

# 上市公司董事、高管个人事务的法律规制

## ——团体法、行为法及信息法的三维进路

薛前强

(中央民族大学法学院,北京 100081)

**摘要:**上市公司董事、高管尤其是明星CEO的个人事务可对公司治理、公司利益、股东权益产生实质性影响已不再是法外空间,而是逐渐演化为具有涉他性的私人场域中的“涉公司性”和公司场域中的“准商业性”两类事务,从而应被纳入规制范畴。鉴于主体身份和发生场域的双重特殊性,对两类个人事务的规制将是横跨公司团体法上的行为拘束契约、公司行为法上的信义义务以及公司信息法上信息披露规则的三元领域之问题。为此,需根据私事种类的不同,秉持类型化的逻辑,在公司团体法层面强化内部“道德法典”的拘束性和可执行性;在公司行为法层面,对忠实义务进行目的解释并扩充董事、高管信义义务的监督内涵;在公司信息法层面,构建上市公司董事、高管个人事务的信息披露机制。这既彰显投资者保护的价值追求,在深层次上,更表征着这样一个事实——对上市公司董事、高管个人事务的规制是一个复杂的事情,需多重手段配套使用并进行能动性变革。

**关键词:**个人事务;上市公司;道德法典;信义义务;信息披露

**中图分类号:** D922.291.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2021)04-0138-15

### 一、现象、问题及意图

2017年,好莱坞韦恩斯坦电影公司创始人兼CEO哈维·韦恩斯坦被《纽约时报》发文披露涉嫌至少对8位女性进行性骚扰,之后引发声势浩大的反性侵“我也是”社会运动,最终导致公司破产。余波未平,一波又起。2018年,京东董事局主席刘强东在美国卷入性侵案,这一事件导致京东股价剧烈震动,惨遭断崖式下跌。<sup>①</sup>几天后,特斯拉CEO埃隆·马斯克在网络直播中吸食含有大麻的烟草,特斯拉股价跌幅一度接近9%,而后因个人在推特网站上的不当言论遭到美国证券交易委员会证券欺诈诉讼指控,最终不得不支付2000万美元的罚款并辞去董事长职务来达成证券和解。2019年7月,上市公司新城控股董事长王振华因涉嫌猥亵两名女童而被上海警方采取强制措施。这一事件让新城控股遭遇“黑天鹅”,旗下两只港股瞬间跳水,暴跌超24%,陷入匆忙换帅、估值下降等治理危机。

上述商业现象表明:当下,上市公司董事、高管尤其是明星CEO影响公司的方式已突破职

收稿日期:2021-03-22

基金项目:国家社会科学基金重大项目“社会主义市场经济中的公共商行为及其规制”(14ZDC019);国家社会科学基金一般项目“公司资本制度改革实效评估与再改革研究”(16BFX113);中央民族大学校级青年教师科研能力提升计划项目“少数民族企业应对社会突发紧急公共事件法律机制研究”(2021QNPY60)。

作者简介:薛前强(1990—),男,天津滨海新区人,中央民族大学法学院讲师、硕士生导师。

<sup>①</sup>美国当地时间9月5日,京东股价收盘下跌10.64%,报收26.30美元,盘中一度跌逾11%。

务决策而扩张至个人事务的选择和处理。这些商业精英的个人事务和私人生活正吸引着投资者目光,牵动着公司的未来发展和股价涨跌,对所任职的公司产生重大影响。在此背景下,如何规制上市公司董事、高管等个人事务与企业之间的关系,减少对公司利益、股东权利的不利影响日益成为公司治理新的焦点与难题。遗憾的是,这并未引发国内外学者的重视。域外的关注点主要集中在上市公司董事、高管的离婚<sup>①</sup>、健康情况<sup>②</sup>两类特定私事,相应对策也呈点状,而未扩张至一般化私事范畴的普遍性规制。反观我国,虽然零星存在关于CEO生活经历与企业经济表现关联性的实证研究<sup>③</sup>,但也仅局限在管理学、经济学维度的现象描述,规制对策的研究是缺乏的,更未见到法学领域专门、系统化的讨论。

本文针对上述商业现象,试图从法学角度进行回应,描述规制进路,并在实务层面为降低此类事项的现实商业风险提供指引。本文第二部分厘定了“个人事务”的两种类型,多角度论述规制缘由;第三部分探讨了对个人事务进行约束的传统“道德法典”和创新性“韦恩斯坦条款”两类拘束契约,分析其在该议题上的优缺点并给出完善建议;第四部分聚焦信义义务规则;第五部分则在公司信息法层面构建披露机制。

## 二、上市公司董事、高管个人事务的类型厘定与规制缘由

### (一)上市公司董事、高管“个人事务”的类型厘定

对“个人事务”进行定义是展开论述的先决问题,它决定了本文所能达致的规制程度,也界分了所欲采取的规制方法。上市公司董事、高管个人事务,并非二者所有个人私事,毕竟这可能沦为一种家长主义规制理念,侵犯隐私,构成对私人生活的不当介入与干预。相反,按照发生场所、资源利用方式的不同,本文的“个人事务”主要包括两大类:第一,私人场域的“涉公司性”个人私事。即上市公司董事、高管等受信义务规制主体在非执行职务时,在私人生活中实施的个人事务。同时,这类事务需对任职期限和履职能力产生或可能产生重大影响,包括但不限于个人健康状况、婚姻变动等。第二,公司场域中的“类公司性”或“准商业性”个人私事。即上市公司高管、监事、董事、控股股东、实际控制人、职员或其他内部主体,在任职或履行职责期间,利用或者未利用公司资源、管理权力等实施的、发生在工作场所中的或工作场所以外的个人事务,包括但不限于公司场所内的性骚扰、公司外出团建中的个人活动、商业晚宴中的个人行为等。

基于主体身份的原因,以下三种类型的个人事务不在本文的讨论范畴:(1)已退休、离职、解聘的上市公司董事、高管在私人空间实施的私人行为。(2)普通雇员在非工作时间和私人空间(地点)、未利用公司资源实施的个人私事。(3)外部主体在公司场所内实施的个人私事,如快递人员进入公司场所实施的行为等。

### (二)上市公司董事、高管“个人事务”被规制的原因

对上市公司董事、高管个人事务进行规制的主要原因在于其确实是一个公司法、公司治理

<sup>①</sup>代表性文献如:Walter J. Wheatley, Judith F. Vogt, Kenneth L. Murrell, The Concern of Divorce in Organizations: A Survey of Human Resource Managers, *Journal of Divorce & Remarriage*, Vol.15, No.3-4, 1991: 193-204; David Larcker, Allan McCall, Brian Tayan, Separation Anxiety: The Impact of CEO Divorce on Shareholders, *Social Science Electronic Publishing*, Oct. 1, 2013; Jordan Neyland, Love or Money: Wealth Shocks and Executive Compensation: Evidence from CEO Divorce, *SSRN Electronic Journal*, Feb. 2, 2012。

<sup>②</sup>代表性文献如:Alexis B. Stokes, An Apple a Day Keeps Shareholder Suits at Bay: An Examination of a Corporate Officer's Legal Duty to Disclose Health Problems to Shareholders, *Texas Wesleyan Law Review*, Vol.17, No.3, 2011: 303-324。

<sup>③</sup>付超奇:《资本结构、公司治理行为与CEO生活经历》,《投资研究》2015年第2期。

上的问题,尤其是在现代传媒公开性与证券市场公共性共同作用下,前述两类个人事务不再属于私事范畴,时常引发超越传统正常范围且不受规束的商业风险,对公司治理的稳定性、高管履职的勤勉性、公司收益及股东利益等产生实质性影响,主要表现在以下几方面。

