

高溢价并购的商誉减值引发的中小股东纯粹经济损失的侵权法救济

周弘毅

(湖南云天律师事务所, 湖南 长沙 410007)

【摘要】高溢价并购的商誉减值引发的中小股东纯粹经济损失是否符合侵权法的救济条件,关系到现有的法律制度能否给中小投资者提供可靠的安全屏障,以隔绝或救济大股东对其进行的财富“收割”。股权投资具有合同属性,研究股权利益上的纯粹经济损失如何得到侵权法上的救济,为合同法与侵权法边界的突破作出了有益尝试。

【关键词】商誉减值; 中小股东; 纯粹经济损失; 侵权法

一、引言

2018年开始,国内上市公司开始大规模计提商誉减值,股价应声下跌,引发股市震荡。究其原因,大规模计提商誉减值是前期高溢价并购带来的恶性后果:上市公司为获得竞争优势,以远高于可辨认净资产公允价值份额的对价进行并购,导致并购方确认大额商誉,而虚高的商誉自带减值风险;加之企业大股东惯用商誉减值来实行盈余管理甚至操纵股价,所以大规模计提商誉减值几乎是上市公司在高溢价并购后大概率会出现的操作。

大规模商誉减值引发的股价暴跌会严重侵害中小股东的利益:首先,公司利润被拉低,导致股利分配减少;其次,股价下跌,信息相对闭塞的中小股东被套牢,财富受损。然而,我国目前并没有发生过大规模商誉减值引发的侵权诉讼,也鲜有学者进行理论研究。一方面,中小股东将自身利益受到的损害归结于市场风险,根本没有意识到自己的权益受到恶意侵害,遑论通过诉讼途径寻求法律救济;另一方面,在高溢价并购和大规模商誉减值中发生的部分违法行为,如虚假陈述,司法界和理论界都将注意力集中在《证券法》中的行政处罚上,对于侵权法救济未给予足够重视。那么,大规模商誉减值导致的中小股东权益损害如何依据侵权法得到救济?本文将通过民法中的纯粹经济损失理论,对中小股东经济损失的可赔偿性及救济路径进行研究。

二、纯粹经济损失在侵权法上的可救济性

纯粹经济损失是现代民商法研究的热门领域,因其给合同法所不能覆盖的、“非作为权利或受到保护的利益侵害结果存在的损失”^[1]带来了救济可能性,同时也因其平衡“权益保护”和“行动自由”

之难给理论与实务带来巨大挑战和研究空间。^[2]纵观各国立法,只有1972年颁布的《瑞典侵权责任法》中对纯粹经济损失进行了概念界定:本法的纯粹经济损失应被理解为不与任何人遭受人身伤害或者财产损害相关的经济损失。我国与纯粹经济损失相关的法律规范零星见于《民法典》第1165条第1款“行为人因过错侵害他人民事权益造成损害的,应当承担侵权责任”的规定以及《保险法》《证券法》等特别法中。不过,各国理论界和实务界普遍认可纯粹经济损失这一法律概念存在的意义。王泽鉴教授认为:“所谓纯粹经济上损失,系指被害人直接遭受财产上的利益,而非因人身或者物被侵害而发生”,^[3]这也是我国对纯粹经济损失这一概念的通说。

尽管各国对“纯粹经济损失”的定义不尽相同,但对纯粹经济损失的侵权法救济基本上都采取“有限救济”原则,其依据为“诉讼闸门”理论:纯粹经济损失在责任数量和范围上存在着不确定性,为避免诉讼无限制蔓延,侵害公民的“行为自由”,仅在加害人故意给受害人造成纯粹经济损失以及法律明确规定可以请求侵权损害赔偿的情况下,受害人有权请求加害人承担侵权损害赔偿责任。正如我国台湾地区“民法”第184条的规定:“因故意或过失,不法侵害他人之权利者,负损害赔偿责任。故意以背于善良风俗之方法,加损害于他人者亦同”,纯粹经济损失仅在严格符合上述构成要件的情形下才具有可救济性。我国通说认为,“故意以背于善良风俗之方法,加损害于他人”是纯粹经济损失得以侵权法救济的前提条件。

三、中小股东纯粹经济损失的可救济性及救济路径

高溢价并购引发的大规模商誉减值导致的中小

股东权益损害是否属于纯粹经济损失？如引言部分所述，大规模商誉减值对中小股东利益的侵害主要体现在股票价格下跌和股利分配减少。商誉减值只体现在上市公司的财务报表上，但股价下跌和股利分配减少却是真金白银的损失。而且，毋庸赘述，这种损失并非对人身或物等绝对权的侵害，只能归类为纯粹经济损失。

