

NEWSLETTER

ZHONG LUN
中倫律師事務所

中 倫 律 師 事 務 所
深度观察

股权投资机构发行
“科创债”的实务解读

001/

股权对赌回购纠纷的十大新争议——
新公司法时代下的裁判逻辑与实务突围

009/

新《公司法》下：关于股东出资
加速到期制度的债权追索适用规则

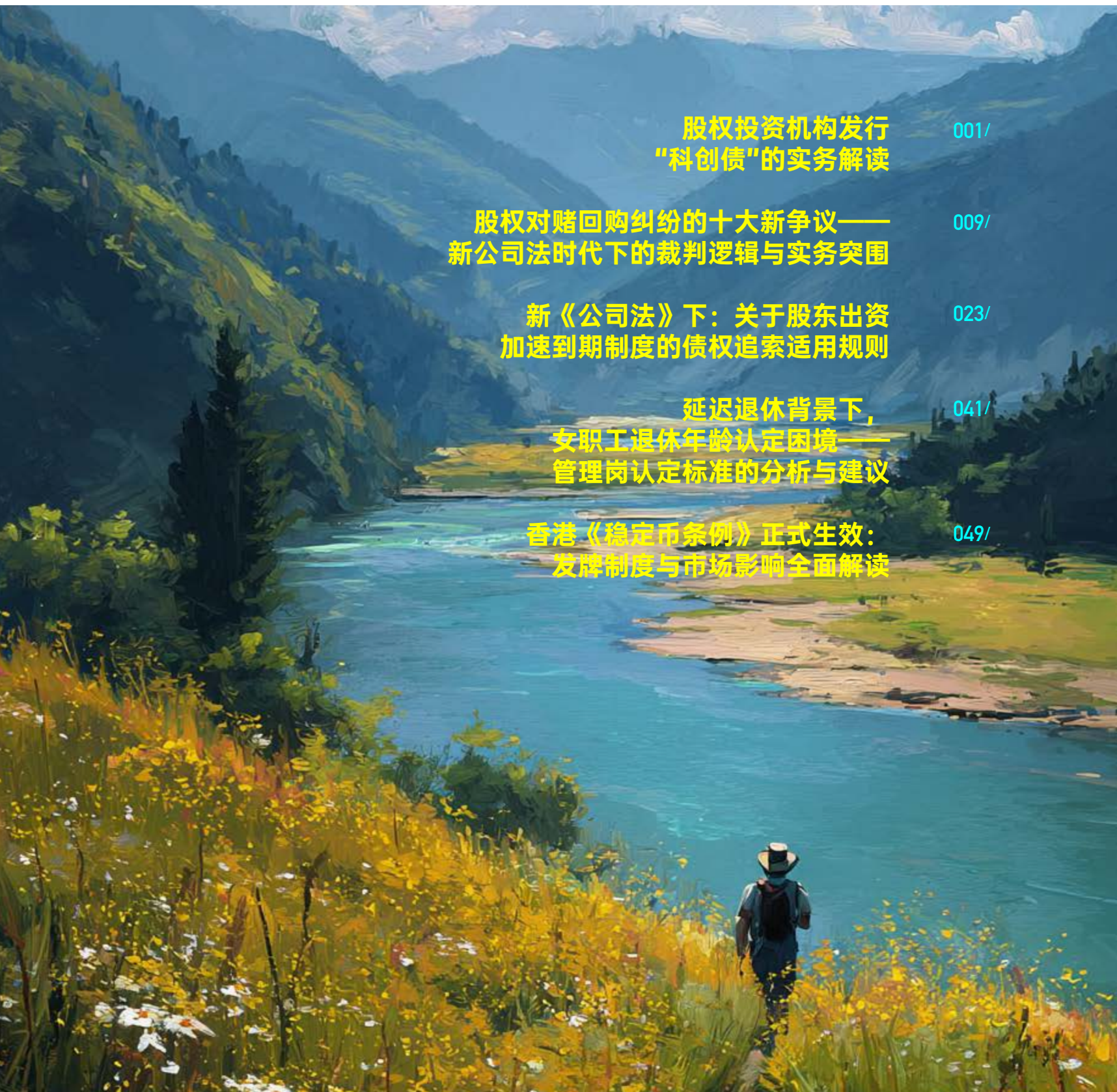
023/

延迟退休背景下，
女职工退休年龄认定困境——
管理岗认定标准的分析与建议

041/

香港《稳定币条例》正式生效：
发牌制度与市场影响全面解读

049/



股权投资机构发行 “科创债”的实务解读

作者：陈芳 都伟 谢莹



在国家大力倡导创新驱动发展战略的背景下，科技创新企业的融资需求愈发受到重视。为解决这一难题，资本市场不断创新融资工具。2025年5月以来，中国人民银行、中国证监会、中国银行间市场交易商协会及沪深北证券交易所等机构围绕科技创新债券（下称“科创债”）的发行相继出台一系列政策。

股权投资机构作为其中一类发行主体，其发行科创债的相关事宜备受市场关注。本文将针对股权投资机构发行科创债的主要规则进行实务解读。

第一部分\ 科创债介绍

（一）科创债主要品种

科创债是债券市场为支持科技创新领域发展而推出的专项品种。目前科创债主要包括在证券交易所发行的“科技创新公司债券”和在银行间市场发行的“科技创新债券”两类。

根据沪深北证券交易所相关审核指引规定，科技创新公司债券，是指由科技创新领域相关企业发行的公司债券，或者募集资金主要用于支持科技创新领域发展的公司债券。科技创新公司债券的发行人包括科技创新、科创升级、科创投资和科创孵化四类企业。

根据中国银行间市场交易商协会《关于推出科技创新债券 构建债市“科技板”的通知》，科技创新债券是指在银行间债券市场注册发行

的，用于支持科技创新领域发展的债券。发行主体包括科技型企业 and 股权投资机构。

（二）科创债的政策背景

科创债的推出，旨在落实国家创新驱动发展战略，服务“新质生产力”，进一步促进科技进步与经济发展的深度融合。随着高新技术企业和专精特新“小巨人”企业的快速崛起，市场对创新型融资工具的需求日益增加。由于科技型企业普遍具有轻资产、高成长性的特征，其融资渠道往往受限。为破解科技型企业的融资难题，国家金融监管部门积极推动债券市场改革，推出了科创债，助力科技型企业获得稳定的中长期资金支持。

2024年12月27日，沪深北证券交易所分别修订并发布了《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第2号——专项品种

公司债券》《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第7号——专项品种公司债券》和《北京证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第2号——专项品种公司债券》（合称“《债券指引2024》”）。

2025年5月6日，中国人民银行和中国证监会联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》（中国人民银行 中国证监会公告〔2025〕第8号），明确丰富科创债的产品体系，完善科创债配套支持机制，为科创债融资提供便利，旨在进一步加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持。

2025年5月7日，中国银行间市场交易商协会发布《关于推出科技创新债券构建债市“科技板”的通知》，通过丰富支持主体范围、拓宽募集资金用途、优化注册发行安排、创新风险分担机制、强化存续期管理、完善配套机制等多种举措，推动债券市场“科技板”建设。

同日，沪深北证券交易所亦同步出台《关于进一步支持发行科技创新债券服务新质生产力的通知》，从拓宽发行主体和募集资金使用范围，扩大科技金融服务覆盖面，简化信息披露安排，提升信息披露针对性和有效性等方面细化规则。

第二部分\

科创债的发行条件及要求

（一）发行主体及要求

1. 银行间债券市场

银行间债券市场科创债的发行主体，包括科技型企业 and 股权投资机构两类。其中，股权投资机构是指通过股权投资、基金出资等形式为科技型企业及产业提供股性资金支持的私募股权投资、创业投资、产业股权投资等机构及其母公司。需符合下列情形之一：

（1）经营稳健、管理规模较高、管理层及团队架构稳定，且在主管部门进行过备案登记；

（2）近两年平均股权投资收入占主营业务收入比例超过50%（含），或股权投资收入占比为主营业务中最高的；且需成立满5个自然年度，拥有完整的“募投管退”业务流程，近三年成功项目退出案例不低于3个；

（3）符合《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》（国发〔2018〕23号）要求，经授权经营的国有资本投资、运营公司；

（4）其他符合相关要求的股权投资机构。

2. 交易所债券市场

交易所债券市场科创债的发行主体包括科创企业、科创升级、科创投资和科创孵化四类企业。支持具有丰富投资经验、出色管理业

绩、优秀管理团队的私募股权投资机构和创业投资机构发行科技创新债券，将募集资金用于私募股权投资基金的设立、扩募等。

发行人申请发行科创债并上市的，应当诚信记录优良，公司治理运行规范，具备良好的偿债能力，最近一期末资产负债率原则上不高于80%。

科创投资类发行人是指从事科技前沿领域、战略性新兴产业等国家重点支持的科技创新领域投资，支持科技创新领域企业创新发展，且符合下列情形之一的企业：

(1) 发行人或者拟使用募集资金的子公司属于符合《私募投资基金监督管理暂行办法》《创业投资企业管理暂行办法》等有关规定，向科技创新创业企业进行股权投资的公司制创业投资基金、私募股权投资基金管理机构和创业投资基金管理机构；

(2) 发行人或者拟使用募集资金的子公司信用状况良好，报告期内发行人或有关子公司创投业务累计收入（含投资收益）占总收入（含投资收益）超过30%；

(3) 发行人或者拟使用募集资金的子公司具备丰富权益投资经验，拥有完整的“投融管退”业务流程，且近三年成功退出项目不少于3个。

(二) 募集资金用途要求

1. 银行间债券市场

股权投资机构发行的科技创新债券，应至少50%的募集资金通过基金出资、股权投资等方式投资于科技型企业或主业聚焦于高技术制造业、高技术服务业、战略性新兴产业、知识产权（专利）密集型产业等领域的相关企业。

募集资金可置换本期债券发行之日起一年以内发行人用于基金出资或股权投资的自有资金投入。需合理匡算置换后资金大类用途，鼓励将置换后的资金继续用于科技创新领域。

2. 交易所债券市场

科创投资类发行人发行科创债募集资金应符合以下要求：

(1) 募集资金投向科技创新领域的比例应当不低于70%，其中用于产业园区或孵化基础设施相关用途比例不得超过30%。

(2) 通过股权投资或基金出资等方式，对科技创新企业进行权益出资；偿还前述项目对应的有息债务。

(3) 发行人可以使用募集资金对发行前12个月内的科技创新领域相关投资支出进行置换，鼓励将回收资金用于新的科技创新领域投资，形成投资良性循环。

(三) 信息披露要求

1. 银行间债券市场

股权投资机构发行科创债的信息披露要点

如下：

披露文件	信息披露要点
募集说明书——重要提示章节	简要披露说明发行人所属科技创新债券主体类别和对应情形。 根据投资标的保密性需求，可简化投资项目遴选标准、投资资金来源、在管基金情况、参投基金情况、股权投资业务已投项目情况等相关信息披露。需说明豁免相关内容的必要性，并承诺相关内容不会对本期债券产生不利影响。主承销商需在专项尽调报告中就豁免原因以及内容进行说明。
募集说明书——募集资金运用章节	注册阶段：用于科技创新领域的，应披露拟投资项目投资领域、遴选标准及流程，科技创新领域包括科技型企业和高技术制造业、高技术服务业、战略性新兴产业、知识产权（专利）密集型产业等科技相关产业。 发行阶段： 1.对于成熟层企业（即第一类TDFI、第二类DFI企业），暂无投资标的具体信息的，按注册阶段要求披露项目投资领域、遴选标准及流程、是否符合科技创新相关要求等内容。 2.对于成熟层以外的企业，发行阶段应披露科技创新的具体用途，可列示高于实际发行规模的科技创新用途。 ①用于科创领域股权投资的，披露募集资金匡算依据、发行人与拟投资企业之间的持股关系及变动情况、拟投资金额、拟使用募集资金占投资额比例、股权投资运营实体情况、投资方式、被投企业科技创新属性等； ②用于科技创新领域基金出资的，披露基金类型及相关认定情况、基金备案情况、各方认缴金额及出资比例、资金到位情况、基金投向、已投项目情况、基金存续期等。 披露股权投资机构符合科技创新债券具体对应的情形，具体如下： 情形1，应披露发行人相关基金管理人资质及牌照情况； 情形2，应披露发行人近两年投资产生的相关收入在整体营业收入的占比情况、企业或主要负责投资的团队成立时长，并以列表形式列明近三年重要成功项目退出案例； 情形3，应披露发行人符合《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》（国发〔2018〕23号）相关情况，包括但不限于总体要求、功能定位、授权机制、治理结构等，并进行对应承诺； 情形4，应披露发行人符合相关要求的依据。 企业发行科技创新债券，应对募集资金用途及使用方式的合规性、存续期变更募集资金用途等事项进行承诺。
募集说明书——信息披露安排章节	债券存续期内每年4月30日、8月31日前披露存续期间募集资金具体使用情况，披露内容包括但不限于已投项目数量及情况、所投项目或公司符合科技创新属性说明、基金类型、未使用募集资金规模、募集资金管理等。
法律意见书	法律意见书需对业务合法合规性发表意见，明确发行人募集资金使用不违反有关法律法规及规范性文件要求。

2. 交易所债券市场

科创投资类发行人应当披露下列科创投资业务开展情况：①报告期内科创投资业务板块相关财务情况；②科创投资业务板块经营主体、经营模式、经营状况，其中经营状况包括已投资项目数量、管理的基金个数、管理的资本规模等；③已投资项目情况、投资退出情况、退出方式；④投资项目遴选标准、投资决策程序等。

募集资金用于科技创新相关股权投资的，应当参照科技创新公司债券发行主体范围相关披露要求，披露投资标的的科技创新属性、所属重点支持领域及判断依据。用于投资企业或储备项目库的，应当列出拟投资企业名单，以列表的形式披露拟投资企业情况；用于基金出资的，应当披露基金的基本情况，包括但不限于基金备案情况、各方认缴金额及出资比例、基金投向、风控措施、已投项目等。

科创投资类发行人在申报阶段暂无具体投资企业名单或拟出资基金的，应当披露拟投资项目遴选标准、投资决策程序和投资领域，并通过披露发行人报告期内的投资规模及经验、未来投资规划等内容，合理匡算募集资金实际需求。科创投资类发行人应当在发行前披露拟投资企业或拟出资基金的相关信息，在发行备案文件中披露拟投资项目是否具有科技创新属性，确保资金投向为科技创新领域。

募集资金用于设立或认购基金份额的，应当符合《私募投资基金监督管理暂行办法》《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》等相关规定。发行人属于园区经营企业或地方国有资本投资运营公司的，应当承诺本次公司债券符合地方政府性债务管理相关要求，不新增地方政府债务规模。

发行人应当在募集说明书中约定募集资金使用情况的披露事宜。债券存续期间，发行人应当在定期报告中披露科技创新公司债券募集资金使用情况、科创项目进展情况和促进科技创新发展效果等内容，设立或认购基金份额的需披露基金产品的运作情况。”

根据沪深北交易所《关于进一步支持发行科技创新债券服务新质生产力的通知》，科创债发行人可以按照规定适用简明信息披露安排，简化申报发行材料和信息披露，发行人可与投资者约定豁免相关披露信息。

资产负债率不高于同行业平均水平、具有行业领先地位的科技型企业发行人可以申请适当延长年度、半年度财务报告有效期，年度财务报告有效期最多延长至当年8月末，半年度财务报告有效期最多延长至次年4月末；最近一期不存在重大不利变化的，可以列表形式简要披露半年度财务报表主要资产负债科目变动情况及变动原因。

（四）发行利率和价格要求

1. 银行间债券市场

根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，债务融资工具发行利率、发行价格和所涉费率以市场化方式确定。

2. 交易所债券市场

根据《公司债券发行与交易管理办法》，公司债券公开发行的价格或利率以询价或公开招标等市场化方式确定。发行人和主承销商应当协商确定公开发行的定价与配售方案并予公告，明确价格或利率确定原则、发行定价流程和配售规则等内容。

