

## 公司利益相关者保护的务实路径：重申股东至上原则

邹星光

**内容提要：**《公司法》2023年修订明确规定公司经营须充分考虑各方利益相关者的利益，但利益相关者考量与股东至上原则之间的关系仍不明朗。利益相关者导向型治理模式的支持者认为应当摒弃传统的股东至上原则，确立董事会平衡各方利益相关者利益的义务。然而，域外利益相关者导向的实践表明，若欠缺特殊的社会经济和历史背景，利益相关者导向型治理模式可能只会沦为公关活动或者严重冲击资本市场。因此，我们不能寄希望于通过强行变革公司目的或董事义务来强化对利益相关者的保护。公司法视域下的利益相关者保护应当抛却对利益相关者导向的想象，而在坚持股东至上与意思自治的基本原则的前提下采取更为务实的路径。一方面，对于传统投资者占据主导的普通营利性公司，完善具有经济重大性的ESG信息的披露制度有助于在促进长期股东回报最大化的基本框架下考虑利益相关者的利益；另一方面，公司法应新设共益公司这一公司类型，从而使得ESG型投资者可以通过合意突破财富最大化的传统假设，股东价值最大化在该类公司中并非体现为利润最大化，而是股东的长期投资回报与持续性社会效益之间的平衡。

**关键词：**利益相关者 股东至上 董事信义义务 强制披露 ESG

邹星光，清华大学法学院助理研究员。

### 一 问题的提出

尽管在本世纪开端，汉斯曼教授（Henry Hansmann）与克拉克曼教授（Reinier H. Kraakman）就在其经典著作《公司法历史的终结》一文中论证并宣告了股东导向的公司治理模式在效率上优于利益相关者模式，<sup>[1]</sup>但这并没有阻挡利益相关者主义、ESG（环境、社会与治理）理念以及企业社会责任在全球公司治理领域愈演愈烈。目前我国公司

[1] See Henry Hansmann & Reinier H. Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 *Georgetown Law Journal* 439, 447-449 (2001).

法学界亦十分推崇利益相关者主义,许多学者认为公司目的在当下已经从纯粹的为股东创造利润转变为应当兼顾社会责任,从而董事信义义务的标准不应当再坚持股东至上或股东利益最大化的传统原则,而应平衡股东利益与 ESG 利益——股东以外的其他利益相关者的利益。<sup>[2]</sup> 在 2023 年《公司法》修订中,修订后第 20 条在原第 5 条的基础上,明确规定公司应当“充分考虑公司职工、消费者等利益相关者的利益以及生态环境保护等社会公共利益,承担社会责任”,有学者亦将该条解读为授权公司董事、高管在经营决策中可以一定程度偏离股东利益的最大化。<sup>[3]</sup> 然而,以上具有明显利益相关者导向的主张实际上欠缺比较法与实证证据层面的有效论证。有鉴于此,本文以上市公司为语境,基于域外法律及其实践效果对利益相关者导向型治理模式进行反驳,并试图提出公司法视域下保护利益相关者的切实有效路径。

## 二 利益相关者主义的内部层次

在进入核心命题的讨论之前,实有必要先对利益相关者导向型治理模式进行界定。这是因为,本文所反对的利益相关者导向型模式并不等同于所谓的利益相关者主义,后者是一个弹性很大的概念。尽管利益相关者主义和企业社会责任的核心内涵都在于要求公司或董事会的经营管理决策考虑股东以外的包括雇员、消费者、债权人、供应商、环境、社区等在内的其他利益相关者的利益,但基于究竟在多大程度上考虑这些利益相关者的利益可以将其划分为多个层次。目前许多文献对于社会责任或利益相关者主义的分析并没有注意到内部的不同层次,导致利益相关者主义与传统股东价值导向之间的隔阂被掩盖。例如,部分学者对于利益相关者主义或社会责任的界定采用“既要—又要”的模式,如“企业在追求自身利润最大化的同时应当维护和增进其他社会利益”<sup>[4]</sup>“公司在谋取自身及其股东最大经济利益的同时,从促进国民经济和社会发展的目标出发,为其他利害关系人履行某方面的社会义务”<sup>[5]</sup>等。也有部分学者在论证利益相关者主义的正当性时将问题简单化,即简单地认为公司或股东的长期经济利益与利益相关者的利益之间不存在矛盾。<sup>[6]</sup> 基于对利益相关者的考虑程度,公司治理语境下的利益相关者主义至少存在三个递进的层次,即合规导向型、长期发展导向型与利益相关者导向型。

### (一) 合规导向型

最低层次的利益相关者主义是公司或董事会有义务遵循以保护其他利益相关者为目

[2] 参见例如彭雨晨:《董事 ESG 监督义务的法理逻辑与规范构造》,《财经法学》2023 年第 6 期,第 49-50 页;楼秋然:《ESG 信息披露:法理反思与制度建构》,《证券市场导报》2023 年 3 月刊,第 33 页;朱慈蕴、吕成龙:《ESG 的兴起与现代公司法的能动回应》,《中外法学》2022 年第 5 期,第 1250-1254 页;李建伟、岳万兵:《董事对债权人的信义义务——公司资本制度视角的考察》,《中国政法大学学报》2022 年第 2 期;侯东德、韦雅君:《生态型公司法的理论证成及制度实现》,《当代法学》2022 年第 5 期,第 121-123 页;刘俊海著:《公司的社会责任》,法律出版社 1999 年版,第 6-7 页。

[3] 参见赵旭东主编:《新公司法条文解释》,法律出版社 2024 年版,第 46-47 页。

[4] 蒋建湘:《企业社会责任的法律化》,《中国法学》2010 年第 5 期,第 123 页。

[5] 张士元、刘丽:《论公司的社会责任》,《法商研究》2001 年第 6 期,第 107 页。

[6] 参见例如朱慈蕴、吕成龙:《ESG 的兴起与现代公司法的能动回应》,《中外法学》2022 年第 5 期,第 1252 页。

的外部法律,如劳动法、环境保护法、消费者保护法等方面的规则,且公司或董事会对于利益相关者的保护义务也仅限于外部法律的要求,故本文将此种治理模式称为合规导向型。遵守法律的义务或合规义务似乎是公司董事理所当然的义务,各法域的公司法也通常会将其明确规定为董事义务的内容。<sup>[7]</sup>然而,若仔细深究,则会发现合规义务可能会与我们对董事的忠实义务的传统理解发生冲突。传统上,董事忠实义务要求董事服务于公司或全体股东的最大利益,而有时违反法律所导致的公司应当承担的经济责任小于其通过违法所带来的利润。若严格贯彻利润最大化的原则,董事应选择违反而非遵守法律。<sup>[8]</sup>因此,公司法上的董事的合规义务至少在一定程度上是基于股东以外的其他利益相关者的利益而设置的,故这种一般性的合规义务也是利益相关者主义的体现。不过,尽管合规义务与严格的股东利益最大化原则可能存在冲突,但如若将难以量化的声誉成本也考虑在内,则二者之间的冲突就不再明显。并且,合规导向型的治理模式的执行成本比较低,因为虽然监管性法律可能无法通过完美的设计来使得公司的经济责任永远大于等于其因违法所获利润,但法律却可以对主要责任人员和管理层施加个人责任(包括罚款、市场禁入以及刑事责任等),从而可以激励公司董事以及管理人员在合规行为违背公司利润最大化原则的情形下仍然作出合规的决策。

## (二) 长期发展导向型

第二层次的利益相关者主义不仅要求公司遵守保护其他利益相关者的外部法律,还要求其以可持续发展或长期发展为经营目标。鉴于特定利益相关者的利益对实现公司长期发展或股东价值的长期发展具有重要意义,董事会在进行经营管理决策时需要在法律要求的最低限度以外进一步考虑利益相关者的利益。这一层次可被称为可持续发展或长期发展导向型或者长期股东价值导向型(以下统称为“长期发展导向型”)。从域外实证法的表述上来看,长期发展导向型治理模式是主流。美国法的主流观点认为董事的信义义务是最大化全体股东的长期利益,<sup>[9]</sup>英国《2006年公司法》(Companies Act 2006)第172条<sup>[10]</sup>所确立的所谓“开明股东价值模式”的核心也是要求董事考虑决策的长期影响。<sup>[11]</sup>此外,《日本公司治理准则》(コーポレートガバナンス・コード)、<sup>[12]</sup>《法国上市公司治理准则》(Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées)、<sup>[13]</sup>《荷兰公司治理准则》(Nederlandse Corporate Governance Code)<sup>[14]</sup>等关于董事会职责的表述都符合长期发展导

[7] See e. g., Guttman v. Huang, 823 A.2d 492, 506 (Del. Ch. 2003).