1. 引发公司控制权及股权结构的非正常变动。现实中,上市公司董事、高管往往持有一定比例的公司股份,而某些个人事务会导致所持股份的非正常变动,影响公司控制权、股权结构的稳定性。如以离婚为分析对象,离婚时董事必须出售或转让部分股权以满足离婚协议的财产分割要求,持股比例的减少将降低其做决策时的话语权,削减其对公司组织的控制力。早先一项调查研究表明,37%的公司曾报告雇员离婚会削弱公司生产力,<sup>①</sup>甚至有些还会促使董事提前退休。<sup>②</sup>我国最高人民法院指导案例8号“林方清诉常熟市凯莱实业有限公司、戴小明公司解散纠纷案”<sup>③</sup>更是反映了董事、股东间的离婚矛盾还会导致公司僵局及成员间人合性的丧失,最终迫使公司无奈地走向司法解散的境地。近些年来,董事长、高管的无征兆突然死亡(病故)更会引发公司股权的急速变动,成为公司衰退的重要原因。<sup>④</sup>个人健康状况和行为自由受限间接影响公司控制权。身体欠佳表明公司可能暂时(或永久)欠缺特定董事、高管来履行职能。如果董事、高管涉诉尤其是被判处徒刑的话,则无法再通过日常决策控制公司经营,甚至丧失任职资格,继而引发公司“改朝换代”,危及公司政策稳定性和未来持续性。

2. 影响决策专注度与风险偏好。一些个人事务可能会侵占董事本应用于处理公司事务的时间和精力,特定场合某些生活经历还会影响董事对商业风险的偏好。以最具家事特点的婚姻为例,研究发现离婚会影响高管风险态度。通常公司为将董事与公司利益绑定,会采用股票期权计划的方式来激励董事实现特定长远目标。但离婚会导致董事现有财富的突然变化,当董事非人身专属性财产因离婚而减少时,其势必会更加注重个人薪酬计划的实现,从而可能拒绝高收益高风险的公司项目,降低了股东的潜在回报。<sup>⑤</sup>尼兰德研究发现,高管可能会因此谋取更多的薪酬补偿来弥补因离婚导致的个人财产减少,但这以牺牲股东利益为代价。<sup>⑥</sup>

3. 同公司股价、业绩产生直接波动。明星董事、CEO日益成为影响投资者决策的重要因素,尤其具有对公司运营至关重要的独特专业知识或技能时,投资者更是寻求通过其私人生活来推断和预测公司价值。对公司而言,这些高管个人形象在很大程度上代表着公司形象,个人道德被视为公司道德的缩影,一旦个人生活行为失当,则会给公司形象带来巨大负面影响。正如经验证据显示,CEO个人事务与公司股价联系紧密,当有丑闻爆出时,公司股价会急速下降。<sup>⑦</sup>此外,公司股价与董事健康之间的联系更为紧密,以苹果公司已故前CEO乔布斯为例,自2008年胰腺癌复发至2011年离世,期间几则与疾病相关的信息引发苹果公司股价的大幅波动。

4. 侵害股东权益与公司利益,引发公司治理诉讼。董事、高管私人事务都可能影响公司治

<sup>①</sup>Walter J. Wheatley, Judith F. Vogt, Kenneth L. Murrell, The Concern of Divorce in Organizations: A Survey of Human Resource Managers, *Journal of Divorce & Remarriage*, Vol.15, No.3-4, 1991: 193.

<sup>②</sup>David Larcker, Allan McCall, Brian Tayan, Separation Anxiety: The Impact of CEO Divorce on Shareholders, *Social Science Electronic Publishing*, Oct. 1, 2013: 2.

<sup>③</sup>参见江苏省高级人民法院(2010)苏商终字第43号民事判决书。

<sup>④</sup>[美]詹姆斯·C.柯林斯、杰里·波拉斯:《基业长青:企业永续经营的准则》,真如译,中信出版社2002年版,第39-44页。

<sup>⑤</sup>David Larcker, Allan McCall, Brian Tayan, Separation Anxiety: The Impact of CEO Divorce on Shareholders, *Social Science Electronic Publishing*, Oct. 1, 2013: 2.

<sup>⑥</sup>Jordan Neyland, Love or Money: Wealth Shocks and Executive Compensation: Evidence from CEO Divorce, *SSRN Electronic Journal*, Feb. 2, 2012: 1-5.

<sup>⑦</sup>Davia Temin, Announcing CEO Illness—Best Practices from Buffett to Jobs, <https://www.forbes.com/sites/daviatemin/2012/04/18/announcing-ceo-illness-best-practices-from-buffett-to-jobs/#791e4b6647a>, 最后访问时间:2021年6月12日。

理,引发股东诉讼和索赔。如以近些年几则典型的董事、高管性骚扰为例,“我也是”运动中,一些公司股价接连暴跌,公司为高管性骚扰行为支付巨额赔款。2012年Chopourian v. Catholic Healthcare West案中,原告获得372万美元经济损失赔偿、3900万美元精神损失赔偿,外加1.25亿美元的惩罚性赔偿。<sup>①</sup>此外,高管的职场性失范私事发生或者被曝光后,解决方式集中在民事诉讼或与当事人/公司达成民事和解。但诉讼费用、和解费用都是高昂的,损害了公司利润,而这些损失都将最终转嫁到股东身上。股东利益受损必然引发公司治理诉讼和证券集团诉讼。早先,惠普前高管因性骚扰指控调查而辞职,为此股东向加利福尼亚州法院提起派生诉讼,指控其管理不善违背了信义义务。

5. 失范私事构成公司丑闻,引发声誉损失及降低就业吸引力。尽管说股东、公司的经济损失是直接、临时且可量化的,但对公司声誉的潜在危害却是深远的。任何未被认真对待、解决的失范私事都会引发声誉损失。这种惩罚作用在公司身上直接表现为媒体负面报道、客户、消费者数量的削减以及评级机构下调公司信用级别,对高管当事人来讲则不得离职或被解雇。当出现在工作场所的个人事务失范时(如职场性骚扰),对就业吸引力的影响就更具复杂性和不确定性,起码向雇员发出一个公司工作环境欠佳的危险信号。于是,公司聘用和留住优秀员工的能力会受损。

上述众多商业例证表明,上市公司董事、高管等个人事务与公司联系紧密已成不争的事实,其个人行为与职务行为、私人生活与公司生活之间很难划分出清晰的边界。这些商业精英的私生活不应再属于法外空间,因此对于上市公司董事、高管的个人事务有着必要的规制需求。由此进一步引发的问题是,如何降低此类行为产生的非正常商业风险以及保护、降低投资者和公司的经济损失?各国在董事、高管个人事务监管方面是过于宽松的,这已引发证券分析师和学者们呼吁采取更严格、更明确的指导方针。<sup>②</sup>因此,制定更切实可行的个人事务规制路径、措施成为当务之急。整体而言,在手段选择上,鉴于主体身份(董事、高管)和发生场域(上市公司)的双重特性,对上市公司董事、高管个人事务的规制注定是一个横跨公司团体法、行为法以及信息法三个领域的重要课题,目前相关规制策略也主要集中于此。

### 三、公司团体法理路:个人事务之内部拘束契约

公司内部规制更为及时、直接,甚至比外部法律规制提供了更好的补救措施<sup>③</sup>。总体上,已有很多公司开始努力在内部解决个人事务失范问题,试图通过董事内部集体契约及公司与董事签订的个体契约来约束、规制董事、高管的个人行为。前者惯常表现为具有正向激励色彩的董事道德法典或条款,后者则集中表现为日渐兴起的“韦恩斯坦条款”类逆向合规性行为拘束约定。

#### (一) 正向激励性道德法典

每当公司丑闻、董事行为失范事件爆发后,公司、监管者势必会加强对董事道德行为的呼吁,董事行为道德法典应运而生。早先这类法典多由企业自行设立,属内部规范,内容主要涉及董事行为须符合一定道德标准。但随着高管道德失范现象的增多,证券监管机构开始采用遵

<sup>①</sup>Ramit Mizrahi, Sexual Harassment Law after #MeToo: Looking to California as a Model, The Yale Law Journal Forum, Vol.128, 2018: 130.

