



□ 公司法

《公司词义考》二十年——再思语言游戏、法律移植和政企关系·····郭 锐	3
《公司法》修订中的资本制度路径思辨	
——以委托代理理论构建我国授权资本制·····白牧蓉 张嘉鑫	14
从公司合同说到组织说：法律行为视角下的公司与公司法·····陈 醇	30
董事会中心主义治理模式在我国公司法中的重塑·····甘培忠 马丽艳	47
董事注意义务标准之厘定·····翁小川	63
股东对公司所控股公司的知情权·····董新义	82
民营上市公司财务监督问题	
——兼评《上市公司治理准则》《证券法》的相关修订·····郭 远	97
股权让与担保的内外关系与权利界分·····葛伟军	108
公司归入权的体系定位与规范构造·····周 淳	123
中国公司法产生源流考	
——以日本法的影响为视角·····朱大明	138
公司资本流出与债权人利益保护	
——法律路径与选择·····刘 燕 王秋豪	156

□ 证券法

论上市公司股东代理权征集滥用的规制	
——以新《证券法》第90条为对象·····董新义	172
科创板上市公司双层股权结构中的日落条款·····樊 健 朱 锐	189
欺诈市场理论在公司债券虚假陈述纠纷中的适用·····樊 健	203
债券投资者司法救济规则建构论纲·····冯 果 刘 恂	220

规则、原则和实施证券法的竞争·····[美]詹姆斯·帕克 著 薛前强 译	238
中国版证券集团诉讼制度研究	
——以新《证券法》第95条第3款为分析对象·····黄江东 施 蕾	268
证券执法和解信息公开的范围及其限度	
——以证监会〔2019〕11号公告为分析对象·····梁 艺	282
行政过程理论视域内的“冷淡对待”证券市场中介机构措施 ·····刘志伟	296
美国“蓝天法”对科创板发行审核裁量权边界的启示	
——兼论新《证券法》下注册制进阶路径 ·····任泽宇	313
证券虚假陈述赔偿中审计人责任构成要件与责任限缩 ·····缪因知	330
新《证券法》下境外发行人参照适用上市公司规则的原理及径路	
——兼论保障“股东权益相当”的难易 ·····宋 澜	349
新《证券法》、程序化交易和市场操纵规制 ·····徐文鸣 张玉美	361
证券交易所自律管理行为的司法审查标准	
——评叶伟钢诉新加坡证券交易所案 ·····张 红	373
双重股权架构的域外经验与中国应对 ·····张 巍	382
论实际控制人的法律责任：公法的路径依赖与私法的理念再生 ·····郑 彧	403
直接上市制度改革及其“看门人”机制分析 ·····高振翔	419
证券型通证发行的法律性质与监管范式转变	
——以美国数字资产投资合同分析框架为视角 ·····张 超	441

《公司词义考》二十年 ——再思语言游戏、法律移植和政企关系

郭 锐*

内容提要：学界很多对起源于国外的法律制度的研究，都把本国制度放在与“国际标准”对比的模式下，试图观察其不足之处，并找出缩小差距的方法。通过回顾《公司词义考》一文中提出的三个重要问题，可以发现上述方法存在可批评之处。方流芳先生在考察公司概念起源时使用的“语言游戏”方法在法律史研究中有重大贡献，开创了比较法学的新天地，而且对解决当代法律与发展的难题也有借鉴意义。《公司词义考》考察被移植的制度在本国的真实境遇，超越了“问题—解决”为基本架构的功能主义阐释，不仅推进了公司法研究，而且对未来中国避开制度想象力贫乏的陷阱颇有启发意义。

关键词：比较法 功能主义 语言游戏 法律史

• 3 •

一、引言

方流芳先生的《公司词义考》发表近二十年，文章关注的三个问题历久弥新，值得当代学人继续思考。^{〔1〕}其一，中国引入公司这种组织形式，是否仅仅关涉商业组织效率的提升和经济发

* 郭锐，中国人民大学法学院副教授。

这是一篇迟到的评论。二十年前，我初次读《公司词义考》，今天我终于能将不同时期阅读的体会整理下来，与学界同仁分享。写作过程中，张守东、王军、赵晶、姜朋、齐红、冀诚、张诗伟、张晓晨等诸位师友给出了有建设性的评论，研究助理郭涛帮助收集了相关资料并订正脚注。在此一并致谢。所有错误疏漏均由本人负责。

〔1〕 方流芳先生的《公司词义考：解读词语的制度信息——“公司”一词在中英早期交往中的用法和所指》，最早发表于《中外法学》2000年第3期（277-299页），修订后发表于《月旦民商法杂志》（2003年9月，208-247页）。与2000年最初发表版本（以下简称“初版”）相比，2003年修订后的版本（以下简称“修订版”）引用史料的范围和数量都更多，并且讨论更有深度。初版研究的是从1757年实行广州“一口通商”到1840年鸦片战争，中国行商、通事、官员、学者和英国东印度公司大班之间在冲突中的对话。修订版将研究视野拓展到从1685年大清设立粤海关到1842年《南京条约》废除行商制度。修订版增加了对历次“公行”之争的研究、“公司”一词在早期东南亚华人社区的创造和使用等，均是初版没有涉及的新内容。

展?其二,当代公司法学术,多大程度上仍停留在“自我殖民”之中?其三,公司在中国没有发挥其应有的作用,根源何在?

《公司词义考》以“语言游戏”之哲学利刃剖析公司的概念起源,让我们更深地理解中西交往的早期历史;作者不以外国概念为标准,转而考察一个被移植的制度在本国的真实境遇,开创了比较法学的新天地;温故知新,文章对我们思考当代中国面临的问题也颇有启发。方先生此文立意高远,并不限于一时一地或某个学科领域,是当代少有的法学经典。

二、公司是什么——语言游戏方法的意义

关于公司的来历,中国通行的公司法教科书多追溯到罗马时代。^{〔2〕}在《公司词义考》一文中,方先生在“从1757年实行广州‘一口通商’到1840年鸦片战争,中国行商、通事、官员、学者和英国东印度公司大班之间在冲突中的对话”中,考察了公司概念的用法和所指。此方法源于哲学家维特根斯坦对语言的洞见,称为语言游戏。

《公司词义考》采纳的新方法,在方先生与江平先生合著的《新编公司法教程》中已现端倪。方先生提出,抽象讨论公司的概念无益,真正理解公司要关注概念的“家族相似性”。^{〔3〕}方先生认为:“语词的意义不在于抽象的定义,而在于可以观察到的‘语境’。这种‘语境’一方面随着时间的推移而变化,另一方面又有一脉相承的延续性。”一旦语境转换,语词的核心特征必将变换,而语词的使用却延续下来。因此,研究概念必定需要关注变化而不是不变的特征。这种方法,与传统的定义方法迥然不同。自亚里士多德始,概念界定就以“属加种差”的方法进行。哲学上把这种方法称为“本质主义”,因为它预设事物存在着确定的、永恒不变的特征。维特根斯坦开创的语言哲学挑战了“本质主义”的预设。考察“家族相似性”是维特根斯坦提出问题的新角度,“语言游戏”的方法也是维特根斯坦为了同样的目的而创造的。维特根斯坦认为对词语的理解仅仅考察词语本身是不够的,应该将词语放在特定的语境中,通过“语言游戏”参与者使用词语的过程(即言语交流的过程),找出词语的真实含义。^{〔4〕}在法学研究中,真正应用“语言游戏”方法的作品不多。^{〔5〕}方先生在《公司词义考》中使用“语言游戏”方法来考察一个法学概念的生成,为法学研究开创出一片新天地。

〔2〕国内教科书多采用这种思路来论述公司的渊源。类似的思路在美国比较公司法研究中也不罕见。如 Hansmann Henry, Kraakman Reinier H., Squire Richard C, Law and the Rise of the Firm, 119 (5) *Harvard Law Review*, 1333-1403 (2006)。

需要指出的是,方先生的博士论文《公司:国家权力与民事权利的分合》恰是这类研究中的优秀代表。方先生从“罗马国家的公司”开始,论述公司制度的形成、演变以及成熟。上述研究早在1989年就已成文。之后在中文世界的类似论述,无论引用的史料、考察的范围、得到的洞察,都很难与方先生的研究相比。参见方流芳:《公司:国家权力与民事权利的分合》,中国人民大学1991年民法学博士学位论文,论文信息载 <http://202.112.118.21/docinfo.action?id1=8e1777c97df663367631adb15224c96c8&-id2=U%252BFR5CfMpRY%253D> (全文可在中国人民大学图书馆阅读、影印)。

〔3〕参见江平、方流芳:《新编公司法教程》,法律出版社1994年版,第55-56页。

〔4〕参见〔英〕维特根斯坦:《哲学研究》,汤潮、范光棣译,三联书店1992年版,第17、45-46页。

〔5〕英国法学家哈特的《法律的概念》是其中一例。参见〔英〕哈特:《法律的概念》,张文显译,中国大百科全书出版社1996年版,第6-13页。在笔者的阅读范围里,具体的法律制度研究使用“语言游戏”方法的仍然罕见。笔者本人在2002-2004年针对挂靠企业的研究是一个应用语言游戏方法的尝试。参见郭锐:《挂靠企业的历史和语法》,载《洪范评论》学刊第1卷第1辑,北京大学出版社出版,载 <http://hf.hongfan.org.cn/file/upload/2008/12/19/1230068437.pdf>,最后访问时间:2020年3月11日。

语言游戏方法强调一种理解公司的全新视角：当不存在一个现成的公司概念时，在那些第一次遇到西方“公司”的中国人眼中，它到底是什么？这种视角必然带来对形而上学的定义方法的摒弃。对清朝官员而言，英国东印度公司这个组织不同于他们所知的任何机构，如何将其植入一个既有的世界秩序中是他们面临的第一个问题。^{〔6〕}通过行商和通事的翻译和解释，英国东印度公司大班显然也理解清朝官员面临的问题，故此主动将自己置于一个能被清朝官员所理解的秩序中。1759年7月，东印度公司的大班洪任辉（Jame Flint）状告粤海关监督敲诈勒索、苛刻征税、行商拖欠贸易货款等情事。在直隶总督方观承的奏折中，“略知官话”的洪任辉口述：“我系英吉利国四品官……今奉本国公班衙派我来天津，要上京师申冤……”^{〔7〕}类似地，在与洪任辉等东印度公司相关人等的对话中，清朝官员也逐渐了解了东印度公司的一些事实，尽管这种了解往往基于二手、三手的信息。行商和通事是双方沟通不可或缺的中间人。他们一方面将自己理解的东印度公司介绍给官员，另一方面不得不去区分东印度公司的管理者、东印度公司本身以及其他来华的西方商业公司。在清朝官员、行商和通事、英国东印度公司大班等人不无尴尬的沟通中，他们创造了“公班衙”“公班司事”“公班理事官”“公班大臣”“公司”等名词。^{〔8〕}方先生特别指出，在大清法律禁止外国人使用中文、外商禀帖大多由中国通事代为撰写的情况下，广州行商或者通事比英国东印度公司大班有更多机会去创造“公司”一词。^{〔9〕}

方先生应用语言游戏方法的研究，扩张了我们认识法学概念的视域，提供了研究法律史的新角度，更带给我们在认识新事物方面的智慧增长。《公司词义考》没有刻意找出最早出现“公司”概念的一篇文本，或是找出最早使用“公司”的特定人物，这绝不是研究的缺陷，恰是该方法本身特征的体现。法律史的研究发现，“公司”这一名词确实在方先生考察的这一时期之前就有使用，而到19世纪70年代“公司”渐渐成为官员、思想家之间指代商业组织的通行概念，到20世纪初清末变法时为立法所采纳。^{〔10〕}但恰是在从1757年实行广州“一口通商”到1840年鸦片战争之间，“公司”最为鲜明的内涵得到了明确。^{〔11〕}面对一个异质的文明和未知的世界，官员、

• 5 •

〔6〕 方流芳先生指出：“在1860年代的‘洋务运动’之前，中国统治者缺乏认识外来制度的好奇心，而没有被认识的外来制度始终是陌生的，甚至在观念上是一个空白。”参见中国第一历史档案馆编：《英使马嘎尔尼访华档案史料汇编》，国际文化出版公司1999年版，第57页，转引自前引〔1〕，方流芳文，注5，初版第279页，修订版第210页。

〔7〕 梁嘉彬：《广东十三行考》，上海书店影印本1989年版，第116页，注〔31〕，转引自前引〔1〕，方流芳文，注20，初版第281页，修订版第214页。

〔8〕 参见梁延桥：《海国四说》，骆驿、刘骧点校本，中华书局1993年版，第69、141页，转引自前引〔1〕，方流芳文，注47、48、49，初版第286页，修订版第216页。

〔9〕 广州行商或通事在选择“公司”一词的时候，很可能是将英国东印度公司和广东移民在南洋各国的秘密会社联系在一起。因为在法律严禁任何公开结社，而秘密会社又层出不穷的文化背景下，行商和通事所熟悉的、唯一与英国东印度公司具有相似性的中国事物就是秘密会社，而这些秘密会社大都自称为“公司”。对于官员们来讲，由于行商和通事呈上的“禀帖”中，屡屡出现“公司”一词，他们逐渐对此习以为常，又无意过问此等小事或者标新立异，于是“公司”一词渐渐流传开来。参见前引〔1〕，方流芳文，初版第284页，修订版第221页。

〔10〕 赵晶在《中国传统“公司”形态述略》中综述了大量称为“公司”的社团、地方自治组织等的研究，包括18—19世纪东南亚华人“公司”制度的研究等。参见赵晶：《中国“传统”公司形态研究述略》，载韩国庆北大亚洲研究所编：《亚洲研究》第7辑，2009年11月。姜朋在《“公司”一词源流小考》以及《商事制度考据集》的前三章中探究了“公司”一词的多重源头。参见姜朋：《“公司”一词源流小考》，载《清华大学学报》（哲学社会科学版）2014年第1期；姜朋：《商事制度考据集》，清华大学出版社2017年版，第7—91页。

〔11〕 这一“内涵”集中体现在公司与国家之间的关系上：公司应该受国家的控制，至少占社会支配地位的公司应该由国家控制。清末的“官办”“官督商办”，民国的“国营事业”“公营事业”和中华人民共和国的“国有企业”，都延续了这一“内涵”。参见方流芳：《试解薛福成和柯比的中国公司之谜》，载梁治平主编：《法治在中国：制度、话语与实践》，中国政法大学出版社2002年版，第314页。

