条关于未届出资期限股权转让的规则也体现了类似思路：受让人承担缴纳义务，受让人未按期缴纳的，转让人承担补充责任；如果转让的是已经逾期或非货币财产实际价额显著不足的股权，转让人与受让人在出资不足范围内承担连带责任，但受让人善意的除外。

落实到失权制度，较为合理的责任顺位应当是：第一，受让失权股权的人应当补足对应出资。否则，所谓转让只是股权结构变化，并没有解决资本空洞。第二，如果股权低价转让明显损害公司利益，董事会或者实际控制人可能承担勤勉义务、忠实义务责任。第三，原失权股东不应因失权当然免除其因

迟延出资、瑕疵出资给公司造成的损害赔偿。第四，其他股东按比例补缴应是最后兜底，而不是第一顺位责任。否则，制度会演变成不出资者失权离场，守约股东被动买单，这与失权制度的惩戒目的相反。

五、“其他股东”的范围如何理解，大股东滥用权力怎么办？

我倾向于将“其他股东”理解为：在六个月处置期限届满时，公司股东名册中记载的、除被失权股东以外的现有股东。理由是，第五十二条后段责任不是设立阶段责任，而是失权股东未能及时转让或注销之后，为维持资本充实而发生的补充责任。因此，它不当然指向设立时的股东，也不当然指向历史股东，而应指向责任发生时仍处于公司股东结构中的其他股东。

其一，“其他股东”不包括被失权股东本人

被失权股东已经丧失其未缴纳出资部分的股权，如果再要求其按照“其他股东”身份分担相应出资，在逻辑上会混淆“失权责任”和“兜底补足责任”。

其二，“其他股东”原则上是现有股东，而不是设立时的股东

第五十条规定的是设立时股东之间的资本充实连带责任；第五十二条规定的是失权股权无法处置时的后续补足机制。二者功能

不同，不能简单混同。设立时其他股东是否承担责任，要看是否存在设立阶段未实缴、非货币出资显著低估等情形；第五十二条下的其他股东补缴责任，则是补充性责任。

其三，“按照其出资比例”应理解为其他股东之间的内部负担比例，而不是允许章程任意排除的任意性规则

因为该规则关系到公司资本充实和债权人保护，不能简单通过股东之间约定把补足风险全部转嫁给少数股东。当然，股东之间可以作内部追偿或特别补偿安排，但这种安排原则上不能对抗公司和公司债权人。

大股东滥用权力怎么办？特别要警惕制度异化：大股东控制董事会，选择性催缴、选择性失权、低价处置失权股权，甚至故意不转让、不减资，最后把补缴责任转嫁给其他股东。这种情形下，失权制度就不再是资本充实工具，而会变成控制股东压迫小股东、重塑股权结构的工具。如果大股东利用其控制地位推动失权，目的不是为了补足资本，而是为了排挤小股东、稀释其权益、夺取其商业机会，就应落入股东权利滥用的规制范围。公司法明确规定，股东不得滥用股东权，否则应承担赔偿责任。

失权由董事会启动。董事并不是大股东的代理人，而是公司机关成员，对公司负有忠实义务和勤勉义务。公司法第一百八十条

明确规定，董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务；虽不担任公司董事但实际执行公司事务的控股股东、实际控制人也负有忠实义务和勤勉义务。如果董事会明知失权条件不具备，仍按照大股东意志作出失权决议，或者故意低价转让失权股权，造成公司或股东损失，董事可能承担赔偿责任。公司法还规定，控股股东、实际控制人指示董事、高级管理人员从事损害公司或股东利益的行为的，与该董事、高级管理人员承担连带责任。

总结来看，股东失权制度的核心，不在于“失权”二字，而在于“资本责任如何重新配置”。它既要让不出资股东付出代价，也要避免公司资本长期悬空；既要保护公司和债权人，也要防止多数股东借失权压制少数股东；既要提高公司内部治理效率，也要提供最低限度的司法救济。只有这样，股东失权制度才能真正从一个技术性条文，成长为新公司法资本制度和公司治理制度之间的重要连接点。

董事催缴出资义务的实现路径与责任承担 摘自“中国上海司法智库”微

信公众号

作者：薛妮 上海市第二中级人民法院商事审判庭法官助理

时间：2026年6月23日

【摘要】董事催缴出资义务是公司资本制度的核心问题，关乎公司资本充实、债权人利益保护以及公司治理的有效性。本文通过对董事催缴出资义务的实现路径及责任承担机制系统分析，厘清《公司法》第51条董事催缴规则的规范逻辑与实践困境。首先，明确董事催缴出资义务的法理基础源于董事所负的勤勉义务与公司资本充实原则。其次，在实现路径与责任承担上，《公司法》第51条搭建了催缴出资的基本框架，包括核查出资情况、书面催缴出资的形式要求，以及相应的董事责任承担。然而，回归商业实践与司法认定时，仍存在多方面问题。譬如，在实现路径方面，催缴出资的适用情形与具体程序并不明确；再如，在责任承担方面，损失范围、因果关系等构成要件的认定标准不一、新法与旧法请求权主体与适用范围交叉重叠、终局性责任承担主体不明等问题亟待解决。总之，催缴出资规则仍有待实践检验以进一步充实完善，从而在指引商业实践的同时，实现维护公司资本充实的核心目的。

一、问题的提出

公司作为市场经济重要主体，其资本充

实程度关乎经济活力与交易安全。股东在认缴资本制下享有的出资期限利益与债权人在商事外观主义下的信赖利益间的冲突需予以平衡——股东届期未出资实质上构成对公司资金乃至信用的负债，导致公司资本难以维持充实，并损害公司、股东及债权人等多重主体利益，故该问题亟待体系化解决。在《公司法》第51条引入催缴出资规则前，司法实践对董事是否基于勤勉义务负有催缴出资义务的立场，已从不支持转向支持。《公司法》第51条构建的体系化规则，核心突破在于确立董事会为法定催缴主体，明确核查与催缴义务，并对未及时履职且造成损失的董事课以赔偿责任，不仅契合董事会中心主义原则，也为公司维持资本充实增强了法律保障。

然而，回归商业实践与司法认定，仍面临多重解释困境：一是适用情形是否包括出资不实及出资加速到期等；二是在催缴程序方面，公司内部对催缴出资决策的启动权归属与选择权有无之问题；三是在催缴出资责任的构成要件方面，与一般侵权责任的异同、对权利主张主体即请求权主体与义务承担主体即“负有责任的董事”的理解，以及终局性责任承担主体。

鉴于《公司法》第51条两款分别规定催缴出资规则的适用情形和具体程序以及催缴出资责任，本文将相应以实现路径与责任承担为主线展开探讨，着力厘清上述问题。

二、催缴出资义务的实现路径

（一）适用情形

根据《公司法》第51条文义，董事向股东催缴出资的情形仅限于“发现股东未按期足额缴纳公司章程规定的出资”之情形。然通观公司法涉及出资情形的规定，除以货币出资的一般情形外，还包括以非货币出资、出资加速到期等。因此，对于“发现股东未按期足额缴纳公司章程规定的出资”的具体解释，以及与其他出资规则的衔接等问题尚不清晰，不免对应否向股东催缴出资产生疑问。

首先，关于以非货币出资。有观点认为，股东以非货币财产出资而该非货币财产的实际价格显著低于认缴出资额即出资不实，应与股东以货币出资而届期未缴之情形有所区分，不属于《公司法》第51条规定的情形，理由有二：从《公司法》修订过程来看，立法者有意排除此情形；从立法体系来看，就出资不实问题已有行之有效的规则，且司法实践已有成熟的审判逻辑，不应贸然将已有成果与催缴出资规则接轨。但也有观点认为，董事应核查非货币财产是否转移至公司名下，以及其认可评估作价结果是否足以构成合理信赖。

笔者认为，其一，从立法目的而言，催缴出资制度旨在充实公司资本，出资不实必然损害公司利益，且以非货币财产出资因同样

可认缴，亦无法避免发生股东未按期足额缴纳的情况，仅因属于出资不实即豁免责任，将导致立法目的落空；其二，以非货币出资相关瑕疵包括未转移交付、实际价额显著低于认缴额。对于前者，毫无疑问应予催缴。对于后者，当且仅当价额“显著低于”认缴额时方可认定为出资不实，同时根据《公司法解释三》第9条，是否构成出资不实需经评估作价方可判断，故从切实督促董事勤勉履职的角度出发，若要求董事进行全面核查，徒增经济成本且对董事亦过于严苛，适得其反，但若董事依据其自身专业知识或依据专业评估结果能够发现非货币财产实际价额存在明显异常的，应当进行核查催缴。

其次，关于股东出资加速到期。有观点认为，催缴出资规则同样适用于股东出资加速到期情形，因《公司法》第54条“提前缴纳出资”的要求实质上使得公司对股东的出资请求权得以提前实现，符合《公司法》第51条规定的“未按期缴纳”之条件。也有观点指出，董事在出资加速到期情形中是否负有催缴义务，不能一概而论，在诉讼加速到期情形下，裁判文书发挥着催缴出资功能，董事无需履行催缴义务；而在自治加速到期情形下，股东出资是否加速到期取决于公司的商业判断，董事会应当基于公司的偿债能力、融资能力以及经营状况进行综合判断，在公司做出股东出资加速到期的商业判断后，应

当执行这一决议。

出资加速到期确属例外情形，并非如公司章程明确载明的股东出资期限届期之情形一般具有可预见性，尤其是诉讼加速到期情形。例如，瓦戈科技公司案中，法院认为按照一般审慎者处于相似位置下在类似情形中所表现出的勤勉主义程度来看，从债务人破产情形出现到清算的期间十分有限，不能以严苛的标准认定董事以消极不作为的方式构成对董事勤勉义务的违反。又如中安供应链公司案中，法院认为股东出资系基于公司进入破产清算程序而拟制的加速到期，不应苛责董事履行催收义务。再如汉维公司案中，法院认为即使存在股东出资加速到期的特定情形，董事是否因此而负有催缴义务，法律亦无明确规定，故在此情形下，不应赋予董事过重的责任，否则将导致权利义务的失衡，进而挫伤董事履职的积极性。

然而，在自治加速到期情形下，公司经营管理活动系受包括董事会等自治组织机构控制，并由其分析资金状况，公司根据增强债务清偿能力的实际需要，可依法作出股东提前缴纳出资的决策。在分析决策过程中，董事会作为核心参与主体，显然清楚公司经营情况，理应对股东出资期限因自治加速到期而需提前向其催缴之义务有所预期，且此预期应是愈清晰乃至十分确定的。

因此，笔者认为，对诉讼加速到期情形，

因诉讼进展并非完全受公司自主控制，还受司法机关、债权人等外在客观因素影响，故应审慎认定董事未履行催缴出资义务；但对自治加速到期情形，前期分析决策过程已给予董事会充分时间、信息分析核查出资情况，一经自治加速到期的决策作出，即应履行催缴义务。

（二）催缴程序

根据《公司法》第51条，催缴程序具体可分为核查发现、催缴通知前后两个程序。

首先，对于前期核查发现程序，明确规定应由董事会对股东的出资情况进行核查，也即此系董事会集体行为。即便在实际核查过程中，是由其中个别董事开展检查文件、核对财务资料等工作，但根据董事会的机构属性、议事方式，其仍应就上述工作结果向董事会汇报，再由董事会集体以决议方式确认是否有发现股东存在未按期足额缴纳出资的情况。

其次，对于后期催缴通知程序，应由公司发出书面催缴书。从股东与公司的出资法律关系而言，出资是股东对公司的义务，股东是否已完全履行出资义务，确应由相对方公司进行核查和催缴。但是，公司是虚拟法人，催缴通知行为需通过代理或代表落实到具体的个人或组织方能执行，而通知与否直接关涉催缴出资程序是否对外发生效力，故

本质上此系催缴出资决策的启动权归属问题。由于《公司法》第51条并未明确规定，目前存在股东会说、董事会说、法定代表人说以及总经理说等观点。

一方面，依照商事精神之下的私法自治原则，公司自治是公司治理有机组成部分，任意性法律规范不同于强制性规范，应当尊重当事人的意思表示，允许当事人对任意性规定做出相反的意思表示。鉴于法律对催缴出资决策的启动权归属问题并未作强制性规定，则应属公司自治范畴，理应允许公司在章程或其他有效内部文件中自行制定比法律更具体详细可行的规则，可视为公司对个人或组织的授权。具体而言，在前期核查发现程序结束后，公司章程或其他有效内部文件可规定，由股东会、董事会根据核查情况自行或另行授权发出催缴通知，即启动权即归属于股东会、董事会，则股东会、董事会应通过决议表达其对股东进行催缴的意志；也可规定，应由个别董事或其他个人如总经理等发出催缴通知。

但另一方面，实践中更常见的情况是公司对此未作任何规定，即未进行授权。此时，若不能准确识别启动权归属，则或引发董事等高管相互推诿的情况，也增加认定责任董事的障碍。鉴于在公司各内部组织机构之间，董事会是最重要的管理机构和经营决策机构，负责公司经营业务的决策与执行，对公司的

资金情况和经营状况最为了解也最需要了解。同时，就催缴程序而言，董事会负责前期核查发现工作，在公司内外最可能掌握真实出资情况。因此，董事会此时应是催缴通知主体，这不仅符合公司治理需要，也有助于加强董事会中心主义。

与之相关的问题是，前述催缴通知主体是否享有决定催缴与否的选择权。有观点认为，应基于公司内外的不同关系而建立不同的催缴制度：在不涉及外部债权人利益时，应赋予催缴出资自治权；但若涉及，则必须向股东催缴出资。在《公司法》第51条已明确催缴出资规则的基础上，此观点有待商榷。虽然，从公司治理角度，股东违反出资义务时，公司可以根据自身实际情况进行选择，包括向未出资股东催缴出资并要求发起人、董事等主体在法定情形下承担相应责任，以及协商延长出资期限、限制股东权利、除名股东等。但《公司法》第51条制定的催缴出资规则的目的在于维持公司资本充实，确保具体且真实的公司财产状态，并明确公司内部特殊治理主体在出资瑕疵方面的责任，从而实现保护债权人利益的目的，故催缴出资是首要且必要的义务，并无由商业判断自由选择的空间。并且，催缴出资义务亦是董事勤勉义务在维护公司资本充实方面的具体表现形式，董事负有的是为公司的最大利益尽到管理者通常应有的合理注意的义务，而非

权利。况且，向股东催缴出资，并不妨碍同时选择其他可行方式共同解决未出资问题。

三、催缴出资责任

（一）构成要件

董事催缴出资责任系因未尽勤勉义务而产生，在性质上属于侵权责任，其构成要件与一般侵权责任基本相同。

关于客观行为，即未履行催缴出资义务。其一，催缴出资义务系勤勉义务的具体化，故董事应为公司的最大利益尽到管理者通常应有的合理注意，属于过程性、程序性和行为性义务，而并不以结果为判断标准。就催缴出资义务而言，应以是否实际有效履行职责为判断标准，即对法定情形是否予以催缴以及催缴后是否采取合理措施解决出资问题。其二，勤勉义务虽为法定义务，但同样具有意定色彩。法律对公司治理的一般性规定外，公司可以在章程或其他公司内部文件中进行特别设置，从而形成职责分工、权力配置分明的组织架构，董事应根据法定和意定相结合的职权设置履行其催缴出资义务。但若法律法规、公司章程或其他公司内部文件均未有所规定，还可结合公司治理特征和商业惯例等分析判断。总体而言，董事会作为核查义务主体，应通过调查收集详尽充分且真实可靠的信息资料为催缴出资决策提供参考，并就解决未出资问题的可行性方案作细致分

析。

关于损失的认定，关系到催缴出资规则能否压实相关主体的法律责任及威慑机制。如果认定范围过于局限，无法起到督促董事履行催缴出资义务，反之则可能导致董事责任畸重，不符合权责统一原则。一般侵权责任的保护对象为“民事权益”，包括财产权等绝对性民事权利和部分纯粹经济损失等部分民事利益。针对催缴出资责任，因与公司利益相关，损失认定具有一定特殊性。

其一，应明确董事承担的催缴出资责任独立于股东承担的出资责任。董事仅是出资义务的监督者，并非出资义务的履行者，董事违反的是其勤勉义务所衍生的催缴出资义务，股东违反的是其出资义务，义务性质不同，责任范围亦不同，即董事催缴出资责任范围，不等同于股东出资责任范围，而应当是董事怠于履行催缴出资义务本身对公司造成的损失，是除股东未出资外的其他损失。斯曼特案中，第一次再审法院认为，股东欠缴的出资即为公司遭受的损失，六名董事消极不作为与股东欠缴出资行为共同造成损害的发生、持续，判决六名董事对未到位出资承担连带赔偿责任；第二次再审法院明确董事责任不同于股东出资义务，其承担责任的本质是因违反勤勉义务所生的过错赔偿责任，而非法定或约定的连带清偿责任，故应否定“连坐式”的追责方式，避免因个别股东失

信行为过度加重董监高的正常履职风险，改判为负有过错责任的三名第一届董事会董事对公司损失的10%共同承担赔偿责任。

其二，关于纯粹经济损失，由于具有不确定性、难以预见，在一般侵权责任中原则上不作为侵权客体予以救济。有观点认为，基于董事与公司间的指向公司运营和管理的委任法律关系，董事违反勤勉义务所造成的纯粹经济损失不再完全难以预见，而关键在于如何衡量董事违反勤勉义务的行为对形成纯粹经济损失的原因力大小。笔者认为，就催缴出资责任而言，损失范围应至少包括公司对相应出资的期限利益即利息损失和资金占用费、因不能清偿债务而涉诉的相关支出如诉讼费用等，以及因资金不足而贷款或融资等费用。而对于商业机会是否属于该条规定的损失，尚存争论，且实践中对此亦较少明确支持，主要原因在于商业机会的得丧是公司内外多因素综合影响的结果，与董事未履行催缴出资义务间的因果关系模糊不明。

同时，因不同于一般侵权责任，董事与公司间事先即存在委任关系，无论是财产权损失还是纯粹经济损失，可参考适用《民法典》第584条的可预见性规则和损益相抵规则，以平衡董事在商事领域范围内的行为自由与公司利益保护。以及，因股东对公司出资系给付义务，故当股东违反出资义务即构成对公司的违约，可类推适用《民法典》第

591条守约方减损规则，公司作为守约方，负有防止损失扩大的义务，而董事会作为催缴责任主体应采取适当措施向股东催缴出资，否则相应扩大的损失就是董事应承担的损失范围。

此外，有学者提出“维持公司程式的利益损失”的概念并将其界定为董事偏离勤勉义务的行为所导致的公司利益损失，认为董事未尽义务虽并未对公司造成损失，但已制造损失风险，若对此继续放任则始终可能酿成实际损失。相关地，也有学者指出，不同于侵权责任重在赔偿受害人损失，董事赔偿责任还应关注对董事的合理惩戒。据此定义下的“维持公司程式的利益损失”指向的并非填补性的实际损失，而是具有惩罚性的赔偿。对此，笔者认为，一方面，与商业判断规则同理，司法应避免过度介入公司治理，在公司实际未受有损失的情况下，是否惩戒相关董事应交由公司自行处置，而不对《公司法》第51条第2款规定的“损失”作扩大解释；另一方面，即使将“维持公司程式的利益损失”计入损失范围，并基于董事薪酬与勤勉义务间的对价关系，以“相关董事从公司获取的年度报酬的一定比例”作为计算方式，而比例取决于董事实际履职行为偏离勤勉义务要求的程度，司法实践中对赔偿额度的具体计算仍属难题，因不仅牵涉董事薪酬，还需结合大量公司治理规则乃至商事惯例进行

判断。因此，相对而言，此种“损失”更适合交由公司自行判断追究与否。

关于因果关系，董事未履行催缴义务行为与公司损失结果间的因果关系应采“若非标准”的认定方式，即若非董事违反催缴出资义务，则公司不会遭受损失。换言之，若董事证明即便其及时履行催缴出资义务，公司依然会遭受损失，则二者不存在因果关系。实践中，因果关系的认定是兼具事实查明与法律判断的问题，需针对个案具体分析。斯曼特案第二次再审中，法院改判排除了除第一届董事会成员之外的其他三位董事的责任，就是将有能力催缴而未催缴与无能力催缴的合理不作为予以严格区分，其中前者系因存在主观过错而担责，后者系因缺乏因果关系而免责。同时，笔者认为，虽然如前所述，董事催缴出资责任的损失赔偿范围，应当是其怠于履行催缴出资义务本身对公司造成的损失，是除股东未出资损失外的其他损失，但该案中胡秋生等三名董事兼具公司董事及股东董事的双重身份，这一特殊事实表明其对于股东欠缴出资导致公司遭受资本不充实的损失具有一定的原因力，也就为其未履行催缴义务行为与公司遭受资本不充实的损失间因果关系的成立提供了基础，董事与股东在此意义上构成共同责任，因此最终法院判决其对股东未出资部分承担10%的责任，依据充分。

（二）法律效果

1. 请求权主体范围

《公司法》第51条第2款与《公司法解释三》第13条第4款同样涉及董事因出资未到位承担基于勤勉义务的责任。但两规定并不完全一致，主要存在以下两点区别：

第一，适用情形存在部分交叉重叠。《公司法》第51条第2款的适用情形为“发现股东未按期足额缴纳公司章程规定的出资”，包括如前所述的以货币或非货币出资届期未缴情形、出资加速到期未缴情形以及未增资情形，《公司法解释三》第13条第4款的适用情形为“股东在公司增资时未履行或者未全面履行出资义务”，即前者适用范围包括后者，而后者仅适用于增资情形。

第二，请求董事承担催缴出资责任的主体范围存在部分交叉重叠。《公司法》第51条第2款规定，“给公司造成损失的，负有责任的董事应当承担赔偿责任”，据此文义，仅公司有权以此为据向相关董事主张损失。

《公司法解释三》第13条第4款规定，“依照本条第1款或者第2款提起诉讼的原告”，即请求未出资股东向公司依法全面履行出资义务的公司或者其他股东，或请求未出资股东在未出资本息范围内对公司债务不能清偿的部分承担补充赔偿责任的债权人。二者相比，后者适用的请求权主体范围包括前者，

前者仅赋予公司请求权。

以上两部分交叉重叠所产生的法律适用结果是债权人、其他股东仅有权就《公司法解释三》第13条第4款中的未增资这一种情形向董事主张赔偿。但在司法实践中，对于《公司法解释三》第13条第4款是否仅适用于未增资情形，存在不同观点，尤其是《公司法》第51条引入催缴出资规则后。

在汉维公司案中，法院认为虽然司法解释仅规定增资情形下的董事催缴义务，但从董事勤勉义务内涵、董事职能定位及公司资本制度重要性的角度，董事向未履行或未全面履行出资义务的股东催缴出资，属于董事勤勉义务的应有之义。

相反，在强鼎第公司案中，债权人请求董事就股东届期未出资行为承担责任，法院提炼裁判要旨并认为司法解释的适用前提是公司增资时，公司增资与公司设立时出资系属不同法律关系，但同时认为，基于司法解释的权利主张路径，应当赋予公司债权人依照《公司法》第51条向负有责任的董事主张赔偿的权利。

可见，上述两案判决为保护债权人利益，或对《公司法解释三》第13条第4款的适用情形，或对《公司法》第51条的请求权主体范围作扩大理解。然而，《公司法解释三》第13条第4款与《公司法》第51条第2款的

责任基础是否同一，不无疑问。有学者指出，依据《公司法》第51条第2款，董事担责逻辑在于其未履行勤勉义务，应就由此对公司损失承担责任；而依据《公司法解释三》第13条第4款，董事担责逻辑在于“债权人对股东未履行出资义务的代位权——董事未履行催缴义务——董事承担不真正连带责任”。也就是说，两种责任的逻辑起点存在差异，承担责任的对象也就明显不同。

在《公司法》第51条明确引入催缴出资规则后，与《公司法解释三》第13条第4款间的关系有待厘清。根据《公司法解释（征求意见稿）》第27条第2款，公司债权人以董事为被告、公司为第三人，请求该董事在对公司造成损失范围内对其到期未实现的债权承担责任的，人民法院不予支持，但是法律、本解释另有规定的除外。这在请求权主体范围方面完全改变了《公司法解释三》第13条第4款的理念，未认可债权人对董事的直接请求权。