鼓励发行人对发行方式、期限结构、利率确定和计算方式、还本付息方式、赎回或转换选择权、增信方式等方面进行创新。支持发行人设置预期收益质押担保、知识产权质押担保、可转换为股权、票面利率与科技创新企业成长或募投项目收益挂钩、以募投项目收益现金流为主要偿债来源等创新条款。

第三部分\

科创债发行的审核关注要点

根据相关案例及审核实践，股权投资机构发行科创债的审核关注要点如下：

（一）主体资格

关注发行人是否符合相关法规规定的发行主体要求，是否具有从事科创投资的资质和能力。

（二）募集资金用途

审核募集资金是否明确用于科技创新领域，投向是否符合规定比例和范围，资金使用计划是否合理。

（三）偿债能力

评估发行人的财务状况、资产质量、现金流状况等，判断其是否具备良好的偿债能力，能否按时足额偿还债券本息。

（四）信息披露

审查信息披露是否完整、准确、及时，是否按照要求披露了科创投资业务情况、拟投资项目信息等。

参考相关案例审核实践，无论是交易所市场还是银行间债券市场，在审核过程中，都会关注发行人的主体资格、募集资金用途的合理性和合规性、偿债能力以及信息披露的充分性等关键因素，以确保科创公司债券的发行符合市场要求和投资者利益。



第四部分\

结语

股权投资机构发行科创债，为科技型企业融资开辟了新渠道，也为股权投资机构自身发展带来新机遇。然而，在发行过程中，股权投资机构需严格遵守相关法律法规，关注实务要点，做好信用评级提升、增信措施运用、募资性质界定与利益平衡、法律合规与风险防控等工作。在此过程中，律师可以充分发挥专业优势，为股权投资机构发行科创债提供全方位法律服务，助力我国科技创新与资本市场的深度融合发展。 ☞



陈芳
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3599
catherinechen@zhonglun.com



都伟
合伙人
债务重组与破产部
北京办公室
+86 10 5957 2367
duwei@zhonglun.com

股权对赌回购纠纷的十大新争议——新公司法时代下的裁判逻辑与实务突围

作者：吴坤 李崇文 史超文 欧阳宇航



近年来，伴随资本市场监管趋严以及“对赌协议”适用场景的泛化，在《九民纪要》确定股权对赌回购纠纷基本审理原则的基础上，股权对赌纠纷整体呈现复杂化、精细化趋势。尤其在2024年新《公司法》实施后，围绕减资程序、违约认定、责任穿透等核心问题的争议频发，叠加国际投资场景中的跨境执行难题，对法律实务提出了更高要求。本文基于笔者近年来处理大量类案所积累的实践经验，结合近三年最高人民法院及地方法院、仲裁机构的最新裁判观点，围绕投资人回购权的行使和不同主体回购义务的承担两大问题，系统梳理了回购对赌纠纷的十大高发争议焦点，尝试通过对法律规定及裁判逻辑的解构提出实务突围建议，为投资方及回购义务人应对复杂博弈提供法律指引。

第一部分\

争议焦点1：回购权的性质及行权期限的实践差异

关于回购权性质的界定，因其属于当事人的约定权利，而非法定权利，故其法律性质取决于条款本身的设计约定，本质上是意思表示的解释问题，需要综合考虑当事人缔约时的商业目的与合同条款的具体表述，不同回购条款所使用的词句及具体表述将直接影响其性质认定。对此，笔者在《从争议解决角度看对赌协议中的回购权性质及行权期限——写在“法答网精选问答（第九批）”答复意见之后》¹一文中对此已作具体论述，本文不再赘述。

概言之，对于实践中最常见的关于“某回购

条件成就后，投资人有权请求目标公司/创始股东履行回购义务”的约定，司法裁判就回购权的性质存在认定为请求权或认定为形成权两种不同的思路，且存在较为明显的地区差别（如，上海地区案例较多依照形成权路径裁判，北京地区此前的案例则更多支持请求权）。在此实践基础上，2024年8月发布的《法答网精选问答（第九批）》明确，在协议未作特别确定的情况下，对于投资人行权合理期间的认定“以不超过6个月为宜”，其虽未明确提及回购权的性质，但通过行权期限建议的方式，似乎透露出回购权属形成权的可能倾向，这一带有官方性质的解释也再次引发了市场关于回购权性质的

¹<https://mp.weixin.qq.com/s/RPtKUFpw89j45kQZFRuPpQ>

热议。

另一方面，在上述答问发布之后，实践中法院是否会明确地按照这一行权期限标准来判断是否失权，也成了大家重点关注的问题。依据笔者截至目前检索到的公开案例，仅有上海市第一中级人民法院在一宗案例中直接引用了前述观点，将其作为加强一审法院认定投资人未在合理期间内行权这一论理的佐证。但除了该案之外，目前未见到其他的类似案例（事实上在此之后公开的类案很少，且多不涉及这一问题的讨论）。另值得注意的是，依据上海金融法院2024年底及2025年初公布的三宗撤销仲裁裁决案件可知，仲裁裁决并未采纳超过6个月未主张回购即失权的观点，且投资人欲以此为由撤销仲裁裁决，亦未获法院支持。故对于这一问题，我们似乎需要更长的观察时间。在此期间内，笔者在前文中提出的实操建议仍可继续沿用。

第二部分\

争议焦点2：未合格上市的回购条件能否认定已提前成就

目前实践中常见的股权对赌协议，通常会将“给定期限内目标公司未实现合格上市”约定为回购条件之一。而在该等期限尚未届至，但

投资人已可预判目标公司将无法如期实现合格上市的情况下，直接提出回购主张是否能够得到裁判机构的支持，在实践中存在争议。

对于这一问题，首先需要界定协议中对于“合格上市”的定义。在没有明确约定的情况下，境内上市（包括新三板等证券交易所）和境外上市都可能属于合格上市，而是否符合上市条件基本可以从财务指标及非财务指标两方面进行判断。针对财务指标，通常需要逐一对照相关交易所的上市规则，结合过去1~3年不等的报告期内的财务数据进行具体认定。针对非财务指标，发行人在境内上市至少须符合《首次公开发行股票注册管理办法》第十条至第十三条的规定；在境外上市，除需符合当地监管要求外，至少还应符合我国《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》第八条的规定。

实践中，因目标公司可能未规范进行年度审计或未及时充分披露，导致投资人不一定能掌握目标公司的财务数据，故对于论证目标公司按期上市存在实质性障碍、回购条件应提前成就的问题上，投资人更多会从非财务指标的角度进行举证。常见思路包括：目标公司的控制权不稳定、存在可能变更的重大权属纠纷；管理团队不稳定、存在重大不利变化；存在担保、诉讼、仲裁等重大偿债风险；存在重大违

法违规行为（如财务造假、实际控制人涉刑）；政策或市场环境导致上市周期不足（如审核政策调整等原因导致剩余时间不足完成上市流程，通常在开庭时距离约定时间届满前半年左右足以作为裁判机构认定无法完成上市的期限）等。然而，若协议约定目标公司存在以借壳或上市公司资产重组等方式完成上市的可能，或虽然经营亏损但具备特殊资产价值（如资质、技术）或其他财务指标是否达成尚无法确定，或距离约定的期限届满过长（如超过一年），则法院可能认定回购条件尚未成就。

此外，实践中亦常见回购义务人关于投资人恶意促成条件成就的抗辩。例如，在目标公司不存在其他明显的上市不能情形，但投资人提前请求回购，并申请冻结回购义务人所持目标公司股权或目标公司核心资产时，回购义务人可能抗辩认为投资人的诉讼/仲裁及保全行为将引发目标公司的控制权发生变更的重大风险，或是导致目标公司被认定为股权结构不清晰或是存在重大诉讼等不利情形，故该等投资人制造的潜在上市障碍应属于《民法典》第一百五十九条规定的“当事人为自己的利益不正当地阻止条件成就的，视为条件已经成就”情形。对此，投资人需从其他方面强化论证目标公司不能按期上市的原因。

基于前述分析，我们建议：在存在类似风

险的情况下，投资人应**综合考虑目标公司的实际情况、约定争议解决方式的推进时间等因素，适时提出回购主张**。与此同时，在协议条款涉及时，亦可尝试**对合格上市的“里程碑阶段”进行明确化约定**，以此为后续提前行权提供更为有效的协议依据。

第三部分\

争议焦点3：目标公司破产对目标公司及股东履行回购义务的影响

如在投资人主张行使回购权时，目标公司已经存在破产事由甚至进入破产程序，则无论此时约定的回购义务人是目标公司本身，还是目标公司的股东，投资人未来是否能够顺利行权均存在不确定性。

对于目标公司而言，进入破产程序对其履行回购相关义务的影响，需要区分其本身作为回购义务人，以及仅承担担保/违约责任两种情况来分别讨论。

其一，在目标公司作为回购义务人的情况下，依据《企业破产法》第十八条规定，“人民法院受理破产申请后，管理人对破产申请受理前成立而债务人和对方当事人均未履行完毕的合同有权决定解除或者继续履行，并通知对方当事人”。实践中，部分法院支持破产管理人依

据前述规定解除回购合同关系，此时投资人将无权再继续要求目标公司履行回购义务。在此情况下，投资人可依据《企业破产法》第五十三条规定，以回购协议解除所产生的损害赔偿请求权申报债权。除前述解除风险外，因实践中破产状态下目标公司的减资程序会因公司资不抵债而难以推进，管理人通常不会启动减资程序。此时依据《九民纪要》第5条之规定，因目标公司未完成减资程序，投资人要求支付回购款的请求将被驳回。

其二，若目标公司系为股东回购义务提供连带担保责任或违约责任，该担保责任或违约责任在破产程序中是否能够得到确认，并通过债权申报得到部分受偿，实践中亦存在争议。持支持观点的如安徽某法院认为，案涉争议债权基于目标公司大股东与投资人之间的对赌协议产生，并由目标公司对股东的回购行为提供担保，该债权债务关系已经人民法院生效法律文书确认，目标公司依法承担连带清偿责任并未损害公司利益，也不是惩罚性债权，不符合劣后债权的特征。持相反意见的，如浙江某法院认为，投资人主张目标公司所承担的违约责任属于公司与股东之间的投资争议，基于股东与公司风险共担原则、资本维持原则等要求，目标公司对股东应承担的民事责任不能优于公司债权人，故不予支持投资人就违约责任确认

破产债权的主张。

对于股东而言，目标公司进入破产程序对其履行回购义务的影响则相对有限。通常情况下，股东履行回购义务并不受此影响，有法院甚至认为“管理人配合协助办理股权回购事宜亦属于结清、解决破产企业有关事务的事项，不应认定属于从事与清算无关的活动”。然而，前述认定结论通常可能存在至少以下两种例外情形：

其一，如投资人诉请创始股东回购的生效判决或裁决是在目标公司破产注销，或在破产重整程序中涵盖出资人权益调整清零的破产重整计划被裁定批准后作出，投资人客观上将无法履行股权转让的义务，此即属于《民法典》第五百八十条规定的“给付不能”的情形。此种情况下，创始股东是否仍须为对待给付即继续支付回购价款，则需要分情况讨论：（1）如果目标公司破产注销系因不可归责于双方的原因（如行业监管政策变化），则基于双务合同的牵连性，创始股东支付回购价款的义务也相应消灭，亦不存在履行可能；（2）如果目标公司破产注销可归责于创始股东，例如存在重大经营决策失误等，则仍存在创始股东须继续承担等额款项的赔付可能，但可以相应扣减投资人因此节省的成本（例如股权转让涉及的税费等）。

其二，如创始股东的付款义务系作为目标公司回购义务的担保或债务加入，且此时目标

公司之破产管理人行使解除权、解除股权回购协议的，因股东的责任系从债务或其拟加入的主债务不再存在，其承担责任的基础自然也不复存在。

第四部分\

争议焦点4：现行《公司法》关于定向减资的限制对目标公司回购的影响

关于非等比例减资（即定向减资）的处理，在现行《公司法》施行前，司法实践中已显现出须全体股东一致同意方可有效减资的裁判倾向。有法院指出，定向减资系突破公司设立时的股权架构，若仅以资本多数决通过，实质是以多数决改变全体股东一致形成的股权结构，违反公平原则。现行《公司法》第二百二十四条第三款在此基础上予以重申并明确，“公司减少注册资本，应当按照股东出资或者持有股份的比例相应减少出资额或者股份，法律另有规定、有限责任公司全体股东另有约定或者股份有限公司章程另有规定的除外”。因此，在现行《公司法》施行之后，通过目标公司减资的方式退出客观上更难实现。特别是对于有限责任公司而言，等比例减资的要求事实上变相促成了与目标公司对赌需要全体股东一致同意

才能依约实现退出的结果，这一法律规定变化进一步削弱了与目标公司对赌回购这类交易架构的可执行性。同时，对此问题，法院与仲裁机构、乃至不同的仲裁机构所持宽严标准亦不尽相同。法院及北京仲裁委等仲裁机构基本已经确定将完成减资程序作为目标公司回购的前提条件，但以中国国际经济贸易仲裁委员会为代表的部分仲裁机构整体态度则稍为缓和，目前仍然保留了将减资事宜交由执行程序进行处理的裁判可能。

值得探讨的情形是，部分对赌协议中会约定投资人请求目标公司回购时“全体股东应当同意”或“全体股东应配合完成减资程序”等类似的表述，但此类约定能否被认定为前述规定的“全体股东另有约定”情形也存在较大的不确定性。按照笔者处理类案的经验，目前多数裁判机构对此类股东协议是否具有组织法属性仍持相对谦抑的态度，即如果在实际表决时部分股东投了反对票，则裁判机构仍然会倾向于依据实际表决结果来认定定向减资的效力，故无法构成全体股东事先的“另行约定”。此外，此类约定一般至多仅能证成相关股东违约，但相应损害赔偿等违约责任同样较难获得支持。与此同时，在工商变更层面，北京等地的监管机构对于定向减资的审查，仍明确要求必须提供全体股东同意的决议。

基于前述司法实践情况，为了尽可能提升目标公司减资的可行性，未来在相关条款的起草时，**投资人应尽可能争取在协议甚至章程中明确约定定向减资仅需要经股东所持表决权的2/3以上通过，并且如因某股东届时未投赞成票导致无法完成减资退出的，则该股东应当支付确定金额或比例的违约金。**此外，各方亦可就定向减资事宜，**提前签署附条件的股东会决议，即在任意股东请求目标公司回购时，该股东会决议即自动生效**（此类约定有被认定为存在效力瑕疵的风险，表述时需要与法定及章程约定的会议规则有机衔接）。

第五部分\

争议焦点5：无法减资时，作为回购义务人的目标公司及/或股东的违约责任

首先，在目标公司无法完成定向减资时，其作为回购义务人应否承担相应的违约责任，实践中多数裁判机构对此持有限肯定的态度。

依据《九民纪要》第5条第3款之规定，“投资方请求目标公司承担金钱补偿义务的，人民法院应当依据《公司法》第35条关于‘股东不得抽逃出资’和第166条关于利润分配的强制性规定进行审查。经审查，目标公司没有利润或

者虽有利润但不足以补偿投资方的，人民法院应当驳回或者部分支持其诉讼请求。今后目标公司有利润时，投资方还可以依据该事实另行提起诉讼。”参照该规定，实践中部分裁判机构认为，如投资人要求目标公司承担无法减资后的损失赔偿责任，在目标公司净利润不足以支付赎回金额，特别是目标公司已资不抵债或支付赔偿将损害债权人利益的情况下，裁判机构可能驳回赔偿请求或限制赔偿范围。

与此相反的是，部分法院认为，目标公司未完成减资程序可能构成未履行合同附随义务（如积极推动减资程序），进而支持投资人向目标公司请求支付违约金、赔偿迟延损失等违约责任。其中有法院在说理时认为，资本维持原则仅限制公司财产流出，但不免除目标公司因未履行减资程序导致的迟延责任，特别是在目标公司对经营不善或者不作为导致的减资障碍具有可归责性时，应承担违约责任。进一步地，实践中亦有法院以清晰区分履行利益与可得利益的方式进行不同的处理，即在减资程序客观上无法完成（如股东会未通过决议）的情况下，通常不会支持回购价款即履行利益本身，但可能支持因未及时履行回购义务而产生的迟延损害赔偿（如资金占用利息损失）；且部分法院会结合目标公司财务状况判断该等赔偿是否构成“变相抽逃出资”，若不影响资本充