行商和通事以自己的方式回应西方公司大班、官员提出的挑战,共同“约定”了公司的内涵。^{〔12〕}将凝聚在概念背后的内涵阐发出来,能帮助我们看到这些语言游戏参与者为何如此约定,他们服从和反抗着什么样的秩序,而这些秩序在何种程度上仍然在延续。^{〔13〕}

除了制度的“约定”属性,“语言游戏”的方法也给我们另一启发:“语言游戏”并非一次性的活动。任何一个概念都不可能完全固化,它总会在新的语境和新的问题中随着“语言游戏”参与者的互动而被更新。^{〔14〕}我们理解“公司”内涵如何生成,自然也意味着把握对该内涵启动改变的可能性。这对当代学人的启发是,如果了解当代中国“公司”的内涵,需要观察、参与哪些正在进行的“语言游戏”,存在着何种“误读”,这种误读反映了什么样的既有秩序。

三、法律移植中的“自我殖民”

关于中国公司法的研究,主流的模式是把中国公司放在与“国际标准”对比的模式下,观察中国公司制度的不足、找出缩小差距的方法。如美国公司法学者米尔霍普和林立文的一篇文章中描述:学者们通常以全球(通常是美国)公司治理标准和体系为基准,来分析中国上市公司的治理属性。他们的研究以此类分析开始,也自此类分析结束。对此,米尔霍普和林立文批评道:“这种主流的研究范式有时确实可以产生洞见,但是使用这种方法分析的学者总是将注意力集中在与‘国际标准’相比中国的公司制度缺少什么,却忽略了中国公司制度自身是‘如何构成的’以及‘如何运行的’。”^{〔15〕}

• 6 •

在《公司法剖析》一书中,哈佛大学的克拉克曼教授和耶鲁大学的汉斯曼教授等人主张公司治理不可能存在一个通行各国的模式,他们所强调的不过是“公司形式潜在的一致性”“各法域之间的共同点”。这些“共同点”是高度抽象的,给公司治理体系中的变数、差异留下了广阔的空间。因此,所谓的国际标准在公司法的大部分“空间”(领域)是不存在的。^{〔16〕}马克·罗教授则认为,公司制度法域间差异性的根源,在于不同国家各自独特的历史、文化及政治经济制度。^{〔17〕}布鲁纳在《普通法世界的公司治理:股东权力的政治基础》中写道:“与其将公司法视为一种孤立、独特的法律结构,不如将之放置于政治经济这一宏大背景中。”^{〔18〕}这些观点的可取之处,在于他们重视将公司制度放到它所在国家的历史、文化及政治经济制度背景下,来理解其在

〔12〕 关于制度是如何“约定”出来的,参见〔美〕彼得·伯格、托马斯·卢克曼:《现实的社会建构》,吴肃然译,北京大学出版社2019年版,第25-61页。

〔13〕 福柯曾说,事物的命名反映出来的是事物的秩序。参见〔法〕米歇尔·福柯:《词与物:人文科学的考古学》,上海三联书店2002年版,前言部分第1-14页。

〔14〕 参见前引〔4〕,维特根斯坦书,第68页。

〔15〕 Curtis J. Milhaupt, Li-Wen Lin, We Are the (National) Champions: Understanding the Mechanisms of State Capitalism in China, 65 *Stanford Law Review*, 697 (2013).

〔16〕 参见〔美〕克拉克曼、〔英〕戴维斯等:《公司法剖析:比较与功能的视角》,刘俊海等译,北京大学出版社2007年版,第2-16页。

〔17〕 See Roe Mark J, Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact, Oxford University Press on Demand, 2006, pp. V-VII.

〔18〕 〔美〕克里斯多夫·M. 布鲁纳:《普通法世界的公司治理:股东权力的政治基础》,林少伟译,法律出版社2016年版,第1页,第106-134页。

一国的构成和运行。

在中国，从本国的制度语境理解与研究公司者寥寥无几。相反，关注西方制度自晚清开始就是法律改革者的不二法门。当然，这一点在具体语境下也许应看作进步的表现。以晚清为例，只有在西方列强环伺、亡国在即之时，当政者才开始对声称能帮助中国富强的西方制度感兴趣。^{〔19〕}晚清有西方视野的思想家趁机译介外国制度、推动以西方制度为蓝本的改革，就规模而言不可谓不宏大。但是，对根深蒂固的中国历史、文化及政治经济制度如何对公司制度的移植和运行产生影响，很少有改革者考察反思。^{〔20〕}在当代，改革者仍然执着于某一制度与“国际标准”有何差异，在如何让它更像西方制度上殚精竭虑。这种做法的结果，是前人的经验教训难以被后来者知晓，以致本来可以避免出现的问题却屡屡重复。

方先生在对公司法的研究上完全脱出了上述窠臼。当大部分学者还在西方制度究竟是怎样的问题上兜兜转转时，方先生转而致力于寻求产生“中国特色”的公司法的历史缘由。通过将“公司”一词放入 1757 年至 1840 年这一历史时期的具体语境中，方先生发现当时国人眼中的公司特指英国东印度公司，其最显著的特征是“官设”和“独占”。“官设”是指英国东印度公司成立需要得到国王的特许状，独占则是指由其独占英国对华贸易权。正是基于这种先入为主的印象，在 19 世纪 70 年代的洋务运动中，中国兴办的第一批新式企业，无不是官府主导设立且在某一领域或者地域具有“专利”（垄断）权的企业，比如轮船招商局、上海机器织布局、开平矿务局、北京电报局等。^{〔21〕}此后，清政府主导、参与企业经营的执着有增无减。^{〔22〕}方先生的研究让我们看到，不关注法律移植的历史语境和各方参与者的意图和能力而单谈法律移植，只会带来共同的困惑和制度的扭曲：中国首次学习西方公司制度时的模板是英国东印度公司，此后，尽管西方官商时代已经结束，中国的制度却并未改弦更张。^{〔23〕}

借法律移植之名保护落后，却声称“和国际接轨”，晚清公司制度并不是唯一的例子，也不是只有在遥远的历史上才存在。关于晚清的公司法史，不乏下面这些陈词滥调：中国企业大多是家族企业，而家族企业所依托的宗族制度对现代公司赖以产生的财产法和契约法制度的发展造成阻碍，故此公司无法在中国产生，相应地现代市场也难以在中国发展；必须经由法律移植，中国才能发展现代公司。^{〔24〕}这些说法，或多或少支持了立法者执着于对比中国与“国际标准”有何差异、如何让它更像西方制度。如 1993 年颁布的《公司法》就有类似的情况：学者和立法者均

〔19〕 参见〔美〕本杰明·史华慈：《寻求富强：严复与西方》，叶风美译，中信出版社 2016 版，第 1-21 页。

〔20〕 薛福成是少有的既有西方视野、也了解晚清官场民情的思想家，但其在回顾中国公司改革为何失败时，也简单将其归入“风气不开”。参见薛福成：《论公司不举之病》，载《庸庵海外文编》卷 3，载 <https://ctext.org/library.pl?if=gb&file=45038&page=66&remap=gb>，最后访问时间：2019 年 7 月 21 日。

〔21〕 参见前引〔1〕，方流芳文，初版第 291-292 页，修订版第 236 页。

〔22〕 参见前引〔11〕，方流芳文，第 280-318 页。

〔23〕 See Kirby, W. C., China Unincorporated: Company Law and Business Enterprise in Twentieth-century China, 54 (1) *The Journal of Asian Studies*, 43-63 (1995).

〔24〕 络德睦教授批评了这种叙事，他的研究指向一个新的方向：在帝制中国晚期，许多扩大的家族组建了“宗族一公司”（clan corporations），而中国的亲属法发挥了某种公司法的功能。这种新的框架对重述公司法的全球史而将中国纳入其中的方式提出了根本挑战。它将中国亲属法解读为一种公司法，而将美国公司法的关键要素阐释为某种亲属法。参见〔美〕络德睦：《法律东方主义：中国、美国与现代化》，魏磊杰译，中国政法大学出版社 2016 年版，第 63-68 页；Ruskola, Teemu, Conceptualizing Corporations and Kinship: Comparative Law and Development Theory in a Chinese Perspective (November 8, 2011), 52 (6) *Stanford Law Review*, 1599-1729 (2000).

真诚相信,与从已有经验教训中总结出的建议相比,与西方公司法更为相像的立法更能带来进步。^[25]在21世纪初,“与国际接轨”的论调同样在中国股票交易所制度改革的讨论中风行一时。^[26]

这种或真诚或有意的误读背后,是中国法律学者中并不罕见的“自我殖民”心态。他们典型的研究方式,首先是追寻法律规则的西方来源,接着评点法律规则中国化的不足,再来探讨如何拉近中国与西方的差距。^[27]这些做法对中国法学和法学教育的进步并无益处。如方先生所言:“中国法学、法学教育进步不彰,主要原因是缺少话语自主,没有话语自主也就没有自己的知识生产系统,从而也就没有自己的历史。”^[28]美国学者络德睦教授把这些看作是“没有殖民者的殖民主义”。^[29]

正是这种“自我殖民”的套路,让中国公司法陷入“模仿—不像—再模仿”的怪圈。殊不知比较公司法研究中有一洞见恰与此相悖:世界上并没有一部可以在任何国家发挥作用的“完美公司法”。^[30]与其反复地模仿国外制度,不如转变思路,回头看看自己国家的国民对公司的认识从何而来,自家公司制度是如何形成的。从自己国家历史的语境里找出病症所在、开出药方,或许比迷信外国制度更为可靠。与其持之以恒、孜孜不倦地重复过去的错误,不如开始寻找到底问题何在。

四、解读“中国公司之谜”——公司之“公”

科学史上有“李约瑟之问”:为什么中国一直到中世纪还比欧洲先进,但后来却未产生现代科学以至于落后于欧洲。哈佛的历史学家柯伟林教授提出了一个类似问题:为什么中国很早就有改革者主张引入公司制度,从晚清政府开始,北洋政府、国民政府直至中华人民共和国在立法上均极为重视,却屡战屡败,目的一直未达到。这个问题,学界称为“中国公司之谜”。^[31]

[25] See Liufang Fang, China's Corporatization Experiment, 5 *Duke J. Comp. & Int'l L.*, 149 (1995).

[26] 参见方流芳:《证券交易所的法律地位——反思“与国际惯例接轨”》,载《政法论坛》2007年第1期。

[27] 参见方流芳:《话语权威 v. 法学自主性》,载 <http://www.fangliufang.com/article/25>, 最后访问时间:2019年7月21日。

[28] 前引[27],方流芳文。

[29] 参见前引[24],络德睦书,第207-208页。

[30] 有的研究者认为存在功能主义意义上的理想公司法。如上文提到的克拉克曼教授和耶鲁大学的汉斯曼教授。他们就这个问题的主张集中体现在《公司法历史的终结》一文中。但是如上文所言,即便存在功能主义意义上的理想公司法,也不意味着有一部放之四海而皆准的“理想公司法”可供移植。反对上述存在功能主义意义上的理想公司法主张的,以马克·罗教授为代表。See Hansmann Henry, Reinier Kraakman, The End of History for Corporate Law, 89 *Georgetown Law Journal*, 439 (2001); Coffee, John C., The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications, Columbia Law School Center for Law and Economic Studies, 1999, Working Paper No. 144; Mark Roe, Lucian Bebchuk, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, 52 *Stanford Law Review*, 127 (1999); Reinhard Schmidt, Gerald Spindler, Path Dependence and Complementarity in Corporate Governance, in Jeffrey N. Gordon, Mark J. Roe ed., *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge University Press, 2004, pp. 114-127. 移植“完美公司法”最有影响的实践是1990年代俄罗斯公司法的制定,该实践让俄罗斯付出了沉痛代价。对此的反思参见 Black Bernard S., Kraakman Reinier H., Tarassova Anna, Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?, 52 *Stanford Law Review*, 1731-1808 (2000).

[31] 参见前引[11],方流芳文,第280-318页;前引[23],Kirby, W. C. 文,第43-63页;Yu, Yi-Wen, Rethinking the Kirby Puzzle: A Reassessment of Chinese Companies Incorporation from the Public and Corporate Finance Perspectives, 1860-1949, In Business History Conference, Business and Economic History On-line: Papers Presented at the BHC Annual Meeting (Vol. 8, p. 1), Business History Conference.

在中国，公司为何不举？比较公司法上的研究常常给出的答案是，中国的公司立法对投资者保护不够，中小投资者既不信任公司的大股东、管理层，也不信任常常干预公司事务的国家，因此小股东不愿投资于大公司，推动建立以聚合资本为目的的大型公众公司自然难以实现。^[32] 这些问题到今天仍然没有解决。^[33] 但是，到底是中国保护小股东不力导致公司不举，还是中国公司不举导致小股东保护乏力，这个问题澄清起来并不容易。

方先生的研究将我们带出了“缺乏投资者保护—公司制度不兴”“公司制度不兴—缺乏投资者保护”的循环论证中，转而关注制度表象之下的问题。中国公司不举的原因，可在公司制度最初出现时就找到端倪。中国人最早接受的“公司”究竟何指？方先生考察了作为公司早期译名的“公班衙”，认为它是在“意会”和“假借”中形成的。^[34] 公司之“公”，来自使用语言的各方对大班、行商、官员所在制度环境和行事风格的深入了解。^[35] 各方都认识到“公司”之“公”来自对与政府紧密联系的概括。

东印度公司之“公”展现出一种与中国官商关系大相径庭的含义。在鸦片战争前英国东印度公司和广东行商都有某种政府特许权，但是他们的命运迥异。方先生看到，如果单纯考察个体，中国商人在信用、勤勉、谨慎和商业经验方面至少与英国东印度公司不相上下，而他们的谦恭、忍让和富有人情味的商业作风则远比锱铢必较、寸利必争的英国东印度公司大班更能赢得商业伙伴的好感。同时，中国商人在中英贸易中是以逸待劳的，可谓在客观条件上占尽了优势。然而，清政府利用“保商制度”等对广东行商的过度管制和束缚，使得中国商人始终没有施展手脚的空间。清政府过度管制不但扼杀了中国商人的竞争力，还使之成了官员索贿的沃土。反观英国政府与英国东印度公司的关系，英国政府历来把英国东印度公司在华商业利益作为中英交往的头等大事，愿意动用国家力量强化英国东印度公司的在华地位，英国东印度公司愿意花钱取得国家力量的支持，国家和商人相互合作，一起通过外交去实现海外贸易的最大利益。“在大英帝国不遗余力的扶持下，英国东印度公司发育成一个体魄魁伟、好勇斗狠的强人，争斗、冒险成性，攫取永无餍足，其实

• 9 •

[32] 此类研究，如 Goetzmann William N., Elisabeth Koll, *The History of Corporate Ownership in China: State Patronage, Company Legislation, and the Issue of Control*, in *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, University of Chicago Press, 2005, pp. 149–184.