笔者认为，一方面，根据《公司法解释三》第13条第4款，董事、高管向债权人承担责任，是因其未尽勤勉义务而使出资未缴足，即并不仅限于董事怠于履行催缴出资义务，且该条款暗含有股东继续履行出资义务且债权人诉请其承担补充赔偿责任的适用前提。反观，《公司法》第51条第2款使董事负担的仅是催缴出资义务，且赋予的是可单独向

董事主张的请求权，并不以债权人诉请的提出与实现为前提条件，也就并不意味着股东继续履行出资义务，这也是因为董事催缴出资责任独立于股东出资责任，在一般情况下，董事怠于履行催缴出资义务的行为与公司遭受资本不充实的损失间不成立因果关系，董事对股东的出资责任承担不真正连带责任并无法律基础。因此，《公司法解释三》第13条第4款与《公司法》第51条第2款的适用情形、前提存在差异，不能简单因前者赋予债权人请求权而直接扩大第51条第2款的请求权主体范围至债权人。另一方面，董事与公司间属于公司内部关系，催缴出资规则重在解决公司内部治理问题，故为避免债权人直接介入公司内部治理，应阻断债权人对董事的直接请求权。况且，债权人还可向公司及其股东主张清偿债务，而公司若无法清偿债务，可采取向董事追责等措施增强资金能力。因此，并无赋予债权人直接诉请董事承担催缴出资责任之必要；但基于代位权规则，一旦董事对公司的催缴出资责任经生效裁判确定，债权人有权向董事主张清偿债务。

2. 责任承担

首先，“负有责任的董事”应当承担催缴出资责任。对“负有责任的董事”的理解，目前能够形成共识的是应当审查各董事职权范围、职责分工、表决情况，不应不加区分地要求全体董事承担相同的责任，如外部董事、

未承担相关职责的董事、就催缴事宜表决同意的董事不应被涉及。总体而言，对董事催缴出资责任的审查，应当坚持权责统一的理念，斯曼特案第二次再审结果亦反应了这一点。

其次，关于损失承担的终局性问题，主要包括两种情况：一是董事承担赔偿责任后是否有权向未出资股东追偿；二是涉及多个董事的，如何确定董事与公司之间以及各董事内部的责任。

第一，关于董事承担催缴出资责任后能否向未出资股东追偿。有观点认为，由于向公司承担出资义务的是股东，董事承担责任后，可以向未出资股东进行追偿。笔者认为，董事承担责任后不应向未出资股东追偿。

其一，从责任基础而言，董事违反的是有关勤勉义务的催缴出资义务，即董事存在失职行为，而股东违反的是出资义务，即股东存在违约行为，义务性质内容均不同。因此，董事催缴出资责任与股东出资责任，分别为不同法律关系而产生的责任，自无抵销之可能。董事对于其失职行为理应自担风险。

其二，在赔偿结果方面。如前所述，催缴出资责任的损失范围包括利息、诉讼费用、贷款或融资费用等纯粹经济损失。一方面，从未出资股东视角观察，根据有限责任原则，在未被除名的情况下，即使其未按期出资，

也应仅以其认缴出资额为限承担有限责任。若允许董事向未出资股东追偿除未出资额本息之外的其他损失，无论股东继续承担出资义务，或依法丧失股权，其承担的责任已然超出有限责任原则要求的范围。另一方面，从责任董事视角观察，若允许其追偿因自身失职行为向公司赔偿的损失，则实际上产生了允许其将催缴出资责任后果转嫁给未出资股东的效果，削弱了催缴出资制度的威慑力，无法达到督促董事为公司最佳利益行使职权，维护公司资本充实的立法目的。

另外，关于《公司法解释三》第13条第4款中董事对股东的追偿权。如前所述，此条款与《公司法》第51条第2款的适用情形、前提存在差异，故责任承担内容、范围亦相应有所不同，是否可追偿应综合责任基础、赔偿结果等方面分别分析判断。

第二，关于多位责任董事内外责任分配问题。一方面，根据《民法典》第1168条，多数人共同侵权，应当承担连带责任。催缴出资义务主体均为董事会成员，职责划分清晰且共同经营公司，具有承担连带责任的基础；但另一方面，基于对“负有责任的董事”的理解，根据权责统一的理念，各董事承担的责任大小应有所区分，可适用《民法典》第177条。因此，较为合理的责任分配方式是各董事对外向公司承担连带责任；对内承担按份责任，能够确定各董事责任大小的，各董

事按照比例承担相应责任，难以确定责任大小的，各董事平均承担责任。

结语

催缴出资规则旨在维护资本充实相关的公司治理体系化问题。首先，适用情形应包括出资不实情形及出资加速到期情形，但个案中应具体分析审慎认定，综合考量董事权责边界及商业实践背景，避免过于苛责。其次，针对催缴出资程序的启动权与选择权问题，公司并无选择催缴与否的自由，同时，基于董事会中心主义的治理逻辑及集体决策的正确性优势，催缴出资决策应以经董事会决议为原则，但根本解决路径在于引导公司通过章程或内部文件细化具体程序。再次，面对责任认定精细化难题，务必明确严格区分董事催缴出资责任与股东出资责任，同时关注催缴出资责任与一般侵权责任的区分，从而合理认定损失范围与因果关系。最后，在请求权主体方面，建议阻断债权人对董事的直接请求权；在责任承担方面，各责任董事间应内外有别，对内承担比例责任，对外承担连带责任，而责任董事无权向未出资股东追偿。

股东出资加速到期的适用条件与权利实现 摘自“中国上海司法智库”微信公众号

作者：贺 幸 上海市高级人民法院商事
审判（破产）庭三级高级法官

日期：2026年6月12日

股东出资加速到期是认缴资本制下约束股东出资责任、维持公司资本充实与保护债权人利益的一项重要制度安排。2023年修订的《公司法》第54条正式在法律层面确立了股东出资加速到期制度，对股东出资加速到期的应用场景突破了《企业破产法》第35条、《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（二）》第22条第1款及《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《九民纪要》）第6条框架下破产、清算以及具备破产原因而不申请破产、恶意延长出资期限两种例外情形的限制，将股东出资加速到期制度一般化，这对于解决长期以来认缴资本制下对股东出资期限利益与公司、债权人利益保护失衡问题具有重要意义。

在注册资本认缴制下，出资加速到期制度是平衡公司、债权人利益与股东期限利益的关键机制，其适用过程本质上是不同主体间法益冲突的权衡。《公司法》第54条规定的内容总体较为原则，对条款的具体理解与适用存在争议，较为集中地体现在加速到期具体适用条件的把握、权利主张实现路径的展开等。此外，《公司法》第54条同时规定了公司与债权人向股东主张出资加速到期的

权利，不同的权利主体主张股东出资加速到期的适用规则是否应有差异，亦值得探讨。本文试结合司法实践中的疑难问题，从系统思维下公司法与民事诉讼法的协同实施角度，对加速到期制度进行探讨与分析。

一、公司与债权人请求加速到期的类型 区分及适用逻辑

股东出资加速到期属于股东出资义务范畴，出资义务的相对人为公司，在约定或者法定条件下，公司要求股东提前履行出资义务的权利属于股东出资加速到期的正常实现路径；所涉法律关系亦应限于公司与股东、股东与股东之间的内部关系。《公司法》第54条将主张股东出资加速到期的权利主体扩张至债权人，赋予外部主体原应属内部关系主体行使的权利。公司与债权人两类权利主体行使股东出资加速到期请求权背后的逻辑并不相同。

（一）公司请求加速到期的适用逻辑

公司请求股东出资加速到期属于公司内部争议，关于公司对股东的加速到期请求权，其适用逻辑主要基于以下两点：

其一，股东权利不得滥用。股东的出资义务兼具约定性与法定性。公司是公司所有人与其他人之间合意的产物，我国公司资本制度从实缴资本制到认缴资本制的变化正是契约主义在公司法中的体现，认缴制下股东

依法享有章程约定的出资期限利益。根据《公司法》第21条规定，股东不得滥用权利损害公司及其他股东利益，在公司利益面前，股东出资期限利益并非具有绝对性。期限利益并不是刚性的，其可能随着周围环境的变化而发生变化。公司资产系公司维持独立人格的物质基础，当公司丧失清偿能力时，其维持独立人格的物质基础面临丧失，股东享有的出资期限利益应让步于公司生存发展权，如股东仍固守出资期限约定而不愿充实公司资本，属于滥用股东权利。当资本不足而危及公司经营时，公司作为独立法人基于资本充实原则和意思自治可要求未届期出资义务提前到期。

其二，股东对公司的扶助义务。股东对公司的扶助义务并无明确的法律条款规定，而是源于民商法中的诚实信用原则。股东对公司的扶助义务系股东创设或者投资公司的衍生义务，股东作为公司的成员，基于人合性、公司整体利益和社会责任，当企业面临经营危机时，具有纾困义务，这是构建健康、可持续的公司治理生态的内在要求。股东扶助公司义务，包括在公司出现流动性障碍时，股东应提前履行自己的出资义务。

（二）债权人请求加速到期的适用逻辑

股东有限责任与公司法人人格独立两大公司法基石原则将股东的出资责任与债权人隔离，股东以其出资额为限对公司承担出资

责任，股东出资构成公司财产，公司以其财产独立对外承担责任。债权人请求股东出资加速到期突破了公司法人人格独立原则下的责任隔离，该制度设计是大民事法在公司法运行效果冲击一般民事交易秩序的背景下，对公司法作出的外部补丁。故对债权人主张出资加速到期请求权背后的法律适用逻辑宜回归到民事法律体系进行解释，对此主流观点亦存在变迁，即侵权责任说和代位权说。

侵权责任说认为，股东未对公司履行出资义务导致公司缺乏清偿能力，进而导致公司债权人的债权不能清偿，是对公司债权人的一种侵权，过去我国长期采用该学说。然而侵权责任说在具体适用过程中，特别是过错与因果关系两个构成要件的认定上存在缺陷。从过错认定看，侵权责任的成立要求股东对于未缴纳出资存在过错，然而认缴制下股东享有出资期限利益，在出资期限尚未届满的场合，股东未缴纳出资的行为难以满足存在过错这一条件，也不能认定为因过错实施了导致公司债权人债权不能实现的侵权行为。从因果关系认定看，侵权责任成立要求公司债权人债权不能受偿系因股东未出资直接导致，事实上，公司不能偿债受公司偿债意愿、资产流动性、公司决策错误、经营不善等多种因素影响，股东并非均参与公司经营管理，公司不能偿债不能当然地归因于股东未缴纳出资。侵权责任说在股东出资加速到

期法律适用中的局限性日益显现。

代位权说认为公司对股东享有出资债权，当法律规定的加速到期情形出现时，股东丧失期限利益，公司对股东享有的出资债权到期，债权人可基于代位权要求股东履行出资义务。通过代位权说解释债权人主张股东出资加速到期的法理基础似乎更符合内部出资关系与外部债权债务关系衔接的内在法律逻辑。目前代位权说已成为债权人主张股东出资加速到期法理基础的主流观点。

二、股东出资加速到期的适用条件

《公司法》第54条规定股东出资加速到期的前提条件为“公司不能清偿到期债务”，该适用条件相较《九民纪要》第6条中公司经“人民法院穷尽执行措施无财产可供执行，已具备破产原因”标准大为宽泛。公司法对股东出资加速到期的适用条件从破产标准转变为公司处于不能清偿到期债务的事实状态足矣，此时对于“不能清偿”内涵标准的把握成为关键。公司与债权人作为权利主体要求股东提前履行出资义务，所涉法律关系与适用法律逻辑并不相同。公司作为权利主体主张系基于组织内部关系，债权人作为权利主体主张系基于外部交易关系，两者对于公司经营情况与财务状态的判断能力、与股东之间的权利义务关系、行权条件等均存在差异，故对股东出资加速到期的适用条件宜根据不同权利主张主体分别讨论。

（一）公司请求加速到期的适用条件

公司对股东享有的出资债权系直接债权，故公司作为权利主张主体时，仅需考虑股东出资加速到期的实体条件，即公司不能清偿到期债务。

基于公司与股东之间是组织内部关系，对于公司利益与股东利益的冲突抉择亦应从内部关系的根源进行考量。公司脱胎于股东契约，就公司与股东及股东之间的内部关系而言，各方契约利益是须重点考量的因素，对于“不能清偿到期债务”的认定不能以公司的主观判断为标准，而应注重审查该事实存在的客观性。当公司的债务问题不能得到妥善解决，影响到公司的正常生产经营与存续时，股东提前履行出资义务也就具有必要性，故还应注重审查公司请求的必要性。具体而言：

第一，“不能清偿到期债务”的事实应具有客观性。有观点认为不同于外部债权人，公司作为内部人对“不能清偿到期债务”的判断可采用“商业判断”标准，即只要公司能够确定该事实即将发生，为避免债务违约，股东就应基于其对公司利益的促进义务放弃期限利益。对此笔者认为，首先，在现代企业所有权与经营权分离较为普遍的情况下，并非所有股东均参与公司经营，实践中“商业判断”的合理性极难把控，亦可能会导致公司管理层或者部分股东利用其信息优势地位

或者大股东地位，促成本不应该出资加速到期的股东提前履行出资义务的道德风险。其次，公司债务预期违约风险的解决可以通过公司自治机制实现，如召开股东会修改章程中的出资期限。在召开股东会的过程中，各股东可以共同参与到公司是否可能发生预期违约、公司是否具备偿债能力、未及时偿债可能发生扩大损失风险的商业判断中，避免信息不对称，进而对是否放弃自己的期限利益作出决策，此路径实现并不依赖于《公司法》第54条的规定。故对债务到期的发生和公司不能清偿，以采事实上的客观标准为宜。

第二，“不能清偿”认定标准的把握须有别于破产标准。《企业破产法》第2条规定了破产标准，即“资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力”，而《公司法》第54条的立法目的在于恢复公司的偿债能力，清偿到期债权人的债权，在不能清偿到期债务的条件中，无论是清偿债务范围还是缺乏清偿能力的认定标准，均不同于企业破产法的破产条件要求。具体到纠纷处理中，公司通常依据资产负债表、审计报告等财务资料主张公司资不抵债或者缺乏清偿能力，但在目前的经济社会中，公司负债经营已属常态，不能仅凭某个时间点公司的资产负债表显示的亏损情况进行判断，而应重点审查公司的现金流情况，结合公司亏损持续时间、损益波动性、其他资产的短期变现难度、到期债

务的金额等因素，综合认定公司的清偿能力。一方面，公司资产负债表、审计报告等虽显示所有者权益为负，但是公司的现金流足以覆盖到期债权，或者现金流虽不足以覆盖到期债权，但其他资产可以覆盖到期债权，公司对于其他资产难以变现不能作出合理说明的，对公司要求股东出资加速到期的请求可以不予支持。另一方面，公司虽然资产大于到期负债，但缺乏现金流，资产属于固定资产、应收账款、存货等不易处置的财产，公司通过抵押融资、追讨应收账款、变卖资产等措施，但仍无法有效清偿到期债务的，可以认定为缺乏清偿能力。

第三，股东出资加速到期确有必要性。公司作为外部债权债务关系与内部出资关系的链接者，对外应对外部债权承担第一顺位的清偿责任，对内对股东行使出资请求权亦应受其章程等约定的出资期限限制。面临到期债务，公司应努力寻求资金调拨、融资、收回外部债权等偿债资源。当有证据证明公司为恢复偿债能力采取了合理措施或者能对无法采取其他救济措施提供合理依据，客观上确实难以恢复偿债能力，或者外部融资成本过高将对公司造成不利益，为避免公司因债务违约而遭受更大损失，维系公司的正常生产经营能力，股东有必要提前履行出资义务。

在公司非破产、清算情境下，公司主张股东出资加速到期的案例多出现在要求股东

加速到期的公司决议效力纠纷中。因为公司作为内外关系链接者的特殊地位，其对外部债权债务关系的履行状态、自身的清偿能力相较股东更为清晰，在举证责任分配上公司需要承担更重的举证责任，其应对到期债务的客观存在、不能清偿原因的客观性、出资加速到期的必要性，如公司现金流不足以清偿到期债务、资产不易变现、公司对外融资失败等事实承担举证责任。

（二）债权人请求加速到期的适用条件

债权人对股东出资不享有直接债权，基于代位权原理对股东出资主张加速到期须符合以下条件：一是公司不能清偿到期债务；二是公司怠于向股东主张出资加速到期。

1. “不能清偿到期债务”的认定

在债权人主张股东出资加速到期情境下，对于不能清偿的解释主要存在三种观点。一是“未清偿标准”，即认为公司债权人只要能举证证明公司没有清偿对自己的到期债务即可。二是“执行不能标准”，即认为债权人必须经过对公司债务强制执行后仍然不能获得清偿的，才能要求股东承担责任。三是“客观不能标准”，即认为公司的资产状况客观上不能清偿到期债务时，方能要求股东出资加速到期。笔者倾向于观点三，具体分析如下：

第一，就“未清偿标准”而言，其一，从

相关法条的立法表述与文义看，《公司法》第 54 条规定的公司“不能清偿到期债务”与《企业破产法》第 2 条第 1 款规定的企业法人“不能清偿到期债务”，立法表述一致。

《公司法》第 63 条并列使用“不能履行”和“不履行”的表述，说明“不能”与“不”的含义应有区分，“不能”相较于“不”，其中的“能”字本身包含了一定能力的客观因素。其二，该标准只强调债务人没有清偿到期债务的事实状态，不关注债务不能获得清偿的原因。公司与股东系独立主体，其利益不一定完全相同，不能排除公司在部分主体支配下有能力清偿而不清偿，恶意促成股东出资加速到期。其三，2023 年修订的公司法中，认缴制仍是股东出资的基本制度，股东出资加速到期是对认缴制下股东出资期限利益与公司资本充实两大法益产生冲突时纠偏的配套制度。在“未清偿标准”下，股东对公司的出资责任与公司对外部债权人的清偿责任的隔离几乎可以被无条件突破，将导致债权人与股东之间的利益失衡。

第二，就“执行不能标准”而言，《九民纪要》首次规定了非破产、清算情形下的股东出资加速到期制度，对股东出资加速到期采取“原则禁止，例外适用”的态度，“执行不能”是其中的一项“例外”。而 2023 年公司法修订中，立法机关对股东出资加速到期的适用不再采用“原则禁止”的做法，适

用标准亦有别于破产条件，只要存在“公司不能清偿到期债务”的事实，债权人提出加速到期的请求即可以获得法院支持。将公司“不能清偿到期债务”限缩解释为“执行不能标准”，与公司法修订体现的价值保护趋向不符。

第三，“客观不能标准”系“未清偿标准”与“执行不能标准”的折中。在公司客观上对到期外部债权缺乏清偿能力的情况下，股东享有的出资期限利益应让步于其应承担的法定资本充实义务，从而保障公司的持续经营，维护外部债权人基于公司注册资本而产生的对公司偿债能力的信赖利益。“客观不能标准”体现了股东出资契约权利与资本充实义务发生冲突时，优先保护公司、债权人利益的理念，同时又兼顾认缴股东的合法权益。

在“客观不能标准”下，公司客观上处于不能清偿到期债务的事实状态，可作为债权人主张股东出资加速到期的判断标准。基于债权人外部人身份，其对于公司的实际财务状况无法实际掌握，故对债权人不能课以与公司作为权利主体时同等的举证义务，债权人的证明标准达到公司具有缺乏清偿到期债务能力的客观表象即可，而不必达到企业破产条件要求的“丧失或者明显缺乏清偿能力”标准，此时举证义务即转移至股东，股东应对公司具有现实的清偿能力提供证据予

以证明。实务中常见以下情形：

一是资不抵债。债务人的资产负债表或者审计报告、资产评估报告等显示公司资产不足以偿付全部负债，系《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（一）》规定的破产条件之一，可以认定为公司客观上不能清偿到期债务，此时需要股东提供证据证明公司资产可以清偿到期债权。但某个时间点的财务资料只能显示企业的短期偿债能力，在实际纠纷处理中仍要综合考虑企业亏损的持续时间、是否具有波动性、债务到期时间、是否存在资本弱化行为等因素，如公司存在资不抵债状态延续到债务履行期届满乃至涉诉后，股东不能证明公司具有其他可供偿债的财产，应视为公司不能清偿到期债务。

二是执行不能。此情形属出资加速到期最为常见的事由，亦是债权人比较容易举证的情形。此项认定标准应比《企业破产法》《九民纪要》中执行不能的认定标准更为宽松，在法院公权力介入后仍然无法清偿到期债务，可以视为公司缺乏清偿能力：其一，执行不能不必以执行程序实体终结为条件，只要执行法院经过执行措施而无法有效执行，终结本次执行即可；其二，终结本次执行的原因包括穷尽执行措施后无财产可供执行，也包括虽有财产但无法处置、不便处置或者处置未果；其三，执行不能不必以债权人自

身案件进入执行程序或者自身执行案件结果为判断依据，公司同期存在其他作为被执行人且无法有效执行的案件，说明公司已存在缺乏清偿能力情形。例如，熊某甲、熊某乙等买卖合同纠纷案中，法院认为法院穷尽财产调查手段未发现债务人公司有财产可供执行而裁定终结执行程序，足以认定该公司不能清偿到期债务，具备股东认缴出资加速到期条件。故股东应在各自已经认缴但未实缴的出资范围内对公司债务承担补充赔偿责任。

三是公司缺乏现实清偿能力。公司虽然资大于债，但现金流不足以清偿到期债权或者财产短期内难以变现，如公司主要资产为应收账款、商标等无形资产，变现难度较大，可以认定为公司不能清偿到期债务；而股东则应对公司非现金资产的变现可能性、变现措施、变现周期等承担举证责任。以一起出资纠纷为例，债权人对公司的到期债权经强制执行因暂无可供执行财产而被裁定终结本次执行，股东称公司尚有承兑汇票和对外债权，可用于清偿到期债权。法院经审查认为股东提供的承兑汇票已逾票据权利失效日近4年，该票据对应债权及股东所称公司债权履行期限届满逾4年仍未实现，故对该抗辩理由未予采信。可见，对公司是否缺乏清偿能力应结合诉讼时公司的财产状况、公司财产的可执行性、短期变现可能性、变现周期等因素综合判断，无理由让债权人承担公司

财产变现不确定性的风险。

四是在诉讼阶段公司下落不明，或者存在停业、歇业、被吊销营业执照等情形的，说明此时公司处于非正常经营状态，可推定为丧失清偿能力，债权人可据此主张股东出资加速到期。此时股东需就公司仍可送达、仍有财产可供清偿等权利消灭事实承担举证责任。

五是公司存在其他破产或者解散情形，但未申请破产或进入强制清算，可以推定公司无法正常经营，对外清偿存在客观障碍，债权人可主张股东出资加速到期，并由股东就公司具有清偿能力进行举证。

2. 公司怠于向股东主张出资加速到期的认定

首先，“怠于行使”应采取客观标准，即不以公司是否存在主观上的故意或者过失为前提，只要公司在客观上未积极向股东主张提前履行出资义务，即构成“怠于行使”。其次，“怠于行使”审查的核心为公司是否以积极、有效的方式向股东主张权利。根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉合同编通则若干问题的解释》（以下简称《民法典合同编通则解释》），“积极、有效的方式”应采取诉讼或者仲裁标准，如公司以申请支付令、申请破产清算、申请强制执行等具有与诉讼、仲裁类似法律效力的

程序主张权利的，亦应视为公司已积极行使权利，而不构成“怠于”。

三、股东出资加速到期的权利实现路径构建

（一）公司请求加速到期的权利实现路径

公司请求股东出资加速到期，在权利实现的程序构建上主要争议点在于公司内部如何决定和启动加速到期。在 2023 年公司法施行以前，最高人民法院公报案例姚某城与鸿某（上海）投资管理有限公司、章某等公司决议纠纷案，对于股东出资加速到期股东会决议规则确立了裁判规则，即有限责任公司章程或股东出资协议确定的公司注册资本出资期限系股东之间达成的合意，除法律规定或存在其他合理性、紧迫性事由需要修改出资期限的情形外，股东会作出修改出资期限的决议应经全体股东一致通过。该公报案例系基于公司既有的意思自治机制对公司要求股东出资加速到期的规则进行确定。

《公司法》第 54 条为公司直接主张股东出资加速到期提供了法律依据，但对于公司内部如何决定和启动加速到期没有明确规定，可由公司自行决定。故首先应视公司章程对于公司要求股东出资加速到期的启动程序与决议机关是否有约定，如有约定，则应按公司章程约定执行。在公司章程未有约定情况