[8] Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, Antitrust Suits by Targets of Tender Offers, 80 *Michigan Law Review* 1155, 1168 (1981).

[9] See e. g., Bernard Black & Reinier Kraakman, Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value, 96 *Northwestern University Law Review* 521, 527 (2002); E. Norman Veasey, The Stockholder Franchise Is Not a Myth: A Response to Professor Bebchuk, 93 *Virginia Law Review* 811, 815-816 (2007).

[10] Companies Act 2006, § 172.

[11] See Andrew Keay, Tackling the Issue of the Corporate Objective: An Analysis of the United Kingdom's Enlightened Shareholder Value Approach, 29 *Sydney Law Review* 577, 577-612 (2007); Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel & Roberto Tallarita, Does Enlightened Shareholder Value Add Value?, 77 *The Business Lawyer* 731, 734-737 (2022).

[12] コーポレートガバナンス・コード(2021), 基本原則2。

[13] Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées (2022), 1.1.

[14] Nederlandse Corporate Governance Code (2024), Principle 1.1.

向型模式,即强调基于公司价值的“(中)长期增长”或“可持续增长”这一目标考虑其他利益相关者的利益。

需要注意的是,这种长期发展导向型的治理模式并不是要求董事的经营决策坚持公司“永续经营”的前提假设,而恰恰是允许公司根据自身具体情况、考虑特定业务或公司整体经营业绩下滑甚至破产的风险来划定适合自己的“长期发展维度”,即根据自身情况选择适合自己的“时间表”。<sup>[15]</sup> 因此,不能顾名思义地将公司的可持续或长期发展与社会可持续发展相等同。这其中最主要的原因就是,公司和特定业务都有生命周期的问题:一方面,特定业务以及公司自身可能并不会一直处于繁荣期;另一方面,业务或公司亦存在失败或破产的风险。波士顿咨询(BCG)2015年的研究以自1950-2013年曾经在美国上市的35000家公司为样本,发现上市公司的平均存活时间(自上市至因破产、清算、兼并或收购以及其他原因而退出)逐渐缩短,至2010年已经只有30年左右。并且,至2013年,美国上市公司的五年内退出风险高达32%。<sup>[16]</sup> 因此,对于一项理论上有助于提升公司长期盈利能力的ESG行动,若考虑特定公司或业务经营失败或死亡的风险,则该行动可能并不一定符合股东利益的最大化或股东价值的长期增长。例如,假设某公司若采取绿色环保、节能减排的生产方式,则需要前期投入3000万元的成本,但可在30年内每年为公司节省能耗成本200万元。然而,公司有40%的概率在第20年末因经营困难而破产。在这一情形下,对于股东而言,采取节能减排工艺的收益为: $0.6 * (30 * 200 - 3000) + 0.4(20 * 200 - 3000) = 2200$ 万元;若不采取该项工艺而直接作为股利分配给股东,则收益为: $100% * 3000 = 3000$ 万元。因此,即使不考虑未来现金流折现,不采取环保工艺也是符合股东长期利益的选择。

### (三) 利益相关者导向型

最高层次的利益相关者主义则是要求公司不仅需要遵守保护利益相关者的法律以及遵循长期发展模式,还应在实现股东价值这一目标外兼顾社会责任或股东以外其他利益相关者的利益。换言之,公司(尤其是公众公司)有义务承担一部分社会再分配或解决社会公共问题的职能,董事会“可以”(赋权模式)或“应当”(强制模式)为了其他利益相关者的利益而一定程度上牺牲股东的利益,即在股东与其他利益相关者的利益之间寻求平衡。值得说明的是,如若法律在强调公司或股东价值的长期发展时,强行设定一个过长的“时间跨度”或者将其建立于“永续经营假设”之上,<sup>[17]</sup> 则会导致其与利益相关者导向型并无实质差异。这是因为,只要时间跨度过长,利益相关者的利益与股东利益之间的联系就比较容易建立,社会的可持续发展与公司的长期发展之间的界限也会变得十分模糊,从

[15] See David A. Katz & Laura McIntosh, *The Long Term, The Short Term, and The Strategic Term*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (27 September 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/09/27/the-long-term-the-short-term-and-the-strategic-term/>, 最近访问时间[2024-01-01]。

[16] See Martin Reeves & Lisanne Püschel, *Die Another Day: What Leaders Can Do About the Shrinking Life Expectancy of Corporations*, BCG (2 December 2015), <https://www.bcg.com/publications/2015/strategy-die-another-day-what-leaders-can-do-about-the-shrinking-life-expectancy-of-corporations>, 最近访问时间[2024-01-01]。

[17] See Zachary J. Gubler, *The Neoclassical View of Corporate Fiduciary Duty Law*, 91 *University of Chicago Law Review* 165, 198-217 (2024).

而最终的结果都是实现股东利益与其他利益相关者利益之间的平衡。也正因如此,罗伊教授(Mark J. Roe)才指出,人们所称的公司的“短期主义”在很多时候都是在指向公司决策的负外部性问题或公司经营所导致的社会问题。<sup>[18]</sup>然而,这些社会问题通常都不是公司基于营利目的所应该考虑的,故一旦对“长期”这个概念的理解过于理想化实际上就导致治理模式从第二层次走向了第三层次。<sup>[19]</sup>

### 三 利益相关者导向型的域外实践及启示

从实证法和学理层面来看,合规导向型和长期发展导向型的利益相关者主义基本已经被接受,而利益相关者导向型则仍然处于强烈争议之中。前两者之所以会被主流所接受,是因为他们都没有实质突破股东至上这一传统原则,而第三层次是显然与该原则相对立的。ESG理念和利益相关者主义的部分拥护者并不满足于前两个层次,而试图通过突破传统的股东至上原则,即确立利益相关者导向型的公司目的和治理模式来进一步提升对利益相关者的保护。探讨是否应该突破股东至上原则或是否应实施第三层次的利益相关者导向,则需要考察已经实施了该导向的法域的实践经验。然而,通过仔细考察美国、印度与德国所采取的三种不同路径的利益相关者导向后,会发现股东至上原则并未过时,利益相关者导向型治理模式并不具有可行性。

#### (一) 授权型:美国利益相关者立法及其失败

美国公司治理领域下利益相关者主义方面的行动,主要体现为许多州相继颁布的“利益相关者立法”(constituency statutes)。自20世纪80年代中叶至90年代早期,为了回应敌意收购浪潮,美国许多州都通过立法赋予董事会更多的权力来抵御敌意收购。这些反收购立法措施中的一项就是所谓的“利益相关者立法”,即授权董事会在评估收购方案时考虑雇员以及其他利益相关者的利益。这种立法后续被越来越多的州采纳,目前共有32个州的公司法中设置了利益相关者条款。其中三分之二的州将这种授权一般性地扩张适用于各类决策,且目前所有州的利益相关者条款都是“授权模式”,即董事会“可以”而非“应当”考虑。从法律提及的利益相关者的范围来看,几乎所有的州法都提及了雇员、客户与供应商这三类利益相关者,大多数都提及了债权人和社区,许多提及了社会与经济,只有亚利桑那和得克萨斯州明确提及了环境。此外,佛罗里达州、宾夕法尼亚州等八个州的规则对利益相关者的类型都有兜底性的表述。<sup>[20]</sup>通常认为,此种利益相关者条款是对传统的股东长期价值最大化原则的突破,因为董事会可以为了ESG因素而一定程度上牺牲公司利润。<sup>[21]</sup>

[18] See Mark J. Roe, What Is Stock Market Short-Termism?, 77 *The Business Lawyer* 1039, 1039–1054 (2022).