[33] See Howson Nicholas Calcina, China's "Corporatization Without Privatization" and the Late 19th Century Roots of a Stubborn Path Dependency, 50 (4) *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 961–1006 (2017), U of Michigan Law & Econ Research Paper, No. 18–015, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3187430>, last visited on Jun. 29, 2019.

[34] 方先生写道：“18世纪某年夏季的一个早晨，在广州‘夷馆’之内，英国东印度公司大班要求一名中国通事将一封致两广总督的英文信翻译为中文，并且要用一个体面的中文名称去代替‘英吉利夷商’、‘夷商’等称呼。然而，通事对特许公司（chartered company）、法人（legal entity）、国会（parliament）这样一些表明英国东印度公司来源和性质的关键词一无所知，只知道大班是代表本国国王前来广州做生意。他眼前的几间屋子里堆满了绒布、铅、碑柱银元、自鸣钟、八音盒等，几个皮肤白、毛发浓密的英国东印度公司大班口衔雪茄，围坐在一起商讨返航日期，不时向前来请示报告的水手发号施令。通事迅速比较大班、行商、官员：行商和大班都有官颁执照，都从事通洋贸易，但是，行商各做各的生意，各管各的账，大班做生意则是‘合理’（粤语，合拢起来，在此有众商出资的意思），故大班有共同的办公场所，常常聚集在一起议事；行商温和谦恭，与大班判然有别，而大班和衙门官员都是一副盛气凌人的嘴脸。当通事将‘官商’和‘衙门’的形象结合在一起的时候，突发灵感：‘公班衙’——一个新词汇就这样脱口而出”。前引〔1〕，方流芳文，初版第282页。“绒布、铅、碑柱银元、自鸣钟、八音盒”，以及“皮肤白、毛发浓密的英国东印度公司大班口衔雪茄”，当然是作者的想象。在修订版中，方先生略去了上述对“公司”一词如何被造的精彩想象，也充分探讨了相关人士知道更早“公司”用法的可能性，但修订版并没有改变原有的分析思路。参见前引〔1〕，方流芳文，修订版第238页。

[35] 如作者解释：“语词通常产生于一个没有任何记载的、偶然发生的思维片段。在想象不超越历史事实所限定的思维空间的前提下，有关这个问题的假设总是比任何来自逻辑推理的结论更接近事实。”前引〔1〕，方流芳文，初版第282页，修订版第238页。

力、谋略和组织优势足以在全球兴风作浪；在大清帝国无所不用其极的压迫、管制和勒索下，广东行商发育不良，缺乏搏击的体能和创造性智慧，只能凭借一些在当时、当地管用的祖传计谋做一点小生意。”〔36〕倘若公司从第一次被移植开始，立法者就没有关注中小股东权益的视角，此后也未有根本改变，那么我们怎能期待在中国建立英美式以聚合资本为目的的大型公众公司？

支持公司立法的晚清知识分子对引入新的商业组织满怀热情，甚至有“商战”的宏图。〔37〕但是，引入公司立法就能提升商业组织效率，实情是否如此？〔38〕中国公司制度的实践比立法起步要早，也远比晚清立法者认知的要复杂和丰富。但从已有历史文献中，我们并未看到晚清立法者对丰富的公司实践有研究和反思。1904年，立法者径取英国和日本公司法的内容，将其装入《大清公司律》。事实上，无论是1867年出现的中国最早的公司章程《联设新轮船公司章程》，还是1905年郑观应主持制订的《粤路公司章程》，公司制度的实践者在集资办法、内部管理、股东地位以及利润分配等都曾有经验教训。这些公司的发起人、经理人历经波折，或公司成立遇到困难草草收场，或公司内部纷争导致管理层无力维持。他们遭遇的困难在立法时无深入讨论、立法后也无回顾反思。与此同时，中国学者又始终在西方话语体系中鹦鹉学舌，对真正需要研究的问题视若无睹：中国引入的公司制度为何无助于这些商业组织的建立和发展？公司立法的目的究竟为何？尽管人人期待立法，立法却无法治疗“公司病”，亦不为怪。〔39〕

与立法的无所作为相对应的是，无论在公司立法之前还是之后，政府或强行参与企业经营管理，或拒绝维持市场秩序，结果都是让公司成为政府控制经济的牺牲品。在中国公司实践中，始终如一地表现出国家主导的特征。当然，历史上并非从未出现过政策松动。但在如此语境下，政策松动却未必是制度改革的契机。历史上，政策松动往往出现在学界推动和某个决策者暂时获得主导的时刻，但是这种松动往往带来恶劣后果。这种例子，远的有1883年前后晚清政府先放任、纵容带来上海股市泡沫，后将矛头指向西方股份制，近的则有刚刚过去的注册制改革，风声甫到即被股市泡沫、市场大跌所打断。与行政、司法整体不匹配的政策松动，往往紧随极端的政策转变，对制度创新并无助益。学术研究如果无视历史背景，难免进退失据。有人当年是全盘西化的拥护者，如今却对主管部门的做法照单全收，如果没有机会主义的动机，则显然是缺乏历史知识带来的张皇失措。

方先生《公司词义考》一文中对商业和政治体制关联的分析，与制度经济学家的理论有异曲同工之妙。〔40〕在2012年出版的《国家为什么会失败》中，阿西莫格鲁（Daron Acemoglu）和

〔36〕前引〔1〕，方流芳文，初版第295页。

〔37〕薛福成认为：“西洋诸国，开物成务，往往有萃千万人之力，而尚虞其薄且弱者，则合通国之以为之。于是有鸿集公司之一法。官绅商民，各随贫富为买股多寡。利害相共，故人无异心，上下相维，故举无败事。由是纠众智以为智，众能以为能，众财以为财。其端始于工商，其究可赞造化。尽其能事，移山可也，填海可也，驱驾风电、制御水火，亦可也。……西洋诸国，所以横绝四海，莫之能御者，其不以此也哉？”前引〔20〕，薛福成文；郑观应提出“中国以农立国，外洋以商立国”“藉商以强国，藉兵以卫商”。参见郑观应：《盛世危言·商务三》，载《郑观应集》（上册），上海人民出版社1982年版，第614页。类似的论述还有陈炽的《纠集公司说》。晚清不少知识分子将设公司与工商救国联系起来。参见豆建民：《中国公司制思想研究》，上海财经大学出版社1999年版，第8-11页。

〔38〕郑观应后来有反思：“官不能护商，而反能病商，其视商人之羸绌也，为秦人视越人之肥瘠。封雇商船，强令承役，只图自利，罔恤民生。私囊虽充，利源已塞。此弊之在上者也。”前引〔37〕，郑观应文，第615页。

〔39〕当然，关于立法为什么一直无法治愈中国的公司病，还有许多其他重要的原因，如“运动治国”的治国思路等。参见方流芳：《中国公司：公法权力和私法权利抗衡之焦点》，载《中国法治改革》，香港广角镜出版社1994年版，第231-234页。

〔40〕针对方流芳先生的研究，王文宇教授评论道：“这段探索公司本质的过程却凸显公司法之主题：决定商业竞争胜负之关键，不仅在于组织成员的能力，更在于组织本身能否发挥综效。”王文宇：《公司法论》，台湾元照出版社2018年版，第3页。赵晶教授认为：“方先生藉梳理这段中英交往历史，发掘出当时中国人对公司‘官设独占’的理解，揭示中英两国因抑商—重商、扶持—钳制的不同国策所造成的截然不同的商业人格及后续的国家命运。”前引〔10〕，赵晶文，第197-222页。

罗宾逊（James A. Robinson）区分了包容性（inclusive）和汲取性（extractive）的政治制度 and 经济制度。^{〔41〕} 他们看到：国家的政治制度和经济制度之间，似乎有一种天然的“粘合力”，包容性的政治制度更容易与包容性的经济制度共存，汲取性的政治制度大概率会和汲取性的经济制度共存；汲取性制度能够实现短期经济增长，但不能持续；包容性制度能帮助国家实现长期经济增长。原因在于，后者可以激励公众从事生产活动，最大程度地避免了非生产性的攫取活动，降低社会整体的交易成本。

晚清政府与东印度公司的交往体现的是：在中国，汲取性的政治制度与汲取性的经济制度龃龉不断；在英国，包容性的政治制度与汲取性的经济制度却大获成功。作为当权者的清朝皇帝是世袭的，人民没有选择统治者的权利，社会精英和既得利益者在制度选择或政策制定中起着决定作用，清朝的政治制度具有极强的汲取性。而以东印度公司为代表的西方旧式公司制度，其特点是依靠垄断权和专卖权获得超额利润，亦具有较强的汲取性。在清末汲取性政治制度的大环境下，官员和通事们很容易就意识到了一些共同的东西，国家权力是“company”垄断权和专卖权的来源。所以，中国通事很容易就联想到了他们所熟悉的象征国家权力的词汇——“公”和“司”。东印度公司之“公”，成为中国公司之“公”的来源。^{〔42〕}

正如方先生所说，回顾中英交往的早期历史，追寻“公司”词义，是一次温故知新的尝试。英国公司制度的演变中，在取消特许而将公司制度向普通商人开放之后，包容性的政治制度与包容性的经济制度相辅相成，为英国的经济发展提供了长足动力。而在中国，历经政治、经济社会变迁，移植公司制度的立法作为一个建立包容性的经济制度的尝试则每每为汲取性的政治制度所阻断。过度管制、自我封闭和吏治腐败从各个方面不断削弱中国商人的竞争实力，制度使商人丧失创造能力和进取冲动，从而使公司失去了自己的作用。

外来制度移植的时候总是无法避免本国精英人物有意无意的误读。^{〔43〕} 正如公司制度的演变史所展示的，除了制度移植与环境的契合与排斥的问题，我们还看到被误读的制度本身也会重塑环境——随着移植制度产生的语词本身就蕴含着人们对制度的理解（误解），而人们对制度的理解又会引导法律解释、法律适用，所以事实上将这种理解固定化在整个环境之中。此时，制度变

• 11 •

〔41〕 所谓包容性，从政治上讲，强调公众具有政治权利，能够参与政治活动，选举当权者和政策制定者，当权者和政策制定者是人民或者选民的代理人而不是统治者。任何人都希望成为当权者或政策制定者。从经济上讲，强调自由进入和竞争，任何人都没有通过垄断、专卖或者市场控制获得超额利润的机会。人们都可以获得生产性收益的绝大部分或者全部，人们具有很高的生产性激励。比如，美国、英国和日本等国家。所谓汲取性，从政治上讲，公众没有选择当权者的权利，也没有选择政治制度或经济制度的权利。当权者或者统治者并非人民的代言人，既得利益者在制度的选择或政策制定中起着重要作用。从经济上讲，所有的经济制度或者经济政策都是由既得利益者制定出来的，他们通过各种垄断权、专卖权、市场控制等掠夺大众生产者，使得大众生产者只能够得到所生产产品的一少部分，社会获得的产性激励不足。例如，欧洲殖民者从非洲大量贩运奴隶到美洲、亚洲等国家或地区进行奴役，殖民地的土著居民被剥夺了所有的政治权利和经济权利，被迫为殖民者工作，他们建立起来政治制度和经济制度，具有典型的汲取性。参见〔美〕德隆·阿西莫格鲁、詹姆斯·A. 罗宾逊：《国家为什么会失败》，李增刚译，湖南科学技术出版社2015年版，第51-61页。

〔42〕 就此主题，方先生在文中论述道：“大清帝国十九世纪六十年代引入‘现代企业制度’的时候，仍然是以东印度公司为现代企业制度的样板。”前引〔1〕，方流芳文，初版第292页，修订版第239-240页。

〔43〕 参见前引〔1〕，方流芳文，初版第295-296页，修订版第243页。

革的可选范围将被大大改变。^{〔44〕}在此语境下,“将错就错”,而不是一味执着于寻找现有制度与制度源头之间的差异,更有利于制度创新。^{〔45〕}真正的制度创新,没有办法离开对历史语境的考察,也要求当代学人真诚面对问题,并能在前人基础上持续深入地研究。这也是文学家所言“参伍以相变,因革以为功”^{〔46〕}的含义。

五、结 语

在形而上学的意义上追求对事物核心特征的理解,并不一定有助于理解事物,相反往往还会误导公众。随着时间推移,事物的内核在人们不知不觉中已发生变化,而人们往往误认为事物的内核仍在。在大英帝国立法改变之后,公司早已不是“官设独占”之实体。但是,在清政府官员眼中,公司核心特征依然是。在语言游戏的意义上定义事物,能够帮助我们在变化中把握事物本质。

思考一项制度的移植,首先应该回答的问题是:法律移植声称要解决的问题是否构成一个真实的问题。如果这个问题只是臆想中的问题,那么这样的解释立刻就失去了意义。当代学术研究所预设的问题,如移植公司法所要解决的是提升商业组织效率的问题,这一点在当时未必与立法者所关注思考的内容相互一致。立法者引入公司制度,名义上是要借引进西方先进制度来提升商业组织效率,实质上是试图以立法来促成政府办企业。这种情形持续至今。无论是1946年国民政府全面修改《公司法》,还是1994年生效的《中华人民共和国公司法》,都并非简单期待借立法提升经济组织效率,而是要用公司法解决国企问题。^{〔47〕}单单把公司立法置于提升商业组织效率的话语体系中,无视立法者的国企情结,法律学者评价立法易流于形式,甚至在不知不觉中起了推波助澜的作用。