足性，可支持合理范围内的违约金。此外，近期越来越多的投资人在明知减资无法完成的情况下会直接转而要求相关主体承担违约赔偿责任，但截至目前，尚未检索到公开案例支持投资人的此类违约赔偿请求。因此，对于后续协议，**尝试明确违约金的性质、计算标准或金额，乃至在协议中将董事高管列为当事人以明确其负有推进减资等相关责任**，均可一定程度上减少此类争议。

其次，在因股东（特别是创始人股东）表决反对导致目标公司无法实现减资程序进而依法未能承担回购义务的情况下，该等股东是否应当且在何种范围内承担违约责任亦值得探讨。通常而言，若对赌协议明确约定股东负有配合减资的义务（如投票支持减资决议），其未履行则构成违约。若股东无正当理由反对减资且存在主观恶意（如故意阻碍对赌条件实现），江苏某法院援引《民法典》第一百五十九条的规定，将此种情形视为回购“条件已成就”，要求股东参照回购价款承担责任。但需注意，该等主张需要投资人承担较为严格的举证责任，即需要证明股东的行为具有恶意且与减资失败存在直接因果关系。如协议中未约定股东具有促进减资达成的相关义务，投资人的该等主张亦存在不被支持的风险。

此外，如协议中未明确约定相关股东承担

连带责任，北京、浙江等地的部分法院倾向于按股东出资比例或过错程度确定股东的按份责任，以此避免小股东承担过重的义务。但也有法院认为，创始股东对股权回购价款的给付应当承担连带责任，至于债务人内部如何分配债务以及股权回购之后股权登记份额在创始股东之间如何分配，应由其自行协商确定，属于债务人内部关系。

第六部分\

争议焦点6：目标公司无法减资时，作为担保人的股东如何承担责任

实践中，部分协议会约定股东对目标公司的回购义务提供连带责任保证。而在目标公司主张无法减资等履行抗辩的情况下，相关股东应否继续承担担保责任，司法实践的观点存在一系列变化过程。

在较早案例中，以最高院为代表的裁判观点认为，担保合同义务具有从属性，即履行担保合同义务的前提条件是主合同义务履行条件已成就，故在目标公司减资程序尚未完成、股份回购的主合同义务尚未成就的情况下，担保义务亦未成就。

然而，现行主流裁判更倾向于区分合同效

力与履行条件，认为股东连带责任的效力独立于目标公司的履行障碍，特别是在2024年12月30日入库的（2023）沪02民终12817号案（编号为2024-08-2-269-007）中，法院明确“在担保责任方面，主债务有效从债务亦有效，上述回购义务系一时履行不能，并不影响连带担保人承担连带担保责任。且陈某当时系作为某科技公司的创始股东、实际控制人向屠某提供担保，若目标公司未回购或不回购的情形可以阻却担保责任，会成为担保人脱责的不当途径，不利于投资安全。故连带保证人陈某以回购义务暂时无法履行为由拒绝承担连带担保责任的主张不能成立”。

基于上述理由，同时依据《人民法院案例库建设运行工作规程》第十九条关于“各级人民法院审理案件时，应当检索人民法院案例库，严格依照法律和司法解释、规范性文件，并参考入库类似案例作出裁判”的规定，可以预见在此后的类似情形中，**即使目标公司因未减资无法回购，股东仍可能需承担担保责任**。同时笔者以为，在公司资本制度审查趋严的情况下，这一裁判观点的变化也是裁判机构在公司债权人保护与投资人合同权利保护之间所做的一个动态平衡，与此相应的，此后的对赌协议中要求股东承担责任的约定恐将更为常见。

第七部分\

争议焦点7：回购义务人“以股权为限”承担责任的实践效果

关于“以股权为限”承担回购责任的约定，多数裁判观点将其等同于“以股权价值为限”，认定回购义务人应在股权对应的金钱价值范围内承担回购义务，而非限定于仅能处置案涉股权这一标的物。故此，从权利主张的角度，投资人在要求回购义务人承担回购责任时，可选择按照约定金额主张回购价款，并以此金额为限申请保全措施。

对于“股权价值”的计算时点，如果协议没有明确约定的，司法实践中主要有三种处理思路：其一，部分法院以“目标公司投后估值是案涉合同作价及对赌协议进行价格调整的基础”为由，认定股权价值应当以相应增资协议中约定的目标公司投后估值作为其所持股权折算现金的计算基础。其二，在非股权回购案件的语境下，包括最高院在内的部分法院认为，应当以主张相关权利时的股权变现价为基础确定股权价值。若借鉴该标准确定回购时股权的价值，因在回购条件触发时，通常目标公司的经营状况不佳，故按照主张回购时的变现价格认定，将导致投资人的权益基本难以实现。其三，部分法院认为，由于目标公司后期经营状况不

佳，股权市场价值极低，若仅以实际持有股权在执行阶段的评估拍卖价款为限，显失公平且有违合同目的，故应通过诚实信用和公平原则等进行价值衡量和利益平衡，最终以协议约定的股权赎回价款作为依据，并参照回购义务人受让股权的比例确定相应股权偿付价款。

第八部分\

争议焦点8：目标公司对股东回购义务承担连带责任的审查尺度

就目标公司“连带责任”之约定，裁判机构在认定其性质时存在两种观点：其一，目标公司为股东回购义务提供了连带责任保证；其二，目标公司系对其他主体的回购义务进行债务加入。又因债务加入准用担保规则，故在判断前述约定效力时，法院通常依据原《公司法》第十六条（即现行《公司法》第十五条）等规定，审查该等担保/债务加入事项是否依照公司章程的规定，由董事会或者股东会进行了决议。而就前述“连带责任”能否获得支持而言，裁判机构呈现出了不同的裁判路径及观点。

持支持观点的部分法院认为，目标公司系对相关股东的回购付款义务提供连带责任保证，其法律效果是目标公司仅为股东支付回购款项提供保障，在相关决议以符合法律规定及

公司章程约定的方式被表决通过时，则可支持目标公司对支付回购价款承担连带责任，此时也无需以先行完成减资作为前置程序。与此同时，北京、广东部分法院甚至进一步认为，因目标公司承担连带保证责任后，享有向主债务人追偿的权利，故并不当然涉及股东抽逃出资的问题。此外，在《九民纪要》颁布之后，最高院亦在某再审裁定中否认了目标公司为其新股东受让股权后支付股权转让款提供连带责任保证构成原股东抽逃出资的观点，并支持了目标公司对于股权转让款支付义务的连带责任。因股权回购本质上也可归入股权转让范畴，故



该观点对回购项下纠纷具有一定参考性。

持反对观点的部分法院则更多进行穿透式的实质审查，认为目标公司承担连带责任的约定事实上是为了规避公司减资程序，其本质与要求目标公司直接承担回购义务相同，进而认为应根据公司法的规定经过减资等法定程序，否则对投资人要求目标公司承担连带责任的诉请不予支持。值得注意的是，虽有前段所述最高院的相反观点，但在《九民纪要》颁布之后，该等判例的比例亦随之上升。

第九部分\

争议焦点9：回购轮次约定的法律性质和实现路径

实践中，越来越多的回购协议会约定类似“后进先出”的条款，即当回购义务人的财产不足以回购全体投资人的股权时，在后轮次的投资人应优先于在先轮次的投资人得到清偿，而同一轮次的投资人应按投资额比例得到清偿。据此，对于客观上实际行权的不同轮次投资人与约定的投资人受偿顺序之间的冲突，应当如何解决和认定，裁判机构存在两种截然不同的思路：

在第一种思路下，裁判机构会主动审查关于“后进先出”的特殊约定，在优先轮次回购权

约定合法有效的情况下，其倾向于劣后轮次的投资人股东诉请履行回购义务时需受优先轮次投资人股东回购权行使的限制。即在优先轮次股东行使完毕权利之前，劣后轮次投资人将因行使回购权的条件尚未成就而不可主张回购。具体而言，裁判机构可能会在裁判文书中驳回支付回购价款的请求，或者明确回购义务人应在足额回购优先轮次投资人的股权后，再向劣后轮次投资人履行回购义务。

在第二种思路下，裁判机构会认为不应在案件的实体审理过程中主动处理回购顺位问题，而应根据独立的法律关系分别审理，并在彼此独立的裁判文书中各自支持回购义务人向不同轮次投资人分别履行回购义务。在这种情况下，各方进入强制执行程序后，执行法院可能会通过确定执行回款分配顺序的方式以尊重并实现不同投资人之间的顺位约定。但如果劣后轮次投资人先行进入执行程序，且优先轮次投资人尚未取得生效法律文书，则执行法院也可能不考虑顺位问题，直接向劣后轮次投资人执行划款。此时劣后轮次投资人事事实上取得了类似首封债权人的优势地位，但也不排除其未来可能还需向优先轮次投资人承担一定的违约责任。

基于前述司法实践现状，通行的建议是：对于劣后轮次投资人而言，可以尝试尽早行

权，以期在实体上避免触发裁判机构关于客观层面回购义务人能否回购全部股权这一实体问题的判断，从而尽早取得生效裁判文书并推进执行。而作为优先轮次投资人，在发现已有其他投资人行权的情况下，可以第三人身份申请参加诉讼程序，强调其回购权利尚未实现，并请求法院驳回劣后轮次投资人的回购主张。但需特别注意的是，因仲裁程序对追加案外第三人相对审慎，如劣后轮次投资人先行主张回购权利，则存在优先轮次投资人客观上无法加入该仲裁程序并提出抗辩的风险。此时，优先轮次投资人可能仅能通过密切关注保全、裁判及执行情况，在执行程序中与法院积极沟通，并通过执行异议、参与分配、申请破产等方式维护自身权利。

第十部分\

争议焦点10：自然人回购责任的扩张——从追加配偶到跨境追索

对作为自然人的回购义务人，越来越多的投资人倾向于采取更为激进的追索策略，最为常见的有两种：其一，追加该自然人的配偶共同承担责任；其二，对该自然人的境外资产采取执行措施，但这一手段对投资人尽调的深度和广度都提出了更高的要求。

（1）关于追加回购义务人配偶的两种主要思路

就追加配偶而言，实践中主要包括两种思路：一是在实体上将回购义务认定为夫妻共同债务，进而由配偶承担连带责任；二是在程序上提起债权人代位析产诉讼，对登记在配偶名下但属于夫妻共同财产的份额进行确权及执行。

关于对赌回购义务是否构成夫妻共同债务，司法实践中一般会围绕《民法典》第一千零六十四条规定的“用于夫妻共同生活、共同生产经营或者基于夫妻双方共同意思表示”这一判断标准进行判定，具体如：夫妻一方签署投资交易文件时是否在婚姻关系存续期间，以及是否在婚姻关系存续期间取得公司的股权；投资人的投资款是否用于公司的正常经营；未作为投资交易文件签署主体的夫妻一方是否系公司的股东、是否有在公司担任核心或重要职务、是否有实际参与到公司的经营管理过程中、对另一方的相关债务是否知情、其是否有获得直接或预期的利益等。在存在前述相关情形时，夫妻一方对投资人所负有的对赌回购义务则存在被认定为夫妻共同债务的潜在法律风险。此外，除了自身作为回购主体之外，自然人亦常为目标公司等回购义务人提供担保。在此种情况下，担保人的配偶是否会成为投资人追索的对象则更具争议。《最高人民法院民一庭关于

夫妻一方对外担保之债能否认定为夫妻共同债务的复函》（[2015]民一他字第9号）中明确：“夫妻一方对外担保之债不应当适用《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国婚姻法〉若干问题的解释（二）》第二十四条的规定认定为夫妻共同债务。”此时，除非配偶直接参与合同签署，并认可作为共同连带担保义务人（比如银行融资、股东担保情景下配偶在“配偶同意栏”签署的做法），否则配偶一般不承担责任。此复函虽为个案回复，但在司法实践中仍有一定借鉴参考意义。同时，结合法理角度的考量，我们认为配偶在没有明确同意承担担保义务的情况下，原则上不应仅仅因公司实控人在对赌交易中签订的担保合同而承担责任。

债权人代位析产诉讼系2020年新增案由，由不动产所在地或者被告住所地法院（动产）管辖。结合目前实践经验，该诉讼获得支持需满足如下前提条件：（1）原告的债权合法且已获法律确认；（2）案件已进入执行程序，但债务人无其他可供执行财产；（3）债务人财产涉及共有且未分割等。另外值得注意的是，实践中有部分法院认为，债权人提起代位析产诉讼的前提之一还应包括共有财产已经被执行法院采取查封等保全措施。而当共有财产登记在回购义务人配偶一方名下时，此要求可能因不便直接保全相应共有财产，而给投资人提起

代位析产诉讼带来障碍。而对于该共有财产的摸排及确定，通常有赖于向法院申请调查令的方式，进而对其婚姻登记信息及配偶名下财产的购买记录、出资情况等综合分析。

（2）关于对义务人实施跨境追索的两套制度实践

在跨境追索方面，笔者观察到越来越多的投资人开始进行此类尝试，与此同时，客观上投资人作此尝试的实际效果与其选择的争议解决方式存在较为明显的正相关性。

一方面，对于仲裁裁决而言，因世界上的绝大部分国家均为《纽约公约》的缔约国，而依据《纽约公约》第3条、第5条之规定，缔约国法院应承认和执行其他缔约国仲裁机构作出的仲裁裁决，除非存在仲裁程序瑕疵、裁决内容与公共政策冲突等例外情形。故此，在国内取得有效的仲裁裁决之后，向境外国家与地区申请仲裁裁决的承认与执行，成为了部分投资人的常见措施。事实上，在中国香港、加拿大、新加坡等地，已有较多承认国内仲裁裁决并成功执行的案例。

另一方面，对于法院出具的裁判文书而言，理论上存在两种域外判决承认与执行的路径。其一，依据双方司法协助条约，但目前与我国缔结包含民商事判决承认与执行内容之司

法协助条约的国家仅有35个，且主要集中在亚洲一带一路地区，而这些地区通常不会成为自然人隐匿财产的首要选择。其二，基于互惠原则的适用，该路径虽在理论上存在可行性，但实践中极易出现“互惠僵局”。仅就常见的华人主流聚集区域而言，美国各州做法不一，且仅个别州存在裁判文书互认的先例；在澳大利亚申请承认与执行需要满足严苛的条件，程序复杂且耗时较长，目前仅有少数几个执行成功的案例；新加坡与我国虽于2018年在最高院层面签署了相关备忘录且有裁判文书互认先例，但因该等文件并无法律约束力，故仍有赖于个案情况的具体判断；其他地区如英国（包括BVI、开曼等离岸地）、日本、韩国、德国、意大利等，裁判文书的承认与执行整体均处于探索阶段。基于前述情况的概述可知，目前司法实践中对于境外财产追索的成本及不确定性均较高，但在确信存在境外资产且可以明确资产具体分布的情况下，跨境追索仍不失为可选的救济手段。

第十一部分\

小结

除了本文篇归纳的十个争议焦点之外，实践中亦存在其他更具个性化的争议问题，如国有企业在实现对赌时的审批、评估、进场问题，上市情形下回购条款的清理和恢复，投资人法定回购权与约定回购权的竞合，投资人之间的二次追索和违约责任等，但因并不具有普遍性，故本文未予涉及。概言之，在《公司法》修订、《九民纪要》深化适用的叠加效应下，对赌纠纷的解决已突破传统争议框架，向“规则设计-程序博弈-跨境执行”全链条延伸。因此，投资人和创始团队亟需提升其在规则预判方面的能力，通过优化条款设计主动匹配最新裁判规则，在资本维持原则与投资人保护之间明确共赢的弹性责任机制，并提前进行攻防预演。 ☞



吴坤
非权益合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5087 2883
wukun@zhonglun.com



李崇文
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5087 2888
lichongwen@zhonglun.com