[19] See James B. Heaton, The “Long Term” in Corporate Law, 72 *The Business Lawyer* 353, 353–365 (2017).

[20] See Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel & Roberto Tallarita, For Whom Corporate Leaders Bargain, 94 *Southern California Law Review* 1467, 1485–1495 (2020).

[21] See Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel & Roberto Tallarita, For Whom Corporate Leaders Bargain, 94 *Southern California Law Review* 1467, 1492–1495 (2020).

然而,美国这些利益相关者立法其实并未真正对利益相关者保护产生正面影响。尽管有许多学者试图研究利益相关者立法的实际影响,且许多研究“发现”了这些立法对利益相关者保护产生了显著的积极影响。<sup>[22]</sup> 然而斯帕曼教授(Holger Spamann)与费舍尔教授(Jacob Fisher)指出,这些实证研究充斥着大量研究方法层面的问题,其中最为系统性的问题就是统计学上的不平衡数据问题。<sup>[23]</sup> 截至目前,美国上市公司主要集中在特拉华州,约 60% 的上市公司的注册地在特拉华州,财富 500 强中在特拉华州注册的公司比例超过 65%,而特拉华州并没有利益相关者立法。<sup>[24]</sup> 2023 年的一项研究统计了美国 50 个州以及哥伦比亚特区 1983-2018 年的上市公司,在其观察的总样本中,在特拉华州注册的公司占比 62%,在加利福尼亚州注册的公司占比 3.4%,华盛顿州、密歇根州以及科罗拉多的上市公司占比也相对较高,但这些州均属于没有利益相关者立法的州。<sup>[25]</sup> 如此一来,在前述关于利益相关者立法的影响的实证研究中,其对照组(无利益相关者立法的州)与实验组(有利益相关者立法的州)的样本量很不平衡,从而导致估计存在偏差,其所得出的显著性结论也就不一定真实。

与这些研究不同的是,贝布楚克教授(Lucian A. Bebchuk)等并没有选择类自然实验的研究方法,而是选择采用内容分析法来直接观察公司的行为对利益相关者的保护程度。他们就美国的利益相关者行动展开了一系列分析,并发现这些行动的实际效果甚微。首先,其以颁布了利益相关者立法的 29 个州在 2000-2019 年的 110 起私募股权收购交易为研究对象发现,公司管理层在交易中基本不会利用其裁量权为利益相关者谋取利益,而主要是为股东和管理层自身争取利益。例如,在 PE 收购上市公司的情形下,雇员在收购完成后通常面临较高的裁员风险,但没有一起交易的条款对 PE(收购方)裁员进行限制。<sup>[26]</sup> 其次,雇员、消费者、供应商、债权人等利益相关者在新冠疫情期间明显更为“脆弱”,利益相关者主义的声音在疫情期间亦更为强烈。然而,他们通过分析美国 2020 年 4 月至 2022 年 3 月标的额超过十亿美元的 122 起上市公司收购发现,交易条款仍然是为目标公司的股东以及管理层实现了巨额收益,而并没有为雇员、顾客、供应商或其他利益相关者提供实质保护。在这其中,有 14 家公司的注册地为设置了利益相关者立法的州,而与发生在其他州的交易相比,这 14 起收购交易的条款并没有为利益相关者提供更多的保护。<sup>[27]</sup>

[22] See e. g., Xiaoran Ni, Does Stakeholder Orientation Matter for Earnings Management: Evidence From Non-Shareholder Constituency Statutes, 62 *Journal of Corporate Finance* 101606, 1-25 (2020); Po-Hsuan Hsu, Hsiao-Hui Lee, Qingyu Meng & Hong Wu, Product Quality and Collaboration Incentives: The Evidence from Constituency Statutes, SSRN (2 January 2022), <https://ssrn.com/abstract=3622817>, 最近访问时间[2024-01-01]。

[23] See Holger Spamann & Jacob Fisher, Corporate Purpose: Theoretical and Empirical Foundations/Confusions, SSRN (4 November 2022), <https://ssrn.com/abstract=4269517>, pp. 18-19, 最近访问时间[2024-01-01]。

[24] See Why Companies Incorporate in Delaware, DelawareInc. com (1 February 2024), <https://www.delawareinc.com/before-forming-your-company/benefits-of-incorporating-in-delaware/>, 最近访问时间[2024-02-01]。

[25] See Allen Hu & Holger Spamann, Inference with Cluster Imbalance: The Case of State Corporate Laws, SSRN (28 December 2020), <https://ssrn.com/abstract=3499101>, Figure 2, 最近访问时间[2024-02-01]。

[26] See Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel & Roberto Tallarita, For Whom Corporate Leaders Bargain, 94 *Southern California Law Review* 1467, 1499-1524 (2020).

[27] See Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel & Roberto Tallarita, Stakeholder Capitalism in the Time of COVID, 40 *Yale Journal on Regulation* 60, 68-109, 116 (2023).

## (二) 强制型:印度的强制社会责任支出条款及其负面后果

与美国利益相关者立法的授权型模式不同的是,印度在企业社会责任和利益相关者导向方面体现出极强的“强制性”。首先,其 2013 年《公司法》(*The Companies Act, 2013*) 第 166 条第(2)款规定,“董事应当秉持善意行事,以促进公司宗旨的实现,为全体员工的利益服务,并且应考虑公司、员工、股东、社区的最佳利益,以及保护环境。”<sup>[28]</sup> 该条关于董事义务的规定具有明显的利益相关者导向。更为重要的是,印度《公司法》关于利益相关者导向并未停留于董事行为标准层面,更是提供了具体的操作规则。该法第 135 条对规模、收入或利润方面达到特定门槛的公司施加了“强制社会责任支出义务”,即这些公司应至少将前三个财务年度的平均净利润的 2% 用于承担社会责任,若社会责任支出未能达到该最低限额,则应在年度报告中解释原因,即所谓的“遵循或解释”原则。<sup>[29]</sup> 并且,印度于 2019 年修法进一步增强了社会责任支出条款的强制性,即将“遵循或解释”原则修改为“遵循或处罚/监禁”原则。具体来说,若公司在当年未按照最低要求进行社会责任支出:(1)若公司有正在进行的社会责任项目,则应当将不足部分对应的资金转入特定账户,且该资金应在 3 年内用于公司的社会责任项目;(2)若公司没有此种项目或 3 年内未使用这些资金,则应当将该资金转入政府设立的社会福利或救济基金之中。若公司违反上述义务,则会面临罚款,公司管理人员亦可能会遭受罚款和监禁。<sup>[30]</sup>

印度在企业社会责任方面的强硬立法被我国部分学者认为是值得参考的域外经验,<sup>[31]</sup>但现实却是,此种激进的强制型利益相关者导向最终导致了对资本市场和股东权益的严重冲击,这也已经被大量的实证研究所揭示。例如,2017 年的一项研究发现,强制社会责任条款的实施导致受影响的公司的股价在平均水平上下跌 4.1%,且对上市公司的长期价值(托宾 Q 值)亦产生了显著的负面影响。<sup>[32]</sup> 法律要求将年度净利润的 2% 用于承担社会责任,最终结果却导致股价下降 4.1%,这意味着此种强制社会责任规定对股东价值造成了不成比例的负面影响。又例如,2022 年的一项研究以 BSE-500 中 153 家非金融公司 2015-2019 年的数据为样本,揭示了社会责任支出对公司资产回报率、股东权益回报率以及托宾 Q 值的显著负面影响。<sup>[33]</sup> 不仅如此,该规定也未能有效实现促进公司承担社会责任的立法目的。这是因为,强制社会责任支出导致自愿承担社会责任的行为的积极信号价值被稀释,故许多研究显示该法的实施反而导致在法律出台前就已经自愿承担社会责任的公司减少了其社会责任支出,<sup>[34]</sup>从而使得整体的社会责任支出并没有像

[28] See *The Companies Act, 2013 (India)*, Section 116 (2).