即便问题是真实的(或部分真实),公司制度是否真正解决了这个问题?公司制度作为一种效率提升的解决方案是否真的起到了作用?如果不是,这种以“问题—解决”为基本架构的功能主义阐释就不具说服力。一直以来,很多学者对中国某些“半吊子”的法律改革都秉持一种似是而非的看法:即便立法者的主要考量是为了某种其他目的,只要立法多少起到了促进“真正”目的的作用,它仍然可以放在“问题—解决”为基本架构的功能主义阐释框架中。换言之,哪个目的是决策者真正的目的并不重要,重要的是这种做法客观上取得了什么效果。再加上决策者的真实目的很难考察,以解决国企问题为幌子推进公司制度的真正建立,可能也是学者希望决策者采纳的“政治安全”策略。退一万步讲,即便政策制定者的目的纯粹是为了解决国企问题,也不排除具体操作者“夹带私货”。决策者的本意也许不是推动进步,但考虑到决策者面对的是公司制度这种影响巨大的制度改革,制度改革一旦展开,就具有其内在逻辑,决策者很难进行全盘控制,推动进步当然有可能、甚至是必然出现的结果。但上述看法并未看到在立法当时所面对的制

〔44〕 这也就是经济史研究者所言的“路径依赖”:一种没有效率的制度完全可能因这样的过程而被锁定。参见〔美〕道格拉斯·诺斯:《制度、制度变迁与经济绩效》,杭行译,格致出版社2008年版,第126-147页。

〔45〕 参见前引〔1〕,方流芳文,初版第296页,修订版第243页。

〔46〕 刘勰:《文心雕龙·物色》,上海古籍出版社2010年版,第94页。

〔47〕 参见前引〔11〕,方流芳文,第314-318页。

度创新机遇。^{〔48〕}

如果我们不假设所有问题都必须自动解决，就无需把当前的制度硬塞到一个臆想的问题语境中，也不必再执着于从思考移植是否忠实于原有制度中找到改进制度的方案。相反，一些更重要的问题值得我们思考：公司制度究竟是如何引入的，这件事情为什么会发生。探讨这些问题，将大大拓展法律移植和比较法研究的讨论范围。

昂格尔在评论当代法律学术时，有一批评十分到位：当代法律的问题是“制度想象力贫乏”。^{〔49〕} 昂格尔针对的是当代法律与发展的实践：欧美发达国家多年来致力于推动拉美国家经济发展，但开出的药方却无一例外出自西方实践，其结果是痛下针药也不见效果。制度需要创新，却连可选的新方案都没有，不能不说是缺乏“制度想象力”。昂格尔寄希望于发展中国家自身的制度创新，然而他也看到发展中国家的学者们多迷信欧美理论，缺乏深入思考，其中法律学者尤为遭人诟病。如何避开制度想象力贫乏的陷阱？方先生在这篇文章最后提出的建议是：要认真对待历史。在历史上一直困扰中国商人和政府的制度弊端到底何在？如果不从历史的教训中学习，法学界将持久地无视有价值的研究问题，动辄迷信“外国的月亮更圆”，中国也将继续陷于“公司不举”的泥潭中不能自拔。在这个意义上，《公司词义考》正是一篇开风气之先的佳作。

Abstract: Many scholars places legal institutions originated from foreign countries in a peculiar paradigm of comparison, in which Chinese institutions are gauged by “international standards” and are improved only through eliminating the differences found. Through revisiting three important questions raised in Professor Liufang FANG’s article, I criticize the paradigm of comparison. The “language game” approach used by Prof. FANG in examining the origins of the concept of corporation is groundbreaking. The article has made significant contributions to the study of legal history, opened new horizons in comparative law, and is inspiring in solving some contemporary problems of law and development. By examining the real consequences of transplanting an institution in China, Professor FANG has transcended the functionalist approach. His work not only advances the study of corporate law, but also helps China avoid the pitfalls of the poverty of imagination.

Key Words: comparative law, functionalism, language games, legal history

(责任编辑：周 游 赵建蕊)

〔48〕 方先生在 1996 年和时任证监会法律顾问的高西庆先生之间有一场针对刚刚通过的《公司法》的论战，这场论战以英文进行，发表于美国杜克大学法学期刊，内容深刻，但因问题意识欠缺、语言隔阂，国内学界关注不多。方先生的文章提出，1994 年《公司法》反映了中央政府借推行国际先进公司法来达到控制各地已经蓬勃开展的公司化实验的目的。高西庆先生当时的回应是，立法中不完美的地方是改革派为推行市场自由和保守派不得已的妥协，而整个公司法反映的仍然是改革的大方向，而不是方先生所指出的公司法立法从更为体现市场自由的地方政府公司化实验中倒退。体现在 1994 年《公司法》中、不为大众了解的中央政府意图，在日后每一个原本可以推进改革的重要节点上都带来了阻碍。论战之后的国企改革历程基本上证实了方先生的判断。参见前引〔25〕，Liufang Fang 文，第 149 - 269 页，载 <https://scholarship.law.duke.edu/djcil/vol5/iss2/2>，最后访问时间：2019 年 8 月 6 日；Xiqing Gao, The Perceived Unreasonable Man—A Response to Fang Liufang, 5 *Duke Journal of Comparative & International Law*, 271 - 288 (1995), available at <https://scholarship.law.duke.edu/djcil/vol5/iss2/3>, last visited on Aug. 6, 2019.

〔49〕 关于法律与制度想象力，参见〔美〕昂格尔：《法律分析应当为何》，中国政法大学出版社 2007 年版。

《公司法》修订中的资本制度路径思辨 ——以委托代理理论构建我国授权资本制

白牧蓉 张嘉鑫*

• 14 •

内容提要：2013 年我国《公司法》针对公司资本制度进行了大幅度修改，通过降低门槛和认缴制适用等变革淡化了资本三原则的决定性作用，但仍沿用了法定资本制。在全球经济下行及我国经济转型背景下，以《公司法》修订为契机，公司资本制的路径选择及发展中的制度体系再度引发了研究思辨。公司的本质在于外部财产管理中委托代理关系的组织化构建，应当充分发挥董事会作为受托人的专业能力和作用，授权资本制是更能体现信义关系并符合效率价值的资本制度。结合对英美完全授权资本制和日本折中授权资本制的述评，分析我国公司资本制的历史沿革与当下的市场环境可知，未来我国公司资本制度应当最大程度激发公司活力，逐步向授权资本制过渡。基于委托代理理论，可以通过外部监管与内部治理的双重策略规制逐步放宽公司资本制度，控制可能增加的代理成本，实现各方利益均衡与市场健康有序发展。

关键词：委托代理理论 公司资本制度 授权资本制 信托理念

曾有经济学学者对中国经济 2019 年之后的发展形势进行预测，认为随着经济下行压力的加大，宏观调控应以“稳”字为主，将工作重点转向深化改革和重振市场信心。^{〔1〕}2020 年初开始，新冠疫情对我国经济造成了不容忽视的影响，如上半年全国税收收入总计 81990 亿元，同比下降 11.3%；非税收收入总计 14186 亿元，同比下降 8%。^{〔2〕}激发市场活力、发展市场经济变得尤为重要。除了国家与地方层面实施的各项中小企业保护应急政策之外，已经提上修订日程的《公司

* 白牧蓉，兰州大学法学院副教授；张嘉鑫，兰州大学法学院硕士研究生。

本文为 2020 年度国家社科基金青年项目“我国区域营商环境协调发展的法治化路径研究”（20CFX048）、2020 年度甘肃省哲学社会科学规划重点项目“甘肃省全面优化营商环境研究”（20ZD010）的阶段性成果。

〔1〕 参见李平主编：《2019 年中国经济形势分析与预测》，社会科学文献出版社 2018 年版，第 83 页。

〔2〕 数据来源于中华人民共和国中央人民政府官方网站，载 http://www.gov.cn/xinwen/2020-07/17/content_5527703.htm，最后访问时间：2020 年 10 月 8 日。

法》亦应当充分发挥作用。一个好的公司资本制度有利于实现效率与公平的价值追求,优化市场资源配置,让市场重新焕发生机。我国公司资本制度运行与改革至今,尚存一些有待明确和完善的问题,特别是方向与路径的选择需要进一步讨论思辨,使之满足经济社会的发展需求。

一、问题缘起

2013年我国《公司法》针对公司资本制度进行了大幅度修改,将此前一个阶段的改革成果予以固化,修改内容包括对绝大部分公司取消最低注册资本限额、〔3〕由实缴制改为认缴制(包括不再限制股东或者发起人首次缴纳数额以及分期缴纳期限)、〔4〕取消验资要求和证明、〔5〕对设立与登记制度做出了相应的修改〔6〕等方面。信用公示制度逐渐取代实缴制以达到确定资本之目的,〔7〕通过降低准入门槛在一定程度上激发了公司在市场中运营的活力,让更多的资本可以流入市场,越来越多的创业者选择使用公司模式来进行商业活动。学者将上述公司资本制度的修改内容称为“自主认缴制”。〔8〕部分学者认为这一改革标志着中国资本制度可能向着授权资本制方向发展,但究其本质,当前的制度选择依旧是法定资本制。〔9〕该类制度下,仍然要求股份一次发行完毕,增资仍然是股东会的权能,有观点认为当前公司法上的认缴制仅仅确立了注册资本的分期缴纳制度。〔10〕此项改革从诞生之日起就存在争议,且其中蕴含的风险催生了认缴资本加速到期等补充性制度,但公司资本的运作安排应当由公司自行决定,法律予以介入是为了维护交易安全。通过厘清公司组织形式之中的委托代理关系来解决矛盾,立法者应当从公平、安全、自由、效率角度出发,来抉择市场需要哪种资本制度。〔11〕

• 15 •

公司法调整的是在公司运作中理性经济人之间发生的经济关系,利益最大化是每个理性经济人的趋同性目标。〔12〕可见,公司法一方面调节主体之间的法律关系,另一方面尽可能满足各主体目标,为他们营造良好的经营环境。我国公司资本制从极为严格的法定资本制修改至今,一直向着尊重市场主体地位、最大程度激发市场活力的方向发展。然而,如今的认缴资本制依旧存在其局限性。施天涛认为,对比美国和欧盟的相关资本制改革,我国已经取得了巨大的进步,但股东中心主义短时间内无法得到改变,只能将授权资本制的建立和放宽资本维持的限制视为长期奋斗目标。〔13〕徐强胜认为,我国认缴资本制的问题在于股东和公司之间财产归属陷入了混乱,公

〔3〕删除了原《公司法》第59条。

〔4〕新《公司法》第26条、第80条彻底废除了一般公司法定资本额限制,改由股东认缴、归公司自治。

〔5〕按照原《公司法》第29条,验资程序是公司设立必不可少的基本条件。

〔6〕参见施天涛:《公司资本制度改革:解读与辨析》,载《清华法学》2014年第5期。

〔7〕参见李建伟:《公司资本的核心概念疏证》,载《北方法学》2016年第1期。

〔8〕参见朱锦清:《公司法学》,清华大学出版社2019年版,第79页。

〔9〕参见甘培忠、吴韬:《论长期坚守我国法定资本制的核心价值》,载《法律适用》2014年第6期。

〔10〕参见甘培忠、周淳、周游:《企业与公司法学》,北京大学出版社2021年版,第199-201页。

〔11〕参见王文宇:《简政繁权——评中国大陆注册资本认缴制》,载《财经法学》2015年第1期。

〔12〕参见罗培新:《公司法研究的法律经济学含义——以公司表决权规则为中心》,载《法学研究》2006年第5期。

〔13〕参见前引〔6〕,施天涛文。

司自身信用无法保证，由此需要建立相关信用制度来弥补认缴制的缺陷。^{〔14〕}刘燕认为目前几次资本制修改，我国一直未能摆脱“放松出资监管、便利企业设立”的大陆法系改革范式，需要尽快建立和完善催缴出资规则，并进一步完善工商登记程序，重视“实缴资本”和“认缴资本”的区分，将信息更新系统与公司公示系统相结合从而方便查找。^{〔15〕}刘凯湘认为，2013年的公司资本制改革并没有解决股份发行和增资程序两个问题，并且过分从保护债权人的角度来考虑公司资本制度，这背离了该制度的核心，单纯从片面、静态视角研究公司资本制度也会导致研究结果缺乏行动力。^{〔16〕}甘培忠认为，英美的授权资本制是基于其系统的法律配置和文化，当前的法定资本制有利于保护债权人利益，是我国应当长期选择的资本制度。^{〔17〕}事实上，早期学者大多持此类观点，认为法定资本制符合客观发展规律，我国制度运行环境并不适合授权资本制的建立和发展。^{〔18〕}

认缴资本制已经在我国适用了7年，学界对其褒贬不一，但基本肯定了该制度对经济的贡献。然而没有一项制度是可以一成不变的，资本制度亦需要发展完善。在全球经济下行、国际政治经济关系局势复杂、外部事件频发的背景下，国民经济需要市场主体充分发挥主观能动性予以盘活。以《公司法》的本次修订为契机，公司资本制的路径选择及发展中的制度体系构建需要再次被拿到台面上进行研究和辨析。

二、公司的本质与资本制度的选择

• 16 •

无论是股东向公司投入资产的过程中，还是公司向股东分配利润的过程中，债权人和股东的利益都具有一定的相对性。普通法和制定法对于“法律资本”这一概念的讨论，便是立足于调节双方的利益冲突。^{〔19〕}当然因公司资本引发的冲突并不限于债权人与股东这一层委托代理关系，它还包括大股东与小股东、股东与经理人这两层委托代理关系。在此基础上，从行为决定论角度探究各主体的行为模式，可以得出授权资本制的优势所在。

（一）公司的本质——委托代理关系

公司由法人人格、有限责任、股份自由转让、董事会结构下的集中经营管理以及出资者共有所有权这五个基本要素构成。^{〔20〕}法律人格是法律赋予公司法律意义上的拟人化主体地位。与之配套的制度则是有限责任制度，该制度让投资者敢于将资金投入市场，这是公司最为核心的制度，也是公司制度可以在近现代被发扬的最重要原因。股份自由转让制度则为股权的流转及股东

〔14〕 参见徐强胜、王亚霏：《从个人信用走向制度信用——基于公司法认缴制改革的观察》，载《经贸法律评论》2019年第1期。

〔15〕 参见刘燕：《公司法资本制度改革的逻辑与路径——基于商业实践视角的观察》，载《法学研究》2014年第5期。

〔16〕 参见刘凯湘、张其鉴：《公司资本制度在中国的立法变迁与问题应对》，载《河南财经政法大学学报》2014年第5期。

〔17〕 参见甘培忠：《论公司资本制度颠覆性改革的环境与逻辑缺陷及制度补救》，载《科技与法律》2014年第3期。

〔18〕 郭富青：《公司资本制度：设计理念与功能的变革——我国公司资本制度立法观念的转变与路径选择》，载《法商研究》2004年第1期。

〔19〕 参见Bayless Manning、James J. Hanks Jr.、后向东：《法律资本制度》，载《商事法论集》2007年第1期。

〔20〕 See R. Kraakman, J. Armour, et al., The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach, Oxford University Press, 2017, p. 5.