那么，此类损失要想获得侵权法救济，前提是必须符合当事人“故意以背于善良风俗之方法，加损害于他人”的构成要件。上市公司因高溢价并购引发的大规模商誉减值，能否满足此前提条件？由此造成的中小股东纯粹经济损失，在我国现行法上又该如何加以救济？

（一）主观上的“故意”、方法上的“背于善良风俗”和结果上的“加损害于他人”

高溢价并购产生于并购方的高业绩承诺和并购方的虚高估值，目的是抬高公司股价、攫取超额利润。高溢价并购的主产品是股票暴涨，副产品便是巨额商誉的确认，而巨额商誉也成了未来股价暴跌的“控制器”。虚高的业绩承诺无法得到兑现，那么虚高估值产生的巨额商誉必定在将来承受巨额减值。

大规模商誉减值会拉低上市公司的账面利润，引起股价暴跌。商誉减值是会计上的处理，何时计提减值，计提多少减值很大程度上受大股东的影响。大股东通过操控商誉减值的时间和规模来操纵股价走势，一方面进行盈余管理，另一方面可以及时抛售股票规避风险，获取超额收益。而信息相对滞后的中小股东只能被套牢，蒙受经济损失。从高溢价并购到大规模商誉减值，大股东的超额收益建立在中小股东的损失之上。由此可见，并购方和被并购方为了吸引投资、抬升股价而进行的高溢价并购以及随后的大规模商誉减值，确实有着损害中小股东利益的主观故意，方法和手段堪称“背于善良风俗”，结果就是中小股东承受经济损失。可见，高溢价并购的商誉减值引发的中小股东纯粹经济损失完全符合侵权法的救济条件。

（二）我国现行法上的救济路径

1. 《证券法》的救济路径。事实上，由于高溢价收购中并购方的虚高估值和被并购方的高业绩承诺往往涉及虚假陈述，所以中小股东对自身的损失并不缺乏救济渠道。《中华人民共和国证券法》第八十五条规定：

信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息

披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任；发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。

可见，高溢价并购中，因并购方、被并购方的虚假陈述所造成的中小股东利益受损，可依据《证券法》第八十五条的规定请求信息披露义务人，即并购方、被并购方的董、监、高等负责人赔偿损失。这是纯粹经济损失的侵权损害赔偿在《证券法》上的请求权基础。不过，在实务上，我国至今尚未出现此类案例，可能是因为从高溢价并购中的虚假陈述和违反信息披露义务到确认巨额商誉，再到有计划地计提大规模商誉减值，最后到股价下跌、股利分配减少，中小股东利益受损，这一逻辑链条过于复杂，且涉及时间长，大多数投资者难以窥见其中的因果关系；就算对此心知肚明，也很难将大股东侵害所造成的损失从正常的市场波动中分离出来，所以只能将自己承受的损失归结于市场风险。

2. 《民法典》的一般救济路径。如果高溢价并购不涉及《证券法》中的虚假陈述，或者难以证明存在虚假陈述等行为，能否在《民法典》中寻求请求权基础，构建一般救济路径？

《民法典》第1165条第1款规定：

行为人因过错侵害他人民事权益造成损害的，应当承担侵权责任。

斟酌文义，《民法典》只是将“民事权益”作为侵权法救济对象的兜底原则，既没有将纯粹经济损失关闭在救济的大门之外，也未明确指明其救济方式。理论上说，只要满足纯粹经济损失可救济性的一般构成要件，即可获得侵权法上的救济。然而，《民法典》对此并没有明文规定，致使《民法典》对此类损失的救济发挥的指引作用有限。能否以《民法典》第1165条第1款规定作为请求权基础，殊难判断。

中小股东纯粹经济损失本就难以定性和定量，实证法上规定的模糊性让此类损失在寻求救济的路上更加困难重重。未来能否有所突破，仍需依赖解释、判例和学说的协力探索。

四、可救济损失金额的确定——侵权法与合同法边界之突破

如何将中小股东纯粹经济损失从正常的市场风险损失中剥离出来，即如何确定哪些损失是企业管理

层和大股东故意带来的，而哪些损失仅仅是正常的市场波动引起的，这是中小股东纯粹经济损失能否得到侵权法救济的另一个关键问题。

正常途径应是直接引用侵权法的规定。《民法典》第一千一百八十四条规定：

侵害他人财产的，财产损失按照损失发生时的市场价格或者其他合理方式计算。

然而，以此为依据计算损失数额将对中小股东造成极为不利的影响。如果依照损害发生时股权的市场价格衡量中小股东所承担的损失，那么在所持股票数额不变的情况下，将得出股权并未受到损失的结论。因为在损害发生后，中小股东持有股票的价值依旧反映当时股票的市场公允价值。这种计量方式意味着中小股东的纯粹经济损失全部来源于市场风险，这与损失可救济这一逻辑前提自相矛盾。