[29] See *Companies Act, 2013 (India)*, Section 135.

[30] See *Companies (Amendment) Act, 2019 (India)*, Section 135.

[31] 参见例如冯果、贾海东:《我国公司法社会责任愿景的可能及其限度》,《河南社会科学》2023 年第 9 期,第 27 页;张世明:《义利之和:企业社会责任与并购》,《政法论丛》2019 年第 4 期,第 58-59 页。

[32] See Hariom Manchiraju & Shivaram Rajgopal, Does Corporate Social Responsibility (CSR) Create Shareholder Value? Evidence From The Indian Companies Act 2013, 55 *Journal of Accounting Research* 1257, 1257-1300 (2017).

[33] See Rattan Sharma & Priti Aggarwal, Impact of Mandatory Corporate Social Responsibility on Corporate Financial Performance: The Indian Experience, 18 *Social Responsibility Journal* 704, 704-722 (2022).

[34] See e. g., Abhishek Mukherjee, Ron Bird & Geeta Duppati, Mandatory Corporate Social Responsibility: The Indian Experience, 14 *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 254, 254-265 (2018).

立法者所预期的一样实现显著增长。

### (三) 内生型:德国利益相关者保护传统及其转型

德国一直以来被认为是与英美模式相对立的利益相关者导向的典型代表,其公司法理层面的解释和《德国公司治理准则》(Deutscher Corporate Governance Kodex)也确实符合“强制型”利益相关者导向,即公司董事“应当”平衡股东利益与其他利益相关者的利益。然而,德国的利益相关者保护传统与其公司历史上的经济特征以及其独特的社会历史背景直接相关,而并非公司法上关于董事义务的规定直接作用的结果,故称其为“内生型”。也正因如此,自 20 世纪 90 年代末至今,随着内生因素的逐渐减少,德国公司在实际经营中表现出越来越明显的“股东价值导向”,现实情况与法理和治理准则层面所采取的强制型利益相关者导向渐行渐远。

#### 1. “公司利益”概念下的利益相关者导向及其内生因素

在谈及企业社会责任和利益相关者主义时,国内许多文献都会追溯到德国 1937 年《股份法》(Aktengesetz)第 70 条第 1 款<sup>[35]</sup>关于董事须追求“公司和雇员的福祉以及人民与国家(帝国)的共同利益”的规定。该法是纳粹政府在二战期间颁布,其一定程度上是为了允许国家能够更好地基于纳粹政策来约束企业,其措辞也体现出明显的纳粹意识形态。<sup>[36]</sup>该规定在 1965 年修法中被删除,目前《股份法》第 76 条第 1 款<sup>[37]</sup>关于董事会义务的规定非常简洁,即“董事会负责管理公司事务”。对于该条规定的主流解释是,董事有义务基于“企业利益”(Unternehmensinteresse)管理公司。<sup>[38]</sup>不过,1965 年的法律修改删除上述条款并不表明德国法废除了利益相关者导向的立场。具体来说,1937 年《股份法》第 70 条第 1 款并非纯粹是纳粹政策的产物,该规定体现出的利益相关者导向可追溯至魏玛共和国时期。<sup>[39]</sup>在 1965 年《股份法》的立法过程中,参考草案的规定原本是“董事会有责任独立管理公司,以满足公司、员工和股东的福祉以及公众的利益”,<sup>[40]</sup>但政府草案最终没有包含这一规定,立法材料中的理由是董事会服务于公众利益的义务是不言而喻的(selbstverständlich),故没有必要在公司法中明确规定。<sup>[41]</sup>因此,学界关于第 76 条第 1 款以及“公司利益”的主流解释也认为,公司利益并非仅指向股东利益,董事会有义务平衡股东利益与社会公众或其他利益相关者的利益,股东利益相对于其他利益相关者利益而言并不享有优先地位。<sup>[42]</sup>除了立法者和法学界的解释,当时的实务界亦持有同样的立场。1995 年关于公司高管的一项调研显示,83%的德国受访对象认为“公司是为了

[35] § 70 I AktG (1937).

[36] See Mark J. Loewenstein, Stakeholder Protection in Germany and Japan, 76 *Tulane Law Review* 1673, 1678 (2001).

[37] § 76 I AktG.

[38] Vgl. etwa Spindler, in: Münchener Kommentar AktG, 6. Aufl. 2023, § 76 Rn. 81-85.

[39] Vgl. Rühmkorf/du Plessis, Das Unternehmensinteresse im deutschen Aktienrecht - eine Chance für die Förderung nachhaltiger Entwicklung?, in: Rühmkorf (Hrsg.), Möglichkeiten und Grenzen der Förderung nachhaltiger Entwicklung im deutschen Recht, 2018, S. 175-178.

[40] § 71 I RefE AktG (1958).

[41] Vgl. Kropff, Aktiengesetz: Textausgabe des Aktiengesetzes vom 6. 9. 1965, 1965, § 76, Ausschussbericht.

[42] Vgl. etwa Spindler, in: Münchener Kommentar AktG, 6. Aufl. 2023, § 76 Rn. 90; Kort, in: AktG § § 76-94, 4. Aufl. 2008, § 76 Rn. 40.



所有的利益相关者而存在”,相对应地,英国和美国受访对象中的 76% 和 71% 认为“股东利益处于第一顺位”。<sup>[43]</sup> 虽然立法者认为利益相关者导向的董事义务理所当然,但此种观念并非凭空产生,主流观点认为其产生的根源在于传统德国公司独特的股权结构特征及特殊的制度因素。<sup>[44]</sup>

首先,在股权结构方面,德国公司的股权结构传统上具有高度集中的特征,<sup>[45]</sup>且其他非金融公司、银行、国家以及地方政府是常见的大股东。这些大股东同时也代表了一类利益相关者,其他非金融公司通常是公司的供应商或客户,银行则代表了债权人的利益,国家有动力要求公司承担社会责任,而地方政府则是代表了地方或社区的利益。这些大股东又可以通过德国《股份法》下的“双层委员会”结构来实现对公司经营管理的影响。具体来说,德国股份公司须设置监事会与董事会,董事会负责日常经营,监事会则负责选任和监督董事会,而大股东又可以指派自己的代表作为监事会成员,从而间接影响董事会的经营管理决策。如此一来,这些利益相关者可以通过自己大股东的身份使得公司经营决策在结果上具有明显的利益相关者导向。在这其中,影响最为显著的为代表供应商和客户的其他非金融公司和代表债权人的银行。非金融公司之间的持股十分常见,即德国上市公司之间呈现出高度交叉持股的特征,例如,在 1993-1997 年间,非金融企业在德国上市公司中持股比例的平均水平为 39.55%,其在上市公司的最大投票权股东中占比的平均水平为 41.18%。<sup>[46]</sup> 并且,同一人担任不同公司的监事会成员是十分常见的情形。这种高密度的交叉持股以及连锁监事现象导致一家公司的决策可能会考虑对上下游其他公司的影响,从而体现出强烈的利益相关者导向。<sup>[47]</sup> 就银行而言,银行的直接持股比例可能并非特别高,但是其对许多公司经营管理享有很大的话语权,主要原因有三。其一,德国资本市场在很长一段时间内都很不发达,公司融资在很大程度上依赖银行的间接融资,故银行享有较大的谈判力量。其二,银行通常会派驻监事会成员。其三,银行通常会通过投票权代理获取更大的控制权。<sup>[48]</sup>

其次,德国公司治理的强利益相关者导向的另一重要原因就是其劳资“共决制度”(Mitbestimmung),因为这一治理机制使得德国公司的经营决策呈现出高强度的劳工保护。对于矿业及钢铁行业雇员人数超过 1000 名的公司以及其他行业雇员人数超过 2000

[43] See Masaru Yoshimori, *Whose Company Is It? The Concept of the Corporation in Japan and the West*, 28 *Long Range Planning* 33, 34 (1995).