的退出提供了基础,提高了优化配置资源的效率。董事会结构下的集中经营管理以公司所有权与经营权的分离为根基,股东即公司所有者拥有两方面权利,一是控制公司的权利,二是获得公司净收益的权利,前者的一部分即剩余控制权授予董事会及其衍生的管理层,但后者即剩余索取权却并未进行授予,这与各主体对组织的贡献差异与组织结构的设立目的密切相关。正因如此,股东与董事会、管理层之间形成了隐含委托代理关系的实质契约,公司多项制度的构建宗旨在于降低其中的代理成本,这一委托代理关系在英美法体系之中更加接近于衡平法确立的实质意义上的信托关系或信义关系,董事会、管理层乃至监事会及其他内部人作为受托人的信义义务由此而生。

通过对基本要素的分析,可见公司的核心通过一种类似于委托代理或信托关系的外部财富管理组织模式,可以通过契约更为合理地实现社会资源配置,五个基本要素的演变都以此为方向,核心目标在于为股东盈利。然而没有限制的趋利公司最终会发展为完全的竞劣主体,会导致市场秩序混乱,公司法应运而生。公司法的功能除了界定公司形式以及遏制公司参与方之间的利益冲突之外,还需要在制度层面专注于追求股东回报最大化,从而体现公司组织形式中的委托代理或信托理念。通常情况下,这也是实现公司增进社会整体福利这一更宽泛目标的最佳手段。以我国为例,随着法治化营商环境与服务型政府的构建,公司与企业领域的法律制度也从最初公法色彩浓厚的规制法逐渐向以股东权利保护和促进为核心的自治法转变,进而实现为全社会利益服务的总体目标。近些年间,越来越多国家的立法者希望将公司法修改成真正意义上可以服务于公司的法律,以受托人的权利与义务为核心,以效率为主要价值追求的授权资本制在这样的逻辑下被越来越多的国家所接受。

• 17 •

(二) 相关主体的行为模式推动授权资本制的选择

行为决定论意图解决人们在做决定时容易出现的系统性偏离理性的问题。公司依照其成员的意志做出决定时并非如传统的经济学分析假设的那样完全理性,难以排除信息不对称等因素带来的交易成本,因此无法避免因个人偏好以及简单的启发式倾向使公司决定偏离理性路线,公司法律制度需要在一定程度上考虑到这个问题,并且通过制度思考和设计尽量避免该情况的发生。

诚如前文所述,从公司结构视角下观察,公司的核心是董事会结构下的集中经营管理及出资者共有所有权,因此出资者和董事会的内生性矛盾难以避免。尽管双方的最终目的都是希望公司经营发展情况良好从而使各主体利益最大化,但是管理层最大化公司利润,并且将股利以现金形式分配给股东,更符合股东的意愿。^[21] 出资者更关注自己的剩余索取权(股东利益最大化以及同股同权),而董事会似乎更加关注公司利益最大化及控制性利益。历史经验证明经营权和控制权的分离有益于公司发展,虽然董事会和股东会都会出现偏离绝对理性的情况,但与董事会相比,股东会偏离理性的可能性更大。一方面,公司制度的大量内容以分权制衡及内部人监督为主,在严格规制之下,作为受托人群体的董事会比股东会的决策更加倾向于理性。另一方面,股东作为委托人和受益人,在信息接收处理、专业理性决策等方面存在偏差。进行决策行为时,股东可能因为自身的确认偏差、记忆限制以及过分乐观从而易于接受支持他们初始假设的证据及重

[21] 参见〔美〕罗曼诺编著:《公司法基础》,罗培新译,北京大学出版社2013年版,第249页。

要结论，当控制股东、大股东由此做出决策时，其他股东再想提供那些反对此结论的信息就变得非常困难。加之股东自身对公司的信息源不敏感，可能会过分关注自身了解到的信息和解释，被这些信息和解释所锚定从而产生问题。^{〔22〕}人们往往喜欢设定目标作为参照点，在决策过程中存在着当下享乐偏误，缺乏自我限制和自我控制机制，^{〔23〕}因此股东往往会产生过度自信的判断。同时，股东的虚假共识效应让他们更相信和自己处在同一地位的股东的信息和解释，从而导致决策趋同，加之自利偏差属性，使得他们会偏向于收集、分析、回忆对自己有利的信息，这样以股东个体利益最大化为目标的决策实质是追求私益的产物。

股东决策时常出现失误，并且是无法避免的，现代公司架构也由此而生。那么股东的这些问题是否也会在董事会中存在？董事会的基本组成人员，除了外聘独立董事外，主要由股东构成，从逻辑上来说问题具有相似性。然而公司制度发展至今，由信托理念衍生的董高监信义义务已相对完善，实务界和学术界也对董事会的作用达成了共识。董事会作为公司内部治理结构中最为核心的组成部分，远比股东会更适合对公司进行集中经营管理，并且可以最大程度上避免决定偏离系统性理性。若董事违背了相关义务则需承担相应责任，^{〔24〕}董事会进行经营管理时远比股东会要更加小心谨慎，并依靠自己的专业做出最有利于公司的决策。

行为决定论证明，好的行为政策设计具有成本可忽略而效果显著的特点。授权资本制通过公司股东决定公司的资本总额及其构成、公司资本分次认缴（发行）以及董事会决定授权资本的后续发行的方式将会是避免股东会非理性决策的方式之一。与股东会相比，董事会更了解公司，且更可能意识到自己在公司经营中的行为偏差并予以修正。更重要的是，董事在公司中发挥的关键作用是确保公司管理层为增进股东利益而行事，^{〔25〕}这也是董事会结构下的集中经营管理的体现。在此框架下，董事会发挥三大功能，一是监督，二是帮助公司争取并保护外部资源，三是帮助公司战略形成。^{〔26〕}授权资本制下，股东会信任董事会从而降低增资等程序中的制度性成本，此时董事会和股东会的相互信任可以得到量化衡量，从而达到一种互惠效应。尽管其效果长期可能减弱，但减弱部分并不会影响制度性成本的降低，以及信任所带来的好处，^{〔27〕}这可以让公司资本被最大程度地利用，例如当股东出资义务出现瑕疵时董事会有义务要求出资瑕疵股东履行义务，这样的设计更有效率，更符合公司发展的客观规律。

（三）委托代理关系下授权资本制的合理性

不同主体视角下审视授权资本制有不同的判断标尺，可以发现其不同的制度优势，具体内容请参见表1。

〔22〕 参见〔美〕克罗斯、普伦蒂斯：《法律与公司金融》，伍巧芳、高汉译，北京大学出版社2011年版，第104-105页。

〔23〕 参见科林·F·凯莫勒、乔治·罗文斯坦、马修·拉宾主编：《行为经济学新进展》，贺京同等译，中国人民大学出版社2017版，第64-88页。

〔24〕 参见《公司法》第148条。

〔25〕 See Sanjai Bhagat, Roberta Romano, Empirical Studies of Corporate Law, in A. M. Polinsky, S. Shavell ed., *Handbook of Law and Economics*, Elsevier, 2007, pp. 945-1012.

〔26〕 See Donald C. Langevoort, The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms and the Unintended Consequences of Independence and Accountability, 89 *Georgetown Law Journal*, 797 (2001).

〔27〕 参见〔美〕大卫·R·贾斯特：《行为经济学》，贺京同等译，机械工业出版社2016年版，第325-340页。

表 1 不同主体视角下的授权资本制

比较视角	股东视角	董事会视角	债权人视角
判断标尺	成本、监督与利益	公司运作的空间	债权人保护
授权资本制优势	成本低，成立公司门槛低，事后审查，投资回报依托市场，退出通畅，作为委托人及受益人保留监督与获得最大利益的权利	董事会通过商业判断选择何时进行公司融资，董事会作为受托人，拥有较大的运营空间，股份认购可以选择一次性或分期缴纳	将债权人利益保障重任合理配置在公司资本制度之内与之外，通过其他制度保护债权人，平衡保护债权人和公司之间的委托代理关系

授权资本制的合理性之一是有利于解决公司融资与融资成本之间的矛盾问题。公司融资受到公司外部融资能力和公司贷款能力影响，^{〔28〕} 具体而言，公司融资的效果取决于公司资金流动性和风险管理、自由现金流、长期融资的情况以及外部的产品市场和收益预期，而授权资本制的优势在于降低公司融资成本。研究显示，相比于债权融资，公司更倾向于选择股权融资。^{〔29〕} 将权利授予董事会，让董事会根据公司内部实际经营情况和公司外部市场环境决定如何发行剩余资本，毫无疑问将会提高融资效率和成功率、降低融资成本。

通过对基本特征的描述可得，授权资本制是公司法上委托代理关系的一种体现。公司法一方面通过规制策略，尤其是强制性规则的规定，直接约束受托人的行为，规范委托人与受托人的关系；另一方面通过治理策略确认一套制度框架，以便委托人可以更便捷地监督和激励受托人，受托人较为自由的财产管理权限及扩大委托人范围的职能都需在信义义务的限制之下行使，这些都是构建授权资本制的基础。可以将股东会与董事会之间视为一组委托代理关系，通过研究事前后的规制策略和治理策略，可以为授权资本制的实行提供理论基础和制度保障。

授权资本制是当前公司资本制度类型中灵活性较大的资本制度。我们一般认为的授权资本制是以英美为主要代表国家的完全授权资本制，指公司设立时资本总额记载于公司章程之中，股东仅仅需要认足或发行资本总额中由公司章程规定的部分即可，并且授权给董事会，让董事会根据公司实际经营情况和外部市场环境决定如何发行余额资本的制度。^{〔30〕} 授权资本制中的“授权”是其与法定资本制的根本区别，赋予了公司高度自治的空间，可以最大化地实现公司资本筹集的灵活性。这样的灵活优势加之美英经济体的市场化主流影响，以及经济周期性下滑等情况，^{〔31〕} 使得许多大陆法系国家纷纷选择效仿授权资本制，例如日本、韩国通过公司法改革已经将本国的公司资本制度转向授权资本制。我国学者将日本和韩国的资本制度称之为折中授权资本制或折中资本制，^{〔32〕} 但是根据日韩学者对折中授权资本制的表述可见，他们认为本国实行的就是授权资

〔28〕 参见〔法〕让-梯若尔：《公司金融理论》（上册），王永钦等译，中国人民大学出版社2014年版，第308-348页。

〔29〕 参见廖志敏、陈晓芳：《法律中的经济力量》，法律出版社2015年版，第53-54页。

〔30〕 参见袁碧华：《我国公司资本制度改革研究》，中国政法大学出版社2016年版，第21页。

〔31〕 参见甘培忠、周游：《注册资本认缴登记之语义释疑及制度解构》，载《中国工商管理研究》2013年第5期。

〔32〕 参见刘永光：《日本公司资本制度改革的立法实践及其对我国的启示》，载《法商研究》2004年第1期。

本制，只是比英美的授权资本制施加了更多的限制条件。^{〔33〕} 为了区分，我们不妨将英美的授权资本制命名为完全授权资本制，而将日韩的授权资本制命名为折中授权资本制，两者都基本符合授权资本制的内容或精神。

三、域外授权资本制发展评析

各国的公司资本制度构建都以公司隐含的委托代理理论或信义关系为基础，彼此之间的差异很大程度上取决于该国对公司组织关系及利益权衡的理解侧重点不同，选择适用授权资本制的国家往往更加关注委托代理理论践行中的公司效率及全体股东的利益。

（一）英美的完全授权资本制

范健认为，授权资本制是起源于英美法系的产物。^{〔34〕} 美国自 1969 年旧《示范公司法》取消了最低资本规定条款后，各州公司法总趋势是取消公司章程中有关资本的各类强制性要求。在仍然保留最低资本要求的州法中，约束理由是可以让董事对缺失的部分资本承担连带责任，并不是为了提高公司成立的门槛。^{〔35〕} 对于新设公司的要求也比较简单，仅需要向州务卿办公室提交公司章程备案，文件形式正确即可，若内容虚假仍然申报即可构成犯罪。^{〔36〕}

相较于美国，英国在使用授权资本制时奉行“商业自由透明度”的理念，在公司设立环节管制有限，重视信息披露以及避免“折价发行”，将更多的制度内容设置于公司对股东的分配环节。^{〔37〕} 对于股东的认缴出资行为，英美建立了以董事会为中心的股东出资催缴机制，当股东出资义务出现瑕疵时董事会有义务要求瑕疵股东履行义务，同时英国公司法上有部分实缴股份制度，可以在登记公司时向登记机关声明自己的实缴数额。^{〔38〕} 在英美授权资本制度下，章程载明的资本额可以分次发行，股东对于自己认购的公司股份可以选择一次性或分期缴纳。授权资本制核心在于董事会通过商业判断来选择何时进行股权融资，股东会通过章程提前授权董事会可以发行的资本数量，不用通过股东会决议及变更公司章程这样繁琐的流程，给予了董事会一定的运作空间，降低了公司的增资成本。

叶林曾对授权资本制给予高度评价，认为授权资本制是适应公司股权高度分散化特征而设计的资本制度，有助于避免少数股东操纵公司事务，并提高公司运行效率，同时授权资本制度的弊端是可能加剧内部人控制和滥用公司资本制度的现象。^{〔39〕} 这些弊端的确存在，但并不意味着授权资本制一无是处，相反该制度正因为为公司预留了自治空间而得到了广泛支持，且因为英美国国家成熟的市场机制和根深蒂固的信托理念，制度对交易安全的保障功能并不逊色，也影响了大陆