下，对公司如何决定和启动加速到期，存在三种观点：一是认为应当由股东会决定，二是认为应当由董事会决定，三是认为法定代表人可以直接决定。

笔者赞同由董事会决定和启动公司出资加速到期。首先，法定代表人虽然有权代表公司，但亦需遵循内外有别原则。就内部关系而言，其代表行为需基于公司授权，即公司作出意思表示授权其从事某种行为。公司意思需由公司决策机关作出，法定代表人仅凭其个人无法做出公司意思，在公司内部亦无法代表公司意思。公司要求股东提前履行出资义务系内部事项，亦涉及公司与股东之间出资期限约定的变更，需由公司决策机关决议作出，而不能由法定代表人直接决定。其次，《公司法》第 54 条规定的公司请求权是法定权利，不同于公司根据股东意志形成的自治权利。本身股东会亦可决议对出资期限进行修改，该机制只需遵循法定或者章程约定的股东会决议规则即可，无需依赖《公司法》第 54 条规定。从现实考量，出资加速到期涉及股东自身利益，如在符合《公司法》第 54 条情形下公司加速到期请求权需通过股东会决议才能启动，很可能导致决策过程困难或者无法形成主张出资加速到期的决议，该条规定的初衷可能会落空。再次，董事会是公司的经营决策机关，负责公司的日常运营决策，对于公司的经营情况与财务状况更

为了解，故由其作出是否要求出资加速到期的决策更有效率，同时董事会基于董事义务规制，作出相关决策可能更具中立性。《公司法》第51条规定了董事会核查和催缴出资的义务，亦为董事会可就股东出资加速到期事项作出决议提供制度支撑。如果董事会未及时作出确认公司无法偿债并催缴出资的决议，股东会自身也可以作出该决议，其只需经代表过半数表决权的股东通过即可，无须特别多数决。

故公司主张股东出资加速到期，须先按章程规定作出董事会决议或者股东会决议。如公司径行提起诉讼而未提供公司决议，法院可以向公司释明，要求其在指定期限内提交公司决议；期满未提交，则应驳回公司的诉讼请求。实务中有一类特殊情形，公司可能因董事会僵局或者股东会僵局而无法形成有效决议，此时通过股东出资加速到期维持公司正常运营似乎已无必要，因为公司已出现解散事由，公司继续存续可能会使股东利益受到损失，若仍要求股东提前出资，可能会让《公司法》第54条异化为大股东欺压小股东的工具。对此，法院可在驳回公司诉讼请求时引导其提起公司解散之诉，在后续清算程序中要求股东出资加速到期。

（二）债权人请求加速到期的权利实现路径

债权人请求股东出资加速到期的权利实

现路径主要包括两个问题：一是在权利实现方式上，是适用“入库规则”，还是“直接清偿规则”；二是在权利实现的程序构建上，债权人可否通过合并起诉或者执行追加的方式，在基础债权的诉讼或者执行案件中直接将出资未届期股东列为当事人或追加为被执行人进而直接向其主张加速到期责任。

1. 债权人请求加速到期的权利实现方式

如前文所述，债权人系基于代位权原理主张股东出资责任，然而纯粹的民法代位权说在公司法框架下亦非能完全直接照搬适用。

《民法典》第537条明确规定了“直接受偿规则”，《公司法》第54条规定债权人可主张股东“提前缴纳出资”，而出资义务的履行对象为公司，债权人行权结果从文义上理解似乎应归入公司。债权人主张股东出资加速到期责任的行权结果，采“入库规则”还是“直接清偿规则”即成为争议。

笔者认为，对此问题背后的法律适用逻辑宜结合立法目的、司法实践经验等进行体系化思考。第一，从《公司法》第54条的立法目的看，股东出资加速到期系为恢复公司的清偿能力，最终目的仍是为了清偿到期债权。第二，股东出资加速到期条件不同于破产条件，不宜以破产思维衡量债权人行权结果对所有债权人的公平性。即使按照破产法思维，如果公司确实存在破产原因，其他债权人亦可以通过申请破产或者行使破产撤销

权，以达到公平受偿目的。第三，从程序法角度看，如债权人行权结果需归入公司，债权人亦可以通过对公司债权采取保全措施，在执行中达到个别清偿效果，让债权人最终受偿增加繁琐程序有无必要，值得探讨。如允许债权人依据代位权直接受偿，其他债权人也可以对股东同时提起代位权诉讼，参与执行分配达到公平受偿目的。代位权诉讼正是将请求权能重新配置给具有更高维权动力的债权人，形成“激励相容”的法律结构。第四，回归到民法思维在公司法领域的适用，可比照一般担保原理来补充修正代位权说的不足，记载于公司章程的股东认缴出资数额对外部债权人形成信赖利益，可视作为公司商事信用的一般担保，在公司偿债不能的情况下，股东需比照一般担保责任承担后顺位的出资责任。由此可以解决在非人格混同情形下，公司、股东对公司债权人的责任顺位问题，公司就到期基础债权向债权人承担第一位的责任，股东基于其对公司的出资责任而对公司不能清偿部分承担第二位的补充责任。第五，从过往司法实践看，原公司法亦未明确债权人可以要求未履行出资义务的股东向其承担清偿责任，《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（三）》即根据原合同法关于债权人代位权规定为未履行出资义务的股东向债权人清偿提供了裁判依据。《九民纪要》发布后司法实践亦是按照“直接清偿规则”对债权人主张

股东出资加速到期案件进行处理，大众对相关裁判思路已形成普遍预期。

债权人主张股东出资加速到期系适用“入库规则”抑或“直接清偿规则”，亟待新公司法司法解释作进一步明确。在此之前，针对此类纠纷的处理，司法实践普遍仍按照之前“直接清偿规则”的裁判思路进行处理，下文关于债权人主张出资加速到期的程序构建，更多以此为背景展开讨论。

2. 债权人请求加速到期的权利实现程序构建

关于债权人向股东主张出资加速到期的诉讼模式，主要有以下几种观点：一是债权人应先在其与公司的基础债权之诉（仲裁）中获得胜诉判决（仲裁裁决），在生效裁判确认的债权到期不能清偿的情况下，再行提出出资加速到期之诉向股东主张清偿责任，即不能将基础债权之诉与出资加速到期之诉合并。二是债权人可以通过在与公司的基础债权诉讼中将股东列为被告，进而直接向其主张清偿责任，即基础债权之诉与出资责任之诉可以合并审理。三是参照代位权行权路径，债权人仅以股东为被告，将公司列为第三人，实质认为基础债权之诉与出资责任之诉可以合并审理。

持基础债权之诉与出资加速到期之诉不能合并观点的理由主要在于，与民法代位权

中两个债权均为届期债权不同，加速到期的对象实质是未届出资期限的出资债权，未届期出资到符合到期条件的转变，须以债权人对公司的债权确定及履行状态为认定依据。通常情况下，债权人只有取得确定债权的生效法律文书，再根据生效文书的履行情况判断公司客观上是否能够清偿到期债务。公司与股东对于外部债权人的债权有责任顺位，允许债权人直接或者一并起诉股东出资加速到期，公司独立人格将形同虚设，股东有限（内部）责任也将降格为合伙人直接（外部）责任。

笔者认为，上述观点有其考量的合理性，但不代表在程序构建上无法通过合并诉讼来实现股东出资加速到期的特殊实体法适用要求，进而实现债权人利益、诉讼经济效率与股东有限责任、出资期限利益之间的平衡保护。第一，从股东出资加速到期制度的价值取向看，该制度本身系出资认缴制下对债权人利益的保护措施，债权人往往在公司不清偿其到期债权情形下才主张股东出资加速到期，公司清偿能力确与股东出资情况息息相关。在公司法将认缴期限缩至最长5年的情形下，如不允许债权人合并起诉债务人与其股东以实现其债权，在目前的诉讼态势下将大大增加维权周期与成本，不诚信的股东易在前诉过程中通过规避送达、执行等手段拖延诉讼与执行进程，甚至在此期间转移财产、

逃避责任，加速到期制度立法目的易落空。故允许债权人合并起诉公司与股东具有必要性。

第二，从债权人主张股东出资加速到期请求权的法理基础看，基于代位权理论，在债务人即公司怠于向股东主张出资加速到期，影响债权人到期债权实现时，债权人可以以自己名义代位公司行使加速到期请求权。根据《民法典合同编通则解释》第40条第2款规定，代位权诉讼不以债权人与债务人之间的债权债务已经生效法律文书确认为必要。基础债权的确立与履行状况与股东出资是否符合加速到期条件具有事实上的牵连性，本身亦属出资加速到期之诉的审理内容。

第三，从股东出资责任顺位的实现可能性看，出资加速到期条件的实体认定在“客观不能”清偿标准下，关键在于能体现公司对债权清偿责任的第一顺位与股东对债权清偿补充责任的第二顺位。实践中，许多案例支持在股东未全面履行到期出资义务情形下债权人一并起诉公司与股东，如最高人民法院在石河子开发区坤某达物流有限公司、新疆新某天和投资管理咨询有限公司企业借贷纠纷案中认为，债权人对债务人提起诉讼的同时，一并要求债务人的股东对债务承担出资不实的补充赔偿责任，属于对合同之债的责任主体确定问题，两项诉讼请求合并审理并不违反法律的强制性规定。参照享有先诉

抗辩权的一般保证程序实现方式，《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》第26条第2款规定：“一般保证中，债权人一并起诉债务人和保证人的，人民法院可以受理，但是在作出判决时，……应当在判决书主文中明确，保证人仅对债务人财产依法强制执行后仍不能履行的部分承担保证责任。”即在程序设计上可通过合并起诉并在裁判主文中明确责任顺位来实现一般保证人责任的补充性。反映在债权人主张股东出资加速到期的程序实现上，如债权人选择一并起诉公司与股东，可在裁判主文中体现股东清偿顺位，即在裁判主文中明确对公司财产依法强制执行后仍无法清偿的，认缴股东就公司未能清偿部分向债权人进行清偿。该判项一方面体现了股东对债权人责任承担的第二顺位；另一方面亦通过为债权人提供附条件的执行依据方式实现出资加速到期请求权，即在对公司启动强制执行仍不能取得履行时，应该可以认定公司客观上不能清偿到期债务，此时可以启动强制执行股东的责任财产。在财产保全措施上亦可以体现保全顺位，即先行保全公司财产，对公司财产不足部分再保全股东财产。综合上述分析，债权人在基础债权之诉中合并主张出资加速到期，在诉讼程序实现上具有必要性与可行性，有助于实现诉讼经济与避免裁判矛盾。

基础债权之诉与加速到期之诉依据的请求权基础不同，债务承担主体亦不同，并非必要共同诉讼，债权人有权根据基础债权情况与诉讼风险考量选择单独起诉或合并起诉。债权人起诉时对公司的诉讼地位列明，应视基础债权是否经过判决书、调解书、仲裁裁决等生效法律文书确定区分看待。

第一，基础债权未经生效法律文书确定，应将公司列为被告。因股东对其未届期出资享有期限利益，公司对其享有的出资债权本身并未到期，法院对于出资加速到期条件成就与否的判断须以公司清偿责任确定及债务清偿情况、公司清偿能力查明为前提。更何况，现实中基础债权情况具有复杂性，并非均为明确约定履行期限的合同之债，有的合同之债是否成立及履行事实具有较大争议，有的债权性质如侵权之债、不当得利之债等债务履行期限须在裁判文书生效后一定期限才届满，在公司清偿责任未经确认的情况下，到期债权清偿情况及未能清偿原因亦难以认定，法院无法对出资加速到期成立与否作出最终判断。此时跳过公司直接要求股东承担责任，无法体现认缴制下公司与股东对外责任承担的责任顺位，亦不符合公司人格独立与股东有限责任原则。故债权人在基础债权未经确定的情况下仅将股东列为被告的，可参照一般保证的当事人诉讼地位相关规定，依职权追加公司为共同被告。

第二，基础债权已经生效法律文书确定，应将公司列为第三人。此时公司对外部债权第一顺位清偿责任已确定，债权人有条件就公司客观上缺乏清偿能力而不能清偿到期债务，又怠于向股东主张出资权利进行举证，可以依据代位权行使路径仅以股东为被告要求其到期未实现债权承担责任。至于责任范围，应以公司对股东的出资债权范围为限。但公司仍需以第三人身份参加诉讼，如其不参加诉讼，公司对债权的清偿情况、公司是否缺乏清偿能力、股东对公司的出资情况、公司是否怠于向股东行使权利等基本事实难以查清。同时案件的处理结果亦影响到公司与股东内部出资关系。故债权人起诉股东时未将公司列为第三人的，参照代位权诉讼中当事人诉讼地位规定，人民法院应依职权追加公司为第三人。

《最高人民法院关于民事执行中变更、追加当事人若干问题的规定》（以下简称《变更追加规定》）第17条规定，作为被执行人的营利法人，财产不足以清偿生效法律文书确定的债务，申请执行人申请变更、追加未缴纳或未足额缴纳出资的股东、出资人或依公司法规定对该出资承担连带责任的发起人为被执行人，在尚未缴纳出资的范围内依法承担责任的，人民法院应予支持。在2023年修订的公司法施行以前，对于《变更追加规定》第17条能否适用于未届出资期限的股东，

最高人民法院就表明了“严格法定主义”立场——除非法律或司法解释作出特别授权，执行阶段不得突破《变更追加规定》第17条的文义射程，将“未届出资期限”的认缴股东径行追加为被执行人。2023年修订的公司法施行后，有观点认为，《公司法》第54条授权债权人以自己的名义要求“已认缴出资但未届出资期限的股东”提前缴纳出资，经执行听证程序审查后裁定股东立即履行出资期限未届满的出资义务的，该股东与“已经届满但未缴纳出资的股东”没有实质性区别。

对此笔者认为，其一，人民法院追加新的主体为被执行人涉及生效裁判执行力主观范围的扩张，须严格遵守公权法定原则，《变更追加规定》第1条亦体现该精神。在请求追加公司股东为被执行人的执行异议之诉中，对于不属于《变更追加规定》中列明可以追加的法定情形，当事人仅依照公司法及相关司法解释申请变更追加的，一般不予支持。

《变更追加规定》第17条明确规定的适用对象为“未缴纳或未足额缴纳出资的股东”，即出资期限届满的股东，未届出资期限的股东依法享有出资期限利益，不能认定为《变更追加规定》第17条规制的对象。

其二，《公司法》第54条虽规定了债权人可以直接向股东主张提前履行出资义务，出资加速到期涉及股东的实体权利，按审执分离原则，执行机关不得对实体抗辩权存在

与否作实质审查，而出资问题颇为复杂，径行追加股东为被执行人，对股东的程序保障有所欠缺。

其三，实践中，债权人追加股东为被执行人一般是先申请追加，由于没有明确执行依据，申请可能会被驳回，债权人再提起执行异议之诉，故以追加被执行人方式主张出资加速到期不一定符合效率原则。为均衡保护股东与债权人利益，在《变更追加规定》未作修改的情况下，目前不宜突破追加被执行人严守法定主义立场，允许债权人通过在基础债权执行程序中直接追加未届出资期限的股东为被执行人。

（三）行权主体与对象冲突时的程序处理

股东出资加速到期请求权的行权主体、行权对象可以涉及多方主体，不可避免地会引发权利冲突，在实践中易引发争议。

1. 公司与债权人同时主张时的权利冲突处理

债权人提起股东出资加速到期之诉须以公司怠于主张为前提。故债权人与公司提出出资加速到期的时间先后对于请求权冲突处理尤为重要，实务中可能有以下几种情形：

一是债权人提出加速到期主张时，公司已先或者同时以诉讼、仲裁或者类似法律效果的程序提起相同主张的，公司不存在怠

于主张情形，此时已不符合代位权行使条件，法院对于债权人主张股东出资加速到期应不予支持。

二是债权人在先提起加速到期之诉，公司在后的出资加速到期请求权不能对抗债权人的出资加速到期请求权。此问题可从代位权行使对债务人效力原理角度解释。债权人将代位权行使的事实通知债务人后，或债务人已经知晓债权人行使代位权后，债务人对于债权人代位行使的权利不得再行使。因为如果对于债务人的处分权能不加以限制，允许债务人任意处分其财产，势必使债权人代位权制度的目的落空。从民事诉讼法理论看，原告主体适格需基于其对作为诉讼标的的权利义务具有管理处分权进而取得诉讼实施权，债权人基于代位权取得了对代位权诉讼标的的管理处分权，并因此获得相应的诉讼实施权。在债权人对相对人提起代位权诉讼后，债务人另行对相对人提起诉讼，两诉讼标的相同，债务人的债权请求权已为债权人代替行使，债务人对代位权之诉的诉讼标的已无管理处分权和诉讼实施权。从法律规定看，原《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释（一）》第22条、《民法典合同编通则解释》第39条均规定债权人在代位权诉讼中可以对超过债权人代位请求数额的债权部分起诉次债务人，前述条款隐含了限制债务人对“债权人代位请求数

额的债权部分”的诉讼实施权。回到题设场景，公司无权在债权人提起加速到期之诉之后以自己名义另行起诉股东要求其提前履行出资义务，否则，法院可以起诉不合法为由不予受理或者驳回起诉。

三是债权人提起出资加速到期诉讼期间，股东实际向公司履行。对此，有观点认为，在法院作出判决之前，偿债对象尚未确定，以起诉行为排除公司对股东出资的受领权，缺乏法律依据，股东得因其清偿行为免除对债权人的责任。相反观点则认为，债权人起诉要求股东出资加速到期时，相应出资款所对应的偿债对象便处于特定化过程，公司对出资的受领权亦应受到限制，股东的清偿行为不能免除其对债权人的责任。笔者比较赞同第二种观点，对此问题亦可结合民事代位权原理进行探讨。

第一，债权人要求符合加速到期情形股东承担责任属于行使代位权的范畴。代位权诉讼系债的保全制度的重要组成部分，使得债权人可以突破债的相对性，以自己的名义向相对人主张权利，代位权制度具有防止债务人责任财产减少的保全功能，其核心目的在于保障债权人的债权实现。若允许相对人在债权人起诉后直接向债务人履行债务，将导致债权人的主张因不再符合债权人代位权行使的条件而不被支持，进而使得债权人承担了诉讼成本却不能实现本来依法可以实现

的债权，将使代位权制度功能价值大打折扣，亦不符合代位权制度的立法目的。

第二，从诉讼程序角度看，债权人主张出资加速到期的诉讼一旦提起，债权人、公司、股东之间原有的债权债务关系进入一个特殊的法律程序，股东应当受该诉讼程序的约束。在诉讼期间，股东向公司履行债务，可能会干扰诉讼程序的正常进行，影响法院对案件事实的查明和结果处理，导致法院在不知情情况下作出裁判，进而使裁判无法得到有效执行。甚至有的股东在一审判决其对债权人承担责任后，于上诉期间向公司实际支付出资，有较高恶意串通的可能，此等行为不应得到支持。

第三，相较债权人而言，股东与公司具有更加密切的联系，进入诉讼后，股东与公司对于债权人已先行主张权利的事实应属明知，在此情况下股东向公司履行出资可以推定公司与股东具有联合对抗债权人的恶意，公司的出资受领利益不应得到优先保护。如股东的诉中履行行为客观上给债权人的清偿利益造成损害，根据《民法典》第154条规定，股东实际向公司的履行行为应属无效，不能因此而免除股东对债权人的责任。至于由此产生的股东重复给付问题，可通过向公司主张法律行为无效后不当得利返还解决。如经审查，股东在诉中对公司的履行行为未导致公司对债权人的责任财产减少，或者股

东对公司的履行行为具有正当性，如股东被在先另案判决对公司承担出资责任，为履行生效判决义务而在诉中对公司进行清偿，法院可对股东的清偿行为不作否定性评价。

2. 公司向多个股东主张时的权利冲突处理

此时涉及股东提前履行出资义务的责任范围认定、公司对出资加速到期股东与出资比例是否有选择权。其一，从《公司法》第54条的立法目的看，要求股东提前履行出资义务的目的在于清偿到期债务，故公司仅能以到期债务金额为限要求股东提前履行出资义务，就剩余部分，股东仍可享受出资期限利益。其二，各股东出资责任承担涉及股东出资期限公平、股权比例结构等重大问题。公司向股东主张出资责任须遵循公司内部关系项下的股东平等原则，以对全体股东等比例催缴为原则，非等比例催缴为例外，其中例外情形须有正当理由，如股东在出资加速到期前实缴金额与认缴金额比例不同的情况下，公司可在催缴中不按出资比例区别对待，最终达到实质公平。故公司对行权对象与催缴比例原则上不应有选择权。

3. 债权人向多个股东主张时的权利冲突处理

此时涉及几个层次的权利冲突问题。一是债权人作为权利主张主体时，其就行权对

象及行权对象责任范围是否具有选择权。债权人在主张股东出资加速到期时不受股东平等原则约束，债权人可以选择其认为最有清偿能力的一个或者多个股东承担出资义务，亦可以按照不同比例要求不同股东承担出资义务，但其在提起诉讼时对不同股东所主张的金额应明确，且不得超过该股东对公司的出资责任金额，总额亦不能超过债权总额。二是对债权人承担责任的股东是否享有内部追偿权。股东追偿权所涉法律关系系公司内部关系，对外承担责任的股东有权依据股东平等原则向其他未承担责任或者承担责任比例低于认缴比例的股东进行追偿，至于追偿比例，公司章程有约定的从约定，如无约定，则按照各股东认缴出资占全部认缴出资的比例分担。

（四）非货币财产认缴出资的加速到期实现路径

《公司法》第48条规定，股东可以用货币出资，也可以用实物、知识产权、土地使用权、股权、债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。如果股东出资是非货币财产出资时，债权人主张股东出资加速到期的清偿形式是否应受股东出资形式限制。对此笔者认为，除法定原因外，任何对债权人额外强加的不利益或义务都需要债权人的同意，股东认缴出资的形式系股东与公司的内部约定，并未获得外部债权人的同

意，当股东认缴出资形式影响到外部债权人现实债权的实现时，该非货币财产出资形式不应对抗外部债权人，应将非货币财产变现后用于清偿债权人，除非债权人同意接收股东作为出资的非货币性财产。

至于非货币财产的清偿价值，笔者认为可区分以下情形处理：第一，如非货币财产具有不可分性，变现价值高于认缴出资金额，则应以认缴出资金额为限对外承担责任。第二，如变现时的评估作价高于或与认缴出资金额相当（前提为未高估作价），但变现价值低于认缴出资金额，则以变现价值为限对外承担责任，股东对债权人承担责任后，对公司的出资义务亦相应履行完毕，但公司仍应对不能足额清偿部分债务继续承担清偿责任。第三，如变现时的评估作价显著低于认缴出资金额，除变现价值外，股东仍应就评估作价与认缴出资金额之间的差额部分向债权人承担责任。如非货币出资经过拍卖、变卖等程序确实难以变现，此时股东应在认缴出资金额范围内对债权人承担补充责任。

结语

股东出资加速到期制度是连接公司认缴资本制与债权人保护的重要桥梁，是平衡股东利益、公司利益与外部债权人利益的关键机制，对于维护市场经济的健康运行和法治秩序具有不可或缺的重要作用。本文以公司法与民事诉讼法的协同实施为主线，立足不

同权利主体的出资加速到期请求权的法律逻辑区分，从适用条件与权利实现路径两方面类型化分析具体适用规则。由于目前出资加速到期制度立法技术的原则化，本文只涉及适用规则的一隅，实践中仍需通过不断总结经验并形成完善的司法规则，切实发挥股东出资加速到期制度的积极作用，实现公司法促进投资与保护交易安全的双重价值目标。

责任编辑：高佳运 邓梦婷

执行编辑：朱玟 孔令晨

证券虚假陈述民事责任中的实务疑难问题研究 摘自“上海金融法院”微信公众号

作者：上海金融法院课题组

课题组成员：单素华，上海金融法院副

院长；周欣，上海金融法院立案庭副庭长；童蕾，上海金融法院综合审判二庭审判长。

日期：2026年6月29日

摘要

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》的施行过程中，虚假陈述重大性的认定、董监高勤勉尽责标准的认定，以及帮助造假者的责任认定，成为新类型争点。虚假陈述重大性的认定，应以平衡投资者保护和上市公司发展为理念，充分结合个案具体情况，运用主客观相结合的标准综合判断。董监高是否合理履行勤勉尽责义务，需根据客观和主观标准进行综合判断。帮助造假者承担一般侵权责任，帮助造假行为应具有重大性，适用推定交易因果关系，并以明知发行人实施财务造假及故意提供虚假信息为要件，“明知”的认定应从帮助造假者的客观具体行为出发，判断其主观意图。