[44] See e. g., Konstantin Bottenberg, Anja Tuschke & Miriam Flickinger, *Corporate Governance Between Shareholder and Stakeholder Orientation: Lessons from Germany*, 26 *Journal of Management Inquiry* 165, 170 (2017).

[45] 基于 1992 年数据的研究指出,超过 50% 的德国上市公司存在持股超过 50% 的股东。See Jeremy Edwards & Marcus Nibler, *Corporate Governance in Germany: The Role of Banks and Ownership Concentration*, 15 *Economic Policy* 238, 246 (2000).

[46] See Jens F. Köke, *New Evidence on Ownership Structures in Germany*, 2 *Credit and Capital Markets - Kredit und Kapital* 257, 275 (2001).

[47] See e. g., Marcela Miozzo & Paul Dewick, *Building Competitive Advantage: Innovation and Corporate Governance in European Construction*, 31 *Research Policy* 989, 998 (2002).

[48] See e. g., Jeremy Edwards & Marcus Nibler, *Corporate Governance in Germany: The Role of Banks and Ownership Concentration*, 15 *Economic Policy* 238, 241 (2000).

名的公司,监事会的一半席位应为雇员代表;<sup>[49]</sup>对于雇员人数超过 500 名的公司,监事会应有三分之一的席位为雇员代表。<sup>[50]</sup>如此一来,雇员的利益会成为监事会决策的重要考量因素,然后通过德国的双层委员会机制影响公司的经营管理决策。因此,德国公司经营与治理在结果上对雇员的更强保护,可能与其公司目的或董事义务层面的利益相关者主义并无关系,而是源于劳资共决制度。此外,德国的劳资共决制度的建立的核心原因在于二战后社会经济的重建以及维护政治稳定的需求,<sup>[51]</sup>也即,即使聚焦于雇员这一个利益相关者群体,将其利益考量置于与股东利益平行的顺位也需要特殊的社会或历史背景作为支撑。

## 2. 传统德式公司的衰亡与股东价值导向的日趋强烈

然而,上述传统“德式公司”的股权结构特征自 20 世纪 90 年代开始逐渐瓦解,即利益相关者在德国上市公司所有权或控制权中的份额逐步降低。在股权集中度方面,以 DAX30 公司为例,其第一大股东的持股比例的平均水平从 2001 年的 28.89% 显著下降到 2014 年的 17.91%。<sup>[52]</sup>就作为债权人的银行而言,银行持股比例从 20 世纪 90 年代的 12%–13% 下降至 2003 年的 9%;<sup>[53]</sup>银行持股比例从 2005 年的 4.7% 下降至 2014 年的 2.7%。<sup>[54]</sup>就国家持股比例而言,在 1994–1998 年期间,75% 左右的上市公司的国家持股比例以年均 11.3% 的幅度下降,1998 年上市公司中国家持股比例的平均水平仅为 1.04%。<sup>[55]</sup>最后,上市公司之间的高度交叉持股特征也逐渐瓦解,例如,1999 年德国 607 家上市公司之间存在 1094 个“关联监事会关系”(即至少存在 1 个相同的监事),而 2007 年 646 家上市公司之间仅存在 544 个“关联监事会关系”;<sup>[56]</sup>与之相对应的是机构投资者的崛起,例如,自 2006–2021 年,共同基金、养老基金、对冲基金等机构投资者持股比例的平均水平从 14% 上升到了 22%。<sup>[57]</sup>

随着传统股权结构特征的逐渐消减甚至不复存在,德国上市公司的利益相关者导向也受到了严重的侵蚀,因为许多利益相关者群体无法再像上个世纪一样在公司经营中施加影响,取而代之的是以追求经济效益为核心目标各类股东(各类投资基金属于其中

[49] § 1 MontanMitbestG (1951); § 1 MitbestG (1976).

[50] § 1 DrittelbG (2004).

[51] See e. g., Ewan McGaughey, The Codetermination Bargains: The History of German Corporate and Labor Law, 23 *Columbia Journal of European Law* 135, 146–174 (2016).

[52] See Wolf-Georg Ringe, Changing Law and Ownership Patterns in Germany: Corporate Governance and the Erosion of Deutschland AG, 63 *The American Journal of Comparative Law* 493, 509 (2015).

[53] See Sigurt Vitols, Changes in Germany's Bank-Based Financial System: Implications for Corporate Governance, 13 *Corporate Governance: An International Review* 386, 391 (2005).

[54] See Deutsche Bundesbank, Ownership Structure in the German Equity Market: General Trends and Changes in the Financial Crisis, 66 *Monthly Report* 19, 24 (2014).

[55] See Jens F. Köke, New Evidence on Ownership Structures in Germany, 2 *Credit and Capital Markets - Kredit und Kapital* 257, 277–278 (2001).

[56] See Dominik Böhler, Marc Steffen Rapp & Michael Wolff, Director Networks, Firm Performance, and Shareholder Base, SSRN (October 10, 2010), <https://ssrn.com/abstract=1691241>, 最近访问时间[2024-02-01]。

[57] See Marc Steffen Rapp, Justus von Appen, Andrew Reek & Michelle Schlosser, Recent Developments in Ownership Structures of German Listed Firms: From Cross-Ownership to Common Ownership, SSRN (July 1, 2023), <https://ssrn.com/abstract=4507626>, 最近访问时间[2024-02-01]。

的典型代表)。正因如此,德国上市公司自 20 世纪 90 年代末开始呈现出越来越明显的股东价值导向,主要有以下几方面的证据。其一,在会计标准方面,德国《商法典》的会计准则以谨慎性为主要特征,显示出明显的债权人保护导向,但许多上市公司从 20 世纪 90 年代末开始采用美国公认会计原则或国际会计准则,后者则是以股东价值为导向。<sup>[58]</sup> 其二,越来越多的上市公司开始制定具体的财务回报目标。其三,管理层薪酬开始与公司业绩挂钩,股权激励日趋流行,从而使得管理层具有更强的动机追求股东价值的最大化。其四,随着 1998 年法律解禁股票回购后,越来越多的公司开始利用股票回购这一股东价值管理工具来实现利润分配或刺激股价的功能。<sup>[59]</sup>

《德国公司治理准则》于 2009 年明确规定董事会须为了公司最佳利益考虑利益相关者利益的内容,<sup>[60]</sup>2022 年修订后的版本将该义务修改为“董事会应系统地识别和评估与社会和环境因素相关的风险和机遇,以及企业活动对生态和社会的影响。除长期经济目标外,公司战略还应适当考虑生态和社会目标。公司规划应包括相应的财务和可持续性目标”,<sup>[61]</sup>该义务的强制性也自 2022 年开始从没有法律强制性升级成为上市公司须遵循“遵守或解释”原则的范畴。然而,《德国公司治理准则》对于利益相关者利益的强调并没有改变德国上市公司的股东价值导向的发展,股利分配、股票回购、股本回报率以及高管股权激励等方面的数据可以印证这一结论。在股利分配方面,德国上市公司的平均派息率(股息/净收入)自 2009–2024 年一直保持在 40% 上下,并没有呈现出下降的趋势。<sup>[62]</sup>在股票回购方面,2009–2019 年的数据呈现出明显的上升态势,回购总量从 4 亿欧元增长至 88 亿欧元。<sup>[63]</sup>在股本回报率(净利润/平均股本权益)方面,以银行为例,其于 2009–2023 年期间从-2.17% 增长至 5.66%。<sup>[64]</sup>在高管股权激励方面,德国上市公司的高管(董事)薪酬中股权激励的比例从 2009 年的 15% 上升为 2018 年的 49%,即高管薪酬与股东价值的绑定程度越来越高。<sup>[65]</sup>值得注意的是,尽管 ESG 指标在上市公司高管薪酬中

[58] 参见王秋豪:《公司法利润分配规则的逻辑结构与现实约束——基于法律与会计交叉分析的视角》,《证券市场导报》2021 年 9 月号,第 8 页。

[59] Vgl. etwa Höpner, Wer beherrscht die Unternehmen?: Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland, 1. Aufl. 2003, Band 46, S. 36–68; Marc Goergen, Miguel C. Manjon & Luc Renneboog, Is the German System of Corporate Governance Converging Towards the Anglo-American Model?, 12 *Journal of Management & Governance* 37, 52–53 (2008).