〔33〕 参见邹海林、陈洁主编：《公司资本制度的现代化》，社会科学文献出版社 2014 年版，第 77 页。

〔34〕 参见范健、王建文：《公司法》，法律出版社 2018 年版，第 236 页。

〔35〕 参见〔美〕罗伯特·W·汉密尔顿：《公司法概要》，李存捧译，中国社会科学出版社 1999 版，第 37-38 页。

〔36〕 参见前引〔11〕，王文宇文。

〔37〕 参见前引〔15〕，刘燕文。

〔38〕 参见前引〔14〕，徐强胜、王亚霏文。

〔39〕 参见叶林、王世华：《公司法定资本制的检讨》，载《法律适用》2005 年第 3 期。

法系多个国家和地区公司资本制度的变革。

值得注意的是授权资本制并非一直被英国所采纳。一方面,公司实际发行的资本额与章程规定的资本额往往出现很大差距,资本信息具有欺骗性,如果设置了很高的授权资本数额(英国公司的通常情况),则授权额并不会对董事构成明显的约束;^[40]另一方面,董事会要根据授权额发行资本,有时授权额的限制会导致授权资本制与法定资本制无异。英国2006年《公司法》放弃授权资本制转而选择声明资本制,后者更加开放和自由,取消了授权资本限额,公司只需声明发行资本总额,股东认购即可成立,无需部分实缴。该制度继续扩大董事会的权利,董事会完全可以自主决定发行股份数量,可以说是现阶段给予董事最大自由的制度。^[41]英国立法者对于授权资本制的批判是合理的,实际上,英国公司法赋予了公司股东通过对公司宪章施加更强的控制来保护自身权益的机会,而不需要通过授权资本制度。^[42]但考虑到不同国家的市场基础不同,声明资本制的使用要极为慎重,拥有市场规模较大且复杂背景的国家并不适合进行盲目的公司资本制度自由化改革,声明资本制需要在极为成熟的授权资本制基础上探索适用。

分析英美的资本制度时需要意识到公司注册竞争的情况。这种情况在美国尤为突出,各州为了地方政府的财政税收必须考虑为公司运营提供最为舒适的市场环境,最终让创业者选择在本州进行公司注册。从这个角度来说,美国的公司资本制度在大陆法系国家看来如此激进也是有一定原因的,但这样的竞争是将公司资本制度的选择权交还给了市场,市场中真实的声音便是其商业领域改革的方向。以特拉华州为例,从1960年至1980年,该州的公司注册税费收入占总收入的比重可以达到15.8%,其他大多数州的税收收入难以与之相比,由此得出一个结论,公司注册税费占该州总收入的比例与该州公司法对公司需求的回应能力呈正相关,^[43]良好的公司法会助推州政府财政收入提高。除了注册税费,公司成立后的税费也是一个州的巨大收入来源。州公司法赋予公司董事会越来越大的权利进行公司运营,源于董事会对公司的了解以及决策和行为的效率,可以最大化地增加各种税收。因此,无论授权资本制还是声明资本制,对英美两国而言都是市场与立法相互作用的结果,这两种公司资本制度在英美本土并不会出现水土不服,可以说是一种自下而上的改革成果。

(二) 日本的折中授权资本制

折中授权资本制的本质是被设置限制的授权资本制,一般是指公司设立时章程中必须载明资本总额,公司成立只需该资本部分发行和认足,针对未发行的部分,公司授权给董事会根据具体情况后续发行,法律会对授权发行的部分在比例或时间上进行限制。日本1950年引进授权资本制,根据日本《商法》第166条规定,章程仅须记载公司发行股份总数,设立时发行的总数不得

[40] 参见〔英〕保罗·戴维斯、莎拉·沃辛顿:《现代公司法原理》(上册),罗培新等译,法律出版社2016年版,第279-280页。

[41] 参见黄辉:《现代公司法比较研究:国际经验及对中国的启示》,清华大学出版社2020年版,第71-84页。

[42] 参见〔英〕保罗·戴维斯、莎拉·沃辛顿:《现代公司法原理》(下册),罗培新等译,法律出版社2016年版,第857-882页。

[43] See R. Romano, The State Competition Debate in Corporate Law, 8 *Cardozo Law Review*, 709 (1987).

少于发行股份总数的 1/4。^[44] 另外，因公司章程变更而增加既存的授权股票数量时，增加的上限为已发行股票总数的 4 倍，但非公开公司作为例外不受此限。^[45] 公开公司就发行募集事项可不经股东大会决议而由董事会进行决议。^[46] 神田秀树认为之所以对授权资本制进行如此限制，原因一是防止董事会权利滥用，二是无限制的授权资本制并未体现出授权后未来股东的意思，三是需要明确因新股发行稀释原股东持股比例的底线，防止侵害股东权利。^[47] 可见，日本公司法对于授权资本制设置一定限制，不仅吸取了授权资本制的优点，亦弥补了授权资本制被人诟病的缺陷。结合战后日本的背景，折中授权资本制是一种自上而下的改革成果，其是在当时国际形势与日本国情相结合的基础上建立的。日本的折中授权资本制自建立以来一直沿用至今并得到我国台湾地区的效仿，足以证明授权资本制的生命力。

2005 年日本将《公司法》从其《商法》的“第二编公司”中剥离出来，该法第 445 条第 1 款对资本金进行了规定，认为资本金是设立或者股份发行时股东向股份公司缴付或给付的财产总额，并在之前折中授权资本制的基础上，废止了通过 1990 年《商法》修改创立的最低资本金制度。^[48] 同时，日本《公司法》根据净资产额限制利润分配，即在净资产不足 300 万元时，不得对股东进行盈余分配，^[49] 一定程度上限制了董事和股东滥用授权资本制。为了保障债权人利益，日本《公司法》规定若发生侵害债权人的事实，债权人可以向董事等第三人追责，^[50] 或通过法人人格否认制度来实现权利救济。为了弥补授权资本制的瑕疵，山本为三郎认为日本的资本制度需要与会计监查、会计信息披露紧密结合，希望通过内部监督的监事行为与外部监督的审计活动有效完善公司的内部治理体系。^[51]

日本的公司资本制度不断向授权资本制发展的同时，学理上的资本原则内容也在持续更新，原有的资本确定原则因 1950 年《商法》修改不再十分严格。所谓的不变是相对而言的，实际上是指不得随意减少资本金的原则，但这并不意味着对资本减少的绝对禁止，而是要求资本的减少必须经过极其严格的法定程序。^[52] 当前日本《公司法》所描述的资本原则指资本充实与维持原则以及资本不变原则。^[53] 资本充实原则体现为实物出资需要验资以及出资额的全额缴付制度等，^[54] 但因为授权资本的存在，上述规定在现实中并未发挥多大作用，至少在一些学者看来，甚至与资本充实原则并无联系。资本维持原则具体体现在针对股东的分配规制以及有偿取得自己股份时的财源规制等制度。^[55] 上述两种原则并未在日本《公司法》中明确规定，都是学者提炼

[44] 参见袁田：《反思折中资本制——以公司资本制度的路径选择为视角》，载《北方法学》2012 年第 4 期。

[45] 参见日本《公司法》第 113 条。

[46] 参见日本《公司法》第 201 条。

[47] 参见〔日〕神田秀树：《公司法的理念》，朱大明译，法律出版社 2013 年版，第 122 页。

[48] 参见〔日〕前田庸：《公司法入门》，王作全译，北京大学出版社 2012 年版，第 18 页。

[49] 参见日本《公司法》第 458 条。

[50] 参见日本《公司法》第 459 条。

[51] 参见〔日〕山本为三郎：《日本公司法精解》，朱大明等译，法律出版社 2015 年版，第 31 页。

[52] 参见〔日〕近藤光男：《最新日本公司法》，梁爽译，法律出版社 2016 年版，第 352 - 353 页。

[53] 参见前引〔48〕，前田庸书，第 19 - 21 页。

[54] 参见日本《公司法》第 33、34、46、63、93、207 条。

[55] 参见日本《公司法》第 446、461 条。

的结果,这样的抽象归纳与日本是大陆法系国家有一定关联,他们认为资本制度需要在这些原则的引导下进行。同时日本公司法建立资本制度的重要出发点是保护债权人利益,所以在权衡利弊后以及多方因素的作用下,日本公司法选择折中授权资本制是必然结果。然而这似乎显现出了制度制定中的思维悖论,一方面希望发挥授权资本制度的作用,另一方面对授权资本制的安全表现出深深的怀疑。换言之,日本在制定公司资本制时似乎被迫移植了英美的授权资本制,实质还保有法定资本制的思维逻辑,与其说上述内容是资本原则的一种体现,倒不如说是对于授权资本制度的不合理限制,这是对于企业价值理论的错误理解和阐述。正如施天涛所言,“资本三原则”存在固有的三个缺陷,即违背交易自由原则、不符合交易效率原则以及难以实现交易安全目的。^[56] 授权资本制的广泛适用意味着资本三原则的衰落,大陆法系诸国公司法都已经逐渐转向授权资本制或折中授权资本制,继续坚持法定资本制的国外立法例极其罕见。^[57] 相信随着公司资本制度在全球范围的现代发展,以保护债权人利益为宗旨的法定资本制终将成为公司资本制度的一种历史形态。^[58]

折中授权资本制在日本已经运行了近70年,日本本土已经拥有授权资本制度生存的环境,近几次的《公司法》修订体现出立法机关对于完全授权资本制度的倾向和青睐。随着经济社会的发展,日本立法机关也已意识到折中授权资本制越来越无法适应“金融资本+信息时代”的社会背景,可以预见未来日本的折中授权资本制度可能会发展成完全的授权资本制度。

四、我国授权资本制度发展环境的历史与现状

• 23 •

我国立法者长期执着于对法定资本制的坚持,即使在2013年全民创业、万众创新的政策背景下,我国《公司法》对注册资本制度进行大幅度修订、取消各项限制并采用认缴制时,仍未能采用授权资本制的相应内容。其中既有观念意识和理论基础的因素,也源于市场环境的限制,有必要对这些因素进行分析,探索我国当前发展授权资本制的可能性。

(一) 市场环境层面

曾有学者系统阐述了我国不宜采用授权资本制度的原因主要在于缺乏授权资本制的生存土壤,包括与授权资本制对接的经济基础、成熟资本市场与法治环境。^[59] 尽管授权资本制在效率、专业性等方面具有明显优势,但市场与制度环境的限制使之蕴含着较大的风险。然而,随着我国经济社会的发展,这样的风险已经逐渐减弱。

从经济基础与市场环境角度看,我国经济总量已经远超许多适用授权资本制的国家,公司数量、规模及所处行业的广泛性都较为可观,并且培养出了大量的优秀经营管理人才。信息技术的进步为公司授权资本制度的实行和发展提供了技术保障,公司信息公示问题不再是制度建设的障

[56] 参见施天涛:《公司法论》,法律出版社2018年版,第169-170页。

[57] 参见叶林:《公司法研究》,中国人民大学出版社2008年版,第256页。

[58] 参见前引[33],邹海林、陈洁主编书,第61页。

[59] 参见雷兴虎:《认可资本制:中国公司资本制度的最佳选择》,载《甘肃政法学院学报》2004年第1期。

碍，仅仅需要提供相应的技术和平台就可以得到很好的解决。与此同时，我们必须意识到当前的资本市场现状和我国经济发展目标。在全球外需低迷的压力下，国内基本建设投资的生产过剩问题再度出现，即使没有疫情的影响，经济增速也明显下降，投资拉动增长失灵，加剧了资本全面过剩的情况，经济结构与社会结构不匹配，经济发展出现了潜在危机。为了应对危机，政府选择了艰难地朝向生态文明进行转型，并确立了通过“内循环”最大限度开发国内经济潜力的方针。^{〔60〕}

在这场转型中，我国现行公司资本制度理念已然变革，公司资本信用逐渐向公司资产信用转化，市场在资源配置中起决定性作用，通过给予公司更多的自治空间从而释放市场内生活力，由市场主体决定公司的优胜劣汰。^{〔61〕} 资本的本质属性为追求增值，^{〔62〕} 公司制度需要完成的任务是通过自身的变革在保障市场安全的前提下进一步为市场注入活力，增加公司价值，恰好授权资本制的特点可以适应这样的需要。例如针对如何重构集体经济的问题，有学者提出将集体组织的资金变股本、资源变资产、村民变股东的战略思路，实现该方针的基础便是推动农村集体经济的公司化改制，^{〔63〕} 而授权资本制提供的制度灵活性和自由性与集体经济的特点较为契合，可以极大程度地发挥集体经济的优势。

（二）制度环境层面

尽管仍然属于法定资本制的范畴，但是认缴资本制以激发市场活力为目标，缓和适用了法定资本制并淡化了过于严格的资本三原则，为授权资本制的改革提供了实践经验与制度基础，展现出了向授权资本制度变革的自由化趋势。

与之相适应的是，自 2012 年商事制度改革试点，及 2013 年党的十八届三中全会首次提出打造法治化营商环境开始，除公司资本制本身的变革外，以商事登记制度为代表，市场主体从诞生到注销全过程中制度性成本的降低以及市场力量的充分发掘业已成为我国商事制度改革的核心，也成为优化营商环境的关键。2014 年 2 月 7 日发布的《国务院关于印发注册资本登记制度改革方案的通知》（国发〔2014〕7 号）中明确指出资本制度的改革要在坚持便捷高效、规范统一、宽进严管的原则下，通过“放松准入管制，优化营商环境”“严格主体监督，依法维护市场秩序”以及其他保障措施来完成促进市场主体加快发展、提高监管效能、增强经济发展内生动力的总体目标。^{〔64〕}

在此过程中，商事主体设立、变更登记等具有公法属性的程序以便利市场主体为目标进行了渐进式的变革，增加了投资者的获利机会，并激发了市场活力，为建立授权资本制提供了配套设施。公司作为最主要的商事主体组织形式，其运行成本的降低、效率的提升是优化营商环境的关

〔60〕 参见《第二次生产过剩与国家战略转型》，载 <http://our-global-u.org/oguorg/en/>，最后访问时间：2021 年 4 月 26 日。