关键词

证券虚假陈述 重大性 勤勉尽责 帮助造假者责任

《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（以下简称《若干规定》）自2022年1月22日开始施行。该规定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，为各级法院正确审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件提供了明确指引。实践中，证券虚假陈述责任纠纷案件呈现出多样化的特点，但该类群体性纠纷诉讼争点相对集中，主要包括虚假陈述行为及重大性的认定，因果关系的认定以及虚假陈述责任的承担等。司法实践中对于虚假陈述“三日一价”的认定、因果关系的认定等问题，已形成较为成熟的裁判思路及方法。但对于《若干规定》新增的虚假陈述重大性认定标准、董监高勤勉尽责标准的认定，以及帮助造假者的责任认定等，理论上争议较大。本文聚焦于前述实践中的新类型争点予以论述，旨在明确裁判标准，为资本市场规范发展提供有力的司法保障。

一、虚假陈述重大性的认定

重大性是信息披露制度的核心要件，也是行为人承担虚假陈述侵权责任的前提。法院如何审查虚假陈述重大性，成为《若干规定》施行后最受关注的焦点问题。

（一）重大性的认定原则与标准

司法审判中关于重大性的审查与认定，主要涉及两大争议：一是对于已被行政处罚的行为，司法是否还要独立审查行为的重大性；二是重大性审查的路径以及认定标准如何确定。

《若干规定》第10条首次明确法院在审理案件中需就信息的重大性作出认定，并明确了重大性的认定标准。具体审查时，法院将重大性归入“行为要件”审查范围，从信息是否真实、准确、完整以及信息是否具有重大性两个方面审查案涉行为是否构成虚假陈述，从而与判断特定原告投资者的交易决定是否受案涉行为影响的“交易因果关系要件”相区分。

关于重大性的认定标准，从证券立法来看，主要包括两种：一是投资者决策标准，若信息的披露将会实质地影响投资者的交易决策，则信息具有重大性；二是价格敏感性标准，若信息的披露将会对相关股票价格产生实质性的影响，那么该信息具有重大性。2015年《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》提出：“重大性，是指违法行为对投资者决定的可能影响，其主要衡量指标可以通过违法行为对证券交易价格和交易量的影响来判断。”2019年《全国法院民商事审判工作会议纪要》第85条规定，“重大性是指可能对投资者进行投资决策具有重要影响的信息。”前述规定实际上以投资者决策标准作为审查重大性的原则，将信息对证券市场的影响作为客观标准。比较立法与司法对于重大性的认定，无论采何种标准，前者均是对重大性的事前判断，具有主观性和不确定性。此外，立法对于某类信息重大

性的认定还具有单一性，仅能考虑该信息自身的影响，而无法将其置入市场“信息集”综合考虑其对于投资者决策的影响。相比而言，司法是从信息披露后的实际影响角度认定重大性。《若干规定》施行后，司法对于重大性认定的标准，是主客观相结合的二元主义，还是以价格敏感性标准为最终标准的一元主义，有待进一步明确。下文结合法院认定重大性的具体路径予以分析。

（二）主观标准的适用：以重大信息的认定为前提

1. 重大信息的认定

根据《若干规定》第10条第1款的规定，虚假陈述的内容属于证券法律法规等要求披露的重大事件或重要事项的，则可推定虚假陈述的内容具有重大性。证券法律法规以“概括+列举”方式对重大信息进行界定。虽然是以可能对证券交易价格产生较大影响为标准来概括重大信息的特征，但其为“价格（可能）影响标准”，而非司法认定中的“价格（实际）影响标准”。该标准被认为是理性投资者标准，或接近于投资者决策标准，系重大性认定的主观标准。在证券法律法规所列举的重大信息类型中，大部分信息仍要满足“重大”“较大”等条件才属于重大信息。对此，法院认定重大信息的一般规则如下：

第一，在有关信息重大性的量化指标缺位的情况下，以投资者决策标准判断信息是否属于重大信息。如持有上市公司5%以上股份的股东或者实际控制人，其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化，属于证券法律法规所列举的重大事项，但法律法规并未明确持股或控制公司情况发生较大变化的认定标准，需个案判断信息的重大性。在“界某实业案”中，法院认为，判断大股东持股变化、前十大股东变化是否具有重大性，应结合上市公司的总股本和股权结构、买卖股份的数量或持股变化的幅度、虚假记载大股东的身份情况等进行分析。鉴于案涉大股东界某实业持股量处于绝对控制地位，其借用两自然人证券账户持股比例相较界某实业自身持股比例占比非常小，虚假记载为前十大股东的两自然人均为证券市场普通投资者，上市公司关于大股东增持以及被借用账户自然人股东及其持股的虚假记载，不会对投资者的决策产生实质影响，故行为不具有重大性。又如“贵州中毅某案”中，法院认为，上市公司的实际控制人在公司经营存在重大不利因素的情况下，以低价转让实控权，若依法披露该转让行为，将使投资者对公司经营状况和实际估值产生疑虑，进而调整投资决策，减持或不再购买公司股票，故上市公司未披露相关信息构成诱多型虚假陈述，且具有重大性。

第二，即使证券法律法规已明确重大信息的判断标准，但其针对的是普遍情形下该信息对理性投资者可能产生的影响，司法中仍要结合个案，判断该信息的错误或遗漏是否将明显改变理性投资者可得信息的“整体综合”。如关于重大关联交易的认定，监管已有明确的量化指标可供参考，但对于上市公司未披露重大关联交易的行为是否具有重大性，仍需个案判断。“方某科技案”中，上市公司长达10年未披露金额巨大、构成主营业务的关联交易信息，法院认为，该行为足以影响投资者的决策判断，具有重大性。“城某香江案”中，上市公司公告了重大资产重组构成关联交易，但未披露重组交易标的公司的关联交易。法院认为，投资者重点关注的为标的公司股权价值和资产注入后对上市公司业务的损益，上市公司未披露标的公司的关联交易，并不直接影响标的公司股权定价，亦无证据反映该关联交易对财务数据的影响，不会对投资者决策产生重大影响，故行为不具有重大性。

2. 财务信息是否属于重大信息的判断

涉财务信息虚假陈述是实践中最常见的纠纷，具体包括三种纠纷类型。第一类是因财务造假引发的纠纷。上市公司通过虚构业务、开展融资性贸易、不当确认收入等方式虚增营业收入或利润。第二类是因上市公司会计差错引发的纠纷。包括上市公司应收账

款计提坏账准备、长期投资计提减值准备、对案外人代偿代付费用会计处理不准确，导致财务数据错误等多种情形。第三类是因上市公司未按期披露定期报告而引发的纠纷。以上三类纠纷审理中均涉及重大性的认定。

在定期报告中披露财务信息属于监管规章和规范性文件中要求披露的重要事项。若上市公司在定期报告中对财务数据进行重大不实记载，构成虚假陈述。但对于如何判断不实记载是否“重大”并无明确的量化标准。在因年报不实记载引发的案件中，被告常以财务数据错误在营业收入、利润指标中占比低为由辩称其行为不具有重大性。对此，法院一般在综合考虑以下因素的基础上，个案判断财务信息不实的重大性。

（1）不实记载的原因。年报不实记载的原因包括财务造假、滥用会计政策，抑或基于一般过失的会计差错。虽然管理层的意图本身并不直接致使不实记载具有重大性，但当管理层为“操纵”盈利而故意在财报中错报项目时，想必其自身即认为由此产生的金额和趋势对财务报表使用者具有重要意义。实践中，在认定定期报告中不实财务信息的重大性时，行为人主观因素仍为重要考虑因素。例如，在因上市公司商誉减值不当引发的虚假陈述责任纠纷案件中，上市公司故意掩盖商誉减值，应与因会计核算一般差错导致的商誉减值不当区分，其主观差异性需纳

入重大性综合考虑范围。

（2）不实记载的内容。重点考察财务数据虚假记载所涉部分是否对上市公司经营或盈利能力具有重要作用，是否改变财务报表的整体公允性。在上市公司的财务报表存在多项错报时，除单独考虑每项错报影响外，还要综合考虑所有错报的累积影响，从而判断信息是否对投资者决策产生影响。如“上海贵某案”中，案外人替上市公司代偿证券虚假陈述赔偿款及法律服务费用共计7,000余万元，且约定不得追偿。上市公司未对代偿代付费用予以会计处理，导致连续4年的年度报告存在虚假记载，并被行政处罚。法院认为，上市公司未记载的营业外支出及管理费用金额与未记载的营业外收入金额完全相等，同步调整后，虚假记载对上市公司相应年份的营业收入、净利润、总资产、净资产及现金流量均不产生影响，不会对投资者决策产生实质性影响，故虚假陈述不具有重大性。

（3）不实记载的后果。可参考交易所股票上市规则中关于重大交易的信息披露标准，以及企业会计制度中有关重大会计差错的标准，初步判断会计差错是否重大。但财务数据错报的百分比仅为影响投资者决策的因素之一，该错报是否导致上市公司盈亏转变，是否掩盖了盈利或其他趋势的变化，以及是否改变证券投资基金投资咨询机构对相关证券投

资价值的分析判断等均会影响投资者的决策，如某*ST公司虚增营业收入金额不大，但直接影响到其是否符合退市条件，此类财务数据错报虽然金额较小，但仍可能被认定具有重大性。

（三）客观标准：价格敏感性标准的适用

《若干规定》第10条同时规定了重大性认定的价格敏感性标准，以事后的、客观化的指标对虚假陈述的程度进行检验，通过观察虚假陈述行为对证券交易价格和交易量的影响来认定重大性。根据该条规定，虚假陈述的内容不属于证券法律法规所规定的重大信息，但其导致股票价量产生明显变化的，应当认定虚假陈述的内容具有重大性；虚假陈述的内容属于重大信息，但被告提交的证据足以证明虚假陈述并未导致股票价量明显变化的，应当认定虚假陈述的内容不具有重大性。相较于主观性较强的投资者决策标准，价格敏感性标准被认为更契合虚假陈述民事诉讼的特点，更有助于解决实践问题。然而证券市场受多种因素影响，如何合理地排除其他因素的影响，准确界定因虚假陈述导致的股价变动，成为实践中的难点。总体而言，运用价格敏感性标准认定重大性时需细化考虑影响证券市场的各类因素，避免仅依据股票价量的“表象”作出认定。

第一，结合虚假陈述的性质有针对性地

考察股价波动情况。部分虚假陈述，其目的在于维持股价，对于该类“安抚性”不实信息，实施日股票价量变化参考意义不大，需重点考察揭露日后股票价量变化情况。

第二，全面考虑其他因素对股价波动的影响。综合考虑证券市场因素、非市场因素以及市场反应不足或反应过度对股价的影响。以涉财务信息虚假陈述为例，在涉及两类情形时需着重考察其他因素对股价波动的影响，从而合理判断虚假陈述的影响。第一类是经适用主观标准判断，上市公司不实记载系会计差错导致，且对于财务报表的整体公允表达影响不大，初步认定为不属于对投资者决策有影响的重大信息，但股票价量呈现明显变动。此时就需要细化分析影响股价波动的因素，综合判断重大性。如在“武汉菱某案”中，法院认为，上市公司更正虚假陈述后，股价明显下跌主要受上市公司同期发布的披露业绩下滑的半年度报告，以及公司高管、股东减持等其他信息的影响。又如在“太某水案”中，上市公司股价在虚假陈述揭露日（披露被采取监管措施之日）下跌1.57%；次日，上市公司发布被立案调查的信息后，股价下跌9.85%，换手率为12.11%；嗣后股价平稳。法院经分析认为，揭露日次日股价下跌实际是市场对上市公司接连被采取监管措施以及立案调查的过度反应，最终认定案涉虚假陈述不具有重大性。第二类是经适用主观标准

判断，上市公司虚假陈述性质严重，但股价变动不明显的情形。实践中，部分上市公司存在严重的财务造假行为，并通过少量多次更正财务数据，或在更正财务数据同时发布利好消息等方式“平稳”股价。对于该类案件，要细化分析股价未有明显变化的原因，而非简单以价格敏感性标准否定重大性。

第三，事件分析法的适当引入。事件分析法是借助金融市场数据，分析某一特定事件对该公司价值的影响。上海金融法院审理“中毅某案”时，委托专业机构采用事件分析法，核定虚假陈述实施日至揭露日期间，上市公司公告重大资产重组开始以及失败消息对该公司股价的影响，从而准确核定虚假陈述导致的投资者损失。《若干规定》施行后，上海金融法院开始探索运用事件分析法来判断虚假陈述的重大性。如在“北某科技案”中，法院委托专业机构对虚假陈述揭露时的股票收益率进行测算，并将揭露日后3个交易日的累计收益率与揭露日前半年以及实施日至基准日期间的3日交易累计收益率进行比较，通过虚假陈述揭露后股票收益率变化情况判断虚假陈述的重大性。相较而言，事件分析法在判断客观股价是否因虚假陈述行为而异常波动方面更为精准，但在事件窗口期同时存在多项重大信息，或市场存在过度或不足反应情形下，该方法结论的客观性有待进一步提升。

（四）主客观相结合标准下的独立考虑

重大性是证券虚假陈述民事赔偿责任构成的基石。“前置程序”取消后，法院在侵权责任框架下独立认定虚假陈述的违法性。行为人在“前序程序”中是否因虚假陈述而被实施自律监管措施、纪律处分、监督管理措施，以及行政处罚等，成为民事案件中认定重大性的参考因素。《若干规定》为司法中认定重大性提供了具体指引，但因重大事件定量指标缺失或硬性指标不具有普适性，以及股价变动原因难以客观衡量等原因，重大性的认定极具复杂性。单独运用投资者决策标准或者价格敏感性标准，均无法满足司法中认定重大性的需求。实践中，需以平衡投资者保护和上市公司发展为指导理念，充分结合个案具体情况，运用主客观相结合的标准，结合举证责任的合理分配，准确认定重大性，既要及时填补投资者因虚假陈述欺诈行为导致的损失，依法保护中小投资者权益，同时也要避免上市公司动辄因信息披露瑕疵而承担民事赔偿责任，增加社会整体成本。

二、董监高勤勉尽责标准的认定

近年来，投资者除起诉发行人外，一并起诉发行人的董事、监事、高级管理人员，要求承担连带赔偿责任的案件日益增多，诉辩意见集中于董监高是否“勤勉尽责”，有必要进一步根据不同主体任职特点明确勤勉尽责的认定标准。

（一）勤勉尽责标准的司法认定

由于董监高的职务、具体职责、专业能力、违规动机、核查能力、违规信息披露的内容各不相同，客观上不存在能够适用于所有情形的统一标准，而必须结合个案加以判断。以下将从董监高在审判实践中提出的常见抗辩意见入手，梳理勤勉尽责的一般判断原则，以及几类常见问题的审判思路。

1. 勤勉尽责的一般判断原则

勤勉尽责义务，又称注意义务，通常指董监高在履行职责时，应当为公司的最大利益，尽到善良管理人的合理注意。因此，董监高提出的勤勉尽责抗辩亦被称为“合理勤勉抗辩”。《若干规定》第 14 条第 1 款对于“合理勤勉抗辩”的审查原则进行了规定，在具体适用中可关注以下方面。

首先，判断勤勉尽责义务是否履行，不应以董监高的履责行为是否实际避免了虚假陈述为标准。勤勉尽责强调的是，在公司实施信息披露行为过程中，董监高是否履行了自己应当履行的职责、尽到充分的注意义务。如已经尽到该种注意义务，即便最终未能发现上市公司或其他中介机构的虚假陈述，也不应承担任何责任。

其次，董监高的勤勉尽责应达到“合理”程度。所谓“合理”指的是，董监高所履行的注意义务，在其各自岗位所在的职业共同

体中，应达到平均水平。换言之，基于该职业共同体内的普遍知识，一个中位水准的合理人在相同或相似的情况下，应当采取何种行为为标准，该董监高即须达到该种行为标准。对此，可结合董监高的不同职责作进一步观察。（1）对于董事长和总经理，根据《上市公司治理准则》（2025 年修订）第 96 条，董事长对上市公司的信息披露事务管理承担首要责任。总经理则主管上市公司的日常经营，对公司具有全面了解。该两类人员全程参与信息披露文件的制作及发布，对于虚假陈述应具备充分的识别和修正能力，如未尽到该种义务，则不能认定为已勤勉尽责。（2）对于其他内部董事，往往只负责公司的部分特定业务和领域，仅直接参与其职责范围内信息披露文件的制作和发布，对于其他信息披露文件，则主要通过参加董事会的形式进行审核。该部分董事的注意义务，就需区别其对于不同信息披露文件的参与度、管理分工及相应核查能力等进行分别衡量。（3）对于公司财务负责人、董事会秘书等高管，其中财务负责人基于其专业知识背景，对于公司财务报告的真实性应具备较强的识别和纠正能力；董事会秘书则根据《上市公司治理准则》（2025 年修订）第 34 条、第 96 条的规定，是信息披露的具体实施负责人，“负责组织和协调公司信息披露事务，办理上市公司信息对外公布等相关事宜”。为合理履行上述职责，董秘应当通过参加相关会议、查

阅文件等途径持续关注公司的财务及经营情况，并具备较强的虚假信息识别能力。（4）对于公司内部监事，《上市公司治理准则》（2018年修订）第47条规定，监事主要负责对信息披露进行监督，其有权依法检查公司财务、监督董事和高管履职的合法性，还可以独立聘请中介机构提供专业意见。相应地，监事也应当具备必要的监督能力，善尽监督义务，如未尽到上述义务，则不能认定为勤勉尽责。至于其他外部董事、监事，因其具有较强的特殊性，将于下文专门分析。

再次，虽然“合理”的判断总体上应遵循客观标准（“合理人”标准），但亦应考虑董监高的个体情况。如果董监高自身具有特殊的专业背景和经验，其注意义务就需要在客观标准的基础上予以相应提高。在此意义上，“合理”标准的确定亦具有一定的主观性色彩。例如，在“某明机床”案中，杨某是会计专家，在公司信息披露违法期间担任独立董事、审计委员会主任。法院认为，“某明机床在成本核算方面的漏洞是一般具有会计常识的人员也能够发现的问题，杨某在担任审计委员会主任委员期间，对此问题除了在会议上口头提出意见之外，并没有证据证明其采取了积极措施监督公司完善成本核算以及内控制度，特别是在审计机构就公司财务提出重大质疑时还予以消极处理”，据此认定杨某未做到勤勉尽责。该案中，杨某会计

专家的身份特点，使其对于公司财务会计工作的注意义务标准，较之无同样专业背景的其他独立董事更高。需要注意的是，所谓专业背景的差异应当是在董监高一般适任标准的基础上提出的更高要求，不能因此将董监高的适任标准降到一般管理者之下。即便没有会计或法律方面的专业背景，一般的董监高也应具备基本的会计及法律常识，应当对信息披露文件中的会计及法律事项作出应有的判断，只是不应苛求其达到专业会计师或律师的水准而已。

2. 实践中主要抗辩理由的裁判思路

实践中，董监高关于勤勉尽责的抗辩事由主要包括两大类。第一，对于虚假陈述不知情（不知情抗辩）；第二，已尽核查义务，但未发现虚假陈述（已尽责抗辩）。基于前述勤勉尽责的一般判断原则，对于董监高上述两类抗辩，可梳理出相应的裁判思路：

（1）关于董监高提出的不知情抗辩。如果该不知情系因董监高应履责而未适当履责所致，比如担任董监高却怠于履行相应职责，未对信息披露文件进行合理审查导致不知虚假陈述的存在，则不能仅以不参与日常经营管理、未实际履责为由主张没有过错。对于因合并报表的控股子公司或重大重组的交易对手方提供不实资料导致的虚假陈述，上市公司的董监高不能仅以资料提供方非上市公司本身而主张不知情、无过错，其对上述资

料仍存在审慎核验义务。对于董监高未参与审议的信息披露文件，应具体考察其未参与审议的原因，如果由于客观原因未参与审议，但参与了虚假陈述所涉事项的决策、实施等，仍应承担责任。

（2）关于董监高提出的已尽责抗辩。第一，违规信息披露人不仅包括虚假信息披露文件的制作人，也包括对该信息披露事项负有确保真实、准确、完整义务的董监高，未故意、主动参与造假，并不意味着对虚假陈述就不具有重大过错。第二，作为发行人的经营管理人员，董事、监事和高级管理人员应当具备与公司经营相关的背景、技能和专业知识。对于信息披露文件的虚假记载，不能简单地仅以不具有相关领域的专业知识为由进行抗辩。相反，董监高应当在各自的职责范围内，持续了解并关注上市公司的生产经营情况、财务状况、已发生或即将发生的重大事件及其影响，并主动调查、获取决策所需要的资料，积极问询、提出质疑、提供建议。第三，行政部门的审批行为不能成为董监高的免责事由。行政机关对上市公司相关项目的审批及备案系履行行政监管职责的行为，项目通过审批不能证明发行人不存在虚假陈述行为或董监高已适当履职。

（二）勤勉尽责标准认定中的常见问题

1. 专家意见的合理使用

董监高常于诉讼中提出，自己是基于对专业中介机构出具报告的信任，才在信息披露文件上签字。此时，董监高能否合理信赖专家意见，对于专家意见的使用在何种程度上才能被认定为合理，就成为司法需要考虑的问题。

《若干规定》第14条第2款规定：董监高“不能提供勤勉尽责的相应证据，仅以其……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”。本文认为，对上述规定的理解适用可关注以下方面。首先，原则上应当允许董监高合理信赖专业机构出具的意见。上市公司涉及的信息披露事项高度复杂，客观上需要借助专业机构的协助，因此，将部分调查职责委托给外部证券服务机构完成，具有一定的正当性。董监高虽负有全面了解公司情况的责任，但并非都具备相关的专业能力，对于有专业意见支持的该部分信息披露内容，应当允许董监高有合理信赖的权利。其次，这种信赖必须是合理的，而不能盲目轻信。董监高不能消极被动地引用专业意见，而应辅以自行审查。董监高应基于勤勉尽责的要求，在其职责范围内保持职业怀疑，运用职业判断，对中介机构提交的报告进行审查，对于存在重大异常、前后矛盾，或者与董监高已掌握的信息存在重大差异的，应当作进一步的复核，直至没有合理理由相信专业意

见存在虚假陈述。再次，董监高的审核义务也应根据前述客观和主观标准相结合的原则，按照岗位职责、信息掌握程度、专业知识背景等的不同，进行个别判断。通常而言，董事长、总经理、财务负责人、董秘等作为最能够接触和核实真实信息的人员，对于专业中介机构出具的报告应当进行更为详尽的调查。其他内部董监高的调查义务较之稍轻。外部董事、职工监事的注意义务程度，则应进一步减轻。

司法实践中，也多有类似案例。例如，“某安科案”中，黄某、邱某、朱某分别任董事长、总经理和财务总监，公司要求其表决的《重大重组议案》此前已聘请多家专业中介服务机构对置入资产进行了审计和评估，均未发现问题。黄某等三人遂表决同意。其后，证监部门发现，该议案存在营业收入及估值虚增问题。上海金融法院认为，黄某等虽不具备审计和评估方面的专业知识，但基于其各自职务，理应对重组过程中需要披露的信息负有一定的注意义务，但却过分依赖中介服务机构，未实施诸如实地调查或要求中介服务机构进一步查证相关合同实际履行情况等主动核查行为，故应对原告损失在2%的范围内承担连带责任。

2. 董监高“异议免责”的适用标准

《证券法》第82条第4款新增了董监高的“异议制度”，但未明确规定董监高提出

异议的法律后果。《若干规定》为保障异议董监高的合法权益，增设了第15条规定，董监高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。上述规定出台后，证券市场上出现了一系列的董监高集体“不保真”事件，引发了《若干规定》第15条应如何适用的相关争议。

从制度目的上看，异议免责旨在通过对董监高证券侵权责任的免除，激励其合理行使异议权，进而通过董监高提出的异议，发现证券市场虚假陈述等违法信息披露行为。在全面推行证券发行注册制、强调信息披露核心地位的背景下，异议免责制度的违规信息披露发现功能更加凸显。但相关异议应以何种方式提出，才能达到制度目的、防止董监高试图通过提出形式异议予以脱责，颇值思量。《若干规定》第15条对此规定了“书面发表异议意见+陈述具体理由+对外披露”的三重正向要件，以及“不得在审议中投赞成票”的反向要件。