[60] Deutscher Corporate Governance Kodex (2009), 4.1.1.

[61] Deutscher Corporate Governance Kodex (2022), Recommendation A.1.

[62] Vgl. Statista, Durchschnittliche Ausschüttungsquoten der börsennotierten Aktiengesellschaften in Deutschland von 2003 bis 2024, <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/423003/umfrage/ausschuettingsquoten-der-deutschen-aktiengesellschaften/#:~:text=Die%20Ausschüttungsquote%20wird%20definiert%20als,Unternehmen%20bei%20etwa%2041%20Prozent>, 最近访问时间[2024-02-01]。

[63] Vgl. Statista, Volumina der Aktienrückkäufe der DAX- und MDAX-Unternehmen von 2005 bis 2020, <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1114068/umfrage/volumina-der-aktienrueckkaeufe-der-dax-und-mdax-unternehmen/>, 最近访问时间[2024-02-01]。

[64] See Statista, Annual Return on Equity (ROE) for the Banking System in Germany from 2008 to 2023, <https://www.statista.com/statistics/810163/banking-system-return-on-equity-germany-europe-eu/>, June 2024, 最近访问时间[2024-02-01]。

[65] See Daniel Beck, Gunther Friedl & Peter Schäfer, Executive Compensation in Germany, 90 *Journal of Business Economics* 787, 806 (2020).

的应用越来越流行,但如若仔细观察会发现,ESG 指标的应用其实并无法改变高管薪酬与股东价值的高度绑定。以德意志银行 2023 年的董事薪酬为例,董事的浮动薪酬中的 60%为长期奖励,ESG 指标在长期奖励考核指标占比 20%,但长期奖励的形式是限制性股票,故最终仍然是与股东价值挂钩。<sup>[66]</sup>

总的来说,随着传统德式公司的股权结构特征这一核心内生因素的逐渐瓦解,德国上市公司的利益相关者导向逐渐消减。唯一保持不变的是德国法上的劳资共决制度,故雇员参与公司经营管理以及对雇员利益保护仍然是其特征。但除了对雇员这一利益相关者群体的特殊保护以外,实践中的德国公司治理模式在结果上整体呈现出强烈的股东价值导向。

#### (四)对我国的启示:股东至上原则并未过时

通过上述观察,我们会发现,利益相关者导向型治理模式的真正实施需要特殊的社会经济背景,传统德式公司的治理模式正是其特殊的股权结构和特殊的劳资共决制共同促成的。一旦欠缺这些内生因素,美国公司对利益相关者立法的反应和德国在 20 世纪 90 年代末开始愈演愈烈的股东价值导向都表明,行为标准层面强行设置的利益相关者导向(不论是授权还是强制模式)可能收效甚微。其原因主要在于,一方面,是因为不同利益相关者之间以及同一利益相关者群体内部常常存在冲突,其间的利益权衡欠缺可操作性,也欠缺客观评价标准。另一方面,公司董事、高管并没有足够的动力背离股东利益最大化原则:在收入端,其薪酬往往很大程度上通过业绩指标和股权激励与股东价值绑定;在责任端,董事、高管的决策通常仅受到股东代表诉讼的追责,利益相关者群体并没有可以诉诸的追责机制。<sup>[67]</sup>印度的强制社会责任支出条款固然可以使得利益相关者导向不再流于形式,但却对资本市场和投资者的利益造成了不成比例的损害,明显属于“过犹不及”。有鉴于此,由于我国并不存在传统德式公司生长的特殊社会经济“土壤”,且我国资本市场的投资者仍然以追求投资回报为主要动机,故我国公司治理模式上仍应坚持传统的股东至上原则。如若认为《公司法》第 20 条并非仅仅只是倡导性规范,<sup>[68]</sup>则也应将其解读为公司应基于长期股东价值最大化的目标来考虑其他利益相关者的利益,而不能寄希望于在公司目的和董事义务层面突破股东至上原则来强化利益相关者保护。

## 四 公司法视域下利益相关者保护的务实路径

### (一)基本原则:股东至上与意思自治

上文分析显示,试图通过根本性变革公司目的和董事信义义务来强化对利益相关者的保护可能并不可行。那么,面对公司经营对各类利益相关者所造成的负外部性,公司法

[66] See Deutsche Bank, Compensation Report 2023, Deutsche Bank, <https://investor-relations.db.com/corporate-governance/reports/>, 最近访问时间[2024-02-01]。

[67] See Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, The Illusory Promise of Stakeholder Governance, 106 *Cornell Law Review* 91, 139-175 (2020)。

[68] 参见例如吴维铤:《公司法上社会责任条款司法化的逻辑与再塑》,《法学研究》2024 年第 3 期;陈景善:《公司社会责任的股东共益权实现路径》,《政法论坛》2020 年第 1 期。

的务实回应应该是怎样的呢?总体而言,要有效促使公司董事和管理层考虑 ESG 因素,不能违背最传统的“意思自治原则”和“股东至上原则”。若立法者强行在商法中注入“社会再分配”的思路,而无视投资者与管理层的价值偏好和行为激励,最终结果可能成效不佳。具体来说,在可持续发展理念的影响下,资本市场上的投资者分化为追求财务回报最大化的“传统投资者”和为追求 ESG 影响而愿意牺牲经济利益的“ESG 型投资者”。因此,对利益相关者的保护路径应区分对待两类公司:对于传统投资者占主导的普通营利性公司,应当尊重股东追求长期投资回报最大化的目的;对于 ESG 型投资者通过个性化设计公司目的条款组成的公司,则应当尊重该类股东在财务回报以外的特殊价值追求。这与前文讨论的变革公司治理模式的路径明显不同,前者是一种自下而上的“私人秩序”路径,而后者是一种自上而下的“社会再分配”思路。

## (二)普通公司:财富最大化理念下的 ESG 信息披露

就普通营利性上市公司而言,以投资回报最大化为目的的传统投资者仍占据资本市场的主要部分。例如,一项以全球 3216 家公司为样本的研究发现,股票市场对 ESG 消息的反应具有选择性,只有当 ESG 消息被认定为对某一行业具有财务上的重要性时,市场才会显著反应,即不具有财务重要性的 ESG 消息通常不会影响股价。<sup>[69]</sup> 因此,股东至上原则在这类公司的具体化仍然应当是财富最大化或长期投资回报最大化。这类公司考虑 ESG 因素应当是基于这些因素会影响公司的长期盈利情况,故应在强制信息披露制度中新增 ESG 风险这一因素,即要求上市公司披露具有经济重大性的 ESG 信息。但是,目前国内许多学者在 ESG 信息披露方面并不认为应局限于具有经济重大性的信息,而是推崇统一、标准化的 ESG 信息强制披露制度,且应全面覆盖 ESG 指标。<sup>[70]</sup> 我国从 2008 年就已经开始对部分公司实施统一的社会责任报告要求,<sup>[71]</sup> 近期发布的《可持续发展报告指引(试行)》将更多的公司纳入了强制 ESG 信息披露制度的适用范围,<sup>[72]</sup> 且规定的披露事项更为全面和具体。如此一来,则实质上违背了股东财富最大化原则,因为传统投资者并不关心与公司财务表现无直接关联的 ESG 信息(如碳排放量信息之于银行),但披露这些信息所产生的成本会导致股东权益的减少。统一的 ESG 信息强制披露制度虽然也在欧盟以及部分其他法域成为现实,但理论和实证层面仍然存在较大争议,这也正是美国尚未推行此制度的重要原因。具体来说,规则的经济分析要求比较不同规制方案之间的成本。但是,一个尚未回答的根本性问题是,为了解决 ESG 方面的社会问题,ESG 信息强制披露这一方案与传统公法上的罚金、税收、资格认证、补贴等制度相比,究竟何种方案更为节约

[69] See George Serafeim & Aaron Yoon, Which Corporate ESG News Does the Market React To?, 78 *Financial Analysts Journal* 59, 64-74 (2022).