<sup>②</sup>Alexis B. Stokes, An Apple a Day Keeps Shareholder Suits at Bay: An Examination of a Corporate Officer's Legal Duty to Disclose Health Problems to Shareholders, Texas Wesleyan Law Review, Vol.17, No.3, 2011: 310.

<sup>③</sup>Christine Parker, How to Win Hearts and Minds: Corporate Compliance Policies for Sexual Harassment, Law & Policy, Vol.21, No.1, 1999: 21.

守或解释的规制理念,要求上市公司披露是否采用了适用于公司CEO、CFO、主要会计主管或控制人以及履行类似职能的人员的道德准则,如果没有则须作出解释。如受安然危机的影响,2003年《萨班斯-奥克斯利法案》第406条要求美国证券交易委员会(United States Securities and Exchange Commission, SEC)制定相关规则,规定每家上市公司必须在递交定期报告时披露公司是否已经制定了适用于高层财务人员的“道德法典”,必须包括以下内容:(1)诚实、道德的行为,包括私人利益与职责发生明显冲突时的道德准则;(2)在公众公司提交的报告中应包括充分的、公正的、准确的、及时的和易懂的信息披露;(3)与政府有关法规相符合。<sup>①</sup>再如,马来西亚存款保险机构在《董事部监管政策》中提及“董事部必须为董事和本机构高级职员以及其他雇员制定行为和道德标准,定期获得合理保证本机构有一个持续、适当以及有效率的程序确保遵守有关标准”。

就我国而言,明确制定道德法典的公司数量较少,更多采用如《员工守则》《企业内部控制基本规范》《反舞弊及举报制度》等多样化内部控制文件,其中部分条款可能会涉及董事个人行为,从而实现间接约束。这些内控文件大多要求公司对诚信和道德价值观进行沟通与落实:诚信和道德价值观是控制环境的重要组成部分,影响到公司重要业务流程的设计和运行。《员工守则》《奖励与处罚条例》通过适当的奖惩制度和管理层的身体力行来营造和保持公司道德的氛围。《反舞弊及举报制度》则要求公司所有员工,特别是董事、监事、中高层管理人员、关键岗位员工树立廉洁、勤勉、敬业的工作作风,遵守相关法律法规、职业道德及公司内部管理制度,防止损害公司、股东利益的行为发生。

### (二) 逆向合规性行为拘束契约

除一般性、概括性的行为道德法典外,公司还会针对某些特殊情况与董事、高管签订行为约束契约。如鉴于针对董事性骚扰的指控会给并购交易带来重大威胁,美国出现一种被称为韦恩斯坦条款(Weinstein Clause)的新兴治理实践,来保护并购交易中买方免受目标公司以保持沉默的方式掩盖高管桃色丑闻而造成的财务和声誉损失。该条款通常规定目标公司和/或其子公司保证在过去一定时期内不存在针对高管、董事的性骚扰或性侵犯指控,且目标公司未就此类行为达成任何和解协议。如果目标公司高管性失范行为被曝光或遭受指控,那么买方可以从目标公司收回一定款项。<sup>②</sup>在某些交易中,收购者甚至将资金先放入托管账户,使其可以在将来出现任何相关问题时要求退还资金。韦恩斯坦条款的出现产生了很大的影响,主要原因在于:一方面,收购方希望避免针对高级雇员的不端指控进行辩护、诉讼以及和解的相关成本;另一方面,“我也是”运动提高了社会、公司对高管个人事务失范的认识,加剧了公司伴随其受到声誉损害的风险,成为使企业与自身社会责任、底线相协调的商业策略。

### (三) 规制效果评析

契约式规制手段更具定制化,实现了风险的内部防范。但结合具体情境和实践表现,道德法典最终只会沦为宣言性或倡导性制度摆设,韦恩斯坦条款的效果尚待观察。

第一,就规制饱和度而言,两类契约无法对纷繁复杂的商业实践和个人生活做穷尽式描绘,仅试图以“诚信经营”“爱岗敬业”等宣言性口号来做行为倡导,很难把与健康状况、个人法律诉讼等纳入“规制范畴”。董事个人健康恶化并不意味着其不诚信经营或不爱岗敬业。同时,任何契约背后都存在订立成本和博弈空间,内容范围及约束力大小都存在不确定性。

第二,就规制效果而言,两类契约是否真能发挥其本应有的规制功能也是值得怀疑的。尤

<sup>①</sup>蔡祖国:《美国公司法的最新发展及其影响:〈萨班斯—奥克斯利法案〉》,《中国律师》2003年第1期。

<sup>②</sup>Archer, Mergers & Acquisitions Alert: #Metoo Movement Gives Rise to Use of “Weinstein Clause” in M&A Transactions, <http://files.constantcontact.com/dafd015b001/5697cd24-fddf-420c-81ef-888d4dea7784.pdf>, 最后访问时间:2021年6月12日。

其是经笔者查找,域内外至今尚未见到一例借助此类契约而对董事、高管提起的诉讼。这些条款内容大多与董事个人事务无关,实际约束的更多是董事、高管执行职务时的行为,发生与公司法中的忠实义务、勤勉义务重叠规制的法效果。影响规制效果的另一个重要因素还在于,现实中契约类约束措施更多是事先倡导性的,而非事后责罚性的,缺乏具体惩戒措施。因为,如果以个人事务为靶向设置一定的惩处责任,那么契约约束将先入为主地替股东、公司就董事、高管的行为作价值判断,那么对于“失范”的解释就尤为关键。但“不道德性”不一定就意味着“可归责性”,产生对个人事务否定性评价并施以责任,结果实际上可能限制或者禁止董事某些正常行为,无疑侵扰了其行为自由和追求生活多样性的权利,进而违反我国《合同法》第五十二条第(四)款“损害社会公共利益”或第(五)款“违反法律、行政法规的强制性规定”而被认定无效。

第三,公司对高管失范私事的常态处理实际上架空了团体契约的规制作用。当高管个人道德、生活出现问题,使公众对公司产生信任危机时,公司往往直接跳过这种纸面约定,采用率先“发布声明表明立场”,继而“督促高管自动离职以防止事态继续扩大”,最后“重申公司政策以维护企业形象”的处理方式来进行应对。但这种被动处理方式仍会让公司措手不及,毕竟类似事件多为突发性事件,高管的离职会影响公司治理的稳定性,筛选并任命合格的继任者也非易事。如果职位交接不顺畅,所带来的直接后果是公司业务发展将受到严重影响,前文例子表明这可能还会危及公司生存,甚至引发破产。

第四,韦恩斯坦条款对高管人员的行为拘束有多大影响尚待观察。一方面,不同的陈述事项对应着不同的责任,以表明其重要性程度。但具体到韦恩斯坦条款的情况,就很难评估董事性骚扰所造成的可量化损害。另一方面,性骚扰问题本质上是高度敏感的,在工作场所遭受性骚扰的受害者很多羞于披露,故要维护所涉各方的机密性和隐私权,这也降低了触发韦恩斯坦条款的可能性。