在正向要件中，最为核心的是“陈述具体理由”。实践中，董监高发表的异议，并非直接指出信息披露报告中存在哪些虚假事项，而是出具无法保证相关信息披露真实性的概括声明。这种概括声明具有模糊性，无法向监管和市场传递出有效的信息。因此，单纯

表示异议不能带来免责效果，而必须辅以具体的异议理由，对为何提出异议加以进一步解释，给出更多的有效信息以便投资者据此作出判断。故法院对于“陈述具体理由”要件应作实质性审查，可关注以下方面：第一，董监高仅表示了对信息披露文件的异议，但未说明任何理由的，不能免责。如ST某讯（现已退市）的两名独立董事对于《2019年年度报告》的真实性、准确性、完整性表示无法保证，但未陈述任何理由。该种异议显然不能成为免责事由。第二，董监高虽说明了异议理由，但理由过于简单，或语焉不详，缺乏实质内容的，亦存在不能免责的风险。例如，某迪乳业（现已退市）的1名董事和1名监事对于《2020年第一季度报告》的真实性、准确性、完整性表示无法保证，理由为“不直接参与公司日常生产经营活动，无法充分、全面获取相关信息。”但如前所述，如董监高未参与公司日常经营管理系因其应履职而未履职所致，则不能以此为由，试图通过异议制度曲线免责。第三，董监高对异议理由进行了完整、准确的陈述，则可认为已“陈述具体理由”。例如，在“某毅达案”中，某毅达公司未在《2017年第三季度报告》中披露其控股子公司与关联公司间的虚假关联交易，构成信息披露违规。某毅达的6名董监高因无法保证三季报内容的真实、准确和完整而弃权，列明的弃权理由为：“新疆某毅达公司、鹰潭某毅达公司（系某毅达的控股

子公司）与某利创公司（系某毅达的关联公司）发生的大额贸易款，与子公司的主营业务无关，无法判断对上市公司产生的影响及潜在风险”。上述理由较为具体翔实，董监高可予免责。

至于反向要件，则来自于曾引起市场热议的“某新股份事件”。某新股份全体董监高集体发布拒绝保证2020年年报真实、准确、完整的声明，但3/4的董监高仍然对年报投了赞成票，另有3名高管弃权。该极端案例出现后，2021年修订的《上市公司信息披露管理办法》第16条第4款即明确要求，董监高提出异议的，应当投反对票或弃权票。《若干规定》第15条亦沿用了该种处理方式，规定投赞成票的不得免责。需要注意的是，曾有观点认为，弃权意味着董监高在是否同意披露“带病信息”的问题上选择了保持沉默，应认为未尽到尽责义务，不能免责。该种论点虽不无道理，但结合前述监管和司法解释的规定，应认为弃权票亦属于反向要件允许的范围。

3. 独立董事的勤勉尽责标准

某美药业案后，《若干规定》《国务院办公厅关于上市公司独立董事制度改革的意见》（国办发〔2023〕9号，以下简称《意见》）以及《上市公司独立董事管理办法》（证监会令第220号，以下简称《办法》）相继出台，对独立董事的地位、作用、选任、监管及责任

承担制定了详细规则。其中，《若干规定》第16条专门对独立董事的免责和减责事由作出了规定。

所有围绕独立董事责任的讨论和规定，都指向一个相同的目标：如何通过合理的责任设置，促进独立董事更科学、有效地履行职责，发挥对上市公司的监督作用。为此，法院在案件审理中，应当充分平衡好独立董事应尽的勤勉尽责义务与正当事由免责之间的关系，对于勤勉尽责标准和免责事由的适用作出更清晰的规则界定。

（1）独立董事的勤勉尽责标准

独立董事的职责、功能和履责方式是决定其勤勉尽责标准的前提。根据《办法》第17条的规定，独立董事的主要职责包括履行监督职能、参与决策，以及提供专业咨询。其中发挥监督作用是独立董事的核心职能。基于该种职能定位，独立董事具有区别于内部董事的诸多特点。其一，独立董事具有独立性。其不在上市公司担任其他职务，与所受聘的公司及主要股东亦不存在可能妨碍其进行独立客观判断的关系。其二，独立董事为非执行董事，不参与公司日常经营管理，其主要工作形式为出席董事会、股东会及独立董事专门委员会，审议相关事项。而被审议的事项往往已有较为完整的材料和成熟的提案。其三，由于要对上列提案进行审查监督，独立董事通常应当具备较强的专业能力，尤其

是法律、会计、经济等方面的专业背景。

基于上述特点，在确定独立董事的勤勉尽责义务时，应考虑以下因素：第一，独立董事在完全独立于公司的同时，也意味着其获取公司真实信息、了解公司实际情况的能力和途径较之内部董事，存在天然的不足和限制。因此，其与内部董事应“承担共同而有区别的法律 responsibility”。共同之处当然是两者均具有董事身份，应履行董事职责。区别之处则在于，独立董事高度依赖内部董事及高管向其提供的材料，较之内部董事更难发现隐藏的问题，“倘若执行董事都难以发现，却要求独立董事发现问题并及时披露，未免强人所难”。因此，独立董事的注意义务标准应低于内部董事。如上海金融法院审理的“某安科案”中，被告殷某、常某、蒋某系独立董事，三人均无审计、评估专业背景。三人虽在严重虚增营业收入和估值的《重大重组议案》上签字确认，但法院认为，独立董事仅对公司的经营决策提供建议和监督，相对于内部董事而言，其对公司经营状况的了解程度更小。况且本案中，需要表决的事项是他人提供的第三方信息，即重大资产重组所涉的标的公司某安消公司的经营状况，而某安科、某安消已聘请专业中介服务机构对本次重大资产重组置入资产进行了评估和审计，但均未发现置入资产存在问题。在此情况下，要求3名非专业人士的独立董事持续关注标

的公司“班班通”项目的履行进程，并对与标的公司经营状况相关的资料进行审核，显然已超过独立董事的职责范围，故殷某等三人应予免责。该案区分了内部董事和外部独立董事的不同过错认定标准，具有较强的典型意义。

第二，虽然监管规定要求独立董事应具备较强的专业能力，但实践中也存在部分非专业型的独立董事，对不同类型的独立董事应适用不同的勤勉尽责标准。对于具备专业背景的独立董事，在监督其专业领域内的信息披露文件时，应承担更高的勤勉义务，例如，具有财会专业背景的独立董事在审议会计报表的过程中应具有更高的注意程度，具有法律专业背景的独立董事在审议合规议案时应当体现出更强的识别能力等。

（2）独立董事的免责和减责事由

《若干规定》第16条规定，独立董事存在该条规定的5项事由之一的，法院应当认定其没有过错。以下重点讨论第1、2、4项。

第1项免责事由为“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”。该项免责事由系针对《办法》第18条第1款第1项规定的独立董事特别职权而设，该项特别职权是：独立董事有权“独立聘请中介机构，对上市公

司具体事项进行审计、咨询或者核查”，相应费用由上市公司承担。《办法》虽有上述规定，但实践中，出于不愿给公司增加麻烦和费用、监督意识尚待加强等原因，极少有独立董事会真正行使该项特别职权，《若干规定》的该项免责事由理论上将为激活独立董事的该项特别权利提供激励。但需注意的是，虽有该项规定，独立董事仍不能仅通过阅读和单纯依赖中介机构的报告就当然获得免责，其在“借助帮助”的过程中应达到同类职位中等水准的勤勉和审慎程度，在必要时应对相关问题进行核实。

第2项免责事由为“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”。该项免责应是基于独立董事的监督职能。虽然在信息披露文件发布时未能发现违法情形，但独立董事若能在虚假陈述行为被市场周知前，及时发现并采取补救措施，虽不能改变虚假陈述已经发生的事实，但对于遏制行为持续存在、防止损害后果扩大、避免或减少投资者损失，仍会产生重要的作用。故《若干规定》将之列入可认为没有过错的事由。但严格来说，此处独立董事并非没有过错，而是虽有过错，但基于其补正行为可以免责。

第4项免责事由是“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”。该事项由系针对独立董事的特点而设置。如前所述，独立董事为外部董事，不参与公司日常经营管理，因此存在信息不对称、履职依赖于公司配合协助的问题。该项规定为独立董事因客观原因履职不能提供了救济途径。

三、帮助造假者的责任认定

2022年《若干规定》的一大亮点，是将帮助造假者纳入应承担证券虚假陈述侵权责任的主体范围。但对于该新增条款应如何适用，在理解上存在一定争议。结合实践中帮助造假方的抗辩意见，其责任认定涉及多项法律适用问题：帮助造假者是否为证券法规定的信息披露义务人；其承担的责任性质为何，是证券法下的特别侵权责任，还是民法典中的一般侵权责任；帮助造假者的范围应如何界定；责任构成要件包括哪些，尤其是，帮助造假行为是否需达到重大程度、应如何认定帮助者“明知”发行人实施财务造假活动、交易因果关系能否推定等。以下择要讨论。

（一）帮助造假者并非信息披露义务人

《若干规定》将帮助造假者列为证券虚假陈述的担责主体。有观点认为，在这一制度构造逻辑下，帮助造假者也可被理解为信息披露义务人，需承担违法信息披露责任。

但从立法和司法解释的具体规定，以及对信息披露义务人的规制目的来看，似无充分依据支持这一结论。

首先，从法律及监管规定看，帮助造假者并非信息披露义务人。新《证券法》第78条第1款首次对信息披露义务人进行了界定，包括“发行人及法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定的其他信息披露义务人”。证监会根据上述授权，在2021年修订的《上市公司信息披露管理办法》第63条第2项中扩充了信息披露义务人的范围，规定：

“信息披露义务人，是指上市公司及其董事、监事、高级管理人员、股东、实际控制人，收购人，重大资产重组、再融资、重大交易有关各方等自然人、单位及其相关人员，破产管理人及其成员，以及法律、行政法规和中国证监会规定的其他承担信息披露义务的主体”。虽然学界和实务界对于《上市公司信息披露管理办法》规定的信息披露义务人范围是否过大存在争议，但可以明确的是，在规则层面，帮助造假者从未被列为信息披露义务人。

其次，从《若干规定》的体系解释看，帮助造假者亦非信息披露义务人。《若干规定》较之《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》（以下简称《2003年虚假陈述司法解释》）的区别之一在于：明确区分了信息披露义务人和

责任主体。根据《2003年虚假陈述司法解释》第1条，该司法解释适用于因信息披露义务人虚假陈述导致投资人遭受损失的赔偿案件。信息披露义务人同时为责任主体，两者范围重合。但《若干规定》第1条明确：由信息披露义务人实施虚假陈述引发的侵权民事赔偿案件，适用本规定。据此，信息披露义务人的虚假陈述被定性为诱因，但需要承担赔偿责任的不仅有信息披露义务人，还包括法律明确规定的其他责任主体，具体规定于第五部分“责任主体”中。这些责任主体虽不直接负有信息披露义务，但对于虚假陈述的产生具有极强的可归责性，故有必要将其纳入规制范围，通过设定赔偿责任约束其行为。帮助造假者即属于该类主体。

再次，从信息披露义务人的规制目的看，不宜将帮助造假者归入此类。法律或监管规定的信息披露义务人，或是实施信息披露的行为人（发行人），或是负有保障披露信息准确真实责任的主体（董监高及其他内部责任人）等。有学者将前一类称为“基本义务人”，将后一类称为“衍生义务人”。但无论是基本还是衍生，上述主体均是虚假陈述的直接参与者，也是直接违反证券法规定的主要责任人。因此，法律在将其规定为信息披露义务人的同时，也通过无过错、过错推定的归责原则，以及交易因果的推定等制度设置，令其承担更重的赔偿责任。但帮助造假者等

其他责任主体则不同，他们是虚假陈述的间接参与者，较之信息披露义务人，距离证券欺诈相对更远，对市场的危害程度更小，与投资者损失之间的因果链条更长，承担的责任也应有所不同。因此，有必要将他们区分开来，进行不同的规制。

基于上述理由，本文认为，帮助造假者并非信息披露义务人，而属于其他责任主体。

（二）帮助造假者承担的为一般侵权责任

帮助造假者既非信息披露义务人，则证券法上的特殊侵权责任规则就不应适用于该类主体，而应以民法上的一般侵权规则加以规制。最高人民法院司法解释起草者在对《若干规定》进行阐释时，亦认为，帮助造假者作为“帮凶”的责任，是根据民法典的相关规定来明确的。

将帮助造假归入一般侵权行为具有法理和法益衡量上的恰当性和必要性。首先，从法理层面，帮助造假者在本质上属于《民法典》第1169条规定的“帮助他人实施侵权行为的共同侵权人”，适用一般侵权规则。帮助行为，也被称为“视为的共同侵权行为”。帮助造假者与信息披露义务人最大的区别在于，其并非直接、具体地实施违法信息披露行为。但由于帮助者基于主观恶意，对违法信息披露行为的促成有莫大的影响，因此，

基于“助人为虐违反公平正义”的基本原则，法律视其为共同行为人，令其承担连带赔偿责任。可见，帮助造假者承担责任的法理基础与信息披露义务人存在本质不同，不可混为一谈。

其次，从法益衡量的角度，更不可令帮助造假者承担证券法上的特殊侵权责任。证券法对信息披露义务人规定了无过错或过错推定的特殊归责原则，极大减轻了投资者的举证负担，使得赔偿责任更易成立。但在帮助造假场合，适用特殊归责原则将带来严重的危害后果。第一，实践中，“帮助造假”的情况极为复杂，并非所有不实的商业交易背后，都存在可归责的交易对手方。例如，部分案件中，大量虚假合同系通过伪造客户的电子章和签名章制作完成，客户在案发之前，全然不知存在这些交易合同。另有部分虚假合同，系通过勾结客户方的工作人员，由后者在未经公司允许的情况下，私自配合签名、签章，制作假合同形成。此时，被冒名的客户不应成为担责主体。另外，实践中还存在上市公司缺乏履行能力，但欺骗交易对手与之签订购销合同，之后通过提前确认收入来伪造财务数据的情况。如果无视这些纷繁复杂的事实，一概推定不实交易的合同相对方存在过错，显然有违公正。第二，有别于普通侵权案件导致的有限、特定的损失，证券虚假陈述侵权案件造成的是不特定多数投资者的

纯粹经济损失，投资者的范围和赔偿金额极大，再辅以特别代表人诉讼、先行赔付等制度，该种聚合性的索赔金额常常达到惊人的程度。此时，一旦存在虚假交易，就推定帮助造假者存在过错，应承担连带责任，不仅有失公平，对其科以责任之沉重也远远超过了帮助造假者对于违法信息披露所起的非决定性作用。正因为证券市场的巨额赔偿凸显了普通侵权法无需考虑的“责任不成比例”问题，对于协助侵权者更不应适用特殊归责原则。第三，适用一般侵权规则有利于防止证券诉讼风险大规模向实体经济蔓延，保障产业健康发展。在特殊侵权规则下，一旦法院认为某些商业交易情况没有如实反映在发行人的信息披露材料上，交易对手方就会被推定造假，并承担巨额赔偿的风险，这将使得所有从事诚实商业交易的公司也陷入人人自危的境地，为防止“动辄得咎”而时刻担心并检查自己的交易是否被发行人不当利用。这不仅会极大提高交易成本，也会阻碍正常的市场交易，严重影响实体经济健康发展。因此，在法政策的考虑上，应当明确：虽然确立帮助造假者的责任有助于阻吓虚假陈述行为、更充分地补偿投资者的损失，但该种责任不能无限制地扩张，而应当限定在那些“明知”并提供“实质性帮助”的责任主体范围内。换言之，应适用民法典的一般侵权归责原则，由原告证明帮助造假者的主观故意。

（三）帮助造假者的责任构成要件

既以《民法典》第1169条为规范基础，则帮助造假者的责任构成亦需符合实施侵权行为、主观过错、造成损失及因果关系等侵权法上的一般构成要件。基于证券虚假陈述的特点，现就下列问题进行讨论。

1. 侵权行为：帮助造假者及可追责帮助行为的范围

（1）帮助造假者的范围

《若干规定》明确列出了三类最常见的帮助造假者：上市公司的供应商、客户，以及为上市公司提供服务的金融机构，并以“等”字兜底。实践中，当投资者起诉其他帮助造假主体时，法院对上述列举是否为穷尽式、“等”字的理解应为“等内”还是“等外”存在争议。本文认为，该条的列举并不穷尽，如有他类帮助实施虚假陈述的主体，只要符合其他责任构成要件，也应被认定为帮助造假者。

实践中，的确存在其他类型的帮助造假者。例如，在“某百特案”中，中间人李某松不仅通过自己控制的企业，还作为撮合者安排名义上的客户与上市公司签订无真实交易背景的购销合同，伪造虚假资金流，并根据过账金额收取资金通道费。该等撮合交易对手与上市公司共同进行财务造假的中间人亦可构成帮助造假者。此外，前述越权伪造公

章的交易对手方员工，或是与上市公司不存在直接合同关系的第三方存托机构、提存机构等，也可能存在协助造假行为。将这些主体排除在外不利于保护投资者利益。另有学者认为，公司的非控股股东等内部人亦可构成帮助造假者。本文对此持不同观点。该等内部人离虚假陈述更近，所起的作用更为直接，似以适用《证券法》第85条规定的“其他责任人员”予以规制较为妥当。

质言之，帮助造假者责任的基础法律依据是帮助型共同侵权，该种共同侵权并无主体范围限制，只强调实际起到帮助作用即可。由于《若干规定》的实施时间尚短，实践中到底哪些行为人可被认定为帮助造假者，尚待后续案例逐步进行类型化的积累。

（2）可追责帮助行为的范围

帮助造假者的帮助行为是否有程度要求，是一旦存在帮助行为就应担责，还是协助造假需达到重大程度，在司法实践中不无疑问。

实践中常见的情况是，发行人存在多年财务造假，但其供应商、客户等仅在短期内配合提供虚假材料，且涉及的金额和造成的影响大小不等。此时，应否考虑帮助行为的严重性存在争议。本文认为，与普通侵权行为不同，帮助造假者的责任一旦成立，即需面临不特定投资者提出的巨额赔偿。因此，从过罚相当的角度出发，应当考虑行为性质，

仅将重大的帮助造假行为纳入追责范围。《若干规定》第22条规定：帮助造假人故意隐瞒的应为“重要事实”，似也暗含该种观点。

那么，帮助造假行为的重大性究竟应当如何判断？本文认为，应视个案的具体情况，如虚假材料的种类、性质、用途、涉及的金额、在上市公司信息披露材料中起到的作用等因素进行综合考虑。具体而言，或可注意以下方面。第一，重大帮助造假行为与上市公司被认定具有重大性的虚假陈述行为应具有同质性，即帮助实施的应当是具有重大性的虚假陈述行为。第二，单个帮助造假者的帮助行为虽属重大，但无需达到发行人应达到的虚假陈述重大程度。举例而言，发行人虚增利润的金额达到当年利润总额的60%，即被认定为具有重大性。但虚增利润所依据的交易合同由多名帮助造假者提供，则各名帮助人帮助虚增的利润比例虽均低于60%，但仍可能被认定为存在重大帮助造假行为。第三，如帮助人的协助造假行为性质较为轻微，例如仅提供了辅助性、不具决定意义的虚假材料，或者提供的虚假交易材料涉及的造假金额较小，则不宜认定为重大帮助造假行为。

2. 主观过错：“明知”标准的适用

《若干规定》第22条规定的“明知”要件，是各构成要件中最具争议的问题。争议主要集中于两个方面。第一，关于在何种情

况下需要“明知”。有观点认为：司法解释规定“明知发行人实施财务造假，仍然为其提供相关交易合同、发票、存款证明等予以配合”，此为积极配合造假，需要“明知”；而“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”则为消极帮助造假，法条并未规定造假人需“明知”。本文认为，该种观点值得商榷。民法典规定的帮助侵权，必备的构成要件之一即为帮助人与被帮助人之间存在意思联络，两者存在共同故意。如果是非故意地对他人实施的侵权行为提供了帮助，该种行为虽也属于侵权行为，但不构成帮助，“帮助人”无需与行为人承担连带责任，而是应当依法承担相应的侵权责任。因此，无论是积极还是消极帮助造假，均应以“明知”发行人欲实施财务造假为必要，否则就无法形成共同侵权人之间的意思联络，而没有共同的故意，也就不构成帮助行为。

第二，关于“明知”的证明标准。《若干规定》颁布后，有学者担心，让投资者证明“明知”的主观故意状态是难以完成的任务，第22条恐沦为宣示性条款。还有观点认为，投资者必须举证证明，帮助造假者在主观上明确知道其提供的虚假材料会被发行人用来财务造假，才符合“明知要求”。本文认为，主观意图的证明极为困难，如依上述标准，除非发行人和帮助造假者曾以书面或其他有形形式明确沟通过共同造假的意图，而这些

证据又恰好落在投资者手中，投资者才有可能完成举证。但实践中，更常见的情况是，双方通过口头形式串谋造假，鲜有将违法意图落于纸面的做法。况且，即便真有书面证据，投资者作为第三方也几乎无可能取得。如此，《若干规定》第22条将难以落实。因此，法院在判断“明知”是否构成时，可考虑从下列三方面进行把握。

首先，不可拘泥于主观意图的直接证明，而应从帮助造假者的客观具体行为出发，来判断其主观意图。例如，发行人在某银行处的巨额存款存在质押。某银行收到审计机构发出的函证，载明审计机构正在对发行人的年度财务报表进行审计。银行回函确认上述存款不存在担保或其他使用限制。该案中，某银行作为专业的金融机构，对于上市公司审计函证的用途、标准及后果系属明知，但仍然出具了虚假函证。故从其客观行为表现来看，应认定其明知自己出具的函证将被用于上市公司的财务造假。

其次，所谓“明知”，除了“已确切知道”外，还应包含“已预见到”在内。此处所指的预见并不是凭空的臆想，而是实施某行为时，根据日常经验法则、事物的发展规律等，预料到将来会发生的事情。将“已预见”纳入“明知”的范围，是对主观要件要求极为严格的刑法中的理论通说，在民商案件审理中亦应同等适用。换言之，帮助造假

者在实施帮助行为时，即便还未确切知道，但是已预见其提供的材料或隐瞒的事实会被发行人用于财务造假的，即符合“明知”要件。再举一例，发行人的高管在年报审计期内找到其多年合作的销售客户，要求对方配合提供虚假的大额交易合同、配合走账，并给予相应返点。本文认为，在此情况下，该销售客户与发行人有长期业务往来，亦知悉上市公司有年报审计要求，根据日常经验法则，应认为其在出具虚假交易文件时，已预见到该材料将被用于当年年报的财务造假，符合“明知”要件。

再次，帮助造假人除“明知”上市公司欲实施财务造假外，还需“知道或应当知道”自己提供的材料为虚假。根据《若干规定》第22条的文义及目的，帮助造假者的主观故意分为两个层次：一是明知发行人实施财务造假；二是知道或应当知道自己提供的为虚假信息。后一层次的“故意”要件容易被忽略，但不可或缺。如果行为人由于一般过失或重大过失，不知自己提供的为虚假信息，当然也就不可能存在故意提供虚假信息、帮助发行人造假的主观意图，无法成立帮助侵权。而将行为人的重大过失排除在外，不予追责，也较为合理。帮助人属于外部人，其对上市公司负有的注意义务要低于内部人。既然董监高、双控人等内部人的主观过错亦需达到重大过失程度，则对于外部人，其注意义务

的标准理应相应降低。

3. 因果关系：交易因果关系的推定

在一般侵权责任下，应由投资者对包括因果关系在内的所有构成要件承担举证责任。但在证券虚假陈述案件中，欲令投资者证明与帮助行为之间的交易因果关系，即自己系因帮助造假行为作出投资决策，无疑存在重大困难。毕竟，帮助造假者并未直接参与实施违法信息披露行为。

对于该问题，可回归到民法典加以解决。如前所述，帮助行为属于“视为的共同侵权行为”。由于帮助人并非直接、具体的加害行为人，故受害人虽然能较为容易地证明直接加害人与损害之间的因果关系，但要证明帮助人的行为与损害之间的原因力及其大小则非常困难。为解决这一问题，消除受害人证明因果关系上的困难，侵权法直接将帮助人视为共同侵权人，受害人无需证明帮助行为与损害的因果关系，只要证明存在帮助行为，就可以令帮助人与直接侵害人一同承担连带责任。在帮助造假者因果关系的确定上，亦可适用同样原则，只要证成发行人虚假陈述的交易因果关系，帮助造假者的交易因果关系亦推定成立。