[70] 参见例如楼秋然:《ESG 信息披露:法理反思与制度建构》,《证券市场导报》2023 年 3 月刊;彭雨晨:《强制性 ESG 信息披露制度的法理证成和规则构造》,《东方法学》2023 年第 4 期;侯东德、韦雅:《上市公司 ESG 信息披露框架的构建——基于新发展理念视角》,《财经法学》2023 年第 5 期;刘俊海:《论公司 ESG 信息披露的制度设计:保护消费者等利益相关者的新视角》,《法律适用》2023 年第 5 期。

[71] 参见《深圳证券交易所关于做好上市公司 2008 年年度报告工作的通知》《上海证券交易所关于做好上市公司 2008 年年度报告工作的通知》。

[72] 参见《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 14 号——可持续发展报告(试行)》《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 17 号——可持续发展报告(试行)》。

社会成本。<sup>[73]</sup>之所以要与传统规制手段进行比较,一方面是因为,对于社会和环境问题的解决传统上本就属于商法以外的公法或监管法应该承担的任务;另一方面是因为,强制 ESG 信息披露所带来的社会成本是不容小觑的。

首先,该成本体现为合规成本以及由此导致的股东价值的减损。例如,美国证券交易委员会(SEC)于 2022 年发布了与气候变化相关的、统一的强制信息披露规则的草案,尤其是要求披露范围 1、2 的温室气体排放量以及在特定条件下披露范围 3 的排放量,美国证券交易委员会估计该规则会使得上市公司的年度信息披露成本从原本的 38.5 亿美元上升至 63.7 亿美元,<sup>[74]</sup>但有观点仍认为这种估计过于保守。<sup>[75]</sup>也正因该规则造成的巨额合规成本,其招致了上市公司的强烈反对,故美国证券交易委员会于 2024 年出台的最终版本修改为在坚持经济重大性原则下要求发行人根据自身情况披露与气候变化相关的信息。<sup>[76]</sup>在诸多合规支出中,对于上下游价值链的尽职调查所产生的成本最为显著。当然,可能的选择是仅要求上市公司披露自身的 ESG 信息,而无需对价值链企业进行尽调以及披露相关信息,这也是目前我国的《可持续发展报告指引》所采取的路径。但是,这种规则设计很可能导致的是监管套利行为,而对利益相关者的保护效果甚微,即企业可以通过将生产经营外包给没有披露义务的公司来规避环境和社会方面信息的披露要求,而这也已经被相关实证研究所证明。<sup>[77]</sup>此外,即使没有施加尽调义务,ESG 强制披露亦会对公司运营成本和股东价值造成显著影响。深交所与上交所于 2008 年开始要求部分公司披露社会责任报告,尽管其并没有对披露事项作细致规定,仍有研究发现,2009-2011 年的数据显示该项强制披露制度导致负有披露义务的上市公司的资产回报率和股本回报率分别平均下降了 26% 和 20%。<sup>[78]</sup>这也就意味着,即使是非常粗疏的强制披露制度也直接导致了股东利益的显著减损。其次,其所导致的另一项社会成本体现为全面 ESG 信息披露所导致的信息过载问题,即真正具有财务意义的 ESG 信息被淹没在海量与财务不相关的 ESG 信息之中,从而使得股价反映公司价值的准确性降低。<sup>[79]</sup>例如有研究发现,强制 ESG 披露导致 ESG 评级分歧增大,而更大的 ESG 评级分歧又与更大的回报波动、股票

[73] See Hans B. Christensen, Is Corporate Transparency the Solution to Political Failure on Our Greatest Problems? A Discussion of Darendeli, Fiechter, Hitz, and Lehmann (2022), 74 *Journal of Accounting and Economics* 101542, 1-8 (2022).

[74] See SEC, The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors, Release Nos. 33-11042, March 21, 2022.

[75] See Matthew Winden, The Unconsidered Costs of the SEC's Climate Disclosure Rule, SSRN (June 17, 2022), <https://ssrn.com/abstract=4156825>, 最近访问时间[2024-02-01]。

[76] See SEC, The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors, 89 FR 25804, March 6, 2024.

[77] See Hai Lu, Qilin Peng, Jee-Eun Shin & Luping Yu, Migration of Global Supply Chains: A Real Effect of Mandatory ESG Disclosure, SSRN (September 23, 2023), <https://ssrn.com/abstract=4581611>, 最近访问时间[2024-02-01]。

[78] See Yi-Chun Chen, Mingyi Hung & Yongxiang Wang, The Effect of Mandatory CSR Disclosure on Firm Profitability and Social Externalities: Evidence from China, 65 *Journal of Accounting and Economics* 169, 169-179 (2018).

[79] See e. g., Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, 70 *Virginia Law Review* 669, 696 (1984); Lisa M. Fairfax, Dynamic Disclosure: An Exposé on the Mythical Divide Between Voluntary and Mandatory ESG Disclosure, 101 *Texas Law Review* 273, 308 (2022).

价格变动以及外部融资难度显著相关。<sup>[80]</sup> 并且,即使是对于具有 ESG 价值偏好的投资者来说,ESG 评级分歧的增大也意味着 ESG 信息质量受损。

在这一背景下,面对如此高昂的社会成本,并没有证据表明 ESG 信息的强制披露相较于传统的公法手段而言更为经济,故贸然要求我国建立标准化的 ESG 信息强制披露制度可能并非合理的选择。更为理性的方案是要求上市公司在年度报告中设立专章,并根据自身情况披露符合经济重大性标准的 ESG 风险及其应对策略与目标,而不是采取“一刀切”的模式。这也符合本文关于普通上市公司的经营或治理仍然应坚持股东财富最大化原则的主张以及美国法学界的主流观点。<sup>[81]</sup>

### (三) 共益公司:对财富最大化理念的合意突破

当然,公司法也不能无视愿意一定程度上牺牲经济利益的 ESG 型投资者。对于该类投资者而言,他们利益的最大化并不体现为财富最大化或利润最大化,而是长期投资回报与 ESG 目标之间的平衡。对于这类投资者,公司法也应当允许其通过“合意”突破财富最大化的传统假设,从而实现他们特殊的价值偏好。虽然普通公司法亦允许股东通过合意个性化设计公司目的条款,但具有公益属性的公司目的的设置会有“牵一发而动全身”的效果,即需要其他方面的规则相互配合,而这实质上就需要法律提供一套合同模板,从而实现减少交易成本的功能。具体来说,公司法上应新设一类混合型目的的公司类型,介乎普通营利法人和非营利法人之间,即该类公司同时追求经济利润和特定公共利益。这种公司类型已经出现在了美国、意大利与法国,其分别被称为“共益公司”(Public Benefit Corporation/Benefit Corporation)<sup>[82]</sup>、“利益公司”(Società Benefit)<sup>[83]</sup>与“使命驱动型企业”(Entreprise à Mission)<sup>[84]</sup>。