〔61〕 参见王德山：《公司法问题研究》，中国政法大学出版社 2018 年版，第 104 - 108 页。

〔62〕 参见金晓文：《中国公司法原理与适用》，中国法制出版社 2017 年版，第 38 页。

〔63〕 参见 2020 年 8 月 27 日举办的“第四届国仁乡村振兴论坛——集体经济发展与乡村治理工作专题研讨会”上的温铁军专题讲座文字整理稿。

〔64〕 参见法律出版社法规中心编：《公司企业法律指引实用全书》，法律出版社 2018 年版，第 280 - 283 页。

键所在,营商环境的重要建设目标是为市场主体提供便利、自由、公平的发展环境,其保护对象是法律框架内的自由。契约自由使私人企业成为可能,并鼓励人们负责任地建立经济关系。^{〔65〕}在经济关系中,除了对交易规则进行明确规定的保护当事人意思自治的合同法律法规之外,在保障企业构建及自治方面,体现较为突出的是公司法对章程的相应制度设计,章程既是公司成立的必备条件,又是公司治理的重要依据,公司法通过章程制度将公司的自治规则成文化,从而尽可能地保障企业自由发展。无论是形式上,还是内容上,公司制度都在朝着便利公司经营者及尊重公司客观运行规律的方向发展,通过制度变革培育公司自治能力,而这恰恰就是授权资本制的价值追求。

在我国台湾地区引入“授权资本制”时,就有学者认为:资本三原则已漏洞百出,无法保护债权人。当下应当全面检讨资本三原则,设计另一种资本制度,甚至考虑完全的授权资本制。^{〔66〕}授权资本制的价值追求符合当下“降低门槛、鼓励创业、投资便捷”的公司法制度理念。法定资本制通过改良创新,能够更大程度上容纳授权资本制所具有的“便捷灵活”与“运营效率”优势。2013年修改后的《公司法》已经建立了较为完善的资本制度,例如有关注册资本的规定、^{〔67〕}足额缴纳出资的规定、^{〔68〕}禁止股东抽逃出资的规定^{〔69〕}等,为后续中国式授权资本制的建立提供了制度条件。有学者认为,或许我国未来的公司资本制度的基本形式,将由“认缴资本+授权资本”构成。^{〔70〕}综上,我国已具备实行授权资本制的制度土壤。

(三) 观念意识层面

传统观点认为公司注册资本决定了公司信用,这也是法定资本制及资本三原则在制度中根深蒂固的主要理论基础。数年的探索后,人们逐步认识到注册资本在证明和维持公司信用中的作用有限,且可能影响资金的使用效率,这一观念的改变推动了我国最低注册资本门槛的取消及认缴制的改革。然而仍有观点认为自主认缴制或授权资本制的适用很可能滋生公司设立中的欺诈和投机等非法行为,无法妥善保护债权人的利益,不利于维护交易安全。

有学者认为资本制度是调整股东与债权人之间利害关系的制度,^{〔71〕}但事实上,将债权人保护寄托在公司资本制上是不现实的,甚至可以说是资本制度的错误理解。债权人同公司、股东、董事一样都是商业活动的参与者,他需要也必须拥有可以匹配商业活动的商业判断,在商业活动中没有任何一个合格的商主体会不经过任何思考调查做出交易决策。同时亦无实证结果表明公司资本制度对于经济社会的贡献与其对债权人保护的水平和正相关,现实往往是资本制度在保护债权人利益上的贡献甚至不如法人人格否认制度等其他制度,严格的法定资本制反而增加了公司的运营成本。企业的价值取决于净资产、现金流及可预测收益甚至账面体现的偿债能力,而不是

• 25 •

〔65〕 参见王利明:《负面清单管理模式与私法自治》,载《中国法学》2014年第5期。

〔66〕 参见王文字:《公司法论》,中国政法大学出版社2004年版,第221-222页。

〔67〕 参见《公司法》第26、80条。

〔68〕 参见《公司法》第27、28、30、83、89、93条。

〔69〕 参见《公司法》第35、91、200条。

〔70〕 参见前引〔33〕,邹海林、陈洁主编书,第66页。

〔71〕 参见前引〔51〕,山本为三郎书,第29页。

注册资本。公司资本制度与债权人的关系没有我们曾经想象得那么密切，不能将资本制度幻想成为保护债权人的最有力手段。在当前经济背景下，公司资本制度的首要任务是发挥公司资本的最大效用，若将“是否能够保护公司债权人利益”作为公司资本制的首要讨论内容，便无法满足市场经济的要求。应当充分发挥公司资本制度在促进资源转换效率和经济增长中的作用，让更加专业的交易规则和交易安全保障制度全方位地为债权人提供保护。

长期以来，我国政府职能以管理型为主，对市场的干预力度较大。如今，建设服务型政府这一改革目标已成为多方共识。^{〔72〕} 优化企业营商环境的中长期战略是强化从非均衡发展转向平等竞争的基础条件，充分尊重个体权利，^{〔73〕} 故而政府该项工作的价值追求是保护市场主体权益。市场主体作为生产经营的直接参与者、社会财富的创造者，最重要的活动目标是获得收益，在此目标的指引下，合法权益有所保障、自由意志得到充分发挥是其从事企业经营、实现规模扩张与开展创新活动的坚实后盾。公平正义是法治的基本理念，私权保护是民商法的主旨所在，而政府公权力的限制则是行政法的重要追求。因此，在营商环境法治化建设背景下，公权力不宜过度介入私法领域，创新与自由化也应在资本制度中予以体现。

五、委托代理视角下我国授权资本制的未来方向与制度路径

基于前文论述，无论从委托代理理论或信托理念出发，还是考虑到域外制度趋势与我国当前的发展环境，由法定资本制向授权资本制的过渡都是有必要的。^{〔74〕} 委托代理视角下的授权资本制需要解决的是大股东与小股东、股东会与董事会以及债权人与公司之间的关系。其中，股东会与董事会的关系为授权资本制之核心问题，通过设计制度内容来控制可能增加的代理成本，实现各方利益平衡与市场的健康有序发展。^{〔75〕} 相应的法律对策主要包括“监管策略”和“治理策略”，^{〔76〕} 即通过具有规范性质的监管策略规制双方行为，同时以治理策略加强委托人对受托人的控制能力。

（一）监管维度的制度构建

监管策略中有关约束的内容需通过明确规则标准与设定责任的方式进行，在股东会与董事会代理关系中，核心理念在于对受托人的监管和股东的出资义务。其中，除《公司法》的规定外，在“公司合同束”理论框架下，受托人之义务可以从民法之委托代理关系中找到内容基础。我国《民法典》合同编第二十三章规定了受托人义务，例如受托人应当按照委托人的指示处理委托事

〔72〕 参见刘熙瑞：《服务型政府——经济全球化背景下中国政府改革的目标选择》，载《中国行政管理》2002年第7期。

〔73〕 参见刘志彪：《平等竞争：中国民营企业营商环境优化之本》，载《社会科学战线》2019年第4期。

〔74〕 参见张旭昕、房绍坤：《资本认缴制下的公司信用保障》，载《烟台大学学报（哲学社会科学版）》2017年第2期。

〔75〕 委托代理视角下的授权资本制中，大股东与小股东和债权人与公司之间的关系既非授权资本制的核心问题，亦非授权资本制着重解决的问题，两者应当通过其他公司制度予以解决。但是两者的策略理念和股东会与董事会之间关系的策略理念相同，因此以下关于股东会与董事会之间关系策略理念的论述对大股东与小股东和债权人与公司之间的关系治理具有重要的借鉴意义。

〔76〕 参见前引〔20〕，R. Kraakman、J. Armour，et al. 书，第31页。

务的义务、受托人的报告义务、受托人亲自处理事务的义务等。^{〔77〕}除此之外,信托法之信托关系亦可以提供内容基础,我国《信托法》规定了受托人的义务,具言之,为信托文件遵守义务、忠实义务、谨慎义务、分别管理义务、亲自管理义务、记录报告和保密义务、支付信托利益的义务和清算义务。^{〔78〕}虽然具体内容在《公司法》中的表现并不与《民法典》和《信托法》一样,而是更应将其归纳为信义关系这一理论层面的上位概念,但授权资本制中的受托人需要满足上述基本义务理念,亦要满足《公司法》有关规定和公司章程中合意规定的事项。

具体而言,一方面,事前制定规则要求董事会发行资本时不得有损公司、股东、债权人的利益,同时股东需要满足公司的出资义务以及其他有关公司资本的要求,通过明确的法律制度将规则以成文法确定下来,让董事会和股东予以遵守。事前制定规则的具体内容可以借鉴日本《公司法》的相关规定,例如净资产额限制利润分配、设立时发行的总数不得少于发行股份总数的1/4等。单独的事前规则策略无法规范授权资本制下的复杂情形,明确事后责任可以补正其不足,对违反规则者予以处罚,并向董事等第三人追责,实现相关主体的民事权利救济。^{〔79〕}

另一方面,设定准入与退出的条件策略能够为董事会和股东会之间的委托代理关系及信义义务的履行奠定基础。准入策略旨在通过强制披露信息等手段从股东或外部人员之中筛选出具有良好专业素养的董事,不会让倾向于投机主义和冒险主义的股东或外部人员作为独立董事进入董事会之中,^{〔80〕}被选择的董事可以基于专业能力和合理信息做出最适合公司的股本发行决策。退出策略使股东得以摆脱肆意妄为的董事,如《公司法》上的股东退出机制一样,股东一方面可通过市场将流通股交易转让,另一方面无法以正常交易转让的,法律赋予股东收回其投资价值的权利,这样的制约与威慑能够尽量避免董事会滥用公司资本制度损害股东利益。

综上,授权资本制建立的根本动因在于寻求长期投融资的机动性与便利性,制度体现为弱化股东大会的权限,强化并丰富董事会的职能。^{〔81〕}该制度下监管策略的核心目标是确保董事会基于商业判断发行公司资本、确保公司资本总额及其构成符合股东设立公司时的初衷及股东权利的实现,公司资本可以根据章程如实缴纳,约束策略与准入退出的条件策略都为这些目标而构建。

(二) 治理维度的制度对策

授权资本制下,董事会决策在公司资本制度中居于核心地位,其目的在于通过提议权和批准权的分离达到降低代理成本的效果。^{〔82〕}监管策略的功能更多在于保护公司、股东、债权人以及公共利益免受侵害,而治理策略特别是股东对董事的任免与考核机制及相关主体的分权制衡能够

〔77〕 参见《民法典》第922、923、924条。

〔78〕 参见《信托法》第25、26、27、28、29、30、34、58条。

〔79〕 当前法律规范会对事前制定规则和事后责任规则的研究提供构建基础和经验,例如《公司法》第149、150、151、152条。

〔80〕 关于股东激进主义,参见 Steve Klemash, David Hunker, What Boards Need to Know About Shareholder Activism, Based on their EY memorandum, 2021.

〔81〕 参见傅穹:《重思公司资本制原理——以公司资本形成与维持规则为中心》,中国政法大学2003年博士学位论文,第32-33页。

〔82〕 See Eugene Fama, Michael Jensen, Separation of Ownership and Control, 26 *Journal of Law and Economics*, 301 (1983).

更好发挥市场力量在委托代理关系中的作用。

内部人的任免与考核是控制公司的关键治理策略，这项策略在公司资本制度中居于非常核心的地位。投资者的所有权和委托经营管理构成了治理公司的基础，前者决定了公司的某些重大事项保留给股东大会，后者决定了将公司大量事务的决策权赋予董事会。此时，如果股东能够有效地行使任免（尤其是罢免）董事的权利，这将是控制可能增加的代理成本最为有效的方式。^{〔83〕}根据行为经济学理论，人很多时候表现出的善意和做出的互惠行为，更多是出于社会形象的考虑，董事不仅在乎自己的社会形象，更在乎自己在公司中的形象，这一形象极大影响了董事的职业生涯与发展前景，因此其许多行为会受到社会评价压力的约束。任免与考核策略可以直接约束董事会各董事的行为，但又不会直接干预董事会的决策，董事会仍然拥有根据商业判断决策的完整权利。相比于其他治理策略，考核任免制度的效果更加直观，出于对权利和地位的珍惜，董事们希望通过自己勤勤恳恳的工作换取丰厚的回报与良好的职业声誉。将股本发行效果纳入考核任免条件这一策略不仅可以让董事会审慎地进行公司资本运作，同时可以激励董事会监督股东缴纳公司资本，此时董事比外部债权人更加希望股东的资本能够按照章程约定及时缴纳，这样可以推动债权人利益保护、员工权益保障、社会责任践行的正向外部效应实现。

治理策略的另一个关键是依赖于法律制度来保护委托人的决策权利，以尊重公司资产，^{〔84〕}通过公司内部制度完善授权资本委托人、管理人和保护人制度。可以通过信托原理来思考治理策略，在公司这一组织模式中，可以认为董事会是受托人，公司及全体股东既是委托人又是受益人，公司资本类似于信托财产，委托人、受托人和受益人因信托法律关系产生权利和义务，其中受托人的义务主要在于为受益人利益最大化而努力，做出符合受益人利益的决策。在公司实务中，最典型的受托人是独立董事，尽管无法证明独立董事是否会促进公司业绩的增长，^{〔85〕}但是独立董事并不会从公司资本制度中获取个人私益，他们会更加受到荣誉、声誉以及专业知识的影响做出恰当的判断和决策。从某种意义上来说，独立董事制度的运行情况将会是决定授权资本制是否能够良好运行的关键。

同时，可以通过激励策略促进董事忠实勤勉地为公司服务，尽管激励策略机制的效应长期来看可能呈现边际递减。在激励策略之中，需要注意的是不合理的强势激励很有可能会使董事过度自信、过度竞争交易或者对公司未来发展预期盲目乐观，从而对公司资本的发行做出错误判断与决策偏误。

通过监管策略和治理策略合理设计的授权资本制度将会最大程度地重振市场信心、激发市场活力、发展市场经济，优化市场资源配置。

〔83〕 See e. g. Marco Becht, Julian Franks, Colin Mayer, Stefano Rossi, Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund, 23 *Review of Financial Studies*, 3093 (2010).

〔84〕 See Oliver D. Hart, Incomplete Contracts and the Theory of the Firm, 4 *Journal of Law, Economics, and Organization* 119, at 123-5 (1988).

〔85〕 See Renée B. Adams, Benjamin E. Hermalin, Michael S. Weisbach, The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey, 48 *Journal of Economic Literature*, 58 (2010).