4. 损失范围：比例连带责任的适用

交易因果关系虽可根据民法典进行推定，但在损失因果关系层面，却应注意帮助造假

者与民法典中帮助侵权人的制度区别。根据《民法典》第1169条的规定，帮助侵权人应对直接侵权人的全部赔偿责任承担连带责任。这一规定不能当然适用于证券虚假陈述案件，否则会有前述“责任不成比例”的问题。本文认为，帮助造假者应承担的赔偿责任，亦可参照已被司法实践普遍接受的比例连带责任进行考虑。

比例连带作为一种司法技术，在确保投资者获得充分损害赔偿的同时，也减小了共同侵权人之间的追偿不能风险，有利于实现共同侵权责任分摊的分配正义。本文认为，可考虑从比例连带的法理基础，即损害的可区分性和因果关系的部分重叠性出发，裁量帮助造假者的赔偿范围。上市公司的财务造假往往横跨多个财报周期，涉及多项数据，在客观上具有可分性，帮助造假者仅应对其存在过错的那部分虚假陈述内容承担责任。相应地，仅就该部分虚假陈述导致的损失，才构成帮助造假者和发行人损失因果关系的重叠部分，也才属于帮助造假者的担责范围。质言之，司法应充分考虑帮助行为在整个虚假陈述行为中所占的比例及原因力，确定帮助造假者的连带赔付比例，而非一刀切地令其承担全额连带责任。

责任编辑：杜泽宇

见习编辑：林 剑

文章来源：《法律适用》2026 年第 7 期

排版：王海彤

策划：林 剑

执行编辑：刘凌梅

实践，梳理决议效力瑕疵的认定逻辑，提示常见法律争点，为规范公司治理，防范决策风险提供参考。

PART 01 《公司法》中公司决议效力规则的变化

本次修订最大变化是以立法形式将公司决议效力评价机制由“可撤销、无效”的“二分法”变为“不成立、可撤销、无效”的“三分法”。《公司法》（2023 年修订）决议效力规则从明确股东会决议通过方式、细化决议撤销期间、确立轻微瑕疵不撤销等原则实现了决议效力规则的体系化构建，现分述如下。

（一）公司决议可撤销规范条文的变化

《公司法》视角下公司决议效力瑕疵判断及风险提示 摘自“上海一中法院”微信公众号

作者：杨涵 商事庭三级法官助理

日期：2026 年 6 月 29 日

公司决议是公司权力机构依据一定的议事方式和表决程序形成公司意思的民事法律行为，是股东会、董事会及监事会行使决策权的重要载体，与公司经营、股东权利及交易安全息息相关。2024 年 7 月 1 日起实施的《公司法》（2023 年修订）在吸收《公司法司法解释（四）》相关规定的基础上对公司决议效力规范作出体系化完善。本文结合《公司法》（2023 年修订）条文及司法

《公司法》（2023 年修订）

第二十六条 公司股东会、董事会的会议召集程序、表决方式违反法律、行政法规或者公司章程，或者决议内容违反公司章程的，股东自决议作出之日起六十日内，可以请求人民法院撤销。
但是，股东会、董事会的会议召集程序或者表决方式仅有轻微瑕疵，对决议未产生实质影响的除外。
未被通知参加股东会会议的股东自知道或者应当知道股东会决议作出之日起六十日内，可以请求人民法院撤销；自决议作出之日起一年内没有行使撤销权的，撤销权消灭。

《公司法》（2018 年修正）

第二十二条第二款 股东会或者股东大会、董事会的会议召集程序、表决方式违反法律、行政法规或者公司章程，或者决议内容违反公司章程的，股东可以自决议作出之日起六十日内，请求人民法院撤销。
第二十二条第三款 **股东依照前款规定提起诉讼的，人民法院可以应公司的请求，要求股东提供相应担保。**

1. 新增决议撤销之诉瑕疵补正制度

《公司法》（2023 年修订）第二十六条第一款后半段新增了公司决议可撤销之诉的瑕疵补正制度，或称为“裁量驳回”制度，该制度赋予法院一定范围内的自由裁量权，对于存在某些非实质性程序瑕疵的决议，应继续维持决议的效力。

2. 细化决议撤销之诉除斥期间规则

首先，股东对公司决议提起撤销之诉系形成之诉，故适用除斥期间的规定。《公司法》（2023 年修订）第二十六条第一款承继了股东应自决议作出之日起 60 日内提起撤销公司决议之诉的规定，该期间不得中止、中断、延长。其次，通过对小股东并不知悉相关公司决议的实践情况的总结，《公司法》（2023 年修订）增加了“未被通知参加股东会会议的股东自知道或者应当知道股东会决议作出之日起六十日内”的特殊时效起算规定。最后，为避免决议效力长期处于不确定性的状态对公司内部及外部法律关系产生不利影响，故《公司法》（2023 年修订）规定了行使股东会决议撤销权的最长期限为一年。

3. 删除决议撤销之诉股东担保制度

我国公司治理现状是小股东权利保护不足，大股东滥用其控制地位侵犯小股东权利，《公司法》（2023 年修订）删去了原有条文中股东提起可撤销之诉的，人民法院可以应公司请求要求股东提供担保的规定。

（二）公司决议不成立规范条文的变化

《公司法》（2023年修订）	《公司法》（2018年修正）
第二十七条 有下列情形之一的，公司股东会、董事会的决议不成立： （一）未召开股东会、董事会会议作出决议； （二）股东会、董事会会议未对决议事项进行表决； （三）出席会议的人数或者所持表决权数未达到本法或者公司章程规定的人数或者所持表决权数； （四）同意决议事项的人数或者所持表决权数未达到本法或者公司章程规定的人数或者所持表决权数。	（无相关规定）

《公司法》（2018 年修正）仅规定了决议无效与可撤销的情形，《公司法》（2023 年修订）在此基础上新增决议不成立的情形，实现了民事法律行为评价标准的一致性。同时，《公司法》（2023 年修订）删去了司法解释中的兜底性条款，即“导致决议不成立的其他情形”，意味着《公司法》（2023 年修订）第二十七条对公司决议不成立事由的列举是穷尽列举，除规定的四种事由外，不应再存在其他事由导致公司决议不成立，使得决议不成立的效力边界更清晰。

决议行为一般并不需要所有当事人意思表示一致才能成立，而是达到法定或者章程规定的标准即可，且需要遵循法律或章程规定的议事方式和表决程序。

（三）新增决议瑕疵对外效力规范条文

《公司法》（2023年修订）

第二十八条 公司股东会、董事会决议被人民法院宣告无效、撤销或者确认不成立的，公司应当向公司登记机关申请撤销根据该决议已办理的登记。

股东会、董事会决议被人民法院宣告无效、撤销或者确认不成立的，公司根据该决议与善意相对人形成的民事法律关系不受影响。

《公司法》（2018年修正）

第二十二条第四款 公司根据股东会或者股东大会、董事会决议已办理变更登记的，人民法院宣告该决议无效或者撤销该决议后，公司应当向公司登记机关申请撤销变更登记。

《公司法》（2023年修订）新增规定，若公司会议决议经人民法院宣告无效、撤销或确认不成立，公司基于该决议与善意相对人建立的法律关系依然有效，不受决议瑕疵的影响。与《公司法解释四》第六条相比，

《公司法》（2023年修订）第二十八条第二款扩大了适用范围，司法解释并未对公司决议被确认不成立后，对外行为的效力是否受影响进行规定。而所谓善意相对人，是指不知道且不当知道公司存在决议瑕疵等相关问题的交易相对方。具体而言，是指在交易中，对公司决议可能的无效、撤销或不成立等问题不知情且无过错的相对人，其已经尽到合理的审查和注意义务。

PART 02 公司决议效力纠纷常见争议点提示

（一）公司决议可撤销之诉中的瑕疵补正制度适用条件

瑕疵补正制度的法理基础在于有效的决

议有赖于对召集、议事、表决法定形式及程序的遵守，但对于决议瑕疵过于严格的认定会增加公司决策成本并且影响外部法律关系的稳定性。另外，法律赋予股东提起可撤销之诉权利的目的在于否定以违法程序假借多数决而成立的决议的效力，当作出决议的程序并不必然导致实体权利受损时，不存在撤销决议的必要性。具体有如下三个要件需要满足：“会议召集程序或者表决方式”“轻微瑕疵”和“未产生实质影响”。

（1）可予以裁量驳回可撤销之诉的仅适用于决议存在“会议召集程序或者表决方式”方面的程序瑕疵，如果决议的内容违反了法律、行政法规或者公司章程，则不存在适用该款。

（2）上述决议程序方面“仅有轻微瑕疵”的，即虽然属于程序瑕疵，并未妨碍股东公平参与多数意思的形成，也并未影响股东获取作出意思表示所需的关键信息。

比如，《公司法》（2023年修订）要求召开股东会应提前15日通知全体股东，但召集人可能仅提前14日通知股东；又或者按照公司章程的规定，召集通知应当以书面形式发出，而实际情况是以电话或网络通信的形式发给了所有股东，这些即属于轻微瑕疵范畴。

（3）系争决议存在的程序瑕疵“对决议

未产生实质影响”。具体是指程序瑕疵不具有影响决议结果的可能性，该程序瑕疵的存在不改变公司决议的原定结果，而是否为“实质影响”需要根据个案的具体情况进行判断。

需要注意的是，“仅有轻微瑕疵”与“对决议未产生实质影响”是法院维持决议效力，裁量驳回原告诉讼请求的共同条件，换言之，即使程序上的瑕疵对决议结果不产生任何影响，但该程序瑕疵是对股东程序权利的重大损害，则瑕疵补正制度不存在适用空间。

（二）决议不成立、可撤销及无效的识别事由辨析

1. 公司决议不成立的常见事由

（1）未召开会议而作出决议。①伪造会议记录与股东签名；②未履行召集程序，仅由个别股东或董事擅自作出决定。

（2）会议未对决议事项表决。①会议召开但未就决议事项进行任何讨论与表决；②表决票未发放或未回收，直接形成决议；③决议事项超出会议通知范围，未实际表决。

（3）出席人数或表决权未达标。股东会决议及董事会决议出席董事人数未达法律规定或章程规定最低要求。

（4）同意票数未达到通过比例。①表决结果未达法定或章程规定的通过比例；②伪

造表决结果，将未达标的表决数据改为达标；③关联股东未回避，导致有效表决权不足。

2. 公司决议无效的常见事由

（1）决议限制或排除股东固有权利、法定权利的。当公司决议对股东依法享有的表决权、知情权、同比例减资权、股权转让权、优先购买权、新股优先认购权、剩余财产分配请求权、利润分配请求权、股权继承权等基本权利进行不合理限制或排除时，通常会被判定为无效。

（2）股东会、董事会等决议机构超越法定职权作出决议的。股东会与董事会的职权都包含法定职权与章定职权，如果不存在章程的特别规定，应该理解为股东会、董事会各自享有公司法规定的法定职权。因此，若某项决议超越了股东会、董事会职权，应理解为因内容违法而归于无效。

（3）决议违法解除股东资格的。在没有证据证明股东有应被剥夺股权的情形下，公司决议剥夺股东资格，系侵犯股东固有权利的违法行为。

（4）决议内容违反法律、行政法规强制性规定的其他情形。比如，公司决议进行重大不当关联交易等，导致公司债权人的利益受损等。

3. 公司决议可撤销的常见事由

人民法院对公司决议是否可撤销的审查应当遵循公司自治原则，将审查范围严格限定在上述两类瑕疵范围之内。具体如下：

（1）召集程序存在瑕疵。召集程序主要包括会议的通知、登记、提案和议程的确定等事项。常见的召集程序瑕疵包括：①召集权瑕疵，主要是召集人不适格。②通知程序瑕疵。例如，遗漏召集通知；只向部分股东、董事通知，而遗漏部分股东、董事；未按照规定期限发送召集通知等。③通知内容瑕疵，比如通知内容不齐全，未按照规定载明召集事由、会议的议题或股东依法提出的议案，未记载目的、时间、场所，未附带议案概要等。④通知方式瑕疵，比如召集通知不符合法律或公司章程规定的特定形式；未采用法律或章程规定的方式发送召集通知等。⑤会议主持人主持权瑕疵或主持方式瑕疵等。

（2）表决程序存在瑕疵，即公司股东会、董事会的会议表决程序违反法律、行政法规或者公司章程的规定。常见的表决程序瑕疵包括：①参与表决的主体不具有表决资格或者表决权受限制，比如让非股东投票、让利害关系股东参与表决等；②表决权代表瑕疵，比如违反公司章程关于表决代理人仅限于股东或者董事的规定；③表决权行使受到阻碍，比如会议主持人拒绝适格代理人行使表决权、无正当理由限制或者剥夺股东的发言权或者辩论权等；④负有说明义务的董事、监事对

于股东的质询拒绝作出说明或者说明不充分；⑤表决方式瑕疵，表决方式通常包括就有关提案投票、计票、表决结果的宣布、会议记录及签署等事项等。

（3）决议内容存在瑕疵，即公司决议的内容违反公司章程。例如，公司决议超过章程规定的董事、监事的名额、资格条件等选任董事、监事；决议内容侵害章程规定的小股东的自益权和共益权；决议超过章程规定的担保限额决定公司对外提供担保等。

4. 不成立与可撤销决议的转化关系

决议成立与否属于事实层面的判断，决议不成立的原因是决议欠缺成立要件，仅限于程序性瑕疵；而决议可否撤销属于效力层面的判断，但其前提是决议事实上已经成立。公司决议可撤销的原因即有程序上的瑕疵，也有决议内容违反公司章程的情形。决议可撤销与不成立的核心区别在于程序瑕疵的严重程度不同，其中，直接导致决议构成要件缺失的为决议不成立；并不妨碍股东公平参会、表决的，不应当认定决议不成立，而为可撤销。例如，纯粹的表决权计算错误属于决议可撤销的事由之一，但如果因为表决权计算错误，使本无法达到法定或章程约定的表决权比例的公司决议得以通过，则构成决议不成立的情形。

5. 无效决议与可撤销决议的竞合关系

《公司法》（2023 年修订）第二十五条规定存在内容实体瑕疵的决议为无效决议，第二十六条规定在会议召集程序、表决方式等程序上存在瑕疵的决议为可撤销的决议。而现实生活中的程序瑕疵与实体瑕疵往往混合在一起，比如公司控制股东滥用表决权、控制权，致使公司决议的实体内容违反法律、行政法规的效力性法律规范，就构成公司决议无效和可撤销的竞合现象。在此种情形下，公司决议应予确认无效而非可撤销。

（三）决议部分效力瑕疵是否及于决议其他内容

在公司决议部分内容无效的情况下，决议中的其他内容是否无效，需根据下列不同情形认定：

（1）如果决议的各项内容之间不具有可分割性，则部分决议事项无效将导致整个决议当然无效。

（2）如果决议的各项内容之间具有可分割性，则部分决议事项无效并不必然导致决议中的其他事项无效。而对于公司决议不同内容之间是否相互影响，则要根据决议中不同内容是否独立进行判断。比如，《公司法解释五》四条第二款中关于公司股东会决议中利润分配完成时间撤销的规定。该款规定：

“决议中载明的利润分配完成时间超过公司章程规定时间的，股东可以依据民法典第八

十五条、公司法第二十二条第二款规定请求人民法院撤销决议中关于该时间的规定。”上述规定允许仅撤销利润分配决议中关于利润分配完成时间的内容，而保留利润分配决议的其他内容。

PART03 合规操作建议

1. 健全会议制度，严格程序留痕

公司应根据《公司法》（2023 年修订）完善公司章程及股东会议事规则、董事会议事规则，对会议召集、通知、主持、表决、计票、记录、签字等全流程作出细化约定，做到有章可循、有据可查。会议通知、签到表、表决票、会议记录等材料统一归档，电子与纸质资料同步留存，避免因程序缺失、证据不足导致决议效力争议。

2. 规范通知程序，保障参会权利

召开股东会、董事会，应当严格按照法律及公司章程规定的时间、方式通知全体股东或全体董事，通知中明确载明会议时间、地点、召开方式、审议事项及主要内容，不得临时增加未通知议题。采用书面、邮寄、电子送达等方式的，应当保留送达凭证，确保全体参会主体均被有效通知，从源头避免因程序瑕疵引发撤销之诉。

3. 严守表决规则，确保决议成立

严格区分普通决议与特别决议事项，遵

守法定或公司章程规定的会议出席及表决比例。会议应当真实召开、真实表决，严禁虚构会议、伪造签名、虚假表决。委托表决的，应当审查授权委托书的真实性、合法性与权限范围，确保表决结果真实、有效、可追溯。

4. 严把内容合法合规关，杜绝无效情形

公司决议内容不得违反法律、行政法规的强制性规定，不得损害公司、股东及债权人合法权益，不得变相抽逃出资、违法分配利润、违法对外担保或剥夺股东法定权利。涉及关联交易、对外投资、担保等重大事项，应严格履行内部决策程序，确保决议内容合

法、正当、公允，避免因内容违法被确认无效。

5. 及时处理瑕疵，主动纠正错误

公司发现决议存在程序或内容瑕疵时，应及时采取补救措施，通过重新召集会议、重新表决、补正程序、修改决议内容等方式消除瑕疵。对已被生效裁判确认不成立、无效或撤销的决议，应当及时向公司登记机关申请撤销相关变更登记，防止无效决议持续对外产生不当影响，引发连环诉讼与信赖利益损失。

值班编辑：卜玉

三、 实务研究

公司司法解散的法律问题解析 | 衡石·观点 摘自“上海一中法院”微信公众号

作者：庞建新

日期：2026 年 6 月 4 日

公司司法解散是指在符合法定要件的情况下，经适格主体提出诉请，由法院审理后作出相应裁判的公司解散路径。《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）第 231 条规定了法院在审理相关案件时应主要审查当事人主体资格和是否符合公司应予解散的认定标准，前者较为明确，即单独或合计持有公司表决权 10%以上的股东，而后者主要包括“公司经营管理发生严重困难”、“继续存续会使股东利益受到重大损失”、“通过其他途径不能解决”三个方面，规定较为笼统，需要进一步明确。本文将结合相关司法解释、指导案例及入库案例对公司司法解散部分判断标准问题加以解析，以期促进适法统一。

一、案例选编

【案例一】司法解散的适用应遵循谦抑性原则

（案例库入库编号：2025-08-2-283-001）

上海某物业管理有限公司有三位股东，徐某骥持股 39.54%，孙某瑾系该公司总经理、

董事长，持股 38.37%，张某之持股 22.09%。该公司章程对司法解散相关事宜予以载明，并明确“持有公司全部股东表决权百分之十以上的股东，可以请求人民法院解散公司”，与《公司法》第 231 条保持了实质内容上的一致。

徐某骥就财务专用章、分红、办公室等事宜与孙某瑾存在异议，认为存在公司应当司法解散的情形，遂向法院提起相关诉请。

一审法院认为

根据当事人提交的证据及所作陈述，徐某骥与其他两位股东就争议事项有过协商并达成一致，且当事各方均认可该公司存在盈余。徐某骥与其他股东的争议可以通过符合法律与公司章程规定的方式或以退股、股权转让等其他途径予以处理，并非必须以司法解散的方式加以解决。故对其诉请不予支持。

二审法院认为

各方当事人均确认该公司尚在经营中并处于盈利状态，徐某骥提出诉请主要是因为其认为孙某瑾在经营过程中存在不合规的情形且难以与其达成共识，并非基于公司无法经营，且徐某骥有其他途径对相关争议加以解决。故驳回上诉，维持原判。

【案例二】经营管理严重困难的认定需要实质性考虑公司治理制度的运行情况

（指导案例 8 号：2012-18-2-283-001）

林某清与戴某明系某实业有限公司股东，各占 50% 的股份，戴某明任公司法定代表人及执行董事，林某清任公司总经理兼公司监事。2006 年 5 月 9 日，林某清提议并通知召开股东会，由于戴某明认为林某清没有召集会议的权利，会议未能召开。其后，林某清与戴某明就股东会决议、公司解散与清算、财务账册资料等问题存在矛盾。某服装城管委会证明某实业有限公司目前经营尚正常，且愿意组织林某清和戴某明进行调解。某服装城管委会调解委员会曾两次组织双方进行调解，但均未成功。林某清向法院诉请解散该公司。

一审法院认为

本案中，虽然两股东陷入僵局，但某实业有限公司目前经营状况良好，不存在公司经营管理发生严重困难的情形。股东之间的僵局可以通过多种途径来破解。《公司法》在维护股东权利方面制定了明确而具体的规定，若林某清认为其股东权利受损，可依法进行救济。此外，林某清可以要求戴某明或某实业有限公司收购林某清股份，通过以合理的价格转让股份，既能打破僵局救济股东权利，又能保持公司的存续。同时，某服装城管委会作为管理部门，其出面协调两股东的矛盾，也是林某清救济股东权利的有效途径之一。判决驳回林某清诉请。

二审法院认为

公司的正常经营管理建立在其权力机构（股东会）、执行机构（董事会或执行董事）及监督机构（监事会或监事）有效运行的基础上，判断一个公司的经营管理是否出现严重困难，应从上述组织机构的运行现状入手，加以综合分析。公司本身是否处于盈利状况并非判断公司经营管理是否发生严重困难的必要条件。某实业有限公司股东戴某明、林某清之间存有较大矛盾，且彼此不愿妥协而处于僵持状况，导致公司股东会等内部机制不能按照约定程序作出决策，某实业有限公司长期陷入无法正常运转的僵局，现有僵局如继续存续，将进一步损害股东的利益。据此，二审法院判决撤销一审判决，解散该公司。

【案例三】司法解散的认定需要综合考虑公司各方股东的利益情况

（案例库入库编号：2023-10-2-283-001）

无锡某乙置业有限公司系设立于 2010 年 11 月 17 日的港澳台与境内合资有限责任公司。《章程》载明合资方分别为外方晋某公司、中方御某公司，后变更为无锡某甲置业有限公司，占股 20%。

2016 年，无锡某乙置业有限公司两次董事会均无法就 2016 年年度预算、2015 年年度财务会计决算报告等事项达成一致。无锡

某甲置业有限公司与晋某公司在经营管理方面存在分歧。2016 年 7 月 18 日，无锡某甲置业有限公司向晋某公司寄交《僵局通知》，提请对无锡某乙置业有限公司 2015 年年度决算方案、2016 年年度预算方案及清算方案进行协商。2016 年 8 月 10 日，无锡某甲置业有限公司向王某平董事长寄交《敦促函》，要求对无锡某乙置业有限公司进行审计并按照相关合作协议规定的程序解决僵局，晋某公司对此不予认可。2016 年 1 月、6 月、7 月、9 月利润及利润分配表显示无锡某乙置业有限公司亏损不断扩大。经法院主持，无锡某甲置业有限公司与无锡某乙置业有限公司、晋某公司仍无法就公司僵局解决方案达成一致。

无锡某乙置业有限公司自成立以来，未向股东进行过分红，但股东也从未提出分红主张，无锡某乙置业有限公司虽一直处于亏损状态，但经营正常。无锡某甲置业有限公司认为无锡某乙置业有限公司继续存续会进一步损害股东权益，遂诉至法院，请求判令解散无锡某乙置业有限公司。

一审法院认为

所谓股东利益受损，不是指个别股东利益受到损失，而是指由于公司瘫痪导致公司无法经营造成的出资者整体利益受损。本案中，虽然无锡某乙置业有限公司利用晋某公司股权优势通过执行未经董事会批准的预算

方案而得以继续经营，但根据其相关利润及利润分配表的显示，该公司亏损呈现逐步扩大的状态，已经造成股东经济利益的重大损失。无锡某乙置业有限公司未经董事会一致决议继续执行预决算方案的行为使得无锡某甲置业有限公司游离于无锡某乙置业有限公司之外，不能够基于其投资享有适当的公司经营决策、管理和监督的股东权利，其股东权益受到重大损失。故一审判决无锡某乙置业有限公司解散。

二审法院认为

自双方股东产生矛盾至今，不仅缺乏主动有效的措施来调和这种矛盾，反而是晋某公司利用股权优势实际执行了未获得董事一致通过的预算，使得公司章程和《合作开发协议》的约定沦为架空，无锡某甲置业有限公司游离在公司经营决策和管理监督之外，故股东之间人合基础已丧失。二审维持原判。