新《公司法》下：关于股东出资加速到期制度的债权追索适用规则

作者：张杜超 兰朝晖



2024年7月1日，新《公司法》正式实施，其第54条规定：“公司不能清偿到期债务的，公司或者已到期债权的债权人有权要求已认缴出资但未届出资期限的股东提前缴纳出资。”这条规定是新增条文，标志着我国正式确立了在“非破产、解散”情形下的概括性股东出资加速到期制度，并将这一权利赋予了公司和已到期债权的债权人。但本条规定较为原则，关于权利人依法主张股东“提前缴纳出资”的权利性质、适用条件和法律效果等问题仍显模糊，故而导致本条款在司法实践中产生了较大的理解与实操争议。本文将从理论及实践角度，整体探讨债权人提起股东出资加速到期诉讼中的追索适用规则、“入库规则”与“直接清偿规则”对出资归属产生的影响、债权追索路径选择，并就未来各方商业主体围绕这一条款可能展开的商业博弈提出设想与建议。

第一部分\

新《公司法》第54条给债权人带来的追索机会

（一）在新《公司法》出台前，股东出资加速到期的适用条件

股东出资加速到期规则肇始于《企业破产法》第35条，而后经过《公司法解释二》第22条与《九民纪要》第6条的规定，形成了“原则严守股东期限利益，例外情形适用加速到期”的规则体系。具体而言，就以下四种情形，适用股东出资加速到期规则：

1. 人民法院受理破产申请后，管理人有权要求股东提前缴纳出资，不受出资期限的限制；¹

2. 公司解散时，股东尚未缴纳的出资，包括尚未届满缴纳期限的出资，均应作为清算财产；²

3. 公司作为被执行人的案件，人民法院穷尽执行措施无财产可供执行，已具备破产原因，但不申请破产的，债权人有权请求未届出资期限的股东在未出资范围内对公司不能清偿的债务承担补充赔偿责任；³

4. 在公司债务产生后，公司股东（大）会决议或以其他方式延长股东出资期限的，债权

1. 《企业破产法》第三十五条 人民法院受理破产申请后，债务人的出资人尚未完全履行出资义务的，管理人应当要求该出资人缴纳所认缴的出资，而不受出资期限的限制。

2. 《公司法解释二》第二十二条第一款 公司解散时，股东尚未缴纳的出资均应作为清算财产。股东尚未缴纳的出资，包括到期应缴未缴的出资，以及依照公司法第二十六条和第八十条的规定分期缴纳尚未届满缴纳期限的出资。

3. 《九民纪要》第6条规定：“【股东出资是否应加速到期】在注册资本认缴制下，股东依法享有期限利益。债权人以公司不能清偿到期债务为由，请求未届出资期限的股东在未出资范围内对公司不能清偿的债务承担补充赔偿责任的，人民法院不予支持。但是，下列情形除外：（1）公司作为被执行人的案件，人民法院穷尽执行措施无财产可供执行，已具备破产原因，但不申请破产的；（2）在公司债务产生后，公司股东（大）会决议或以其他方式延长股东出资期限的。”

人有权请求未届出资期限的股东在未出资范围内对公司不能清偿的债务承担补充赔偿责任。⁴

根据上述内容，在新《公司法》出台前，

股东出资加速到期规则的适用情形较为严格，体现出既往司法实践对股东期限利益保护的倾向性立场。⁵

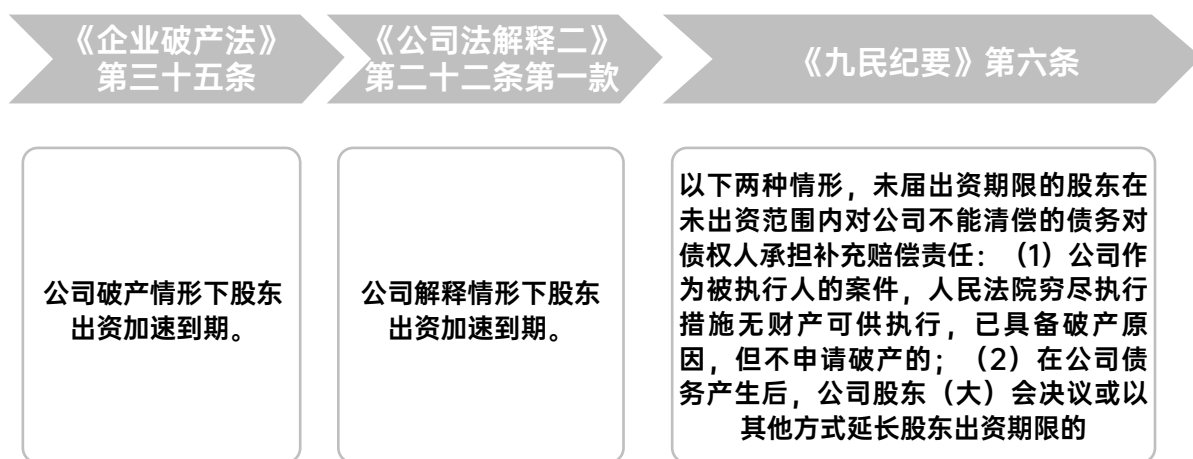


图1 新《公司法》出台前股东出资加速到期规则的立法沿革

(二) 自新《公司法》出台后，债权人诉股东出资加速到期的适用条件

新《公司法》新增第54条标志着“原则严守股东期限利益，例外情形适用加速到期”的规则体系被重塑，全面出资加速到期制度正式确立。

1.关于适用前提：不再要求符合《企业破产法》规定的破产原因，即不再要求“明显缺乏清偿能力”这一条件，仅要求满足“公司不能清偿到期债务”，公司或到期债权人即有权主张未届出资期限的股东的出资加速到期，应提前缴纳出资。这一变化，拓宽了债权人的行权路径与追回债权的可能性。

2.关于权利主体：除债权人外，公司也被赋予了行使催缴股东出资加速到期的权利。这一规定与新《公司法》第51条赋予董事催缴出资的职权相呼应。⁶对债权人而言，这一变化增加了追加公司其他发起人和董事作为损害赔偿责任人主体的可能性，具体追加路径将在后文详述。

总之，新《公司法》第54条确立了全面出资加速到期规则，改变了既往对股东出资期限利益的倾斜保护，转而对债权人利益进行倾向性保护，对债权人而言是一大机遇。

4.同注3

5.周游：《新公司法条文解读与适用指引：案例、规则、文献》，法律出版社2024年第1版。

6.《公司法》第五十一条 有限责任公司成立后，董事会应当对股东的出资情况进行核查，发现股东未按期足额缴纳公司章程规定的出资的，应当由公司向该股东发出书面催缴书，催缴出资。未及时履行前款规定的义务，给公司造成损失的，负有责任的董事应当承担赔偿责任。

第二部分\

债权人行权风险：权利性质与法律效果仍存争议

新《公司法》第54条虽然赋予了已到期债权的债权人要求未届出资期限的股东提前缴纳出资的权利，但由于条文过于简短，学界与实务界对这一权利的性质以及法律效果仍存在争议，进而在实体和程序上造成了对债权人行使权利的影响。

（一）权利性质的界定模糊：请求权与形成权之辩

1.“请求权”的支持观点

有观点认为，债权人行使股东出资加速到期的权利本质，是代位行使公司对股东的出资请求权。该观点的主要理由是：一是，债权人代公司之位，请求股东履行出资义务，符合请求权“请求他人为一定行为”的核心特征；二是，债权人实现该权利需通过诉讼或执行程序，符合请求权通过公力救济实现的特点。例如，最高院早在2016年颁布的《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》第17条中规定，作为被执行人的企业法人，财产不足以清偿生效法律文书确定的债务，申请执行人有权申请追加未缴纳出资的股

东为被执行人，要求其在尚未缴纳出资的范围内依法承担责任。⁷这一规定本质是请求法院强制股东履行出资义务，属于请求权的司法实现方式。

2.“形成权”的支持观点

少数观点认为，债权人行使股东出资加速到期的权利本质，是对股东出资的期限利益行使形成权。该观点的主要理由是，加速到期权利的核心是“终止股东的出资期限利益”，而非直接请求股东给付，符合形成权引起法律关系变动的特征。⁸因此，债权人无需通过诉讼等司法程序，仅在行权通知到达未届出资期限的股东时，该股东的期限利益随即消灭。这种解释路径也契合了新《公司法》第54条的文义，即新《公司法》仅规定了债权人享有要求股东提前向公司缴纳出资的权利，并未延续《九民纪要》规定债权人可以主张股东直接向其承担责任。

3.根据《新公司法理解与适用》，最高院已明确该制度的理论基础系“债权人代位权请求权”，但实务中股东仍有主张该权利兼属“形成权”的抗辩空间

最高人民法院民事审判第二庭在其编著的

7.《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》第十七条 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。

8.邹翔远：《股东出资义务加速到期的规范解释》，载《北方法学》2025年第2期。

《中华人民共和国公司法理解与适用》（以下简称“《新公司法理解与适用》”）中指出，公司债权人主张股东出资加速到期，该权利性质系债权人代位权⁹。

对债权人而言，将该权利性质解释为债权人代位请求权，意味着程序和实体两方面的简化：一是，程序层面，债权人可按照债权人代位权的行使思路，直接起诉股东，要求其在未出资范围内清偿公司债务，无需先通过公司主张，从而简化救济程序；**二是，实体层面，**根据《民法典》第537条“人民法院认定代位权成立的，由债务人的相对人向债权人履行义务”的规定，股东应当向债权人直接清偿，进而避免陷入“入库规则”下出资先归公司再分配的繁琐流程，尤其在公司怠于行使权利时，债权人可直接实现债权，降低维权成本。

但是，因债权人要求股东出资加速到期制度，与《民法典》第535条规定的债权人代位权仍有区别，故我们认为，股东在司法实务中仍有主张该权利兼属“形成权”的抗辩空间。

《民法典》第535条的适用前提是债务人对次债务人的债权已到期，但是在股东出资加速到期制度中，实际上股东的认缴出资期限尚未届至，故不属于到期债权。因此，新《公司法》第54条的适用，赋予了债权人的追索权兼具形成权与请求权的双重属性。其一，债权人



行使权利产生的直接法律效果是让未届出资期限的股东丧失期限利益，这直接引起了法律关系的变动，符合形成权的特征；其二，在前述法律效果之下，股东因债权人行权而对公司形成了到期债务，而在公司未行使其债权时，公司债权人代位行使权利，与民法典关于代位权的规定相一致。由此可见，形成权是权利行使的起点，作用在于终止期限利益，请求权是权利实现的手段，要求股东缴纳出资。

基于此，股东可以抗辩：第一，程序方面，形成权仅终止期限利益，产生未缴出资向公司缴纳的入库效果，债权人仍需通过其他途径比如行使债权人代位权实现实缴出资的给付；**第二，实体方面，**因形成权受除斥期间限制，而请求权受诉讼时效限制，若将股东出资加速到期定性为形成权，股东能以“在发现公司

⁹ 《新公司法理解与适用》第257页：“公司债权人主张股东出资加速到期，该行为性质系债权人代位权。”

不能清偿到期债务后的合理期限内，债权人未行使权利”为由，主张除斥期间经过来抗辩，从而消灭债权人的权利。

（二）法律效果的界定模糊：“入库规则”与“直接清偿”之辩

1.观点一：胜诉后所得利益适用“入库规则”

第一种意见认为，缴纳出资的对象是公司，因此应遵循“入库规则”。出资加速到期后，股东需要将出资缴纳给公司，成为公司财产并作为公司全部债务的一般担保，向股东主张提前缴纳出资的债权人本身的债权并不因此具有优先性，应当适用“入库规则”，具体理由如下：

一是，对新《公司法》第54条规定的文义解释。新《公司法》将股东出资加速到期的法律后果明确为“提前缴纳出资”而不再是“对公司不能清偿的债务承担补充赔偿责任”，从法律关系的相对性理论出发，“出资”之对象当然是公司，不能扩大解释为包括债权人。

二是，全体债权人公平受偿规则的遵循。公司不能清偿债务时往往已陷入债务危机，将股东加速到期的出资归集至公司是对公平清偿规则的遵循，可以避免个别债权人与股东恶意串通促成出资加速到期，损害公司和全体债权人的利益。

三是，公司独立法人地位的体现。公司作为独立的法人主体，股东出资是维系其独立法人地位的基石，向债权人直接清偿将影响公司资本制度的有序运营。而且对于大部分仅是陷入短期流动性危机的企业而言，股东出资如可用于企业经营以恢复流动性，将能够避免企业走向破产清算，最终反而更有利于提高全体债权人的受偿比例。

2.观点二：胜诉后所得利益适用“直接清偿规则”

第二种意见认为，债权人可以请求股东在应当加速到期的出资范围内对公司债务不能清偿的部分直接向自己承担责任，即“直接清偿说”，具体理由如下：

一是，该说拥有“债权人代位权制度”和“股东补充责任制度”的理论支持，前者主要是根据《民法典》第535条和第537条，加速到期的股东出资款，本质上属于公司所享有的“债务人丧失期限利益的债权”，股东属于次债务人，债权人有权行使代位权；后者则主要根据《公司法解释三》第13条¹⁰和《九民纪要》第6

10.《公司法解释三》第十三条 股东未履行或者未全面履行出资义务，公司或者其他股东请求其向公司依法全面履行出资义务的，人民法院应予支持。公司债权人请求未履行或者未全面履行出资义务的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，人民法院应予支持；未履行或者未全面履行出资义务的股东已经承担上述责任，其他债权人提出相同请求的，人民法院不予支持。股东在公司设立时未履行或者未全面履行出资义务，依照本条第一款或者第二款提起诉讼的原告，请求公司的发起人与被告股东承担连带责任的，人民法院应予支持；公司的发起人承担责任后，可以向被告股东追偿。股东在公司增资时未履行或者未全面履行出资义务，依照本条第一款或者第二款提起诉讼的原告，请求未尽公司法第一百四十七条第一款规定的义务而使出资未缴足的董事、高级管理人员承担相应责任的，人民法院应予支持；董事、高级管理人员承担责任后，可以向被告股东追偿。

条，股东应在未出资范围内对债权人承担补充责任。

二是，直接清偿也可有效提高债权人行使权利的积极性，避免债权人在浪费大量时间、金钱等成本后仍无法获得清偿的后果。

三是，就公司个别债权人利益和整体债权人利益的平衡方面，在公司未进入破产程序的情况下，向个别债权人清偿，并不妨碍其他债权人申请公司破产，也不妨碍公司自身申请破产。一旦申请破产，未届出资缴纳期限的股东即应将其出资归入债务人财产，实现所有债权人公平清偿。

3.根据最高院的观点，新公司法司法解释出台前，笔者倾向于在一般情况下，仍应按照《九民纪要》的规定适用“直接清偿规则”，但后续仍需指导性案例或司法解释作进一步释明

首先，根据2024年8月29日发布的最高院法答网第九批精选问答，最高院民二庭法官就该问题答复称：“需要说明的是，从法律适用而言，由于新公司法对该问题无明确规定，目前仍应按《九民会议纪要》精神判令股东向债权人直接清偿。新公司法发布后，对股东出资加速到期情况下债权人是否能够直接受偿存在截然相反的两种观点，在新公司法司法解释起草过程中将广泛征求各方面的意见，特别需要征求立法部门意见，以确保司法解释与立法精

神保持高度一致。新公司法司法解释制定后，此类案件应根据新公司法司法解释办理。”

其次，在《新公司法理解与适用》中，最高院对该问题的回应，也体现出其对适用“入库规则”还是“直接清偿规则”的纠结。一方面，《新公司法理解与适用》指出，新《公司法》第54条与《九民纪要》规定的区别之一是法律后果不同，即《九民纪要》适用直接清偿规则，而新《公司法》第54条规定的法律后果是实行入库规则，要求股东向公司缴纳出资，成为公司的责任财产并对公司的所有债务进行清偿¹¹；另一方面，理解与适用又指出，其目前更倾向于采纳“直接清偿规则”，原因是，股东在应当出资范围内就公司债务不能清偿的部分向公司债权人直接承担责任清偿债权，亦属于股东履行出资义务的方式。此外，该规则更有利于保障债权人行权积极性，且与《九民纪要》出台以来长期的司法实践相统一。但最高院也并未完全否认“入库规则”的适用，其指出即使股东出资款应归集至公司，债权人也可以申请对公司的前述债权财产进行保全，以此保障自