综上所述,这种规制个人私事的公司团体法契约通常只作用于职场性个人事务,且其也不是自发生成的,而是需要一定的外部环境威慑才可倒逼设立。如有的是在外界负面宣传和遭受潜在法律外部(经济)制裁之后才得以出现,即基于“强制同构”(潜在制裁)的规范性压力来实现一定程度的变革。或者因为外部的同侪竞争压力来达到“模仿同构”,只是基于同业公司的商业实践而进行复制,如面对社会运动和公众不满情绪的被迫回应。最终,企业文化象征性地响应法律规范,自我监管的遵守也不足以实现真正变革。

#### 四、公司行为法逻辑:以完善信义义务为切入点

董事、高管主体的身份特殊性将其与专门义务相联结。公司法中对董事、高管行为的约束集中于信义义务规则,如我国《公司法》第147条规定“董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程,对公司负有忠实义务和勤勉义务”。同时,如果董事、高级管理人员的行为损害到股东个人利益,那么股东可直接提起诉讼请求赔偿,如《公司法》第152条规定“董事、高级管理人员违反法律、行政法规或者公司章程的规定,损害股东利益的,股东可以向人民法院提起诉讼”。那么,公司或者股东可否因董事、高管的个人事务对公司、股东利益产生不良影响而提起直接诉讼或派生诉讼,而请求其赔偿公司损失或股东个人损失?当董事实施失范个人行为或者放任此事发生时,是否违背了信义义务?乃至说当第二类个人私事是由公司内部非董事、高管人员实施的并对公司产生不良影响,但高管、董事等未能及时发现并制止,那么其是否因此间接违反了相应的职责?下文将进一步展开分析。

### (一)董事、高管个人事务过往信义义务司法诉讼及其结果

#### 1. 公司场域中“类公司性”或“准商业性”个人私事信义之诉

据统计,股东对董事、高管职场中的个人行为提起的派生诉讼并不少见,多表现为对性骚扰的指控。仅自“我也是”运动爆发以来,知名企业的上市公司股东针对董事、高管的职场个人行为失范提起的诉讼已有多起,被诉主体包括公司名人CEO、董事、控股股东及其他高管等。<sup>①</sup>但遗憾的是,法院对公司场域中的个人私事信义义务诉讼往往持否定意见。最早的此类诉讼可以追溯至1998年White v. Panic案。案中ICN制药公司CEO米兰·帕尼克多年来对公司6位女性雇员存在性骚扰行为。直到其中一名女性提起诉讼,董事会成员才知晓这一事件,但公司继续保留其任职和高薪。此事的前因后果被《美国新闻和世界报道》周刊披露后,股东安德鲁·怀特提起派生诉讼,认为董事会要求雇员以机密仲裁的方式来掩盖帕尼克的失范行为,并向帕尼克提供资金援助以对抗诉讼的行为违反了信义义务<sup>②</sup>。特拉华州衡平法院审理此案,以原告违反派生诉讼中的前置程序而驳回了起诉。作为一个较为失望的开端,法院在本案中的观点和“亲董事主义”的理念在后续一系列案件审理中得到体现。

#### 2. 发生在私人场合的个人事务信义之诉

与前案职场中个人事务信义诉讼不同,现实中还存在对董事、高管在私人场合实施的个人事务进行信义诉讼的可能性。这类诉讼的实质问题是:股东可否因董事、高管个人事务对公司利益产生不良影响而提起派生诉讼,请求其赔偿公司损失?2004年,特拉华州法院在股东莫妮卡·彼姆代替生活全媒体公司诉玛莎·斯图尔特的派生诉讼案中对此持否定观点。

玛莎·斯图尔特是上市公司玛莎·斯图尔特生活全媒体的CEO,也是药企爱必妥的股东。2001年12月,她以每股58美元的价格卖出持有的爱必妥股票。翌日,爱必妥发布公告,披露美国药监局拒绝了抗癌新药的生产许可,导致公司股价急速下降,到2002年已跌至每股7.4美元。玛莎售卖股票的行为遭到SEC内幕交易调查,生活全媒体公司股票价格也随即下跌12%。随着调查的深入,玛莎股票交易账号被指存在问题,梅林证券分析师直接将生活全媒体公司股票降级。<sup>③</sup>更严重的是,SEC后续调查显示玛莎与好友同时出售了爱必妥股票,行为的一致性暗示这不再单纯是个人投资行为,尤其是巧合的发生颇有内幕交易嫌疑。此消息一经爆出,生活全媒体公司股价进一步下跌21%。最终,在一系列事件后,2002年生活全媒体公司股东莫妮卡·彼姆提起派生诉讼,认为“玛莎出售爱必妥股票的行为对全媒体公司股价产生不利影响,其将个人经济利益置于公司利益和股东利益之上,违背了注意义务和忠实义务,出售股票的行为是不适宜的,损害了生活全媒体公司价值与金融健康”<sup>④</sup>。原告主张玛莎进行了不适宜的(improper)股票交易而不是非法的(illegal)股票交易,这一行为不是履行执业行为或借助执业能力而做出的,相反是以个人身份而做出的,属于个人事务范畴。值得肯定的是,玛莎与公司联系紧密是不争的事实,故原告在审理过程中进一步认为公司董事有义务来监督玛莎的个人活动。

特拉华州衡平法院认为此类案件并无先前判例支撑,当下并无规则支持原告的诉讼请求,寄希望于董事去监督CEO的个人事务也是相当无理的。最终,原告的起诉被法院驳回,玛莎·斯图尔特没有因卖出爱必妥公司股票而对公司产生损害的行为被认定违反信义义务。

<sup>①</sup>Daniel Hemel, Dorothy Shapiro Lund, Sexual Harassment and Corporate Law, 118 Columbia Law Review, Vol.118, 2018: 1585-1590.

<sup>②</sup>Daniel Hemel, Dorothy S. Lund, Sexual Harassment and Corporate Law, Columbia Law Review, Vol.118, No.6, 2018: 1613.

<sup>③</sup>Constance Hays, Investigators Cite Inconsistencies in Martha Stewart Stock Case, New York Times, June 18, 2002, at C4.

<sup>④</sup>Peter O'Shea, Loyalty and Care Personified: Martha Stewart's Duty to Martha Stewart Living Omnimedia, Inc., University of Cincinnati Law Review, Vol.78, No.3, 2010: 1132-1133.