二、衡石观点

（一）司法解散制度的适用应遵循谦抑性原则，若僵局并非不可回转，则应结合公司经营状况和其他可能救济途径综合研判。

作为一种强制解散的制度，司法解散的裁判一旦作出，该公司股东、员工和上下游合作企业等主体都会受到影响。因此，《公司法》第 231 条明确将“通过其他途径不能解决”作为法院审理相关案件必须考虑的要素

之一。这意味着法院应当注重对市场主体的保护和挽救、尊重公司的自治性，若存在其他可行途径，便不应作出司法解散的判决。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（二）》（以下简称原《公司法解释（二）》）第5条规定法院在审理司法解散相关案件时应当注重调解。2025年9月30日，《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的解释（征求意见稿）》（以下简称《公司法解释（征求意见稿）》）向社会公开征求意见，其第64条吸收了原《公司法解释（二）》的相关规定，同样规定了注重调解的内容。

案例一中，一审和二审法院实际上作了三个层次依次递进的认定工作。首先，对公司僵局程度进行认定。案件审理中，法庭发现各方当事人之间就争议事项有过协商并达成一致，所涉僵局并非不可回转，并且当事人之间的争议在于难以达成共识，尚未上升到造成公司无法继续经营的地步。其次，从两个维度上对公司经营状况进行认定。现在维度上，该公司尚在经营且能够盈利；将来维度上，诉请司法解散的当事人无法证明公司继续经营将导致股东利益受到巨大损失。最后，对争议通过其他方式加以解决的可能性加以认定。当事人之间若仍有人合的基础，则可以按照公司章程和相关法律规定提议召开或召集召开股东会，并且针对其他股东损

害公司或自身利益的问题也有相应的救济途径。若合作难以维系，则诉请司法解散的当事人也可以通过股权转让等方式退出。因此，相关争议可以通过其他途径解决，故法院对解散公司的诉请不予支持。

（二）法院对公司经营管理是否严重困难的认定需要综合考量多种因素，盈亏情况仅是参考因素，并不能仅凭该单一因素作出判断。

关于公司经营管理严重困难的情形。《公司法解释（征求意见稿）》第60条第2款将其明确为以下4种情形，即①公司连续两年以上无法召开股东会；②股东表决时无法达到法定或者公司章程规定的比例，持续两年以上不能作出有效的股东会决议；③公司董事长期冲突，且无法通过股东会解决；④其他情形。相较于原《公司法解释（二）》第1条仅规定符合这些情形的，法院应予受理，《公司法解释（征求意见稿）》第60条第2款的规定更加清晰。

需要注意的是，原《公司法解释（二）》第1条和《公司法解释（征求意见稿）》第60条第2款所规定的公司经营管理困难之情形并非穷举，而是通过“其他情形”的规定开放了认定的空间，法院需要结合公司僵局的时间、程度以及其对公司运行的影响加以综合判断。

公司盈亏因素并非认定公司经营管理陷入严重困难的充分判断要件。经营管理严重困难更多指向的是公司内部治理机制的运行状况，股东间、董事间关系紧张导致股东会召开或决议受阻、董事层无法正常履职，本质是公司的意志无法形成或被有效地落实，虽然在一定程度上公司盈利情况可以反映出公司内部治理状况的好坏，但受市场、以往积累、经济周期等多种因素影响，公司既有可能在内部治理僵局的情况下靠着已有的产业布局盈利，也有可能在公司意志通达的情况下出现亏损，因此，公司盈利状况既不能直接证明公司内部僵局，也不能直接否认僵局的存在。

案例二中，某实业有限公司持续未召开股东会、无法形成有效股东会决议的时间至案件审理时已长达四年，某实业有限公司不能也不再通过股东会决议的方式予以运转，即使尚未处于亏损状态，股东会机制已经失灵，完全符合公司经营管理严重困难的情形。

实务中存在非典型公司僵局，即部分股东凭借优势地位，使无法通过的公司决议实际付诸实施，此时公司虽然仍在运转，但其治理生态已经严重失常。

（三）实务中，有的公司股东会、董事会等公司治理平台运行受阻，无法形成有效决议，然而，优势股东通过自身影响力实际推动了相关议题的落实。从表面上看，这种情

况下公司决策和执行机制虽无法有效运转，但实质上仍通过非正式途径维系了相关事务的推进，并未陷入方向不明、政策不定、中枢麻痹的“僵局”状态，并非典型的公司僵局。

然而，这种状态并非公司法所认可和保护的情形。一方面，相关事务的推进并非公司意志的结果，股东会和董事会陷入僵局，公司无法形成自己的独立意志，被实际推进的政策实质上是优势股东的个体意志，这意味着公司独立法人人格已经被破坏，出现人格混同；另一方面，中小股东的声音被压制，被驱逐出法定和约定决策体制之外，其出资目的已经落空，被迫承担优势股东个体决策带来的相关后果。公司司法解散制度自2005年首次载入我国公司法，其初衷就是为权益受损的中小股东提供有效司法救济途径，[2]当优势股东滥用股东权利损害中小股东合法利益时，中小股东得以通过提起公司解散之诉合法退出公司以保障自身权益。

案例三中，作为中小股东的无锡某甲置业有限公司被晋某公司架空，导致其不能行使参与公司决策、管理和监督的股东权利，自身权益受到损失，其经济利益也难以得到有效保障。

三、结语

公司司法解散制度既是受损股东的安全阀，也是司法介入公司意志的泄压阀，实务

中需要严格把握其构成要件，平衡好公司与股东之间、大小股东之间、投资人与社会之间的利益关系。

证券虚假陈述先行赔付追偿责任的认定 摘自北京二中院金色天平微信公众号

编写人：钱丽红、薛瑞

日期：2026年6月23日

在证券虚假陈述责任纠纷中，保荐机构先行赔付投资者后向其他责任主体追偿，涉及追偿权的性质、取得条件及内部责任划分等复杂问题。《证券法》（2019年修正）第九十三条虽确立了先行赔付制度，但内部追偿的责任分配标准并无明确规定。本案系全国首例上市公司因欺诈发行退市后，证券公司先行赔付投资人并向其他责任主体追偿的案件，本案在确认追偿权无需以其他连带责任主体同意为前提的基础上，明确了“主观过错”与“行为原因力”相结合的内部责任划分标准，为同类案件的审理提供了参考。

【裁判要旨】

1. 在证券虚假陈述责任纠纷中，先行赔付人可以与受损投资者约定，由先行赔付人受让受损投资者对其他虚假陈述各方的求偿权。先行赔付人就超出自身赔偿范围的部分向其他连带责任主体追偿的，人民法院应予支持。追偿权的取得无需以其他连带责任主体的同意或追认为前提。

2. 欺诈发行公司的董事、监事、高级管理人员及证券服务机构受到行政处罚后，未提供证据证明自身无过错的，应承担过错责任。

3. 连带责任主体之间的责任分担，应综合考量各责任主体在证券发行上市过程中及上市后虚假陈述中履行法定职责的重要性、过错程度、与投资者损失之间的因果关系、获得利益的大小等因素予以确定。

【基本案情】

某证券公司系某电气公司首次公开发行股票并上市的保荐机构及承销商。某会计师事务所、某律师事务所分别为该公司发行上市出具审计报告、法律意见书。该公司控股股东辽宁某公司承诺，如因虚假记载等致使投资者遭受损失，将依法赔偿。

该公司上市后，中国证券监督管理委员会（以下简称证监会）查明其存在欺诈发行与虚假陈述的违法事实，认定某证券公司未

能审慎核查公开发行募集文件的真实性和准确性，某会计师事务所和某律师事务所未勤勉尽责，所出具文件存在虚假记载，并对上述机构及相关负责人处以行政处罚。其后，该公司股票被深圳证券交易所摘牌。

某证券公司主动设立先行赔付专项基金，与适格投资者签订《和解承诺函》，约定证券公司对投资者先行予以赔付，共计约2.6亿元，投资者将索赔权利转让给某证券公司。后某证券公司向法院提起诉讼，向某会计师事务所、某律师事务所、辽宁某公司及相关责任人等26个连带责任主体追偿其先行赔付中超出自身应承担份额的部分。

被告某会计师事务所及会计师辩称其不存在过错，应予免责，且某证券公司系自愿赔付，无权追偿，同时他们主张，某证券公司既已经与投资者签订《和解承诺函》，就意味着已经确定了赔偿义务人为某证券公司，投资者承诺不再向各方主张赔偿。某律师事务所辩称各被告之间不存在共同故意，某证券公司无权代为追偿。辽宁某公司及该公司董监高等辩称某证券公司应自行承担全部赔付后果，自然人被告均主张已尽到勤勉义务，不存在过错。

【裁判结果】

北京市第二中级人民法院于2021年12月31日作出（2017）京02民初266号民事

判决：一、某会计师事务所赔偿某证券公司损失808万元；二、某律师事务所赔偿某证券公司损失202万元；三、温某等多名董监高分别赔偿8万元至5458万元不等；四、确认某证券公司对辽宁某公司享有债权5252万元；五、驳回某证券公司其他诉讼请求。

宣判后，某会计师事务所、某律师事务所等提起上诉。二审中因一名被告在诉讼中死亡，某证券公司撤回对其起诉。北京市高级人民法院于2023年12月28日作出（2022）京民终421号判决，仅因当事人死亡和撤诉对个别判项予以调整，维持一审其他判项。

【裁判理由】

法院生效裁判认为：第一，某证券公司先行赔付后有权向各责任方追偿。证监会行政处罚已认定各方责任，各主体依法应对投资者损失承担连带赔偿责任。某证券公司先行赔付后受让了投资者的求偿权，依据《中华人民共和国侵权责任法》第十四条（对应《中华人民共和国民法典》第一百七十八条）的规定，有权就超出自身应承担份额的部分向其他连带责任人追偿。本案中，先行赔付方案已履行完毕，受损投资者矛盾已得到化解。某证券公司先行赔付无需事先与各方协商、事后征得其同意，具有合理性。第二，获赔投资者签署《和解承诺函》系将其自身对相关责任人的索赔权利转让给某证券公司，是获赔投资者自身对相关权利人索赔权的消

灭，并不等于某证券公司追偿权的消灭。第三，注册会计师及律师个人在本案中不承担责任。注册会计师、律师均不能单独对外执业，其执业行为的法律后果应由其所在的会计师事务所、律师事务所承担。第四，某电气公司的董监高及证券服务机构存在过错。其过错已经为生效行政处罚决定书及刑事判决书所认定，且各被告均未提供充分证据证明自身无过错。第五，关于各方责任的内部划分，应根据工作职责及过错程度确定。会计师事务所作为专业审计机构，对财务数据真伪负有高度专业辨别义务，其对财务报表审计时未勤勉尽责，出具的审计报告存在虚假记载，应承担较高的过错赔偿责任。律师事务所作为法律专业机构，未勤勉尽责，直接引用某证券公司、某会计师事务所提供材料，所出具的《法律意见书》存在虚假记载，其在本案中应承担的过错赔偿责任小于会计师事务所。证券公司作为保荐机构、承销商，未履行全面督导和审慎核查职责，基于其在发行承销中的地位和必备专业素养，其过错程度大于其他主体。在充分考量各责任主体在IPO过程中及上市后虚假陈述中履行法定职责的重要性、过错程度、与投资者损失之间的因果关系、获利大小等因素后，法院确定了各方的最终责任比例。

【案例解读】

一、先行赔付追偿权的法理基础与制度

价值

先行赔付追偿权的法理基础在于民法上的债权转让与连带责任人的法定追偿权。证券虚假陈述责任在法律性质上属于侵权责任，各责任主体基于共同的过错或各自独立的过错行为，对投资者造成的损失承担连带赔偿责任。先行赔付人向投资者承担全部赔偿责任后，受损投资者不再享有对其他连带责任人的赔偿请求权。该权利由先行赔付人继受取得，其有权以自己名义向其他连带责任人主张追偿。这一机制的本质，是通过法定代位关系实现债权主体的变更，而权利内容本身并未发生增减。基于此，先行赔付追偿权具有三个特点：一是追偿权的取得无需以其他连带责任人同意或追认为前提；二是权利一致原则，即追偿权的内容与受损投资者原权利内容相同；三是追偿权行使无需以“共同故意”侵权行为成立为必要前提。

从先行赔付的制度价值来看，其具有多重政策目标。一是快速填补投资者损失，有效化解群体性纠纷，维护社会和谐稳定。二是激励责任主体主动纠错，避免由某一责任主体承担超出自身过错程度的终局责任，激励负有监督职责的中介机构在发现违法线索后主动采取措施。三是实现责任分配的实质公平。对外，受损投资者可以选择任一责任主体主张全部赔偿，实现对投资者的特殊保护。对内，各责任主体之间依据过错程度和

行为原因力合理分担终局责任，实现责任分担。

二、追偿权的取得规则与抗辩效力

追偿权的取得是否以其他连带责任人的同意或追认为前提，是本案审理中的核心争议之一。各被告普遍主张，某证券公司系出于减轻行政处罚、维护企业形象等目的“自愿”赔付，其先行赔付行为未事先取得其他责任方委托或事后追认，无权主张追偿。法院对此未予支持，其裁判逻辑可从以下三个层次加以理解。

第一，先行赔付是法定的责任承担方式，而非任意的自愿补偿行为。虽然《证券法》（2014年修订）未明确规定先行赔付制度，但该行为本身符合侵权责任法关于连带责任人主动履行赔偿义务的立法精神。在证监会已查明违法事实、各责任主体对外承担连带赔偿责任已经确定的前提下，先行赔付人主动向投资者履行赔偿义务，其他责任人对外无须再向投资者支付赔偿款，但根据公平原则，其应在内部追偿程序中承担相应的终局责任份额。

第二，追偿权的发生依据在于法律规定和债权转让，而非当事人的合意。原《侵权责任法》第十四条（现《民法典》第一百七十八条）明确规定，支付超出自己赔偿数额的连带责任人，有权向其他连带责任人追偿。该

追偿权为法定权利，其行使不以其他连带责任人的同意为要件。同时，某证券公司与受损投资者签订的《和解承诺函》构成有效的债权转让协议，投资者明确将对虚假陈述各责任方的索赔权利转让给基金出资人。该转让自通知各责任方或通过诉讼方式主张时即发生效力，无需各责任方同意。

第三，投资者放弃自身索赔权不等于免除责任主体的终局责任。获赔投资者签署《和解承诺函》后，其不再有权向其他责任方主张赔偿。但这并不意味着连带责任主体对外法律关系的终结，更不意味着赔付主体对其他责任方的追偿权一并消灭。两项权利分属不同主体、基于不同法律依据，不存在“放弃一个即等于放弃另一个”的逻辑关联。各责任方以投资者放弃索赔为由主张免除某证券公司的追偿权，混淆了对外赔偿关系与内部追偿关系，不能成立。

三、内部追偿责任的划分标准

《全国法院民商事审判工作会议纪要》（2019年）强调“责任承担与侵权行为及其主观过错程度相匹配”，虚假陈述的损害结果往往是多因一果，涉及多个主体的行为共同叠加所致。各主体在信息产生、核验、传递、披露等环节中的角色定位、职责范围、过错形态和作用力大小均不相同，客观上要求法院在追偿环节进行精细化、类型化的责任分配，避免简单化的平均分摊或笼统化的概

括处理。本案从“主观过错”与“行为原因力”双维度对审判思路和裁判标准进行了明确。

首先，在主观过错层面，应区分故意与过失两种不同的主观状态。根据2019年《证券法》第八十五条规定精神，证券法对发行人、董监高及中介机构适用过错推定责任。但内部追偿中的过错评价，不仅要判断过错的有无，更要评价过错的程度。故意实施虚假陈述行为的主体，其主观恶性明显重于因过失未能发现问题的主体，在内部责任划分中应承担更重的份额。

认定过错程度的核心标准在于行为人是否尽到勤勉尽责义务。勤勉尽责是一个动态的、类型化的审查标准。客观方面，应审查业务技术水平、知识储备和遵守法律法规情况，如资料收集及查验的完整性、真实性，审慎独立发表意见、审查程序正当性等。主观方面，应审查在开展业务时是否秉持小心谨慎，恪守忠诚和公正的原则。对于会计师事务所而言，其核心义务是对财务数据的真实性、准确性、完整性进行独立审计，应保持职业怀疑态度，对异常情况实施进一步审计程序，其未尽到上述义务的，即构成重大过失。对于律师事务所而言，其核心义务是对公司经营合规性、股权结构、重大合同等法律事项进行核查验证，应在法律专业领域内保持特别注意义务，不能简单依赖其他中介机构的工作成果。对于保荐机构而言，其作为总协

调人和第一道“看门人”，负有全面督导和审慎核查的职责，其注意义务的标准高于其他证券服务机构。在审查方式上，法院可以结合证监会的行政处罚决定书、行政诉讼生效判决、相关刑事判决等前置程序所认定的事实，作为判断行为人是否存在过错的重要参考，以确保行政监管与司法裁判的专业性、统一性和协调性。

在行为原因力层面，应从三个维度进行综合考量。其一，行为与损害结果之间的因果关系紧密程度。应审查各责任主体的虚假陈述行为在欺诈发行和信息披露中的具体作用，重点审查其所提供的相关文件构成虚假记载、误导性陈述、重大遗漏的虚假程度，判断其行为是直接导致投资者损失的主要原因或次要原因。其二，在IPO申报及持续信息披露中的参与程度。应区分主动策划实施者、知情协助者、过失未能发现者等不同角色，参与程度越深、作用越直接，原因力越大，应承担的责任份额越重。其三，个人职务、职责及所获利益的大小。对于自然人被告，应考察其在公司治理结构中的实际地位、是否直接负责相关事务、是否从虚假陈述行为中获取了超额报酬或其他不当利益等因素。一般而言，接受证监会处罚的个人，未提供证据证明无过错，应承担过错责任。内部董事的责任高于独立董事，实际参与经营管理的独立董事责任高于不参与经营的独立董事，IPO

期间任职的高管责任高于上市后任职者。对于独立外部董事，若其确实未参与虚假陈述行为且已尽到合理注意义务，则应相应减轻其责任份额，体现权责一致的原则。对于注册会计师及律师个人的责任认定，如非合伙人，一般不在追偿纠纷中承担责任。

关于中介机构层面的责任分配，从证券发行项目中各中介机构担任的角色来看，证券服务机构的执业行为具有相对独立性。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。在非共同故意虚假陈述案件中，发行人往往是虚假陈述的主动实施者，证券公司作为保荐机构和承销机构，对申报文件的整体真实性负有全面督导和审慎核查的法定职责，其过错程度在中介机构中最为严重，应当承担最重的内部责任份额。会计师事务所作为专业审计机构，对财务底稿具有最高的专业辨别力，其未发现明显的财务异常，过错程度相对较重。律师事务所作为法律专业机构，其核查范围主要限于法律事项，对财务数据问题不负有同等程度的审查义务，但如直接引用证券公司、会计师事务所的工作成果而未进行独立核查验证的，亦应承担相应的过错责任，只不过责任应低于会计师事务所。本案中，法院在细致审查各被告的工作底稿、执业过程、处罚事由等证据后，按照上述标准分别确定了不同主体的责任比例，体现了“过责相当”的

精细化裁判理念。

股东以对公司债权抵销出资义务的审查思路 摘自北京二中院金色天平微信公众号

作者：李杰

日期：2026年6月9日

司法研究在助推审判工作现代化、服务中国式现代化等方面发挥着重要作用。长期以来，北京二中院高度重视司法研究工作，围绕理论实务前沿问题、案例培育解析等形成了一批兼具专业深度与实践价值的研究成果。为传播法治理念、弘扬法治精神，本公众号开设“明理”专栏，以“明理之辨”研讨前沿问题，以“明理之案”阐释裁判观点，让法理之光穿透专业壁垒，让司法智慧走进公众视野。

本期推出的是股东以对公司债权抵销出资义务的审查思路。

《公司法》明确了债权是一种合法的出资方式。股东以对公司的债权向公司出资与股东以对公司的债权抵销出资义务，在实践

中易发生混淆。当股东与公司互负债务时，股东能否以对公司债权抵销其出资义务，司法实践尚有不同观点。某投资管理公司诉王某股东损害公司债权人利益责任纠纷案提出的裁判要旨为审查股东出资义务抵销是否合法提供了参考。

【裁判要旨】

公司债权人主张未出资股东对公司债务不能清偿的部分承担责任，股东以其已通过对公司债权抵销出资义务为由进行抗辩的，为避免股东通过虚构债权逃避出资义务，人民法院应当对股东主张的对公司债权的真实性进行严格审查，并由该股东承担举证证明责任。人民法院在认定股东对公司债权的真实性时，应当围绕债权债务凭证是否齐全、抵销的发生时间、抵销时公司是否存在债务不能偿还的情况、抵销是否经过公司决议程序以及企业信息公示情况等因素综合作出判断。

【裁判结果】

北京市丰台区人民法院于 2023 年 2 月 15 日作出（2022）京 0106 民初 20884 号民事判决：王某在 500 万元出资范围内就生效判决确定的某酒店公司对某投资公司所负债务不能清偿部分向某投资公司承担补充赔偿责任。宣判后，王某不服，提起上诉。北京市第二中级人民法院于 2023 年 7 月 24 日作出

（2023）京 02 民终 6907 号民事判决：驳回上诉，维持原判。

【裁判理由】

本案的争议焦点为：王某是否应对公司债务承担补充赔偿责任。

王某主张其以债权折抵出资的方式履行了股东出资义务。关于王某以债权折抵出资的时间，王某提交的股东会决议虽记载日期为 2021 年 4 月 2 日，但该日期之后某酒店公司两次公示的年度报告均记载王某实缴出资 0 元，某酒店公司 2021 年 10 月 12 日的公司章程亦记载股东以货币方式出资，且某酒店公司系于本案一审期间委托某会计师事务所进行验资，故有理由认为王某以债权折抵出资的时间实际发生于本案一审诉讼期间。

关于在某酒店公司不能清偿债务且某投资公司已向王某提出承担补充赔偿责任的请求后，王某能否以其对某酒店公司的债权抵销出资义务。首先，王某对某酒店公司的债权真实性无法确认。王某主张其从某印务公司处受让对某酒店公司的 325 万元债权，但王某提交的《债权转让协议书》并未约定还款期限，亦未约定王某就受让债权向某印务公司支付对价，且无其他证据证明该协议实际履行。关于王某主张的其对某酒店公司享有的 175 万元债权，王某提供的向公司转账凭证中部分记载为还款，但《验资报告》所附

明细表中并未体现相应的借款凭证，不能证明某酒店公司委托验资时提供了完整的公司财务资料。鉴于某印务公司、某酒店公司系苏某、王某夫妻二人实际控制的关联公司，现有证据不足以证明某酒店公司具有与其股东财产相互独立的规范财务制度。综上考虑，法院无法确认王某对某酒店公司债权的真实性。其次，王某主张的以债权折抵出资的方式损害了某投资公司的合法权益。在某酒店公司不能清偿到期债务的情况下，该公司股东通过股东会决议，以对公司债权抵销出资义务，实质系滥用股东权利，使股东优先于公司外部债权人获得清偿，明显损害公司债权人的利益，故对王某关于抵销的抗辩意见不予支持，某投资公司的诉讼请求应予支持。

【案例解读】

一、实务中的争议

若股东先取得对公司的债权，之后与公司约定以该债权出资，该行为是典型的债转股，亦属于债权出资。《公司注册资本登记管理规定》明确了企业债权转股权需增加注册资本。实践中，企业债转股增资十分常见，但司法中存在较大争议的是，若出资人拥有对公司的债权并同时负有对公司的出资义务，其主张以对公司债权抵销出资义务，而不采用增资形式，该行为是以债权出资吗？股东以其对公司债权抵销出资义务的效力能否得到肯定评价？目前，裁判观点尚不一致。

二、股东以对公司债权抵销出资义务的法律原理

股东以对公司债权抵销出资义务能否成立，应当以《民法典》中的债务抵销制度为逻辑起点，并结合《公司法》中公司资本制度的相关特性展开分析。

（一）股东以对公司债权抵销出资义务的法律构造

债权出资既包括以对公司享有的债权出资，也包括以对他人享有的债权出资，前者即公司增资时债转股。本文认为，股东以对本公司的债权出资与股东以对公司债权抵销出资义务，存在以下不同：