11.《新公司法理解与适用》第260页指出：“第三，从法律后果上来看，如果符合股东出资加速到期的条件，《九民会议纪要》中规定的法律后果是股东直接向债权人给付。债权人可以请求股东在未出资范围内对公司不能清偿的债务承担补充赔偿责任；本条规定的法律后果是实行入库规则，要求股东向公司缴纳出资，成为公司的责任财产并对公司的所有债务进行清偿。根据《九民会议纪要》的规定，公司作为被执行人的案件，因穷尽执行措施无财产可供执行，已具备破产原因，但不申请破产的，公司债权人可以起诉未届出资期限的股东，请求其对公司未能清偿的债务承担补充赔偿责任。换言之，只要出现《九民会议纪要》规定的第一种情形，公司债权人就享有要求股东的出资加速到期的权利。债权人的这种诉讼是就自身利益的诉讼，所获收益归原告债权人个人，而不归债务人。其不是代表全体债权人诉讼。这一点与本条规定的股东加速到期不同。本条规定的债权人是代表全体债权人起诉，所获收益归公司”

己的利益。¹²

最后，笔者观察新《公司法》颁布后的司法裁判案例，法院多支持直接清偿。有法院根据债权人代位权制度判令股东向债权人直接清偿。例如，在北京西城区法院审结的适用新《公司法》“加速到期规则”的地方首例案件中，其认定股东张某应适用加速到期规则履行提前缴纳出资的债务，债权人李某则有权根据债权人代位权规则，向张某主张在其未出资范围内对公司不能清偿的债务承担补充赔偿责任。¹³另外，部分法院根据股东补充责任制度判令股东向债权人直接清偿，例如江苏泰州姜堰区人民法院民二庭在该法施行当天审结的适用新《公司法》“加速到期规则”案中，其认定杜某作为已到期债权的债权人，有权要求股东翟某、刘某、钱某等三人提前缴纳出资，即根据《公司法解释三》第13条第2款之规定，三股东应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。¹⁴

但实际上，“入库规则”与“直接清偿规则”的理论之争，将对原破产法意义上“破产、解散”情形下的“概括性股东出资加速到期制度”，如何继续在商事与司法实践层面发挥作用产生实践争议或问题。即使根据最高院的指导意见，我们倾向于认为债权人通过诉讼等方式可以直接获得该等股东出资，但“直接清偿规则”

的适用仍应与《企业破产法》等进行有效联动，即通过与集体清偿原则、个别清偿认定规则与破产撤销权等制度进行衔接，形成以“适用直接清偿规则为原则，适用入库规则为例外”的系统性规则体系。

第三部分\

新《公司法》第54条背景下债权人诉股东出资加速到期的行权路径

对于债权人而言，主张股东直接向其清偿债权在成本收益比上具有显著优势，上文中也提及，当下司法实践亦倾向于支持“直接清偿规则”。然而，由于法律规定的留白，债权人诉股东出资加速到期仍面临一系列实体与程序争议。据此，笔者将以诉讼流程为线索，从债权人权益实现最大化的视角，系统梳理行权过程中的关键环节与路径选择，以期为债权人提供具备实操性的行权指引。

12.《新公司法理解与适用》第258页指出：“股东出资加速到期的财产应当采取入库规则，归公司，也就是为全体债权人利益作担保，还是直接向主张权利的个别债权人承担清偿责任，主要应当考虑公司个别债权人利益和整体债权人利益的平衡。我们倾向于第二种意见，理由为：（1）股东将出资直接交付公司与在应当出资的范围内就公司债务不能清偿的部分向公司债权人直接承担责任消灭公司债务，均属于股东履行出资义务的方式。（2）从我国多年司法实践来看，追究股东出资瑕疵责任的原告多数是债权人。在债权人直接提起诉讼的情形下，股东直接向债权人承担责任，有利于保障债权人的积极性。（3）与《九民会议纪要》以来长期的司法实践相统一。当然，司法实践中，即使采纳第一种意见，债权人也可以对该财产申请保全，之后再向公司主张清偿债务，以此保障自己的利益。”

13.北京西城法院：《西城法院审结首例适用新公司法加速到期规则案件》，2024年07月01日，<https://mp.weixin.qq.com/s/21oRaYH-GdOlzZ5KI9e-w>

14.泰州姜堰法院民二庭：《姜堰法院审结首例适用新公司法加速到期规则案件》，2024年07月02日，<https://mp.weixin.qq.com/s/j9ECAir1CkTs3nUAJjpxww>

（一）诉讼主体的确定

1. 是否需将公司列为共同被告或追加为第三人

根据新《公司法》第54条之规定，公司是否构成“不能清偿到期债务”，系此类诉讼中人民法院必须查明的核心事实，债权人作为原告负有举证义务。原告需举证证明，其对公司享有合法有效的到期债权，以及公司确已“不能清偿到期债务”。因此，在确定公司是否必须作为共同被告或第三人参与诉讼时，我们倾向于认为应视到期债权是否经生效裁判确定而定。

（1）到期债权尚未经生效裁判确认

参照上述制度，在债权人起诉股东出资加速到期诉讼中，因债权人所主张的对公司的到期债权尚未经生效裁判确认，对此，法院应当在诉讼中查明，债权人对公司是否享有合法有效的到期债权，故无论债权人是否将公司列为共同被告或第三人，为查明该事实，防止债权人与公司恶意串通，虚构债权债务，人民法院应参照债权人代位权诉讼的处理规则¹⁵，根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》第73条之规定，向债权人释明追加公司为共同被告或第三人，或是直接依职权追加。

需说明的是，因股东承担出资加速到期责任的情形，以公司不能清偿的到期债务为限，

即股东仅承担补充责任。股东享有类似于一般保证人的“先诉抗辩权”，因此，在股东和公司作为共同被告的案件中，参照《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款之规定，不排除法院在判决中载明股东在公司拒绝清偿时才承担责任的状况，即仅有在执行程序中，作为被执行人的公司确无财产可供执行时，才应允许对承担补充责任的股东启动执行程序。

（2）到期债权已获生效判决确认

在债权人对公司的到期债权已经有生效判决确认的情况下，法院需查明公司是否已达“不能清偿到期债务”的状态。就此，债权人应结合公司作为债务人的清偿情况，判断是否需将公司列为第三人，从而充分举证并协助人民法院查明——公司“不能清偿到期债务”之事实。

例如，在（2024）渝01民终9701号、（2024）沪0117民初9408号等案件中，因公司作为债务人已在此前的生效判决的执行程序中无可供执行的财产，执行法院已出具“终本”裁定，故债权人在前述两案中，便仅起诉了认缴出资股东作为被告，最终法院亦认可执行“终本”属于公司已“不能清偿到期债务”，判令股东

15. 《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》第37条第1款规定：“债权人以债务人的相对人为被告向人民法院提起代位权诉讼，未将债务人列为第三人的，人民法院应当追加债务人为第三人。”

应在未出资范围内对公司的债务承担补充赔偿责任。而在（2022）京0109民初2953号、（2024）云0102民初20014号等案件中，法院系按照债权人的诉请，将公司一并列为案件第三人予以审理。

2. 债权人是否可选择仅起诉部分认缴股东

通常情况下，在债权人提起的诉讼中，债权人自有充足的动力，将公司全部认缴股东纳入诉讼程序。但在实践中，亦不免除债权人出于其他利益考量，仅起诉部分认缴股东的可能性。在此种情况下，新《公司法》并未规定债权人需将全部未实缴股东列为共同被告。人民法院应尊重并允许债权人根据自身需求而自行行使诉讼权利。

有观点认为，在《企业破产法》第35条规定的“公司破产”和《公司法解释二》第22条规定的“公司解散”这两种状态下，所有未完全履行出资义务的股东均丧失期限利益，而新《公司法》第54条却允许债权人“挑选”合适的股东作为诉讼对象行使权利，而未被起诉的认缴股东仍享受期限利益，这将变相打破股东之间平等地享有认缴出资权的公平性。

对此，笔者倾向于认为，债权人向未届出资期限的股东代位求偿，其法理根据是《民法典》第535条规定的债权人代位权，至于股东之间平等享有的认缴出资权，是基于《公司

法》《公司章程》或者发起人协议形成的内部法律关系，与外部债权人无涉。因此，即使股东之间有任何其他特殊约定，亦应嗣后另行处理，不应影响债权人向部分股东主张出资加速到期的选择权。

对于被告股东而言，也并非束手无策，其可以通过釜底抽薪的方式直接动摇债权人的行权根基，借助“董事催缴制度”要求全体未实缴出资股东对公司不能清偿的到期债务负责。新《公司法》第54条规定的另一权利主体是公司，具体落实催缴出资的义务主体是董事会。因此，该被告股东可以通过行使股东权利影响董事会的行为策略，要求其勤勉尽责，向全部未届出资期限的股东发出缴纳出资催缴通知。如公司能收回其他股东未缴的出资，进而提高清偿能力，甚至可能摆脱不能清偿到期债务的状态，从而彻底打破新《公司法》第54条“公司不能清偿到期债务”的法定前提。

3. 追加其他责任主体的路径探讨

（1）追加未履行催缴义务的董事作为共同被告

在新《公司法》出台以前，对于股东加速到期情况下董事是否承担催缴义务这一问题，司法实践普遍持否认观点。如（2021）京01民初821号中，北京一中院认为在公司破产而拟制出资加速到期的情形下，要求执行董事承担

对股东尚未届满期限的出资义务的补充责任，因无相应法律根据而不予支持。再如（2022）京0101民初14810号中，北京东城法院认为现任股东对公司债务承担补充赔偿责任的根据为出资加速到期的规定，现任董事并没有义务催促现任股东履行出资义务，也不应苛责公司董事、高级管理人员履行催收未届期出资的义务。

新《公司法》出台后，第51条明确规定了董事会对未按期足额缴纳出资股东的催缴义务，¹⁶有观点认为，前述催缴出资的对象，应当扩张解释至新《公司法》第54条规定的需要加速到期的股东。¹⁷换言之，依据该观点，当公司存在不能清偿到期债务的情形时，董事应当以“管理者通常应有的合理注意”履行职责，及时对股东的出资情况予以核查，并对需要加速到期的股东以公司名义发出催缴通知。

如负有责任的董事未履行上述催缴义务，仅从新《公司法》第51条第2款文义解释的角度来看，有权向负有责任的董事主张赔偿的权利主体是公司而非债权人，那是是否可以通过体系解释，或寻求其他权利条款，将债权人也纳入权利主体之中呢？笔者认为可以。

第一，新《公司法》第191条¹⁸、《公司法解释三》第13条第4款¹⁹明确规定了董事履行职务不当给公司债权人等主体造成损害的，公司债权人有权直接向董事主张其相应责任。

第二，根据债权人代位权制度，董事未履行催缴义务给公司造成了损失，公司对该董事享有侵权损害赔偿请求权。此时，从债权人的视角来看，公司是债务人，该董事即次债务人，在公司怠于向负有责任的董事主张权利时，债权人也可以根据《民法典》第535条的规定行使债权人代位权，将董事纳入共同被告的范畴。

另外，就举证责任而言，债权人需要注意以下几个要点：第一，向公司董事明确发出要求其履行催缴义务的通知；**第二**，重点收集董事未履行催缴的具体行为的证据，比如无会议记录、催缴通知等；**第三**，通过向法院申请调查令的方式调查企业的财务报表等证据，寻找公司资金链断裂与未催缴直接相关的证据，从而建立起董事未尽职与公司受有损失的因果关系。

(2)特定情形下可追加其他发起人股东作为共同被告

新《公司法》第50条规定：“有限责任公司

16.《公司法》第五十一条规定：“有限责任公司成立后，董事会应当对股东的出资情况进行核查，发现股东未按期足额缴纳公司章程规定的出资的，应当由公司对该股东发出书面催缴书，催缴出资。未及时履行前款规定的义务，给公司造成损失的，负有责任的董事应当承担赔偿责任。”

17.李建伟主编：《公司法评注》，法律出版社2024年第1版。

18.新《公司法》第191条规定：“董事、高级管理人员执行职务，给他人造成损害的，公司应当承担赔偿责任；董事、高级管理人员存在故意或者重大过失的，也应当承担赔偿责任。”

19.《公司法解释三》第13条规定：“股东未履行或者未全面履行出资义务，公司或者其他股东请求其向公司依法全面履行出资义务的，人民法院应予支持。公司债权人请求未履行或者未全面履行出资义务的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，人民法院应予支持；未履行或者未全面履行出资义务的股东已经承担上述责任，其他债权人提出相同请求的，人民法院不予支持。股东在公司设立时未履行或者未全面履行出资义务，依照本条第一款或者第二款提起诉讼的原告，请求公司的发起人与被告股东承担连带责任的，人民法院应予支持；公司的发起人承担责任后，可以向被告股东追偿。股东在公司增资时未履行或者未全面履行出资义务，依照本条第一款或者第二款提起诉讼的原告，请求未尽公司法第一百四十七条第一款规定的义务而使出资未缴足的董事、高级管理人员承担相应责任的，人民法院应予支持；董事、高级管理人员承担责任后，可以向被告股东追偿。”

设立时，股东未按照公司章程规定实际缴纳出资，或者实际出资的非货币财产的实际价额显著低于所认缴的出资额的，设立时的其他股东与该股东在出资不足的范围内承担连带责任。”

根据上述新《公司法》第50条关于发起人资本充实担保责任的规定，对于未按照公司设立时章程的规定完成出资义务的发起人股东，公司债权人有权要求全部发起人股东，在该未完成出资义务的股东未出本息范围内，对公司债务不能清偿的部分承担补充赔偿责任。

这一观点在司法实践中也有例证。例如，在（2021）浙03民终4499号案中，温州中院即认为：“在注册资本认缴制下，有限责任公司股东可以自主约定认缴出资额、出资方式、出资期限，记载于公司章程，故初始章程规定的发起人认缴额属于公司设立时所确定的股东出资义务，包括未届期出资。在出资期限加速到期的情况下，发起人未履行公司设立时所确定的股东出资义务即其在公司设立时认缴的出资……其他发起人对此负有连带责任。”

(3) 追加转让股权的前股东作为共同被告

根据新《公司法》第88条第1款关于股权转让后出资责任承担的规定，当受让人受让未届出资期限的股权时，由受让人承担缴纳出资的义务，若受让人未按期承担该义务，由转让人对其承担补充责任。²⁰当债权人依据新《公

司法》第54条的规定行使权利，导致未届出资期限的受让人股东丧失期限利益时，若其不向债权人及时清偿债务，债权人也可以综合新《公司法》第54条和第88条第1款的规定，将转让该股权的前股东列为共同被告，要求其承担补充责任。²¹

综上，新《公司法》就股东出资义务设计的追责体系，将以董事为代表的董监高、发起人以及转让股权的前股东全部纳入责任主体范畴，对债权人而言是极大的利好。债权人可以借此机会，将所有可能承担责任的主体列为共同被告，扩大自己的受偿可能性。

(二) 管辖法院的确定

目前，司法实践对股东出资加速到期纠纷的管辖问题存在较大争议。这主要是因为对其案由的确定存在争议。具体而言，根据目前对股东出资加速到期纠纷属于“股东出资纠纷”“股东损害公司债权人利益责任纠纷”还是“代位权纠纷”，产生了由公司住所地法院管辖、侵权行为地法院管辖还是被告住所地法院管辖这几种截然不同的观点，这也为债权人在选择管辖法院时开辟了自由选择的空间。

20.《公司法》第八十八条第一款 股东转让已认缴出资但未届出资期限的股权的，由受让人承担缴纳该出资的义务；受让人未按期足额缴纳出资的，转让人对受让人未按期缴纳的出资承担补充责任。

21.李建伟主编：《公司法评注》，法律出版社2024年第1版。

1. 公司住所地法院管辖的观点及理由

有观点认为，股东出资加速到期纠纷属于《民事案由规定》中的“股东出资纠纷”，其本质是股东未履行法定出资义务，属于公司内部组织法上的争议。根据《民事诉讼法》第27条²²及《民事诉讼法解释》第22条²³的规定，与公司组织行为相关的纠纷由公司住所地法院管辖。此外，从诉讼经济的角度考虑，当存在多个股东时，由公司住所地法院管辖可统一处理，可以避免重复诉讼和管辖冲突，尤其便于查明公司资产状况、股东出资情况等关键事实，这也便于调取公司注册信息、财务凭证等资料，提高诉讼效率。