## (二) 信义义务规制董事、高管个人事务的障碍与困境

从前述两类案件审理结果可看出,若想借助信义义务规则规制职场中的个人事务或私人生活中的个人事务,均面临诸多挑战。前者的障碍在于公司、董事会利用派生诉讼的程序前置要件将诉讼规避;后者的障碍在于缺少派生诉讼的实质前提要件/法定要件。

1. 公司场域个人事务信义之诉“前置性”程序要件的规避。即使公司董事、高管等存在违反忠实义务或勤勉义务之行为要件,仍有几个程序性要件阻碍股东顺利提起派生诉讼以纠正其职场个人事务失范。第一,公司管理层意思优先规则降低股东成功提起派生诉讼的可能性。股东提起派生诉讼需先完成前置程序,如我国公司法规定股东提起派生诉讼前必须书面请求监事会、不设监事会的有限责任公司的监事,或者董事会、执行董事向人民法院提起诉讼。现实中,董事偏袒内群体和歧视外群体的群体偏好、相互送人情的面子互惠、从众和自尊强化效应的群体思维等<sup>①</sup>都会使这些被请求对象各自袒护彼此,往往逢股东代表诉讼必反。此外,美国这类诉讼还会受制于特别委员会的内部审查。如果特别委员会作出不起诉的决定,那么股东最终无法提起诉讼,而管理层权力的存在势必影响委员会的独立性<sup>②</sup>,进而降低不起诉决定的公允性与合理性。第二,对股东持股比例与持股时间的要求增强股东起诉难度。美国虽然未对提起诉讼的股东持股比例进行限制,却规定“当时持股”以及提起诉讼的股东必须能够公正且充分地代表公司利益;英国则要求股东必须在获得法院许可后方可继续代表诉讼。<sup>③</sup>再如我国《公司法》规定有权提起派生诉讼的股东必须是:有限责任公司股东、股份有限公司连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东。第三,信义义务诉讼是一种以公司损失实际发生为前提的事后约束机制,具有滞后性。董事不对所有职场中个人失范事务承担信义责任,而只有那些对公司利益损害明显、直接的情形才可能适用。值得注意的是,情节较轻的失范行为如果未及时得到重视,则很有可能逐渐恶化,同时董事等还会以损害结果未发生为借口逃脱惩罚。

2. 私人场域个人事务失范信义之诉“前提性”实质要件的缺失。对私人场域个人事务提起派生诉讼的障碍在于被争议事项可能不属于职务行为,很难满足提起信义义务之诉的前提性实质要件。第一,个人事务非因行使公司职权而做出,不属于公司事务范畴。信义义务规则规制的是董事、高管履职行为,是做出商业决策时的行为义务而非基于身份而产生的身份义务。第二,信义义务规则以对公司产生损害为前提。公司股票价格下跌不是提起诉讼的充分依据,因为其直接损害的是持有股票投资者利益而非公司利益。当然,若行为人既是董事、高管同时又是股东,则行为还受《公司法》第20条“股东应当遵守法律、行政法规和公司章程,依法行使股东权利,不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益”的约束。但本条所拘束的是“股东行使股东权利”之行为,股东权利主要包括分红权、知情权、优先购买权、表决权等,这些均指向公司经营本身,而非股东个人事务;另外,从行为价值维度上讲,股东个人事务行为是否构成“滥用”则更难以解释。

## (三) 个人事务信义义务类型化规制路径之拓扑

若严格文义式套用我国公司法中信义义务规制的行为类型与责任规定,那么很难对两类个人事务进行解释。但对法规的司法适用,不仅是一门技术,更是解释的艺术。这就需要对比信义义务尤其是忠实义务保护公司利益之理念做目的论解释,结合信义规则的最新发展,确立董

①朱羿锟:《董事问责:制度结构与效率》,法律出版社2012年版,第223-227页。

②[美]卢西恩·伯切克、杰西·弗里德:《无功受禄:审视美国高管薪酬制度》,赵立新等译,法律出版社2009年版。

③胡宜奎:《公司代表诉讼中的公司参与》,知识产权出版社2017年版,第210页。

事、高管的合规/监督义务。

1. 对忠实义务目的论扩张。法院在董事侵占公司机会的经典Guth v. Loft Inc.案中对公司与董事间的信义关系作出解读,它是一项公共政策,要求高管、董事严格遵守职责,不仅要坚定维护公司利益,而且要避免做任何可能会对公司造成伤害的事情<sup>①</sup>。从目的论角度看,为维持和保护这种信任关系,受托责任必须足够广泛以涵盖可预见和不可预见的违规行为,以保护公司、股东免于因高管个人事务失范而引发的损害。另外,当行为人是其他主体,董事、高管明知失范行为存在却未采取措施制止时,二者实际上是以消极不作为的方式侵害公司利益。域外个别立法也为这种放任不作为提供了承担责任的例证,如加州《公平就业和住房法》规定,如果雇主了解到性骚扰的存在,那么必须立即采取一切合理措施进行纠正。如果雇主未能这样做的话,那么将因疏忽而被提起与性骚扰不同的单独诉讼。<sup>②</sup>当然,董事、高管等对他人行为的控制/制约是存在能力边界的,不可苛责董事能绝对防止他人所为的职场中的个人失范事务的发生,而仅要求其相对防止,即如果对于他人所为职场个人事务失范,董事制定内部防控程序或政策并采取合理手段,那么就未违反忠实义务。

2. 信义义务监督内涵之确立。除忠实义务、勤勉义务两个被普遍认可的内容外,司法与商业实践正逐渐将监管义务纳入信义义务体系之中,即董事等信义义务承担主体除需谨慎地作出商业决策外,同时也要对公司日常活动进行监管<sup>③</sup>。监督职能与业务决策不同,它要求董事必须谨慎行事,持续监控公司每日决定和随着时间推移监视运营,以确保高管履行其管理职责并遵守法律。1981年Francis v. United Jersey Bank案确立董事对那些可能影响公司“健康”的公司活动须知晓其进程并参与其中,否则将违反信义义务,并以比喻的方式将这种职责形象化:“如果董事借口声称因为他们没有看到不当行为,其就像哨兵在看守岗位上睡着了”。<sup>④</sup>

除监督日常运营外,判例法还确立了董事等还需监督公司、雇员的合规情况。董事会需监督公司对法律的遵守情况,有责任调查和监督员工遵守法律义务的情况,并允许股东提起衍生诉讼,以使董事会对未这样做的行为负责。<sup>⑤</sup>法院在1996年Caremark医药公司药品回扣案中将监督职能解释为注意义务的应有之意。该案与本部分所讨论的职场中的个人事务失范具有高度相似性,即董事对非信义义务主体的雇员违规行为承担信义责任。在该案中,公司雇员在推广药品过程中向医生提供回扣,致使公司被处以高额罚款。为此股东提起派生诉讼,认为董事违反信义义务,没有尽到对员工的监督职责,要对公司损失承担责任。主审Allen法官判定认为如果在特定情境中没有尽到合理谨慎来避免损失,那么董事将违反注意义务<sup>⑥</sup>。在2006年Stone v. Ritter案中,特拉华州法院更是将监督义务具象化,认为如果董事会持续或系统地无法行使监督职能,如没有尝试确保存在合理的信息和报告系统,则董事应承担责任。这就表明这种监督义务不要求董事事无巨细。回归本文议题,这意味着当公司其他主体存在着职场个人失范事务,而董事等因玩忽职守未能发现时,其将因违反监督义务而承担信义责任。

①薛前强:《质疑公司机会准则制度移植的法效果》,《湖北社会科学》2019年第3期。

②Ramit Mizrahi, Sexual Harassment Law after #MeToo: Looking to California as a Model, The Yale Law Journal Forum, Vol.128, 2018: 130.

③Michelle Yun, The Next Phase in Supporting Women at Work: Balancing Fiduciary Duties and Corporate Legitimacy, Wisconsin Journal of Law Gender & Society, Vol.27, No.1, 2012: 73.

④Michelle Yun, The Next Phase in Supporting Women at Work: Balancing Fiduciary Duties and Corporate Legitimacy, Wisconsin Journal of Law Gender & Society, Vol.27, No.1, 2012: 72.

⑤Cheryl L. Wade, The Impact of U.S. Corporate Policy on Women and People of Color, Journal of Gender Race & Justice, Vol.7, No.1, 2003: 227.