要真正使得 ESG 型投资者能通过共益公司这一新的公司类型实现其特殊的价值偏好,除了允许该类公司的章程中规定公共利益目的,结合域外的制度经验,还需要以下关键规则提供支撑。其一,一般公益目的与特定公益目的相结合。共益公司的经营管理以及其董事的信义义务固然需要一般性地考虑各方利益相关者的利益(一般公益目的),公司目的条款还必须明确指向特定化的 ESG 目标或利益相关者群体,而不能仅一般性地指向社会公共利益或承担社会责任。否则,会导致前文提及的诸多利益相关者之间难以权衡的问题,也会导致对于公司管理层的追责欠缺客观标准,即仅一般性地指向社会公共利益会导致管理层很容易找到某一方利益相关者作为逃避责任的借口。若章程规定的特定公共利益目的涉及一个以上的利益相关者群体,则目的条款上应当明确其间的优先顺位,从而才能符合特定化的要求。只有同时设置了特定的 ESG 目标,才能使得混合型公司目的具有可操作性和可追责性。其二,董事信义义务的重塑。共益公司的董事的信义义务

[80] See Dane M. Christensen, George Serafeim & Anywhere Sikochi, Why Is Corporate Virtue in the Eye of the Beholder? The Case of ESG Ratings, 97 *The Accounting Review* 147, 160-169 (2022).

[81] See e. g., Virginia Harper Ho, Modernizing ESG Disclosure, *University of Illinois Law Review* 277, 314-315, 352-354 (2022); Jill E. Fisch, Making Sustainability Disclosure Sustainable, 107 *Georgetown Law Journal* 923, 956-959 (2018).

[82] See e. g., Del. Code Ann. tit. 8, subch. XV; Cal. Corp. Code tit. 1, div. 3, pt. 13; N. Y. Bus. Corp. Law art. 17.

[83] V. Legge 28 dicembre 2015, n. 208.

[84] Cfr. Article 169, LOI n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (1).

应当被明确表述为“平衡”股东的经济利益、广泛利益相关者的利益以及公司章程规定的特定公共利益。其三,公益目的实施报告。共益公司的 ESG 信息的定期披露不同于普通营利公司,即不再需要满足经济重大性的要求。在这其中,关于章程规定的特定公益目的的实施机制和实现情况尤其需要着重披露。并且,鉴于该类公司的特殊性,亦可考虑设置对于其披露的公益目的实施报告的强制第三方鉴证机制(如法国<sup>[85]</sup>)。其四,公益委员会或公益董事/经理的设置。鉴于传统董事会可能过于受到经济效益方面的激励,故对于该类公司有必要设置特殊的治理结构,如设置公益委员会或公益董事/经理来专门负责公司公共利益目的的监督实施,且应当对公益委员会的成员、公益董事/经理的独立性(尤其是持股比例)作出要求。其五,内部追责机制。与普通营利公司不同的是,共益公司的股东属于具有 ESG 偏好的投资者,故股东亦有动力对公司管理层是否按照章程规定平衡经济效益与公共利益进行监督。因此,在追责机制方面可以仿照营利性公司,即赋予公司和股东(通过代表诉讼)对违反“平衡”义务的管理层提起诉讼的权利。此外,亦可考虑赋予公益委员会或公益董事提起代表诉讼的权利。其六,外部监督机制。由于该类公司具有一定程度的公益属性,故可考虑借鉴法国<sup>[86]</sup>和意大利<sup>[87]</sup>的做法引入公共部门或利益相关者的监督,即公司登记机关或其他监管机关可以依职权或依照利益相关者的申请在该类公司未能按照章程规定履行公共利益方面的义务的情况下对其进行处罚或者撤销其共益公司的资质。

## 五 法 结 语

对于 ESG 理念的崇拜持续冲击着公司治理上的“股东至上”原则,但在冷静考察域外突破该原则的实践后会发现,仅在董事行为标准层面突破该原则最终可能效果甚微,以刚性规则的形式强行要求公司为公共利益作出贡献则会导致对资本市场的严重冲击。可持续发展的社会理念固然是大势所趋,但在公司法的语境下保护股东以外的利益相关者的利益不能背离最基本的股东至上原则和意思自治原则。一方面,对于普通营利性公司而言,市场上的绝大多数投资者仍然是以投资回报最大化为目的,故作为受信人的公司董事有义务以股东财富最大化为经营管理的原则,对于利益相关者利益的考量必须限于最大化长期股东价值所需要的程度。另一方面,股东利益最大化对于 ESG 型投资者而言则意味着追求长期投资回报与持续性社会效益之间的平衡,故公司法应当允许这类投资者通过“个性化调整”公司目的的方式利用公司这一组织形式来实现其独特的价值追求。因此,即使是对于共益公司而言,董事的信义义务仍然符合股东至上的基本原则,因为财务需求以外的个人价值亦属于 ESG 型股东的“利益”。

[85] V. Article L210-10, Code de Commerce.

[86] 当第三方鉴证机构认定公司未能实现其章程规定的公共利益目标,检察官或利益相关人可将该情况报告给负责公司登记的商业法院,法院院长在必要时可以对公司处以罚款,并禁止公司再使用“使命驱动型公司”这一名称。V. Article L. 210-11, Code de Commerce.

[87] 若共益公司不履行追求章程规定公共利益的义务,则意大利竞争管理局可以基于误导性宣传和误导性商业行为对该公司进行检查和处罚,利益相关人或相关组织亦可请求竞争管理局对该类公司启动行政程序。V. Article 6, Legge 28 dicembre 2015, n. 208.



---

---

## Pragmatic Approaches to Corporate Stakeholder Protection: Reiterating Shareholder Primacy

[**Abstract**] The Chinese Company Law, as revised in 2023, explicitly mandates that companies should adequately consider the interests of various stakeholders including employees, consumers and the environment in their operation, yet the relationship between the consideration of stakeholder interests and the entrenched principle of shareholder primacy remains ill-defined. Advocates for a stakeholder-oriented governance framework argue for a departure from the traditional maxim of shareholder value maximization in favor of a mandate requiring directors to balance the interests of all stakeholders. However, empirical observations from various jurisdictions that have adopted distinct approaches to the stakeholder-oriented governance model within their corporate laws - including multiple U. S. states, India, and Germany - highlight the practical challenges and limitations of implementing such models. In particular, if this model is adopted by merely modifying the standards of conduct of directors absent distinct socio-economic and historical contexts, the stakeholder orientation will yield minimal real effect in stakeholder protection, reducing the adoption of this model to a mere public-relation activity; if such orientation is enforced by hard rules, such as the mandatory social responsibility expenditure obligation in Indian law, there is a substantial risk of disproportionately undermining shareholder interests and destabilizing the capital market. Given these insights, Chinese lawmakers should not rely on forcibly reshaping corporate purpose or directors' fiduciary duty to bolster stakeholder protections. Rather, within the realm of corporate law, it should move from the illusory imagination of stakeholder orientation towards a more pragmatic approach based on the fundamental principles of maximizing shareholder value and autonomy of will in the protection of stakeholders. For conventional profit-driven companies dominated by traditional investors, improving mandatory disclosure requirements of economically material ESG information can help align stakeholder interests with the goal of maximizing long-term shareholder returns, while the efficiency of a uniform and standardized mandatory disclosure regime of ESG information still lacks empirical support. Conversely, the legal framework should accommodate the innovation of public benefit corporations, enabling ESG-oriented investors to override traditional assumptions of wealth maximization through private ordering. This corporate form, which has been introduced in several U. S. states as well as Italy and France, permits investors to craft a corporate purpose in the articles of association that seeks a harmonious balance between long-term investment returns and sustainable social benefits. The conventional wisdom of shareholder value maximization still holds true in the context of public benefit corporations but is reinterpreted to encompass the pursuit of ESG goals, aligning them with broader shareholder interests and values.

---

---

(责任编辑:余佳楠)