此外，《新民事案件案由规定理解与适用》明确将“出资加速到期纠纷”列为股东出资纠纷的子类型，认为其管辖“原则上由公司住所地人民法院管辖”，²⁴因公司是出资义务的接收方，公司住所地为“接收货币一方所在地”，符合合同履行地的管辖规则。

2. 侵权行为地或者被告（股东）住所地法院管辖的观点及理由

有观点认为，股东未出资导致公司无法清偿债务，构成对债权人的间接侵权，根据《民事诉讼法》第29条²⁵以及《民事诉讼法解释》第24条²⁶的规定，侵权诉讼由被告住所地或侵权行为地法院管辖。若将“未出资”视为侵权行

为，侵权行为实施地、侵权结果发生地或者被告住所地法院均享有管辖权。例如，根据上海市第一中级人民法院的实证检索，在债权人申请执行公司的案件终本后，债权人单独起诉股东要求其对公司未清偿债务承担赔偿责任，案由主要为股东损害公司债权人利益责任纠纷。²⁷

也有观点认为，债权人代位公司起诉股东，类似代位权诉讼，而代位权诉讼根据《民法典》第537条及《民法典合同编通则司法解释》第35条²⁸的规定，由被告住所地法院管辖，即股东住所地。

总之，鉴于目前司法实践对此类案件的案由定性模糊，且无论是立法还是司法层面均未出现最终定论，管辖规则可能会出现竞合：若案件被定性为“股东出资纠纷”，公司住所地法院有管辖权；若定性为“股东损害公司债权人利益责任纠纷”，被告住所地或侵权行为地法院均有管辖权。从债权人利益最大化角度而言，债权人可以主张此类案件属于股东损害公司债权人利益责任纠纷，以便债权人可根据自身情

22.《民事诉讼法》第二十七条 因公司设立、确认股东资格、分配利润、解散等纠纷提起的诉讼，由公司住所地人民法院管辖。

23.《民事诉讼法解释》第二十二条 因股东名册记载、请求变更公司登记、股东知情权、公司决议、公司合并、公司分立、公司减资、公司增资等纠纷提起的诉讼，依照民事诉讼法第二十七条规定确定管辖。

24.最高人民法院研究室编著：《新民事案件案由规定理解与适用》，第742页。

25.《民事诉讼法》第二十九条规定：“因侵权行为提起的诉讼，由侵权行为地或者被告住所地人民法院管辖。”

26.《民事诉讼法解释》第二十四条规定：“民事诉讼法第二十九条规定的侵权行为地，包括侵权行为实施地、侵权结果发生地。”

27.上海市第一中级人民法院：“股东出资加速到期纠纷案件的审理思路和裁判要点”，载https://www.wa-court.gov.cn/xxfb/no1court/412/docs/202202/d_3831577.html，2025年5月8日访问。

28.《民法典合同编通则司法解释》第三十五条 债权人依据民法典第五百三十五条的规定对债务人的相对人提起代位权诉讼的，由被告住所地人民法院管辖，但是依法应当适用专属管辖规定的除外。债务人或者相对人以双方之间的债权债务关系订有关管辖协议为由提出异议的，人民法院不予支持。

况，更自由地选择侵权行为实施地（公司所在地）、侵权结果发生地（原告债权人所在地）或被告住所地（股东所在地）法院管辖。

（三）诉讼请求的确定

在直接向债权人清偿的语境下，综合新《公司法》第54条与《民法典》第535条、第537条的规定，债权人可向法院提出如下诉讼请求：**第一**，请求股东在其未出资范围内对公司不能清偿的债务承担赔偿责任。**第二**，依据《民法典》第535条第2款，债权人可请求人民法院要求作为共同被告或者第三人的公司向原告（债权人）承担行使代位权的必要费用。**第三**，如果到期债权尚未经生效裁判确认，需要将公司与未届出资期限的股东列为共同被告，建议在诉讼请求中进一步明确：首先，由公司清偿债务；其次，在公司不能清偿时，股东承担补充的清偿责任。²⁹需要注意的是，由于被告股东承担补充清偿责任，只有在公司执行不能的情况下才对该股东强制执行。为了避免被告股东提前转移财产，建议债权人同步对被告股东申请财产保全。

就其他责任主体的赔偿范围，债权人有权主张：**第一**，负有责任的董事在债权人未受清偿的债权范围内，根据其未勤勉尽责的过错程度承担相应的赔偿责任。**第二**，其他已完成出

资义务的发起人股东与未按照公司章程的规定完成出资义务的发起人股东，连带地就未出资范围内对公司不能清偿的债务承担赔偿责任。**第三**，要求转让股权的前股东，对未履行出资义务的受让股东项下责任承担补充责任。

（四）“公司不能清偿到期债务”的举证与抗辩

新《公司法》第54条将出资加速到期制度的适用条件修改为“公司不能清偿到期债务”，不再局限于《九民纪要》规定的“公司已具备破产原因，但不申请破产”和“公司债务产生后公司延长股东出资期限”两种特殊情形。但是，对于“公司不能清偿到期债务”应当作何理解？是否与《企业破产法》所规定的“不能清偿到期债务”的认定标准相同？债权人起诉时应如何举证？被告股东是否可以以公司具备清偿能力为由进行抗辩？本部分将尝试对上述问题进行解答。

1.新《公司法》关于“股东出资加速到期制度”适用条件的修订沿革

在新《公司法》的修订过程中，历次草案对加速到期规则适用条件的转变，体现了立法机关的矛盾与纠结。

新《公司法》（修订草案一审稿）第48条

29.杨磊等：《公司法第五十四条“公司不能清偿到期债务”的认定标准》，载《人民司法》2025年第3期。

规定，加速到期必须同时满足双重要件，即“公司不能清偿到期债务”和“明显缺乏清偿能力”。

³⁰与一审稿不同，新《公司法》（修订草案二审稿）第53条规定：“公司不能清偿到期债务的，公司或者已到期债权的债权人有权要求已认缴出资但未届缴资期限的股东提前缴纳出资。”最终新《公司法》沿袭了二审稿的规定。由此确定了股东出资加速到期制度的适用，仅以“公司不能清偿到期债务”为前提，既无须对公司是否资不抵债或明显丧失清偿能力进行附加判断，也无需受制于破产程序或执行程序。³¹

2. 如何理解新《公司法》第54条的“公司不能清偿到期债务”

（1）根据最高院的司法意见，“公司不能清偿到期债务”，应适用客观标准，而无需考察公司不能清偿的主观状态

“公司不能清偿到期债务”的认定标准，在司法实务界有较大争议。在法律层面，《企业破产法解释一》第2条规定，同时具备债权债务关系依法成立、债务履行期限已经届满、债务人未完全清偿债务三个要件的，人民法院应当认定债权人不能清偿到期债务。最高院民二庭负责人对“不能清偿到期债务”做出了进一步的解释，其强调“不能清偿到期债务”指的是债务人不能清偿债务的外部客观行为，而不是债务人的财产客观状况。³²



（2）但是在股东出资加速到期纠纷中，我们认为仍应允许股东通过举证公司具有清偿能力予以抗辩

在破产程序中，不能清偿到期债务仅是债权人申请人民法院受理破产程序的必备要件，相关企业是否被受理进入破产程序，还需要判断其是否满足“资不抵债”或者“明显缺乏清偿能力”这一要件。因此，有争议的是，既然破产程序中“公司不能清偿到期债务”可以被具备清偿能力推翻，那在加速到期程序中，被告股东是否可以通过举证公司具有清偿能力而免于出资加速到期呢？我们倾向于认为，应当回归新《公司法》第54条的立法目的与法理基础，从该等角度进行综合判断。

30. 新《公司法》（修订草案一审稿）第48条规定：“公司不能清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力的，公司或者债权人有权要求已认缴出资但未届缴资期限的股东提前缴纳出资。”

31. 刘斌：《出资义务加速到期规则的释论》，载《财经法学》2024年第3期。

32. 《依法受理审理案件、充分发挥企业破产法应有作用——最高人民法院民二庭负责人就〈破产法司法解释（一）〉答记者问》，载《人民法院报》2011年9月26日，第5版。

一是，从立法目的的角度分析，本条主要是为了遏制出资认缴制所产生的弊端，在维护股东出资自由的同时保护公司债权人的利益。

³³因债权人对公司的经营情况了解有限，如将“公司缺乏清偿能力”作为适用条件，无疑将剥夺债权人的行权可能性，让本条形同具文。但是，如果公司实质具备清偿能力，债权人通过直接向公司提起诉讼、申请保全的方式就足以实现其债权，则无须再通过剥夺股东期限利益的方式保护债权人的权益，因此出于利益平衡的考量，关于公司是否具备清偿能力的举证义务，应当由债权人转移至公司或者股东，如果公司或股东可以举证证明公司实际具备清偿能力，则不应剥夺股东的出资期限利益。

二是，从法理基础的角度分析，前文已经详细阐述本条的法理基础是《民法典》第535条规定的债权人代位权，债权人代位权的适用条件之一就是“影响债权人的到期债权实现”。若公司具备清偿能力，债权人到期债权并不会受到影响，也就无需通过代位求偿的方式实现债权。

3. 债权人的举证义务

第一，关于“公司不能清偿到期债务”，基于前一部分的分析，债权人无需证明公司是否具备清偿能力，仅需承担“公司不能清偿到期债务”的举证责任。因此，债权人仅需要就“债权

债务关系依法成立”“债务履行期限已经届满”以及“债务人未完全清偿债务”三个基本事实完成举证义务即可。

第二，关于股东未实缴出资的客观事实，工商登记系统会对公司股东的实缴情况进行登记，债权人可以将该登记情况作为证据，对未届出资期限的股东以及其他对此负有责任的主体列为共同被告提起诉讼。

4. 被告股东的抗辩思路

根据《企业破产法解释一》第3条和第4条的规定，公司资不抵债及明显缺乏清偿能力包括以下六种情形：（1）公司资产不足以清偿全部债务；（2）因资金严重不足或者财产不能变现等原因，无法清偿债务；（3）法定代表人下落不明且无其他人员负责管理财产，无法清偿债务；（4）经人民法院强制执行，无法清偿债务；（5）长期亏损且经营扭亏困难，无法清偿债务；（6）导致债务人丧失清偿能力的其他情形。³⁴

针对上述情形，被告股东可以基于公司的资产负债表反映的资产损益情况、公司的经营状况、公司的现金流状况等，就如下事实进行

³³ 《公司法理解与适用》第253页。

³⁴ 《企业破产法解释一》第三条 债务人的资产负债表，或者审计报告、资产评估报告等显示其全部资产不足以清偿全部债务的，人民法院应当认定债务人资产不足以清偿全部债务，但有相反证据足以证明债务人资产能够偿付全部债务的除外。

《企业破产法解释一》第四条 债务人账面资产虽大于负债，但存在下列情形之一的，人民法院应当认定其明显缺乏清偿能力：（一）因资金严重不足或者财产不能变现等原因，无法清偿债务；（二）法定代表人下落不明且无其他人员负责管理财产，无法清偿债务；（三）经人民法院强制执行，无法清偿债务；（四）长期亏损且经营扭亏困难，无法清偿债务；（五）导致债务人丧失清偿能力的其他情形。

举证：（1）提供公司资产负债表、审计报告或资产评估报告，证明公司资产大于负债，具备清偿能力；（2）提供公司另案生效判决，证明公司对外享有确定债权，具备清偿能力；（3）提供公司与案外人的合同，证明公司尚在持续经营之中，对外具有可期待收益；（4）提供股东著作权证书、专利权证书、商标权证书、APP运行截图及其用户统计情况等，证明公司处于运营状态、拥有核心知识产权、具有较高的市场价值等。³⁵进而综合说明公司具有清偿能力，排除己方出资加速到期责任。

第四部分\

新《公司法》第54条争议事项衍生出的博弈空间

根据上述论证分析，新《公司法》第54条出于保护债权人的立法目的，对于股东出资加速到期适用条件放宽至“公司不能清偿到期债务”，并倾向该条适用的法律后果为股东可以对债权人直接清偿。因前述问题在司法实践中尚处于争议的灰色地带，在纷繁复杂的商业世界，这一新的司法制度或将成为商事主体实现其特殊目的的筹码与手段，并在不同主体之间衍生出新的对抗与博弈空间。

（一）控制权争夺的另类方式

因该条规定的“公司不能清偿到期债务”系采纳“主观不能”还是“客观不能”尚未明确，实践中不排除在大股东把持公司的情况下，故意不清偿到期债务，并借助公司或关联债权人对小股东发起诉讼，恶意促成未届出资期限的股东出资加速到期，在小股东尚未做好资金准备的情况下，大股东则可根据新《公司法》第52条“股东失权制度”规定，通过董事会向小股东发出失权通知，进而达到压制小股东甚至控制权争夺的目的。

就此，小股东能否在较短时间内通过市场途径筹集充足资金，或者掌握大股东与关联债权人恶意诉讼的相关证据，通过新《公司法》第21条“大股东滥用控制权的赔偿责任”条款、第89条“异议股东回购请求权”等规定予以反制，就显得尤为重要。

（二）公司面临破产情况下，股东出资责任的“逃逸”方式

根据我们的办案经验，在公司破产前夕，不排除未届出资期限的股东联合与其具有关联关系的公司债权人，抢在公司进入破产程序之

35. 中国法律在线公众号：《股东如何举证证明公司具有清偿能力？》，链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/qYYwXYGC85RCIhKsZimIPw>。

前，对股东发起股东出资加速到期之诉，要求股东向该关联债权人清偿，从而免于在破产程序中实缴出资。

但是，因《破产法》第31条、第32条赋予管理人的破产撤销权，限于债务人的提前个别清偿行为，约束的对象并非债务企业的股东，加之公司债权人适用新《公司法》第54条主张权利具有合法依据，故管理人对股东的“个别”清偿行为直接行使撤销权具有实操难度。这也意味着破产程序原本确定的出资补缴并向全体债权人公平受偿的概括性清偿制度受到挑战。该等出资如不能归集于债务人的财产范围（入库），将使得破产企业通过重整制度挽救企业的可能性进一步降低。

当然，管理人的工作是尽可能地依法筹集偿债资金，使得全体债权人等利益主体公平受偿，即作为应对措施，管理人如决定追回上述股东的出资资金，关键在于能否将股东加速到期的出资资金，解释为应归集于债务人的入库财产，进而主张股东对债权人的直接清偿行为，实质属于《破产法》第32条规定的应予撤销的个别清偿，进而适用《破产法》第34条之规定予以追回，再行将追回出资按照法律偿付位阶予以清偿。

第五部分\

结语

新《公司法》第54条确立的股东出资加速到期制度，为债权人带来机遇的同时也伴随着风险。从机遇来看，该制度打破了以往严格的适用情形限制，只要公司不能清偿到期债务，到期债权人即可要求未届出资期限的股东提前缴纳出资，拓宽了债权人的救济途径。同时，公司也被赋予催缴权利，增加了追加其他责任主体的可能。然而，这一制度在权利性质、适用条件、法律效果的认定及理解上仍存在模糊之处。这也为当下债权人行权策略的制定提出了新的要求，并增添了行权结果的不确定性。此外，基于前述法律尚未明确的灰色地带，也可能反向刺激非控股股东等利益主体发起控制权之争，甚至产生破产场景下出资“逃逸”的法律与道德风险。因此，新公司法司法解释以及后续的司法实践应当尽快颁布进一步的指引意见，澄清上述所涉的争议焦点，为各方行权确认更易于判断、界定与预期的权责边界。 ☞