⑥时晋:《美国公司法中的董事义务与风险控制——2008年金融危机后的审视与反思》,《社会科学研究》2013年第2期。

## 五、公司信息法进阶：个人事务信息披露的制度续造

本文探讨的是对上市公司董事、高管个人事务的法律规制，而作为公司信息法的信息披露可谓是上市公司规制的专属工具<sup>①</sup>，故有必要探讨和评估信息披露制度在解决此类问题时的可能性与实效性。

### （一）董事、高管个人事务信息披露的正当性

首先，董事、高管特定个人事务信息披露符合法经济学和证券交易公开性的推论。理查德·波斯纳曾认为如公司必须披露产品缺陷、瑕疵以避免欺诈诉讼一样，员工必须披露自己与工作绩效相关的信息，从而提高市场效率，帮助市场参与者作出更为全面决策。<sup>②</sup>同时，信息披露是证券交易遵循的原则，如《证券法》第3条规定“证券的发行、交易活动，必须实行公开、公平、公正的原则”。其中公开原则的实质内容就是“要求证券发行人将所有的有关资料公之于众，不得有虚假、误导或遗漏，从而防止投资者向不良证券发行人投资，以避免不应有的损失”<sup>③</sup>。

其次，披露个人事务有着广泛的社会需求。准确、及时的信息是自由市场的基础，上市公司董事、CEO往往是社会关注的焦点，尤其当其成为明星高管后更是如此，公众渴望获知各式各样关于公众人物的详细信息。<sup>④</sup>研究表明当公司丑闻出现后，投资者希望获取更多的公司信息，这时可能转而利用高管个人信息披露来满足其对公司信息的渴求。<sup>⑤</sup>

最后，个人事务信息披露的独特价值还在于可贯穿整个规制过程。信义义务责任规则的发生时点是个人事务对公司产生影响之后，契约法则事前对某些行为作风险防范，信息披露则因其实时性和内容的丰富性贯穿始终。此外，信息披露并不对披露内容做事先评价而交由投资者自行判断，这也更加符合市场经济自由决策、风险自负之理念。在我国，以信息披露为手段规制董事、高管个人事务还体现了证券发行注册制改革的应有之意。上市公司有义务完全公开那些可能影响投资者投资判断的所有相关信息，其中就必然包括本文所指称的董事、高管个人重大事务信息。

### （二）董事、高管个人事务信息披露的现实立法及不足

当下各国立法鲜有对于董事、高管个人事务信息披露的规定，学术界也更多是围绕着“健康”要素展开讨论。即便如此，证券法规范层面仍存在一些碎片化条款，要求对董事、高管特定的个人信息进行专门披露。我国与域外就个人事务的信息披露有着差异化的规定。综观我国整个证券法律规则体系，关于董事、高管等主体的披露要求集中在特定行业和特定事项。2019年我国对《证券法》作了系统修改，相较于旧法而言，总体减少了对上市公司董事、高管相关信息之披露。具体而言，包括：

第一，删除个人简介、持股份额及承担重大赔偿责任。《证券法》（2014）曾在第66条要求公司年度报告中披露董事、监事、高级管理人员简介及其持股情况。个人简介主要包括姓名、性别、年龄、国籍、学历、任期起止时间、政治面貌、职称以及工作经历。但新修正的2019年《证券

<sup>①</sup>James J. Park, Reassessing the Distinction between Corporate and Securities Law, UCLA Law Review, Vol.64, No.1, 2017: 116-183.

<sup>②</sup>[美]理查德·波斯纳：《法律的经济分析》，蒋兆康译，法律出版社2012年版，第482-503页。

<sup>③</sup>李麒：《证券立法中的公开原则》，《法学》1994年第12期。

<sup>④</sup>Patricia S. Abril, Ann M. Olazabal, The Celebrity CEO: Corporate Disclosure at the Intersection of Privacy and Securities Law, Houston Law Review, Vol.46, No.5, 2010: 1548.

<sup>⑤</sup>Mariassunta Giannetti, Wang T. Yue, Corporate Scandals and Household Stock Market Participation, Journal of Finance, Vol.71, No.6, 2014: 2591-2597.

法》中将本条删除。上市公司与投资者间的信息不对称是诱发一系列证券市场失范行为的根源。尤其当消除投资者对实际运营公司的董事、高管等主体的知情权时,愈发加剧上市公司的黑箱化。《证券法》(2014)第75条中界定的内幕信息包括“公司的董事、监事、高级管理人员的行为可能依法承担重大损害赔偿责任”这一情形。结合《证券法》(2014)第67条可发现,此类信息也属于信息公开披露范畴。但这一条款在《证券法》(2019)中被删除。新法的修改可能只看到董事、监事、高管个人重大损害赔偿责任与公司承担的赔偿责任、违约责任之间的区别性,而忽视了前者可能诱发董事等侵占公司财产,实施自利行为从而对公司产生实质性影响的一面。

第二, 刑事犯罪。《证券法》(2019)第80条要求上市公司对于可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件作出公告并说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。其中对重大事件的界定包含“公司涉嫌犯罪被依法立案调查,公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被依法采取强制措施”情形。

第三, 新增公开承诺与个人品行要求。《证券法》(2019)第84条规定“发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等作出公开承诺的,应当披露”。但一般而言,这类公开承诺主要是与公司事务或行使职务相关,不涉及个人事务。《证券法》(2019)第124条要求“证券公司的董事、监事、高级管理人员,应当正直诚实,品行良好,熟悉证券法律、行政法规,具有履行职责所需的经营管理能力”。

美国证券法对董事、高管个人信息披露要求集中规定在《1934年证券交易法》第229条中,包括年龄、家庭关系、商业经历、犯罪记录、正在进行的法律诉讼以及薪酬安排等。另外,公司必须将股票注册说明书及招股说明书中的某些重大信息披露在特定注册表中,这些表格有一些关于公司董事和其他重要雇员的信息披露,同时SEC要求对其经验、背景、关联交易以及法律诉讼进行简要的总结。如当上市公司内部或外部发生重大事件且可能会影响投资者的投资决策时,公司应当在重大事件发生5-15天内向SEC递交即时报告8-k表格,该表格所涉及的重大事件包括公司控股权的转移、破产、更换会计师事务所、董事辞职且要求公司披露其辞职原因以及其他具有实质性意义的重大事件。可见,会与董事、高管个人事务相关的信息披露规则涉及的内容有限,呈碎片状分布。虽然“重大事件”抑或“重大影响事项”为个人事务的信息披露留存可能,但官方对二者的解读又明显将其与公司经营信息挂钩或只包含董事、高管等主体的个人非经营性信息之部分情形。如SEC要求管理层分享正在进行的任何影响过去的财务业绩不能很好地预测即将到来的财务业绩的事情,从而使信息交易者能够更好地评估公司及其股票价值。<sup>①</sup>这暗含的逻辑是:“旧版”事项对过去的业绩产生影响,而“新版”事项既是前者的更新,更是程度上的加深,即将对未来业绩产生实质性影响。然而,很难说董事、高管未改变的常态化个人事务(如身体健康、遵纪守法、婚姻和睦)对公司业绩是有着直接实质性影响的。这也解释了为何美国证券理论界和SEC对于“重大事件”的认定往往与公司生产经营相挂钩,同时还会搭配“改变”(change)一词,包括:产品组合或生产线相对盈利能力的重大变化;广告、研究开发、产品介绍或其他可自由支配的资金的重大变化;正常业务外的重大资产收购或处置;公司递延费用的重大变化;投资回报假设和养老金计算假设的重大变化;重要材料设施的关停、业务的中断以及重大合同的履行完毕;等等<sup>②</sup>。

<sup>①</sup>Kevin S. Haeberle, Todd M. Henderson, Marking a Market for Corporate Disclosure, Yale Journal on Regulation, Vol.35, No.2, 2018: 427.