走出这一困境，需要突破侵权法与合同法的边界，借用合同法中违约损害赔偿范围的确定方法对中小股东纯粹经济损失的数额进行确定。而这一“越界行为”不乏理论基础。中小股东对企业的投资实质上是一种金融工具，而金融工具本质上是一种合同关系。正如王水雄教授所言，“既然金融是信用活动，那么金融工具自然也就是信用活动的工具，主要用来实现资金交易，通常可以定位和理解资金交易的文件”。王水雄教授同时也指出，“金融工具助推资金交易在一定群体范围内的实现，让它也可以被看作是一种‘群体承诺标识物’”，而这种群体性承诺包括“在后续被当作目标对象进行运营和买卖的过程中，于不断卷入的群体的认知中所形成的盈利能力及获利可能性的相关保证”所以，对大股东对中小股东股权利益的侵害，往往会涉及契约和信用的问题。需要指出的是，王水雄教授所说的“合约文件”只是作为金融体系运行的底层逻辑而存在，在现行法上并没有获得合同的效力，所以原则上很难通过主张违约损害赔偿获得救济。但依据金融工具的合约属性，使用合同法确认违约损害赔偿的方法来计算侵权法救济的数额，在目前相关配套法律尚不完备的情况下，不失为一条可供选择的途径，同时也能为如何突破侵权法和合同法的边界对纯粹经济损失进行救济做出有益尝试。

对于中小股东在企业的投资而言，尽管并没有具体的合同条款对资金的使用者，即大股东如何进行企业并购和计提商誉减值进行规范，但就双方交易的目的而言，资金使用者善良、勤勉和诚实的义务是题中应有之义。大股东操控商誉减值，对中小股东的财富进行“收割”，明显违反了诚实善良的义务，

甚至可能构成欺诈。当然，如上文所言，中小股东和大股东之间在现实中并不存在这样的合同条款，所以无法追究其违约责任，只能通过侵权法寻求救济。不过在确定赔偿数额时，可以借用合同法的规定。《民法典》第五百八十四条规定：

当事人一方不履行合同义务或者履行合同义务不符合约定，造成对方损失的，损失赔偿额应当相当于因违约所造成的损失，包括合同履行后可以获得的利益；但是，不得超过违约一方订立合同时预见到或者应当预见到的因违约可能造成的损失。

也就是说，可借用合同法中“履行利益”的概念作为中小股东纯粹经济损失的赔偿依据。而且，“履行利益”是对未来的预测与估计，并考虑了风险因素，与股权的估值原则暗合。在实际计算时，中小股东“履行利益”的确定可借用经济学中的“现金流量折现模型”或者“可比公司估值模型”等方法对正常投资环境下应有的股权价值进行估算，与现实中的股东财富进行对比，进而得出所损失的“履行利益”。

五、结束语

并购有利于提高企业竞争力、促进行业繁荣发展，但并购不能成为大股东收割中小股东财富的工具。中小股东利益的保护对证券市场的健康发展至关重要，而健全的法律制度是保障中小股东利益的最后一道屏障。法律制度之健全离不开理论界的创造性研究和司法实践的开拓进取。如何借助纯粹经济损失理论，加强各类投资活动中对中小股东利益的法律保护，是我国法学理论和司法实践必须攻克的难题。

参考文献：

- [1][德] 克雷斯蒂安·冯·巴尔：《欧洲比较侵权行为法》（下卷）[M]. 焦美华译，法律出版社，2004.
- [2] 王泽鉴. 侵权行为法（第一册）[M]. 北京：中国政法大学出版社，2001:67.
- [3] 王泽鉴. 挖断电缆的民事责任：经济上损失的赔偿[M]. 民法学说与判例研究. 北京：中国政法大学出版社，1998:77.
- [4] 王水雄，孙畅. 金融的本质及其权利结构的可能转变：从合约到博弈[J]. 学习与探索. 2022(08)

作者简介：

周弘毅（1991—），男，湖南邵阳人，外国语言文学硕士，湖南云天律师事务所实习律师，目前正在攻读中国政法大学民商法学硕士学位，研究方向为侵权法。