张杜超
合伙人
债务重组与破产部
北京办公室
+86 10 5796 5268
zhangduchao@zhonglun.com

延迟退休背景下，女职工退休年龄认定困境——管理岗认定标准的分析与建议

作者：段海燕 何思明



自我国二十世纪九十年代各地陆续执行社会保险制度至今，已超过或接近三十年，当年步入职场的女职工陆续面临退休。随着延迟退休政策的推进，女职工退休年龄的认定问题，尤其是围绕“管理岗”身份产生的争议日益凸显。据不完全统计，近三年（2022年至2024年）有关女职工退休年龄的争议案件数量呈现明显上涨，且逐年递增的趋势¹。

关于女职工退休年龄的认定，司法实践中存在三大核心问题，其一，“退休年龄及岗位性质”的认定是否属于劳动争议的审理范围？其二，界定女职工法定退休年龄的关键依据，应是传统的“干部/工人”身份，还是实际的“管理岗/非管理岗”性质？其三，“管理岗”的具体界定标准究竟如何把握？由于法律对前述问题并无明确规定，且实践中客观存在不同理解与操作差异，导致女职工的退休年龄的认定成为近年来的争议多发领域，在一定程度上不利于和谐劳动关系的构建以及社会的稳定。鉴于此，笔者以一起有关女职工退休年龄认定的争议案件作为切入点，梳理相关法律法规、政策及司法裁判尺度，分析当前认定标准面临的困境与分歧，并在此基础上探讨完善建议，以期抛砖引玉，唤起社会各界对此问题的关注，共同在现有法律框架下就此类问题的解决、此类争议的减少或消除做出积极的努力。

第一部分\ 基本案情

1993年11月，张某入职A公司，工作岗位为“咨询员”，身份为“工人”；2008年7月，张某与A公司韶关分公司签订自2008年7月16日起的无固定期限劳动合同，工作岗位为“区域销售经理”；2012年5月25日，张某、A公司及A公司韶关分公司签订了《变更劳动合同协议书》，约定自2012年6月1日起，劳动合同主体

由A公司韶关分公司变更为A公司。A公司为一家经营日化品销售的公司。

2020年11月，张某在未经A公司同意的情况下，将自己在社会保险缴费系统及税务系统中的人员类别由“工人”修改为“干部”。2021年11月，A公司发现上述信息变化，并于当月联系社会保险及税务部门，将张某的人员类别还原

1.数据来源于威科先行法律信息库（<https://law.wkinfo.com.cn/>），最后检索时间为2025年5月30日。

为“工人”。

2021年12月10日，张某年满五十周岁。2021年12月17日，A公司通知张某已达到法定退休年龄，要求张某办理退休手续，但是张某认为自己属于管理岗，且身份为“干部”，法定退休年龄应当为55周岁，拒绝办理退休手续。由于社会保险缴费系统及税务系统中记载张某的身份/人员类别为“工人”，社会保险缴费系统在张某达到法定退休年龄当月（即2021年12月）自动停止缴存。

由于双方就办理退休事宜始终未能达成一致，2022年4月30日，A公司以张某达到法定退休年龄为由终止劳动合同。

2022年6月，张某向广东省当地的劳动人事争议仲裁委员会（以下简称“**仲裁委**”）申请仲裁，请求：A公司支付违法解除劳动合同赔偿金195万（计算标准为：工作年限对应的月数*劳动合同终止前12个月的平均工资*2）。主要理由为：1、张某身份为“干部”，A公司于2021年11月擅自修改其身份类别属无效；2、张某在职时担任A公司分公司销售经理，属于管理岗位，法定退休年龄应当为55周岁；3、A公司在张某年满五十周岁（未达法定退休年龄）时，单方终止劳动合同属于违法解除，应当支付违法解除劳动合同赔偿金。

A公司主张：公司认可张某的工作年限，

但是不认可终止劳动合同的行为违法，主要理由为：1、张某的法定退休年龄是50周岁还是55周岁，取决于张某的身份（是“工人”还是“干部”）以及岗位性质（是否为“管理岗位”）的认定，前述两个事项的认定属于社会保险部门的职权范畴，不属于劳动争议案件受理范围；2、社会保险缴费系统以及税务系统均记载张某的身份为“工人”，张某私自将“工人”修改为“干部”的结果无效；3、张某所在岗位不属于“管理岗”。主要理由为：（1）A公司作为销售型企业，依据其组织架构，张某所担任的广东省的“区域销售经理”仅高于销售代表，属于基层员工；（2）张某对于A公司广东销售区域的“人、财、物”均无独立的、完整的决定权；（3）张某的工作内容中包括了“终端门店走访、经销商门店拜访、跑线路、商品推广、销售产品及订单跟进”等销售代表从事的一线、基础销售工作。

仲裁委认为“关于退休年龄及岗位性质等涉及退休妥当性的事项应由社保行政部门审查认定，仲裁委不予认定”，基于此，仲裁委驳回张某提出的“支付违法解除劳动关系赔偿金”的仲裁请求；张某不服仲裁裁决，起诉至一审法院，一审法院经审理认定张某在终止劳动合同前的岗位为管理岗，其退休年龄应为55周岁，A公司以张某达到退休年龄为由与其终止劳动

关系属违法解除，应当支付违法解除劳动合同赔偿金；A公司不服一审判决，上诉至二审法院，后双方在二审阶段调解达成一致。

第二部分\

分析意见

上述案例涉及到女职工退休年龄认定的三大核心问题，具体分析如下：

（一）“退休年龄及岗位性质”的认定是否属于劳动争议的审理范围

关于“退休年龄及岗位性质”的认定是否属于劳动争议案件的受理范围，现有法律法规并

未明确规定。对于这一问题，司法实践中存在不同观点。一种观点认为，针对劳动者岗位性质、退休年龄问题产生的争议，应当以社保机构的审核结果为前提，不属于劳动争议案件受理范围²。另一种观点认为，劳动者的退休制度属于劳动法律法规及相关规章调整的范围，应当从劳动法律规范的层面分析认定，属于劳动争议案件受理范围。人民法院需对劳动者的岗位性质进行实质性审查和确认，并据此确定法定退休年龄³。针对北京市、天津市、河北省以及广东省等地对这一问题的司法裁判情况，笔者统计了2019年-2024年期间的同类案例，各地裁判尺度的统计结果如下：

地区	属于劳动争议审理范围		不属于劳动争议审理范围	
	案例个数	所占比例	案例个数	所占比例
北京市	26	89.7%	3	10.3%
天津市	7	77.8%	2	22.2%
河北省	11	78.6%	3	21.4%
广东省	32	88.9%	4	11.1%

2.参见广东省广州市荔湾区人民法院（2021）粤0103民初2264号民事判决书。

3.参见广东省汕尾市中级人民法院（2019）粤15民终547号民事判决书、北京市第二中级人民法院（2018）京01民终4137号民事判决书。

由上可见，针对“退休年龄及岗位性质”的认定是否属于劳动争议的审理范围这一问题，主流观点认为属于劳动争议审理范围。

（二）认定女职工的法定退休年龄的考量因素是“身份（干部或工人）”还是“岗位性质（管理岗或非管理岗）”

依据现行的相关政策，对于认定女职工退休年龄的考量因素，既有“身份”因素，也有“岗位性质”因素。

1、以“身份”为考量因素的依据

依据《国务院关于安置老弱病残干部的暂行办法》⁴和《国务院关于工人退休、退职的暂行办法》（国发〔1978〕104号）⁵、《劳动和社会保障部关于制止和纠正违反国家规定办理企业职工提前退休有关问题的通知》（劳社部发〔1999〕8号）⁶、《劳动和社会保障部办公厅关于企业职工“法定退休年龄”涵义的复函》

（劳社厅函〔2001〕125号）⁷等规定，女职工的法定退休年龄，以其退休前身份作为区分标准，女干部（技术）的原法定退休年龄为55周岁，女工人的原法定退休年龄为50周岁⁸。

至于“干部”和“工人”的识别标准，实践中一般为：社会保险缴费系统或税务系统中记载的劳动者人员类别、人事档案中记载的身份、劳动合同或岗位协议中的约定等。

2、以“岗位性质”为考量因素的依据

根据《劳动部关于试行全员劳动合同制有关问题处理意见的通知》（劳力字〔1992〕46号）⁹、《劳动部办公厅关于企业全员劳动合同制职工退休、退职问题的复函》（劳办发〔1994〕169号）¹⁰、《劳动部关于印发〈关于贯彻执行若干问题的意见〉的通知》（劳部发〔1995〕309号）¹¹、《国家经济贸易委员会、人事部、劳动和社会保障部关于深化国有企业内部人事、劳动、分配制度改革的意见》（国经贸企改〔2001〕230号）¹²等文件的规定，企业实行全员劳动合同制后，不再按照劳动者的身份性质确定退休年龄，而是依据劳动者的工作岗位性质确定退休年龄，从事管理岗位（专业技术岗位）的女职工，原法定退休年龄为55

4.《国务院关于安置老弱病残干部的暂行办法》第4条规定：“党政机关、群众团体、企业、事业单位的干部，符合下列条件之一的，都可以退休。（一）男年满六十周岁，女年满五十五周岁，参加革命工作年限满十年的；……”

5.《国务院关于工人退休、退职的暂行办法》第1条规定：“全民所有制企业、事业单位和党政机关、群众团体的工人，符合下列条件之一的，应该退休。（一）男年满六十周岁，女年满五十周岁，连续工龄满十年的；……”

6.《劳动和社会保障部关于制止和纠正违反国家规定办理企业职工提前退休有关问题的通知》规定：“国家法定的企业职工退休年龄是：男年满60周岁，女工人年满50周岁，女干部年满55周岁。”

7.《劳动和社会保障部办公厅关于企业职工“法定退休年龄”涵义的复函》（已废止）规定：“1999年3月我部下发的《关于制止和纠正违反国家规定办理企业职工提前退休有关问题的通知》（劳社部发〔1999〕8号）中，‘国家法定的企业职工退休年龄’，是指国家法律规定的正常退休年龄，即：‘男年满60周岁，女工人年满50周岁，女干部年满55周岁’。”

8.依据2025年1月1日起实施的《全国人民代表大会常务委员会关于实施渐进式延迟法定退休年龄的决定》第一条的规定“同步启动延迟男、女职工的法定退休年龄，用十五年时间，逐步将男职工的法定退休年龄从原六十周岁延迟至六十三周岁，将女职工的法定退休年龄从原五十周岁、五十五周岁分别延迟至五十五周岁、五十八周岁”，为表述简洁，后文中均简称为“原法定退休年龄五十周岁、五十五周岁”。

9.《劳动部关于试行全员劳动合同制有关问题处理意见的通知》（已废止）规定：“企业试行全员劳动合同制后，职工需要办理退休、退职手续的，应按其现工作岗位国家规定的年限和条件执行。”

10.《劳动部办公厅关于企业全员劳动合同制职工退休、退职问题的复函》（已废止）规定：“劳动部1992年下发的《关于试行全员劳动合同制有关问题处理意见的通知》第八条规定，‘企业试行全员劳动合同制后，职工需要办理退休、退职手续的，按其现工作岗位国家规定的年限和条件执行’。其中，‘现工作岗位’是指企业实行全员劳动合同制后，职工不再保留原固定身份，如原身份是干部，现到工人岗位工作的，按工人的退休、退职条件执行；原身份是工人，现到管理岗位工作的，按干部的退休、退职条件执行。”

11.《劳动部关于印发〈关于贯彻执行若干问题的意见〉的通知》第75条规定：“用人单位全部职工实行劳动合同制度后，职工在用人单位内由转制前的原工人岗位转为原干部（技术）岗位或由原干部（技术）岗位转为原工人岗位，其退休年龄和条件，按现岗位国家规定执行。”

12.《国家经济贸易委员会、人事部、劳动和社会保障部关于深化国有企业内部人事、劳动、分配制度改革的意见》规定：“取消企业行政级别。企业不再套用国家机关的行政级别，管理人员不再享有国家机关干部的行政级别待遇。打破传统的‘干部’和‘工人’之间的界限，变身份管理为岗位管理。在管理岗位工作的即为管理人员。岗位发生变动后，其收入和其他待遇要按照新的岗位相应调整。”

周岁；从事非管理岗位的女职工，原法定退休年龄为50周岁。

另外，部分地区也出台了类似规定，例如：北京市《关于进一步加强基础管理，规范退休核准工作有关问题的通知》（京人社养发〔2011〕49号）附件1中规定：“男年满60周岁，女管理和专业技术岗位年满55周岁，女非管理岗位年满50周岁”；天津市《关于印发天津市城镇企业职工退休管理暂行办法的通知》（津人社局发〔2013〕2号）第十五条规定：“女职工由管理岗位转为操作岗位的，用人单位应及时与其变更劳动合同，并到区县人力资源和社会保障行政部门办理劳动合同备案手续。退休前在操作岗位工作且办理劳动合同备案手续满1年的，方可按操作岗位办理退休。女职工转为操作岗未满一年达到法定退休年龄的，应按整年度办理后延缴费手续，待转为操作岗满一年以上且后延缴费至整年度（满周岁）后，再办理退休手续”；广东省《广东省劳动厅、社保局转发劳动和社会保障部关于制止和纠正违反国家规定办理企业职工提前退休有关问题的通知》（粤劳薪〔1999〕114号）规定：“对女职工现岗位的认定，以用人单位与劳动者签订的劳动合同为依据，即不论原身份是工人还是干部，其现岗位应以劳动合同中确定的岗位为准，凡在现岗位工作一年以上，均应以现岗位



认定其身份。其退休年龄，在工人岗位工作的按50周岁，在管理岗位工作的按55周岁”。

3、司法现状

由上可见，在认定女职工退休年龄时，以“身份”为考量因素还是以“岗位性质”为考量因素均有政策依据。至于在具体认定时应以哪一因素为主要考量因素或优先考量因素，司法实践中存在不同的裁判尺度：一种观点认为判断女职工的退休年龄应当以“**岗位性质**”作为主要考量因素¹³；另一种观点认为判断女职工的退休年龄应当以“身份”作为主要考量因素¹⁴。其中，在北京、天津、河北及广东2019年-2024年期间的司法实践中，均以“岗位性质”作为主要考量因素的观点为主流观点，具体统计情况如下：

13. 参见北京市第三中级人民法院（2021）京03民终20049号民事判决书、北京市第二中级人民法院（2021）京02民终10161号民事判决书、北京市第二中级人民法院（2024）京02民终2519号民事判决书。
14. 参见北京市第一中级人民法院（2023）京01民终3751号民事判决书、北京市第三中级人民法院（2021）京03民终8266号民事判决书。

地区	以“身份”为主要考量因素		以“岗位性质”为主要考量因素	
	案例个数	所占比例	案例个数	所占比例
北京市	2	7.7%	24	92.3%
天津市	3	42.9%	4	57.1%
河北省	3	27.3%	8	72.7%
广东省	8	25%	24	75%

（三）如何界定“管理岗位”

1、政策规定

如果依据“岗位性质”作为法定退休年龄认定的考量因素，那么如何区别、界定“管理岗位”和“非管理岗位”对于处理此类争议具有十分重要的现实意义，也往往成为当事人各方的争议焦点之一。针对“管理岗位”的界定，目前国家各类规范性文件中针对退休条件中所指“管理岗位与非管理岗位”没有准确定义或列举式定义，仅在《国家经济贸易委员会、人事部、劳动和社会保障部关于深化国有企业内部人事、劳动、分配制度改革的意见》（国经贸企改〔2001〕230号）有所涉及，即该意见第二条规定：“在管理岗位工作的即为管理人员。管理人员是指企业内部担任各级行政领导职务的人员、各职能管理机构的工作人员以及各生产经营单位中专职从事管理工作的人员”。据此，识

别“管理岗位”的标志性因素是“专职从事管理工作”。

2、建议可考量的认定因素

笔者认为，结合本案的具体情况，在界定女职工的岗位是否为“管理岗”时，可以考虑如下因素：

（1）劳动者在用人单位组织架构中所处的层级；

（2）劳动者的工作内容或职责中是否包含与基层员工相同的工作内容（以识别是否为“专职管理”）；

（3）劳动者对所负责的部门或区域的“人、财、物”的管理权限大小。例如，本案中，张某不具有聘用员工的决定权、所在销售区域及区域中的员工的目标任务的决定权；不享有所在区域销售运营预算的批准权、所在销售区域员工的薪资标准的决定权；不享有办公场所租用