<sup>②</sup>Kevin S. Haeberle, Todd M. Henderson, Marking a Market for Corporate Disclosure, Yale Journal on Regulation, Vol.35, No.2, 2018: 428.

美国司法部门在2012年的一起案件中也表明了相同立场。事情起因于惠普公司前CEO马克·赫德被人举报对公司承包商进行长达两年的性骚扰,而公司在《商业行为准则》中表明不会容忍性骚扰。为此,一家养老基金对惠普公司和赫德提起集体诉讼,认为公司未能披露赫德的不当行为构成重大遗漏,从而违反了《1934年证券交易法》10b-5规则。法院驳回了原告起诉,理由是,惠普的商业行为政策透明,但这并不“合理地”(reasonably)意味着公司在暗示投资者公司CEO或其他高管不会违反公司政策。<sup>①</sup>这从侧面表明要求公司对高管的个人事务作出担保并不合理,遑论将其视为重大事件而进行披露了。

同样,虽然我国《上市公司信息披露管理办法》第30条列举了公司经营方针和经营范围变化、公司重大投资行为等共21种重大事件,但其中仅第7项“公司的董事、1/3以上监事或者经理发生变动,董事长或者经理无法履行职责”和第11项“公司董事、监事、高级管理人员涉嫌违法违规被有权机关调查或者采取强制措施”两种与董事、监事、高级管理人员的个人事务有关,已达到无法履行职责等严重程度,此时股票价格往往遭遇“黑天鹅”。

综上所述,与董事、高管个人事务相关的信息披露规则很难扩张至如个人经济状况重大改变这类私人实质性事项,即使针对最能影响董事、高管履职能力的健康情况,也缺乏强制性披露要求。正如有学者曾言,“证券监管者要求上市公司向投资者披露任何实质性信息以便其用来考量股票买卖,但对于‘健康’从未有专门的指引,也从未要求任何一家公司对此作出披露”<sup>②</sup>。同时,单就披露时间而言,目前既有规则更多的是在定期报告中进行,有明显滞后性,结果是当前监管制度赋予管理人员保密不良信息的能力,当投资者知悉相关信息时可能为时已晚,损失已无法避免。

### (三)上市公司董事、高管个人事务信息披露的规则续造

#### 1. 宏观逻辑指引

首先,以必要性和及时性为原则。个人事务与公司事务、行使公司职权时的事务不同,个人事实的重要性在某种程度上要弱于公司事实,前者是一种间接关联而后者更直接作用于公司资产、盈余、效率、产品服务、财务状况等,是一种直接关联。故除非法律明确要求,董事无需将所有个人信息披露给公司或股东,但涉及的事项直接关系到董事执业能力或保持职位的情况除外。<sup>③</sup>个人事务的另一个特点是对于公司的影响是即刻发生,故对个人事务的信息披露应及时、完整。

其次,个人私事应限定在特定事件范畴,减少对个人权利的侵犯。披露内容限于那些最能协调证券监管和个人权利保护这一双重目标的范围。只有当个人事务对公司影响十分重大或左右投资者决策时,将其披露才具合理性。同时,还应最大限度地缩小董事、高管对特定事件的自我认定空间,应从投资者视角来做判断。重要性与否可由董事会讨论,经董事会讨论且记录在案的对公司业务、财务状况产生重要影响的信息,董事个人需尊重这一结果。

再次,应将个人事务信息披露纳入上市公司整体信息披露体系。目前各国证券法已构建出一套关于信息披露的完整体系,而个人事务的信息披露也应纳入其中。借助常规化和实质化的披露以了解董事、高管与公司发展紧密相连的重要个人事实,这样才可确保与其相关的任何监

<sup>①</sup>Daniel Hemel, Dorothy S. Lund, Sexual Harassment and Corporate Law, Columbia Law Review, Vol.118, No.6, 2018: 1615-1616.

<sup>②</sup>Tom C. W. Lin, Undressing the CEO: Disclosing Private, Material Matters of Public Company Executives, University of Pennsylvania Journal of Business Law, Vol.11, No.2, 2009: 413-415.

<sup>③</sup>Joan MacLeod Heminway, Personal Facts about Executive Officers: A Proposal for Tailored Disclosures to Encourage Reasonable Investor Behavior, Wake Forest Law Review, Vol.42, No.3, 2007: 789-790.

管规则与规制机制都具备稳定性,最大限度地降低公司和个人的披露成本。如在招股说明书、定期报告中确立个人基本事实常态化披露,增设个人事务重大性临时非常态披露。但在招股说明书中的高管信息披露必须是定制化的,这些信息披露应专注于高管自身特性,不应是模板化或一般性陈述。个人事务信息披露仅为手段而非目的,配套措施还应包括借助投资者教育来促进投资者对披露事实作出更为理性的反应和交易决策,最终实现投资者自我保护。

最后,个人事务披露应规范化,公司承担主要披露义务与责任。高管需具体而详细地披露其出席公司方式、可用于任职的时间、廉洁性以及其声誉可能对公司产生的影响并保障披露内容的真实性。这种披露可以是定期的一年一次或半年一次,但发生特殊情况或先前披露内容发生实质性变化时也可增加临时性披露。公司应承担主要披露责任,需定期向董事、高管收集与公司经营相关或可能影响投资者决策的个人事务信息,从而激励公司制定政策和程序确保这一新颖且颇具针对性的个人事务信息披露符合证券法及相关披露规则的要求。

## 2. 微观框架搭建

第一,披露主体选择。既有研究将披露主体集中在CEO之上,尤其是那些明星高管<sup>①</sup>。除此之外还有哪些高管应进行信息披露?对此,笔者认为有两种方式可供选择:一是无差别地规定上市公司董事、监事、高管均有披露义务,二是只要求特定主体具有披露义务。就后者而言,需确定哪些董事、高管对公司价值、股价可产生最大限度的影响。如果公司在招股说明书或者注册信息中披露了特定高管对公司的重要性,那么可推断投资者信赖此信息才购买股票,对这些董事、高管的个人事务就应受到约束。但如果采取主体差异化披露计划,那么这可能无法做到事前规范,并很难在事后执行。因此,笔者建议可对披露主体做无差别化规定,而对披露事项做特殊性规定,即上市公司董事、监事及高级管理人员均有对个人事务做信息披露之义务。

第二,披露内容选择。个人事务内容多样,涉及身体健康、离婚、犯罪、财产变化等,为此列举模式可能难以穷尽。即使董事等具有个人事务信息披露义务,也并不意味着需将所有个人事务均对外公布,而应局限在那些能反映廉洁、正直、诚信等个人品德或者执业能力的个人事务信息<sup>②</sup>。但该标准仍过于宽泛,尤其是界定哪些个人事务会与董事品德、执业能力产生直接关联时更为模棱两可。个案分析表明,披露边界在很大程度上取决于高管身份与任职公司之间联系紧密。为此,可以参照美国法院在TSC Indus. v. Northway案<sup>③</sup>对“重大性”的解读——如果理性股东认为在决定如何投票时很重要,那么该事实就是重要的。另外,域外实践还显示,如果董事个人事实包括隐匿自我交易或者非法经营活动,那么这些信息就存在被定义为“重大信息”的可能性<sup>④</sup>。同时,重大性信息还应具备改变投资者整体信息组合之能力。信息总体组合测试法考虑了投资者通过非公司来源知悉个人事务信息的可能性,如果公司高管的身体明显出现重大疾病或残疾,且已是街头巷尾热议的话题,这时与之相关的任何披露都是毫无意义的,除非进一步显著改变信息总体组合,否则只会徒增披露成本<sup>⑤</sup>。综合考量,如果某项个人事务对投资者具有“重大性”,那么就应当披露,这通常包括:对行为人生命产生现实危险的事务、导

<sup>①</sup>Allan Horwich, The Securities Law Disclosure Rules of the Road regarding Executive Illness, Securities Regulation Law Journal, Vol.46, No.1, 2018: 5.