第一，法律场景不同。前者涉及公司增资时的出资构成。后者则是在认缴出资下股东出资义务消灭的特殊形式。

第二，法律构造不同。前者是出资人将对公司享有的债权投入公司进行出资，其法律构造在于公司通过股东出资取得了对自己的债权，发生债的混同。后者是股东主动以对公司债权抵销出资义务，其法律构造在于发生债的抵销。

第三，是否涉及债权人利益不同。前者能够缓解公司对外债务，对公司资本的完整性具有正向意义，不会损害债权人利益。后者则涉及认缴出资是否实缴的问题，特别是在控股股东滥用权利，通过虚构对公司债权

逃避出资义务时，将极大损害债权人的利益，实践中应当严格予以规制。

（二）民法典与公司法交叉视角下股东抵销权的构成要件

结合《民法典》与《公司法》的相关规定，认定股东对出资义务是否享有法定抵销权时，应考虑以下构成要件：

1. 股东与公司互负债务。股东抵销权发生的基础在于股东与公司互负债务。

2. 互负债务已到期。股东对公司的债务以及公司对股东的债务均已到期，除非股东主动放弃期限利益。

3. 债务标的物种类、品质相同。例如章程规定股东以货币出资，公司则对股东享有货币债权，股东仅在对公司享有货币债权时才可主张抵销。

4. 债务依其性质、法律规定和当事人约定可以抵销。例如《破产法司法解释二》第四十六条规定，公司破产情形下股东不可主张以对公司所负的欠缴出资债务与公司对股东的债务相抵销。此外，若公司章程明确规定股东不得以对公司债权抵销出资义务，股东亦不能主张抵销权的行使。

（三）股东出资义务抵销权与债权人保护的平衡

股东以对公司债权抵销出资义务受《民

法典》与《公司法》的共同规制，既要考虑债务抵销的法律原理，又应考量股东权利与债权人保护之间的利益平衡。若公司不能清偿债务，由于在主体对应、价值对等、利益平衡等方面不符合债务抵销的基本原理，股东对出资义务的抵销权不应得到支持。

首先，当公司不能清偿债务时，公司对股东的债权既可以由公司行使，也可以由外部债权人代位行使，股东对公司的债权则只能要求公司向其履行，此时不符合债务抵销的主体对应要求。

其次，当公司不能清偿债务时，股东对公司的债权无法得到实现，但股东对公司的出资义务仍应履行，此时公司对股东的出资债权与股东对公司的债权在价值上处于不对等状态。

最后，基于债权人权益保护的目，公司不能清偿债务时，股东的出资义务与公司对股东负有的债务应被赋予不可抵销的性质，以实现股东权利与债权人利益的平衡，这也契合《破产法司法解释二》第四十六条规定破产程序中出资义务不得抵销的精神。

三、股东以对公司债权抵销出资义务的效力认定

针对实践中控股股东滥用控制权，虚构抵销债权、逃避出资义务的情况，应当严格规制，进一步明确相关审查标准和法律责任。

（一）股东以对公司债权抵销出资义务的审查标准

为维护公司资本制度，保护公司债权人利益，股东以对公司债权抵销出资义务的，除公司应具备债务清偿能力外，还应当符合以下条件：

1. 股东提交充足证据证明债权真实存在。债权具有较大的随意性且不具有对世性，外部主体无法获知该债权是否真实存在。并且，公司对股东享有的出资债权容易受到来自股东的侵害。这就导致股东对公司的债权存在真实性风险。为防止股东虚构债权逃避出资义务，法院在审查债权真实性时，应综合当事人举证情况、企业信息公示情况进行考量。

2. 股东出资义务抵销经企业信息公示。完善的公示制度能解决公司与债权人之间的信息不对称问题。根据《公司法》第四十条规定，有限责任公司股东认缴和实缴的出资额、出资方式和出资日期是公司应当通过国家企业信用信息公示系统公示的事项，公司应当确保公示信息真实、准确、完整。因此，股东以对公司债权抵销出资义务亦应通过企业信用信息公示系统自主办理出资信息变更，并将相应情况予以公示，以使外部交易主体能够了解到公司注册资本的实际构成情况。

（二）股东虚构债权抵销出资义务的责

任认定

根据《公司法》第二十三条第一款规定，公司股东不得滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人的利益。《民法典总则编司法解释》第三条第三款规定，构成滥用民事权利的，人民法院应当认定该滥用行为不发生相应的法律效力。根据上述规定，若股东滥用股东权利虚构对公司的债权，以此抵销对公司负有的出资义务，该行为使得公司的注册资本虚化，损害了公司债权人的合法权益，该行为不发生法律效力，故应认定虚构债权的股东未履行出资义务，股东仍应当履行其出资义务。

连续交易操纵行为的主观要件及与市值管理的区分 摘自“人民司法杂志社”微信公众号

作者：葛翔 徐佳云

日期：2026年5月28日

裁判要旨

市值管理是以维护证券市场正常价格发

现机制为前提，以遵循信息披露等监管要求为基础，与操纵证券市场的违法行为存在本质区别。连续交易操纵行为的构成应当具备主观要件，证券监管机关通过全面调查，结合交易资金流向、行为人自述、交易方式等客观证据可以推定违法行为人的操纵意图。证券监管机关在行政处罚立案前对违法行为开展检查、调查的，属于违法行为的发现，行政处罚追责期限中断计算。

案号

一审：（2025）沪74行初5号

案情

原告：上海某橙咨询管理有限公司（以下简称上海某橙）、刘某宇。

被告：中国证券监督管理委员会上海监管局（以下简称上海证监局）。

第三人：金某顺。

原告刘某宇于案涉操纵行为发生期间在上海太某汇资产管理有限公司（以下简称上海太某汇，后更名为上海某橙）担任总裁，并在上海太某汇旗下私募基金管理机构担任实际负责人。第三人金某顺在案涉操纵行为发生期间任精某集团有限公司（以下简称精某集团）法定代表人、董事长。为了维持会某山股价，应对股票质押风险，金某顺与刘某宇进行对接。为保证上海太某汇增持会某山等

股票，经金某顺审批，精某集团等先后向上海太某汇实际控制的公司提供资金。

2017年12月19日至2019年4月8日期间，上海太某汇控制使用其管理的私募投资基金账户组交易会某山股票。

2018年12月26日，被告上海证监局向上海太某汇发出监督检查通知书，决定对其进行检查。随后，上海证监局对金某顺、刘某宇以及精某集团、上海太某汇等工作人员进行了询问，并调取了私募基金账户交易记录、上海太某汇等账户流水以及合同文本等证据。在笔录中，金某顺、刘某宇分别自述2017年起为了维护会某山股价，避免质押风险，由刘某宇具体操作会某山股票交易，金某顺提供资金支持。

2023年6月7日，上海证监局向上海太某汇发出立案告知书，其中载明：因涉嫌操纵会某山股票，上海证监局于2023年5月11日决定对上海太某汇立案。经过事先告知和听证等程序，上海证监局于2024年9月10日作出沪（2024）32号行政处罚决定书。

行政处罚决定书中认定：2017年12月19日起，金某顺、上海太某汇集中资金优势、持股优势连续买卖，影响会某山股票交易价格和交易量。（1）2017年12月19日至2018年7月10日，案涉账户组持股总数占总股本比例从0上升至1.02%。（2）2018年7月11

日至2018年10月17日，案涉账户组持股总数占总股本比例上升至4.05%，案涉账户组流通股数占流通股本比例上升至5.03%。2601笔共1835.89万股的申报价格不低于申报前市场最新成交价，占该时段账户组同向申报量的70.51%；2034笔共1612.66万股的申报价格不低于申报前市场卖一价，占该时段账户组同向申报量的61.94%。在65个交易日中，案涉账户组有39个交易日申买数量排名市场第一，在43个交易日连续竞价买入成交数量排名市场第一。该阶段内，会某山股价上涨12.62%，偏离上证指数22.03%。（3）2018年10月18日至2019年2月19日，案涉账户组持股总数占总股本比例上升至4.89%，案涉账户组流通股数占流通股本比例上升至6.08%。（4）2019年2月20日至2019年4月8日，案涉账户组持股总数占总股本比例逐步下降至0。

经计算，案涉账户组在前述期间买入会某山股票43207438股，并全部卖出，合计亏损约1734936.2元。

上述行为，违反了2005年证券法第七十七条第一款第（一）项的规定，构成2005年证券法第二百零三条所述操纵证券市场行为。刘某宇作为时任上海太某汇总裁，与金某顺对接商讨，参与了上海太某汇投委会审议，并下达具体投资指令，是上海太某汇操纵行为直接负责的主管人员。上海证监局根据当

事人违法行为的事实、性质、情节与社会危害程度，遂依据2005年证券法第二百零三条的规定，决定：一、对金某顺、上海某橙处以240万元罚款，其中对金某顺处以120万元罚款，对上海某橙处以120万元罚款；二、对刘某宇给予警告，并处以50万元罚款。

原告上海某橙、刘某宇不服行政处罚决定，诉称：首先，被告认定原告与第三人金某顺合谋、操纵证券市场的证据严重不足。原告与金某顺之间不存在合谋操纵的故意及行为。双方并未签署任何书面合作协议。原告也不具备资金优势、持股优势，交易结果也未影响股价。案涉账户组持有会某山股票流通股本占比最高仅在5%左右，不存在持股优势。其次，被告未全面核实当时的交易背景及资金往来，调查程序存在重大错误。相关资金系定向融资债务工具项下的款项，与会某山股票市值管理无关。被告未结合当时经济背景与政策导向，迳行将“维护股价”等同于“操纵证券市场”。当时相关政策均鼓励和支持上市公司、大股东回购，并鼓励各类基金积极响应增持上市公司股票，原告行为并无操纵行为。最后，被告于2023年才立案，行政处罚决定已经超过行政处罚追责期限。故请求撤销案涉行政处罚决定。

审判

上海金融法院认为，本案争议焦点有如下三项：一、原告刘某宇、上海太某汇与第三

人金某顺是否存在实施操纵证券市场的主观故意；二、在案涉操纵期间，上海太某汇对会某山股票的交易量价是否存在异常；三、被诉行政处罚决定是否超过法定追责期限。

关于第一项争议，原告与第三人是否存在实施操纵会某山股票的主观故意。2005年证券法第七十七条第一款第一项规定：“禁止任何人以下列手段操纵证券市场：（一）单独或者通过合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，操纵证券交易价格或者证券交易量……”该项虽然没有明确规定主观要件，但对交易量价“操纵”之文意本身隐含了违法行为实施主体的主观可责性。本案中，原告刘某宇、第三人金某顺在多份询问笔录中自述，为了避免会某山股票质押平仓风险，双方商议通过上海太某汇增持会某山股票以维持股价。故在2017年，刘某宇、金某顺对于通过公开市场交易实现维持会某山股票市值的共同意图是明确且清晰的。从精某集团及其关联公司与上海太某汇的资金流水看，相应资金转账时间与私募基金账户投资时间高度一致。故从证据盖然性角度，被告在行政处罚决定中认定相应资金系为保证上海太某汇增持会某山等股票，由金某顺审批后经精某集团及其关联公司向上海太某汇予以提供，并无不当。是否提供资金并非认定操纵行为的条件，但本案中通过资金流转可以进一步证明原告与第三

人之间存在操纵之合意。

关于第二项争议，案涉操纵期间上海太某汇对会某山股票的交易量价是否存在异常。根据统计数据和被诉行政处罚决定的认定，在2018年7月11日至2018年10月17日期间，基金账户组累计竞价买成交量占期间市场累计竞价成交量比例为33.8%。案涉账户组累计申买3520笔共2603.76万股，其中，2601笔共1835.89万股的申报价格不低于申报前市场最新成交价，占该时段账户组同向申报量的70.51%。2034笔共1612.66万股的申报价格不低于申买前市场卖一价，占该时段账户组同向申报量的61.94%。在65个交易日中，案涉账户组有39个交易日申买数量排名市场第一，其中申买量占市场总申买量比例超过10%的有41个交易日，超过20%的有30个交易日，超过30%的有18个交易日。该阶段内，案涉账户组在43个交易日内连续竞价买入成交数量排名市场第一，竞价买入成交量占市场竞价买成交量比例超过10%的有44个交易日，超过20%的有36个交易日，超过30%的有27个交易日，超过40%的有20个交易日。而案涉账户组在该阶段持有会某山股票比例占流通股本比例上升至5.03%。且在操纵期间，会某山股价上涨12.62%，偏离上证指数22.03%。结合上述数据，被告根据原告交易申报量、成交量占比，以及所占实际流通股份总量的比例等因素，

综合判断其交易会某山股票的量价处于非合理区间，有客观证据予以证明。

关于第三项争议，被诉行政处罚决定是否超过法定追责期限。本案中，被告对原告以涉嫌操纵证券市场为由进行行政处罚立案虽然为2023年，但对相关违法线索的调查于2018年12月已经开展，且在前述2019年、2020年笔录中反映出被告已经于当时对会某山股票交易进行调查，并在2019年调取了私募基金流水和交易记录，应当视为此时被告已经发现违法线索，故本案行政处罚并未超出追责期限。

最后，对原告提出的相关监管政策允许进行市值管理，鼓励上市公司回购、大股东增持的主张，上海金融法院认为市值管理是上市公司以提高公司质量为基础，为提升公司投资价值和股东回报能力而实施的战略管理行为，虽然也存在股份回购、分红等多种形式，但仍以维护证券市场正常价格发现机制为前提，以遵循信息披露等监管要求为基础。而操纵股价、内幕交易等行为本身就是市值管理过程中应当严格禁绝的行为。案涉操纵行为既不符合市值管理的监管要求，又客观扰乱了证券市场正常交易秩序，被告据此依法作出行政处罚决定，依法应予支持。

上海金融法院作出判决：驳回原告的诉讼请求。现该判决已生效。

评析

2019年以来随着资本市场监管体制不断完善，对操纵市场、内幕交易等违法行为的监管力度也随之提高。本案虽然适用2005年证券法（2005年修订），但2024年《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》中更明确提出，“依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为”。一直以来，操纵市场违法行为较为隐蔽，在行政处罚过程中取证认定困难，难以直接判定违法行为人的主观意思；此外，操纵市场行为的构成要件和处罚标准等也存在一些争议，客观上也加剧了该类违法行为的处罚难度。笔者在下文对于如何认定连续交易操纵行为的主观故意、行为要件等作出分析，为同类证券行政处罚的司法审查提供参考。

一、连续交易操纵行为的主观故意认定

操纵证券市场行为一般而言可以分为交易型操纵和信息型操纵。2005年证券法第七十七条规定的“单独或者通过合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，操纵证券交易价格或者证券交易量”，即所谓连续交易操纵行为，通常意指当事人利用特定优势，通过一定交易模式进行连续交易，以此实现对证券交易量价的控制，并据此实现盈利等不正当目的。2019年证券法修订后，第五十五条第一款第（一）项

删除了“操纵证券交易价格或者证券交易量”，弱化了连续交易操纵的结果要件。参照刑法理论，对操纵市场行为本质的认识早期沿用美国证券法中的“欺诈”理论，但这一认识在近些年来已经发生变化，多数意见认为操纵市场是利用市场优势地位所实施的人为控制特定证券、期货市场行情行为。但是从“欺诈”理论转向“滥用优势地位”理论后，是否需要判断行为人的主观过错就产生了一定争议。而在行政处罚领域，以往一般采取客观归责原则，主观过错判断问题并不凸显。但2021年行政处罚法修订后，第三十三条第二款中规定，“当事人有证据足以证明没有主观过错的，不予行政处罚。法律、行政法规另有规定的，从其规定”。因此，修订后的行政处罚法确立了行政违法行为的主观要件。相应地，结合行政处罚法第三十三条第二款，需要根据证券法的规定，来确定连续交易操纵行为的构成是严格责任还是过错责任，以及主观要件证明责任如何分配等问题。

考虑2019年证券法修订情况，以及交易型操纵与一般正常交易行为的必要区分等因素，笔者认为操纵市场行为应当以主观故意为构成要件之一。首先，2019年证券法第五十五条第一款增加“影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量”。“意图”这一用语显然包含了主观评价要素。如美国学者认为，“通过交易的意图来判定是否为操纵，对

于这种意图的认定标准包括：（1）交易仅是为了使证券的价格向特定的方向发展；（2）交易者自身充分认知市场真实的走势并非真正的走向，而是由其交易所导致；（3）通过操纵的获利仅仅是因为操纵者推动价格向特定方向发展的努力而非其对有价值信息的占有。”虽然2005年证券法中没有明确使用“意图”一词，但从长期以来对操纵市场的行政处罚实践来看，也基本将操纵意图作为构成要件之一。其次，主观要件是区分一般交易行为与连续交易操纵行为的必要条件，无论是一般市场交易还是连续交易操纵行为，行为人都具有预判交易价格的主观期待，并据此实施相应交易行为。但是连续交易操纵行为与一般交易行为的主观区别在于，其充分认识到市场交易走向不是真实的，而是由其操纵交易所推动的，即使尚未实现该交易走向，行为人也通过市场优势地位来积极推动该走向的发生。此外，操纵市场违法行为属于行为犯而非结果犯，如果在不发生结果的前提下，仅以实施交易行为或者具备市场优势地位就实施处罚，而不考虑主观要件，则将进一步模糊交易型操纵与一般正常交易之间的界限。

既然主观要件是认定操纵市场违法行为的要件之一，则应当由行政机关负举证责任而非适用主观过错推定原则。只是该证明责任并非需要达到排除合理怀疑的程度，一般

比照清晰且令人信服标准，虽然证监会《证券市场操纵行为认定指引（试行）》（已失效）曾规定“操纵行为的认定，应当适用明显优势证明标准”。但在行政诉讼中的证明标准尤其是针对行政处罚行为，一般要高于优势证明标准。同时，在操纵市场行为的认定中也应当允许通过相关事实和行为对当事人操纵市场的主观意图进行推定。这里需要说明的是，允许通过相关事实对操纵市场的主观意图进行推定，与主观过错推定原则是不同的，主观过错推定的举证责任在行政相对人，而推定主观意图的证明责任仍然在行政机关。本案中，被告通过充分调查，取得了当事人自认以及行为主体之间的资金流转情况，由此可以推知当事人存在操纵市场的意图。

二、市场优势地位与交易量价异常

虽然2019年证券法修订后不再强调连续交易操纵行为的交易量价结果，但并不因此否认交易量价异常对操纵行为的认定具有证明意义。根据原《证券市场操纵行为认定指引（试行）》第十七条和第十八条的规定，资金优势，是指相对于市场上一般投资者所能集中的资金具有数量上的优势，可以对行为人在行为期间动用的资金量及其所占相关证券的成交量的比例、同期市场交易活跃程度以及投资者参与交易状况等因素综合地分析判断。持股优势，是指相对于市场上一般投资者具有数量上的优势，可以对行为人在

行为期间持有实际流通股份的总量及其所占相关证券的实际流通股份总量的比例、同期相关证券的投资者持股状况等因素综合分析判断，认定行为人是否具有持股优势。从原先这两条规定看，实际上资金优势、持股优势与交易量价异常之间往往具有双向关系，既有可能通过优势地位获得量价异常的交易结果，也有可能借助资金优势通过交易量价异常进一步形成持股优势地位。

本案中，有资金优势、持股优势导致的量价变化是较为明显的，在2018年7月11日至2018年10月17日短短3个月期间，涉及操纵的基金账户组交易相应股票竞价成交量比例为33.8%。且以不低于申报前市场最新成交价交易成交的，占该时段账户组同向申报量的70.51%。以不低于申报前市场卖一价申报的，占该时段账户组同向申报量的61.94%。这显然是违法行为人通过资金优势先逐步形成持股优势，随后在股价操纵阶段试图维持股价在特定幅度内波动，以确保实现避免股票质押风险的目的。

三、操纵市场处罚的追责期限

本案中另一争议在于，2018年行政机关就已经开始对上海太某汇交易相关股票的行为进行调查，但于2023年才对操纵行为正式立案，是否已经超过行政处罚追责期限。操纵行为尤其是连续交易操纵，往往从建仓、持仓到清仓持续相当一段时间，有的操纵行

为也不一定最终实施清仓，故如何计算追诉期限在实践中是值得关注的问题。

首先，关于操纵市场行为的“发现”。操纵市场与内幕交易、虚假陈述等行为往往存在一定关联，且具有隐蔽性的特征，如何认定操纵市场行为被行政机关发现是首要解决的问题。全国人大法工委曾经在《全国人民代表大会常务委员会法制工作委员会关于提请明确对行政处罚追诉时效“二年未被发现”认定问题的函的研究意见》（法工委复字〔2004〕27号）中认为，对于违法行为只要被有权处罚机关或其他行使社会公权力的机关发现，都视为行政处罚追诉期限的中断。因此，“发现”并非指行政机关正式立案，而是行政机关对违法线索的概括性认知，不以行政机关准确选择行政处罚案由为前提。行政处罚立案前的调查取证是行政程序的有机组成部分，立案不是行政调查的起点。《证券期货违法行为行政处罚办法》第六条规定：“中国证监会及其派出机构发现自然人、法人或者其他组织涉嫌违反证券期货法律、法规和规章，符合下列条件，且不存在依法不予行政处罚等情形的，应当立案：（一）有明确的违法行为主体；（二）有证明违法事实的证据；（三）法律、法规、规章规定有明确的行政处罚法律责任……”第十八条规定：“下列证据材料，经审查符合真实性、合法性及关联性要求的，可以作为行政处罚的证据：

（一）中国证监会及其派出机构在立案前调查或者监督检查过程中依法取得的证据材料……”立案标准所要求的“有证明违法事实的证据”，必然以立案前展开调查、检查为前提，而行政机关在立案前的调查、检查中发现违法线索的，则相应截断追诉期限的计算。尤其是针对操纵行为的调查有时以内幕交易、虚假披露、从业人员非法持有证券等行為为起点，如果将确定处罚案由作为“发现”的时点显然不符合行政处罚追诉期限的本意，也不利于证券违法行为的打击。

其次，关于操纵市场行为的实施终了。行政处罚法第三十六条规定了“违法行为有连续或者继续状态的，从行为终了之日起计算”。在连续交易操纵行为中，都存在对标的股票反复交易的过程，因此属于较为典型的连续违法行为。通常而言，清仓不是判断交易型操纵行为终了时点的必然标准，因为操纵行为并不皆能实现清仓获利，而继续持有相应股票也不意味着操纵行为未终了。从主客观相一致的基本原则出发，连续交易操纵行为的终了应当符合这样两项特征：一是操纵的量价、频次回落到市场一般水平；二是操纵的意图已经基本实现，或者虽未实现意图但已不具备继续实施的必要或可能性。此时即可认定连续交易操纵行为已实施终了，并就此计算追诉期限。

四、市值管理与操纵市场的界限

本案中，原告认为其实施的是“市值管理”行为，并非操纵市场行为，由此引出市值管理与操纵行为的区分问题。市值管理不等于股价管理，更不等于股价操纵。股价是一个由市场供需决定的变量，受宏观经济、行业周期、投资者情绪等短期因素影响。市值管理的重心在于决定价格基础的内在价值，追求的是市值与内在价值的动态均衡。

2014年《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”。市值管理与操纵市场不同。市值管理是“管好公司的市值”，通过股东权利、股本与股价良性关系等方面维护上市公司市值与实际运营之间的健康关系。2024年以前，对于何为市值管理没有十分明确的规范定义。2024年《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》发布后，证监会发布了《上市公司监管指引第10号——市值管理》（以下简称

《指引》），其中明确“市值管理，是指上市公司以提高公司质量为基础，为提升公司投资价值 and 股东回报能力而实施的战略管理行为”。同时，《指引》中对市值管理形式作了具体规定。从区分市值管理和市场操纵角度，《指引》对市值管理的形式以及信息披露标准都作了明确要求，而以“市值管理”为名进行市场操纵往往既不符合形式要求，也在信息披露标准上存在明显差距。同时，市值管理是一项公司长期的战略过程，而市场操纵行为都是短期行为。区分市值管理和市场操纵的另一关键要素，就在于行为的主观方面。市值管理以提升公司质量和内在价值为目的，其交易方向和行为方向是与交易预期一致的；而如前所述，市场操纵行为对市场的预期和其交易行为之间是相互背离的。因此，操纵行为与市值管理的区别界限是明确的，本案原告的相关抗辩理由并不能成立。

作者单位：上海金融法院