及退租的决定权；

(4) 劳动者薪资水平；

(5) 相同岗位/级别的其他劳动者的退休年龄；

(6) 劳动合同或岗位协议中对“岗位性质”的约定；

(7) 用人单位规章制度中有关“管理岗”范围或界定标准的规定。例如，北京市高级人民法院（2022）京民申1286号民事裁定书中认定“用人单位和劳动者可以在劳动合同中对于劳动者从事岗位是否具有管理性质进行约定，用人单位的规章制度、岗位架构等文件中也可以作出规定，既无约定也无规章制度规定，则由用人单位与劳动者协商确定岗位性质”。

3、难点分析及处理建议

对于具有一定管理权限的劳动者是否属于“管理岗”的问题，是本案的争议焦点问题，也是此类案件的难点问题。对于该问题，笔者认为，虽然张某负有一定的管理职责，如所在销售区域员工年假的审批权、员工招用的建议权、费用报销真实性的确认权（批准人之一为张某的上级），但是，“负有管理职责”不等于“管理岗”。最直接的实例为，车间班组长也有一定管理职责（如批假权、排班权、考核建议权），但是，按照普遍的认知，班组长的岗位并不因具有上述管理职责而属于“管理岗”。因

此，我们倾向于认为，“负有一定程度的管理职责”不能成为认定“管理岗”的唯一因素，还需要综合考虑其工作内容（有无管理的专职性）、用人单位的制度规定、劳动合同约定、决策权限的大小等其他因素进行合理的评估及认定。在此情形下，为尽可能减少用人单位与女职工之间就“岗位性质”产生的分歧，用人单位可以考虑通过如下方式进行明确约定/规定：

(1) 在劳动合同、岗位协议或者变更协议中明确约定劳动者所处岗位的性质（即约定属于或者不属于“管理/专业技术岗位”）；

(2) 在通过民主公示程序依法制定或修订的规章制度中，明确用人单位内部管理/专业技术岗位的范围和认定标准；

(3) 在用人单位的管理系统、内部文件（如岗位职责说明书）中标明劳动者的岗位性质。⁸²



段海燕
合伙人
合规与政府监管部
北京办公室
+86 10 5957 2043
duanhaiyan@zhonglun.com

香港《稳定币条例》正式生效： 发牌制度与市场影响全面解读

作者：姚平平 徐振梁 崔灝 康来



2025年5月21日，香港立法会正式通过了《稳定币条例》（以下简称“条例”），标志着香港在规范稳定币相关活动方面迈出了里程碑式的一步。该条例由财经事务及库务局局长许正宇推动，修正案于2025年5月14日以立法会CB(2)912/2025(01)号文件发布，并在5月19日的CB(1)842/2025号文件中完成辩论及表决安排。条例通过引入严格的发牌制度，为稳定币发行及相关活动建立了全面的监管框架，旨在维护香港货币及金融体系的稳定性，同时巩固其作为国际金融中心中的地位。该条例将自财经事务及库务局局长以宪报公告指定的日期起实施，拟为市场参与者提供清晰的法律指引。本文将深入解读条例的核心内容，特别是发牌制度的设计、监管机制及其对市场参与者的深远影响。

第一部分\

条例背景

稳定币是一种基于区块链技术、旨在通过锚定资产（如法定货币或一篮子资产）维持价值稳定的加密资产，近年来在全球金融市场迅速发展。其在支付、跨境交易、去中心化金融（DeFi）及Web3生态系统中的应用潜力巨大，但也带来了显著风险，例如2022年TerraUSD崩盘暴露的储备资产不足、系统性风险及投资者保护问题。香港作为国际金融中心，敏锐捕捉到稳定币的创新潜力，同时意识到其对货币稳定、反洗钱及金融安全的潜在威胁。为此，香港金融管理局（以下简称“**金管局**”）推动制定《稳定币条例》，通过引入发牌

制度规范稳定币的发行及相关活动，确保市场秩序、公众利益及香港金融体系的长期稳定性。

条例的通过与全球监管趋势高度一致。国际货币基金组织（IMF）及金融稳定理事会（FSB）多次警告稳定币可能引发的系统性风险，尤其是在跨境支付及金融市场中的潜在影响。例如，FSB在2024年报告中指出，全球稳定币市场规模已超过1500亿美元，监管缺失可能导致类似传统金融危机的连锁反应。香港的条例不仅回应了这些国际关切，还结合本地市场特点，设计了灵活且基于风险的监管框架。立法会成员吴杰庄在X平台上表示，该条例的通过是香港迈向国际Web3金融中心的关键一步，不仅支持港币稳定币的发展，还可能推动

离岸人民币稳定币的探索，依托中国大陆的庞大市场进一步提升香港的全球竞争力。

第二部分\

条例核心条款

1. 稳定币及指明稳定币的定义

根据条例第3条款，稳定币被定义为一种基于分布式账本技术（DLT）的加密数字价值表示，具有以下特征：

- 以记账单位或经济价值储存形式表达；
- 被公众接受作为支付、债务清偿或投资的交易媒介；
- 可通过电子方式转移、存储或交易；
- 在分布式账本或类似资讯存储库上操作；
- 声称参考单一资产（如港币、美元）或一篮子资产（如多种法定货币）维持稳定价值。

某些数字资产被明确排除在稳定币定义之外，例如由中央银行或政府发行的数字货币（如数字港币）、受《证券及期货条例》（第571章）定义的证券或期货合约等（第3(2)条款）。

第4条款进一步定义了“指明稳定币”，包括：

- 完全参考一种或多种官方货币（如港币、

美元）维持价值稳定的稳定币；

- 参考金管局通过宪报指定的记账单位或经济价值储存的稳定币；
- 金管局通过宪报公告指定的其他数字价值表示。

2. 受规管稳定币活动的范围

条例第5条款明确了“受规管稳定币活动”的范围，主要包括：

- **在香港发行指明稳定币：**包括设计、发行及管理指明稳定币的活动，涵盖稳定币的创建、分配及赎回流程。

- **在香港以外发行参考港币的指明稳定币：**若稳定币的价值完全或部分参考港币（如1:1锚定港币或包含港币的一篮子货币），即使发行人在香港以外，其活动仍受条例监管。

- **金管局通过宪报指定的其他活动：**金管局可根据市场发展及风险评估，动态指定其他需受规管的活动。

金管局在指定受规管活动时需考虑其对香港货币及金融稳定性、国际金融中心功能以及公众利益的影响（第5(5)条款）。条例具有域外效力，明确要求在香港以外发行但主动向香港公众营销的指明稳定币活动遵守监管要求，例如通过互联网或应用程序向香港居民推广的稳定币发行活动。

3. 发牌制度：核心门槛与持续合规要求

《稳定币条例》的核心在于引入了严格的发牌制度，由金管局负责审批和管理，确保只有具备高标准合规能力的实体才能从事受规管稳定币活动。以下从**申请资格、核心门槛、许可证条件及持续合规要求**四个方面详细解读。

3.1 申请资格

根据条例第14条款，只有以下实体可申请稳定币发行许可证：

- 在香港注册成立的公司；
- 在香港以外注册成立的认可机构（如受监管的银行或金融机构），并在香港设有注册办事处。

此要求明确排除了个人、合伙企业或非法实体，确保稳定币发行人具备足够的法律及财务责任能力。金管局特别强调，申请人必须证明其在香港的实际业务运营能力，例如设有本地管理团队及合规部门。

3.2 申请牌照的核心门槛

条例第15条款及《附表2》规定了申请许可证的最低标准，构成发牌制度的核心门槛，包括以下关键要求：

- **财务稳健性：**申请人需维持最低2500万港币的实缴资本，并持有足够的高质量、高流动性储备资产（如政府债券、银行存款），以确保稳定币的1:1赎回能力。储备资产必须与稳

定币的参考货币（如港币）保持一致，并接受独立审计。

- **管理能力：**申请人需具备健全的公司治理结构。管理团队需证明其在区块链技术、金融监管及风险管理方面的专业能力。

- **合规体系：**申请人需建立全面的反洗钱（AML）及反恐融资（CTF）合规计划，符合《打击洗钱及反恐怖分子资金筹集条例》（第615章）要求。此外，需实施有效的风险管理系统，涵盖市场风险、操作风险及网络安全风险。

- **技术能力：**申请人需证明其分布式账本技术平台的安全性及稳定性，例如通过第三方安全审计证明智能合约无漏洞，并确保系统能够处理高交易量及防止未经授权的访问。

- **投资者保护：**申请人需制定清晰的赎回政策，不得附加过分严苛的赎回条件，只得收取与赎回指明稳定币相关的合理费用，且赎回流程透明、高效。

为降低系统性风险，条例特别禁止非持牌机构向零售投资者提供指明稳定币，确保只有合规实体能够服务公众。

3.3 许可证条件

根据第17条款，金管局可对许可证附加特定条件，以确保持牌人持续符合监管要求。这些条件可能包括但不限于：

- **储备资产管理：**持牌人需将储备资产存放于受金管局认可的托管机构，资产需完全隔离，不得用于其他目的。

- **定期报告：**持牌人需每月向金管局提交储备资产报告，并每年接受独立审计，确保透明度及合规性。

- **业务限制：**持牌人不得从事与稳定币发行无关的高风险活动，如衍生品交易或杠杆投资。

- **技术更新：**持牌人需定期更新技术系统，确保符合最新的网络安全标准。

3.4 持续合规要求

获得许可证后，持牌人需持续满足以下标准（第22-27条款）：

- **年度缴费及报告：**持牌人需每年向金管局缴纳许可费用，并提交年度合规报告，披露财务状况、储备资产情况及重大业务变更。

- **许可证编号展示：**持牌人需在所有与稳定币相关的宣传材料及平台上展示许可证编号，增强市场透明度。

- **重大变更通知：**任何重大变更（如公司结构、储备资产配置或技术系统升级）需提前通知金管局，并可能需重新审批。

- **无力履行时的报告义务：**持牌人若认为其很可能会无力履行义务、无力偿债或即将终止付款，需尽快向金融管理专员报告并提供相

关资料，否则将构成犯罪。

若持牌人未能满足要求，金管局可暂停或撤销其许可证（第28条款）。

4. 禁止及处罚

条例第2部分第1分部对未经许可的活动设定了严格限制：

- **未经许可活动：**禁止未经许可从事受规管稳定币活动或提供指明稳定币（第8、9条款）。若经公诉程序定罪，将面临最高500万港币罚款及7年监禁，每日持续违规另罚10万港币。

- **欺诈及误导：**第11条款禁止在稳定币交易中使用欺诈或欺骗手段，违者最高可被罚款1000万港币及监禁10年。第12条款针对诱导他人交易的欺诈或轻率陈述，规定了相应处罚。

- **广告限制：**第10条款禁止未经许可的稳定币活动或指明稳定币的广告宣传，违者可被罚款及监禁。即便在香港以外的广告，若目标为香港公众，仍受此条款约束。

5. 金管局的监管权力

条例赋予金管局广泛的监管权力，包括：

- **调查权：**金管局可对涉嫌违规行为展开调查，要求提供文件或信息（第116-129条款）。

- **制裁权：**金管局可对违规的持牌人或指定实体施加民事制裁，如罚款、业务限制或公开谴责（第131条款）。

- **指定实体：**满足特定条件时，金管局可指定在香港以外发行指明稳定币或提供稳定币支付系统服务的实体，要求其遵守特定监管要求（第101条款）。

- **顾问及法定经理：**在特定情况下（如持牌人财务危机），金管局可任命顾问或法定经理接管其事务（第79、80条款）。

6. 过渡安排

为确保平稳过渡，条例《附表7》规定了过渡安排：

- 在条例生效首3个月内，已在香港从事受

规管稳定币活动的实体可继续运营。

- 若申请在首6个月内获金管局认可，实体可获临时许可证，直至正式许可证审批完成或申请被拒。

- 未申请或被拒的实体须在“结业期”内停止相关活动，违者将面临处罚。对于未提出牌照申请的实体，首3个月届满当日的翌日即进入结业期；对于已提出牌照申请的实体，则自申请被拒绝或牌照被撤回当日起进入结业期。

7. 审裁处机制

条例第7部分设立了稳定币审裁处，负责审查金管局的指定决定，例如许可证拒绝、撤销或制裁决定（第139-147条款）。审裁处由首席法官任命的主席及成员组成，确保程序公正及透明。相关方可就法律问题向高等法院上诉法院提出上诉（第146条款），为市场参与者提供独立的申诉渠道。

第三部分\

市场影响与展望

（一）对市场参与者的影响

1. 合规门槛提升：发牌制度的高标准（如2500万港币实缴资本、严格的储备资产要求）可能限制小型或新兴稳定币发行人的进入，但



将显著提高市场进入壁垒，筛选出财务稳健、技术可靠的参与者。这将推动行业向更专业化、透明化的方向发展。

2.增强投资者信心：通过严格的许可、储备资产管理和处罚机制，条例有效降低欺诈及市场风险。例如，只允许持牌机构向零售投资者提供指明稳定币，确保投资者的资金安全及赎回权利，从而增强公众对稳定币的信任。

3.国际化发展机遇：条例对跨境稳定币活动的监管（如参考港币的稳定币）表明香港有意在全球稳定币市场中占据重要地位。标准Chartered、香港电信（HKT）、Animoca Brands、京东Coinlink Technology及RD Innotech等已参与金管局的稳定币沙盒项目，显示国际机构对香港监管环境的信心。

（二）对香港金融生态的意义

《稳定币条例》的通过标志着香港在加密资产监管领域的全球领先地位。金管局首席执行官余伟文表示，该条例建立了“基于风险、务实且灵活的监管环境”，为香港的稳定币及更广泛的数字资产生态系统提供了健康、负责任且可持续的发展条件。条例与《银行条例》（第155章）、《存款保障计划条例》（第581章）及《反洗钱及反恐融资条例》（第615章）的修订相辅相成，确保稳定币监管与其他金融法

规的无缝衔接。例如，稳定币持牌人的储备资产被纳入存款保障计划的保护范围（《附表8》第4条款），为投资者提供额外保障。

此外，条例的域外效力及灵活指定机制使其能够适应快速变化的加密资产市场。例如，金管局可通过宪报动态调整受规管活动或资产的范围，应对新兴技术（如去中心化稳定币算法）可能带来的新风险。

第四部分\

未来展望

随着条例预计于2025年内生效，市场参与者需密切关注金管局即将发布的实施细则及许可证申请指引。金管局计划继续与行业合作，探索稳定币在跨境支付、贸易融资及Web3生态系统中的应用场景，例如通过智能合约实现“可编程货币”功能，用于自动化支付或供应链管理。香港政府还将就虚拟资产场外交易及托管服务展开进一步咨询，计划于2026年推出相关监管框架，构建全面的虚拟资产监管体系。

全球范围内，欧盟的《加密资产市场监管法案》（MiCA）已于2024年生效，美国参议院近期通过了《GENIUS法案》，新加坡及迪拜等地也在加速数字货币监管。香港的条例通过“同活动、同风险、同监管”的原则，与国际

标准接轨，同时结合本地优势（如港币的国际流通性及香港的金融基础设施），为全球稳定币监管提供了重要参考。未来，香港有望通过稳定币监管吸引更多国际机构入驻，成为全球Web3金融的枢纽。

第五部分\

结语

《稳定币条例》的正式通过是香港在数字资产领域的重要里程碑，通过引入严格的发牌制度平衡创新与风险。条例不仅为稳定币发行及相关活动提供了清晰的法律指引，也为香港巩固其全球金融中心地位注入了新动力。中伦香港将继续密切跟踪条例的实施进展及金管局的后继指引，为客户提供专业的法律意见，助力其在快速变化的加密资产市场中合规发展。



姚平平
合伙人
私募基金与资管部
香港办公室
+852 2298 7138
janeyao@zhonglun.com



徐振梁
非权益合伙人
私募基金与资管部
香港办公室
+852 2298 7676/ +86 755 3325 6434
alfredxu@zhonglun.com



崔灏
非权益合伙人
私募基金与资管部
香港办公室
+852 2298 7142
patrickcui@zhonglun.com



特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。