<sup>②</sup>Victoria Schwartz, Disclosing Corporate Disclosure Policies, Florida State University Law Review, Vol.40, No.3, 2013: 495.

<sup>③</sup>TSC Industries, INC. v. Northway, INC., 426 U.S. 438(1976).

<sup>④</sup>Joan MacLeod Heminway, Personal Facts about Executive Officers: A Proposal for Tailored Disclosures to Encourage Reasonable Investor Behavior, Wake Forest Law Review, Vol.42, No.3, 2007: 765.

<sup>⑤</sup>Allan Horwich, The Securities Law Disclosure Rules of the Road regarding Executive Illness, Securities Regulation Law Journal, Vol.46, No.1, 2018: 9.

致行为人可能长期缺席的事务、缩短或可能缩短行为人任职期限或寿命的事务、可能影响行为  
人履职能力的事务。

第三,披露模式选择。当前个人事务信息披露应以公司自行制定披露政策与证券监管者强制性披露共同配合,从而实现信息披露契约先前规制与强制性信息披露事后规制的统一。具体操作是公司制定个人事务信息披露政策或与披露义务人签订个人事务信息披露契约,并公示给股东。该方法肯定并尊重披露义务人对不同类型隐私的偏好及侧重。<sup>①</sup>实践中存在一套非强制的自愿性披露体系,某些公司及高管会根据自身情况制定政策,自觉披露某些个人事务。为避免披露义务人和公司选择性、差异化地披露那些自认为应当披露的个人事务以避免潜在的证券欺诈诉讼,证券监管者应制定强制性个人事务信息披露规则作为补充,可在《证券法》(2019)第80条重大事件临时披露后新增一条规定:上市公司董事、监事及高级管理人员应当及时且真实披露以下个人信息:(1)正在进行的重大法律诉讼;(2)涉嫌犯罪及调查情况;(3)个人财产的重大变化;(4)对任职期限和履职能力产生或者可能产生重大影响的个人事务;(5)其他会或可能会对公司产生重大影响的个人事务。

第四,披露责任之设定。好的个人事务信息披露规则应既能指引行为人如何做出信息披露,还应配置相应的责任,强化行为失范成本。如果没有强有力的惩罚措施,那么实际规制效果可能不大。披露责任主要针对高管披露不实之情况,分为故意隐瞒而未披露或披露不足、故意隐瞒而虚假披露以及过失披露错误三种情形。就责任承担方而言,公司是对外发布主体,董事、高管是信息持有方与来源方。由于个人事务信息的隐秘性,故只有当公司与高管共同串通时才承担责任。故意是指存在欺诈或操纵的意图,对于过失披露错误的情形,如公司将错误的高管病情诊断向外披露,但由于高管、公司并非专业人士,其存在完全信赖医院的合理基础,故高管、公司均无须承担责任。但当公司对真实的信息有明显知悉的可能性时,此时的秘而不宣或者披露错误之主观心态不宜认定为过失。

第五,豁免情况的梳理。有原则必有例外,当存在下述情况时,披露义务人可保留或者减少相关个人事务信息的披露。(1)个人事务与公司商业秘密相混同。如果个人事务属公司商业秘密,强制性披露将损害公司商业秘密权,这类信息就可不披露。如果行为人基于商业目的而将个人事务披露给公司,该信息可能就具有公司商业秘密属性。如果披露义务人与公司签订合同约定某些个人信息为商业秘密,那么董事的披露可能就要受到限制。(2)披露事项涉及个人隐私和生活安宁。虽然披露义务人个人事务会影响公司业绩并引发投资风险,但投资者对这些风险的防范存在着不可绕过的困难,即个人事务的信息披露与个人隐私权间存在冲突。对此解决办法是:首先,如果披露义务人已主动向公司披露这些事项,那么无权主张隐私保护。其次,如果个人事项属于公开记录内容,那么披露义务人的隐私主张也受到限制。当个人信息因合法新闻报道而被披露时,个人隐私还受制于新闻言论自由限制。再次,对那些本应披露的个人事务,如果第三方未征得义务人同意而披露出来,那么其也不能因此主张隐私权受到侵犯。最后,利益冲突可通过劳动合同事先解决。订立劳动合同时,雇员有义务向公司披露任何可能对执行人员履行其职责的能力具有重要意义的信息<sup>②</sup>,此时增设公司酌情决定在其认为适当的情况下进行披露之权利,那么两种利益间的紧张关系也就不复存在,这将实现对当前法律的最小化改动,允许潜在的公司高管保护其个人隐私并满足股东的知情权。<sup>③</sup>

<sup>①</sup>Victoria Schwartz, Disclosing Corporate Disclosure Policies, Florida State University Law Review, Vol.40, No.3, 2013: 487.

<sup>②</sup>参见:《劳动合同法》(2012年修正)第8条。

<sup>③</sup>Victoria Schwartz, Corporate Privacy Failures Start at the Top, Boston College Law Review, Vol.57, No.5, 2016: 1729-1730.

## Regulating the Personal Affairs of Directors and Executives of Listed Companies: Three Dimensional Approach of Corporate Organization Law, Conduct Law and Information Law

Xue Qianqiang

(Law School, Minzu University of China, Beijing 100081, China)

**Summary:** The personal affairs of directors and executives of listed companies attract the attention of investors, and affect the company's stock price and future development. This shows that the personal affairs of directors and executives of listed companies, especially star CEOs will have a substantial impact on corporate governance, corporation interests and shareholders' rights, which is no longer an extra-legal space, and gradually evolved into two types of affairs: the "corporate nature" in the private field and the "quasi-commercial nature" in the corporate field, which should be included in the scope of regulation. In view of the dual particularity of subject identity and occurrence field, the regulation of the two types of personal affairs will be a tripartite problem spanning the binding contract under corporate organization law, the fiduciary duty under corporate conduct law and the information disclosure rules under corporate information law.

Therefore, it is necessary to uphold the logic of typing according to the different types of private affairs. At the level of corporate organization law, the company attempts to restrict and regulate the personal behavior of directors and executives through the ethics code with positive incentives and the Weinstein Clause with negative binding. However, organization law usually only applies to personal affairs in the workplace, and the restraint and enforceability of the internal ethics code should be strengthened. At the level of corporate conduct law, the fiduciary duty is the main countermeasure to solve this problem. The current derivative litigation on personal affairs and the literary interpretation of fiduciary duty make it difficult to incorporate personal affairs into their regulatory scope. Therefore, it is necessary to explain the duty of loyalty with the purpose to protect corporate interest and expand the supervision connotation of the fiduciary duty of directors and executives. At the level of corporate information law, since the specific personal affairs of directors and executives will affect their ability to perform their duties and the investment decisions of investors, there is an urgent need to construct an information disclosure mechanism for the personal affairs of directors and executives of listed companies. The things which need to be disclosed should be limited to specific personal matters, with "significance" as the standard, while the relationship with personal privacy should be handled.

The solution to this new type of problem in the field of corporate governance not only demonstrates the value of investor protection, but also reflects a fact at a deeper level: The regulation of the personal affairs of directors and executives of listed companies is a complex script which requires multiple methods to be used in conjunction and to make active changes to these methods.

**Key words:** personal affairs; listed company; ethics code; fiduciary duty; information disclosure

(责任编辑: 倪建文)