Abstract: In 2013, the Company Law of China substantially revised the company capital system, weakened the decisive role of the three principles of capital by lowering the threshold and applying the subscription system, but still adopted the statutory capital system. In the context of global economic downturn and China's economic transformation, the revision of the Company Law as an opportunity, the path selection of corporate capital system and the developing institutional system once again triggered research and discussion. The essence of a company lies in the organizational construction of the principal-agent relationship in the external property management, and the professional ability and role of the board of directors as the agent and trustee should be given full play. Authorized capital system is a capital system that can better reflect the fiduciary relationship and conform to the value of efficiency. Based on the review of the fully authorized capital system in Britain and America and the compromise authorized capital system in Japan, and analysis of the historical evolution of China's corporate capital system and the current market environment, it is concluded that China's corporate capital system should activate the vitality of the company to the greatest extent in the future and gradually transition to the authorized capital system. Based on the principal-agent theory, the company capital system can be gradually relaxed through the dual strategy of external supervision and internal governance, so as to control the possible increase in agency costs and realize the balance of interests of all parties and the healthy and orderly development of the market.

Key Words: principal-agent theory, company capital system, authorized capital system, concept of trust

• 29 •

(责任编辑: 周游 赵建蕊)

从公司合同说到组织说： 法律行为视角下的公司与公司法

陈 醇*

• 30 •

内容提要：公司合同说从合同视角看待公司的本质，但实际上合同只是法律行为的一种，公司本质论不应忽视单方法律行为、决议甚至行为群落等对合同的替代作用。在科斯所说的替换机制中，替换者与被替换者均可能包括单方法律行为、合同、决议以及上述法律行为组成的行为群落。如此，从法律行为上看，公司的本质就是经过组织的法律行为或行为群落（组织说），公司法就是组织法，这一品性使之不同于合同法。我国《公司法》的修改应当采用组织说，尊重法律行为的自治，组织选择性的行为群落模块，且以强制性规范的形式规定各种行为效力的冲突规则与民事责任。

关键词：公司法 公司合同说 组织说 行为自治 效力冲突规则

公司的生死存亡与内外关系离不开单方法律行为、合同与决议，上述行为还可能形成综合性的复杂行为群体，从这一视角下看待公司及其法律制度，或许能有新的发现。

一、合同说及其缺陷

（一）合同说及其繁荣的原因

公司合同说肇始于科斯的企业本质论（下文简称“合同说”）。在科斯之前，公司与合同的关系尚未得到重视。科斯在其名文《企业的本质》一文中指出，交易是存在交易成本的，为了节约这一利用价格机制的成本，人们选择了企业。^{〔1〕} 科斯在此文中还指出，企业的本质是以一个契

* 陈醇，浙江师范大学法政学院教授。

〔1〕 See R. H. Coase, The Nature of the Firm, 4 *Economica*, 386, 389 (1937).

〔2〕 参见前引〔1〕，R. H. Coase 文，第 390 - 392 页。

约代替一群契约,特别是利用长期合同来代替短期合同,从而节约交易成本。^{〔2〕}根据科斯的理论,人们的确可以得出公司的本质是合同的观点。公司节约交易成本的机理是:公司不能消灭合同,但可以减少合同的数量;公司以长期合同代替系列短期合同,从而减少了合同的数量。公司所减少的合同,是企业内部各部门之间原先必须订立的合同;至于企业与外部其他交易者的合同,那是减少不了的。

科斯的理论被后来者运用于公司的研究,进一步发展了合同说。阿尔钦等以合约理论分析企业,认为合约形式是企业本质的基础,区分了多边合约与双边合约对团队生产及其效率的意义,并得出团队生产在效率上可能优于单个生产的结论。^{〔3〕}上述理论接受了科斯的交易成本理论与企业本质论,从而强化了合同说。以上论文也重视合约的数量,这是值得注意的现象。詹森与麦克林根据科斯的理论,认为企业的本质是一组个体之间合同的联合体;因为组织的现金流与剩余资产索取权的可分性,因而区分企业内外的合同没有意义,只有认识合同集合才有意义。^{〔4〕}该文从代理合同的角度分析企业的本质:“我们将代理关系定义为一种合同,其中一个或多个人(委托人)委托另一个人(代理人)代表他们执行一些服务,包括将一些决策权力委托给代理人。”^{〔5〕}这一观点有两点值得注意:一是将合同说具体化了,认为公司的本质是合同,而且是代理合同;二是将代理合同作为群体合作关系的基本形式。“这两篇论文后来分别被认为是公司合同理论的两个分支——交易费用理论和委托代理理论的代表之作。”^{〔6〕}在上述两篇文章中,前者只是强化了合同说,而后者则将合同说具体化为代理合同说。哈特和穆尔等人提出了不完备合同理论,认为合同是不完备的,而公司法是对不完备合同的补充。^{〔7〕}不完备合同理论既保留了合同说,也发展了合同说。麦克尼尔认为:“所谓契约,不过是有关规划将来交换的过程的当事人之间的各种关系。”^{〔8〕}他的关系契约理论也为合同说提供了新的依据:公司是一种关系契约。不完备合同、关系契约论仍然坚持了合同说,只是认为它与传统合同的类型不太相同。其后,合同理论成为分析企业的框架,许多经济学家均采用这一思路,包括发现资产专用性理论的威廉姆森等人。^{〔9〕}

我国学者对合同说进行了介绍、总结、阐发与适用。有学者认为,我国公司法完全有必要采取该种理论,适用自由原则,以促进经济的发展。^{〔10〕}有学者全面介绍了公司合同理论与公司合同的属性(关系合同、长期合同与不完备合同),认为公司法具有提供合同模本、补充合同漏洞与非效率目标的作用,“在制定公司法时,立法者必须按照合同的规则和市场的路径来进行,而不能依赖于国家的强制力而恣意妄为,这样,作为结果的公司法规则才能获得合理性”^{〔11〕}。此文

• 31 •

〔3〕 See Armen A. Alchian, Harold Demsetz, Production, Information Costs, and Economic Organization, 62 *American Economic Review*, 777, 794 (1972).

〔4〕 See M. C. Jensen, W. H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 *J. Fin. Econ.* 305, 310-311 (1976).

〔5〕 前引〔4〕, M. C. Jensen、W. H. Meckling文,第308页。

〔6〕 罗培新:《公司法的合同路径与公司法规则的正当性》,载《法学研究》2004年第2期,第75页。

〔7〕 参见〔美〕哈特:《企业、合同与财务结构》,费方域译,上海三联书店、上海人民出版社1998年版,第25页以下。

〔8〕 〔美〕麦克尼尔:《新社会契约论》,雷喜宁、潘勤译,中国政法大学出版社1994年版,第4页。

〔9〕 对公司合同分析路径的概述,参见〔美〕奥利弗·E. 威廉姆森:《资本主义经济制度:论企业签约与市场签约》,段毅才等译,商务印书馆2004年版,绪论部分。

〔10〕 参见张民安:《公司契约理论研究》,载《现代法学》2003年第2期。

〔11〕 前引〔6〕,罗培新文,第83页。

受到了推崇，^{〔12〕} 并被运用于公司股东会与董事会权力的构造^{〔13〕}。合同说也被用于解读公司章程，认为公司章程是一个合同。^{〔14〕} 合同说成为我国公司法中的一般理论。

合同说受到推崇并在我国得到广泛传播，是因为这一理论符合民法的分析习惯，且其中包含了一些合理的观念。合同分析是民法的传统分析方法，而合同说只是这种分析方法在公司法理论中的运用。梅因提出，从身份到契约是人类社会的伟大进步。^{〔15〕} 自此之后，合同倍受推崇。“以合同代表法律行为，这是民法的普遍现象。”^{〔16〕} 对法律行为的分析，就是对合同的分析，这是民法中的公理。因此，从行为上分析公司的属性，必然会从合同上分析公司的属性。合同说除了符合民法的分析思维习惯，它还包含一些合理的观点：第一，公司法确实存在大量的合同制度。这是合同说的制度基础。这不必多说。第二，合同说提出了合同束、不完备合同与关系契约等多种学说。合同说非常注重理论的自我完善，这些理论本身有一定的正确性。这发展与加固了合同说，也完善了科斯提出的长期合同理论。事实上，这种发展与加固确实使对合同说的批评变得更为复杂与困难。如今，仅仅是梳理合同说的学说，就需要巨大的篇幅，更不论对这些学说与其理由进行反驳了。第三，合同说提出了公司法必须接受市场考验、必须尊重当事人的自治等观点。人们容易将其中个别观点的正确性等同于合同说的正确性，尽管它们的正确性并不必然证明合同说的正确性，但是，这很容易给人造成一种错觉：难道“市场检验规则”这样的说法有错吗？从而加强对合同说的信奉。

（二）合同说的缺陷

合同说受到了各种质疑。这种质疑可以分为两种：一种是质疑合同说本身，例如，认为该学说概念混杂，特别是法律经济学意义上的合约与法学中的合同不对应，对公司法具体制度的解释力和对公司的立约、履约和后续修改表现出天生的孱弱等；二是在质疑合同说之时，论证与提出替代性的学说，如论证与提出公司实体说、公司社区论、特许权理论、公司宪治论、公司聚合理论等。^{〔17〕} 其中概念不明与混乱、解释力有限等，指向了合同说的实质性问题。

合同说的致命缺陷是什么呢？笔者认为，它主要有如下两点：

其一，忽视了单方法律行为与决议二者对合同的替代作用。将单方法律行为与决议全部归结为合同，这一严重的概念错误会导致连锁性的理论错误。单方法律行为、合同与决议均在公司实践与公司法中占有重要的地位。如合同说的列举所言，公司在聘任董事、监事、其他雇员与进行交易时，确实运用了合同。但是，股东会、董事会、监事会等公司机构行动的基本方式是决议，而经理、法定代表人的一般行为方式是单方法律行为。这是我国公司法的事实，也是很多国家公

〔12〕 参见汪世虎、蒋华胜：《公司法中的意思自治——以公司合同理论与公司法的功能剖析为视角》，载《西南政法大学学报》2015年第5期。

〔13〕 参见罗培新：《股东会与董事会权力构造论：以合同为进路的分析》，载《政治与法律》2016年第2期。

〔14〕 参见宋从文：《公司章程的合同解读》，载《法律适用》2007年第2期。

〔15〕 参见〔英〕梅因：《古代法》，沈景一译，商务印书馆1959年版，第97页。

〔16〕 陈醇：《商法原理重述》，法律出版社2009年版，第244页。

〔17〕 如下文献综述了国外的学说，并提出了自己的看法：邓峰：《作为社团的法人：重构公司理论的一个框架》，载《中外法学》2004年第6期，该文认为公司法是“一个标准化的框架”；李诗鸿：《公司契约理论新发展及其缺陷的反思》，载《华东政法大学学报》2014年第5期，该文综述了反对合同说的文献，并提出了自己的见解；黄辉：《对公司法合同进路的反思》，载《法学》2017年第4期，该文特别强调不能在公司法中过度强调契约自由；〔澳〕斯蒂芬·波特姆利：《公司宪治论：重新审视公司治理》，李建伟译，法律出版社2019年版。

司法的事实。股东会聘任董事或监事等，这是委托（或信托）合同的内容，但是，将这些委托合同无限地扩大，认为股东会决议、董事会决议等均属于委托合同，就完全违背了民商法的基本原理。认为公司内部行为均是合同行为，这是典型的以偏概全的说法，基于此说法进而认定所有的公司行为均属于委托合同，将公司决议与单方法律行为的相关代价全部说成是代理成本，在法律上更是错上加错。单方法律行为、合同与决议在概念上不同，在原理上也有重大区别。^{〔18〕}决议在公司法中具有重要的地位，它是群体决策的基本方式，它因民主原则（在公司法中为资本多数决等）与正当程序原则而区别于合同。^{〔19〕}这三种行为均是意思自治指导下的行为，但是，单方法律行为是非合作情景下的自治模式，合同是双方意思表示一致上的自治模式，而决议是多数决定的自治模式。单方法律行为与决议都是意思自治的表现，但绝对不能将之等同于合同自由。以合同自由来概括私法行为的不同意思自治形态，存在根本性错误。公司运营需要合同，但公司运营绝非合同所能概括。合同说基于私法以合同代表所有行为的错误习惯，而以合同代表公司生活中的单方法律行为、合同与决议，从而得出错误的结论。在公司中，长期合同等固然有替代短期合同的功能，但是，单方法律行为与决议也有替代合同的功能。合同说过度强调了一种合同对另一种合同的替代作用，而忽视了单方法律行为与决议二者对合同的替代功能。这表现于法律之上，必然就是忽视公司法中的单方法律行为与决议制度。

其二，忽视了行为群落对合同的替代作用。所谓行为群落，是指由复数行为组成的行为系统。其系统性表现为不同种类行为之间相对固定的相互关系。公司设立、合并、治理、利润分配、清算等，均是由多类型复数行为组成的行为群落。如果公司行为不只是合同，那么，行为群落具有替代合同的功能吗？“个人主义方法论在私法中居于基础地位。”^{〔20〕}其基本单位是“一”，一个合同、一个决议，如此等等。合同法不讨论一个合同与另一个合同的关系，合同相对性便是这样的原则，在此背景下，将公司视为一个合同，是符合民法思维习惯的。而将公司视为一束合同或一个合同网之类，在民法上是缺乏理论依据的。在这种背景下，合同说自然必须回避合同群落对合同的替代，更不可能考虑单方法律行为、合同与决议组成的行为群落对合同的替代。长期合同、不完备合同与关系契约等，均在单个合同观念下打转，均回避了行为群落对合同的替代作用。这样，公司中行为群落的组织就被忽视了，行为群落的结构与程序设计也就成为可有可无的事情。合同说的各种发展，只是对合同法理论的发展，而未能超越合同法个人主义的方法论及其局限，它无法面对行为群落对合同的替代作用及其机制。

在国家过度干预的背景下，强调私法自治总是正确的，这却不能证明合同说的正确性，因为私法自治可通过合同实现，也可以通过单方法律行为与决议实现，还可以通过行为群落来实现。市场检验规则、放松管制都是正确的，但并不必须要通过合同进行。

面对合同说，有些批评者局限于批评，而未能提出替代性的学说，有些虽然提出了替代性的学说，却未能从法律行为角度解读公司的本质。合同说是从法律行为视角提出的公司本质论，要评论此学说，也必须从法律行为出发。公司实体说、公司社区论、特许权理论、公司宪治论等，

〔18〕 参见陈醇：《论单方法律行为、合同和决议之间的区别——以意思互动为视角》，载《环球法律评论》2010年第1期。

〔19〕 参见陈醇：《意思形成与意思表示的区别：决议的独立性初探》，载《比较法研究》2008年第6期。

〔20〕 易军：《个人主义方法论与私法》，载《法学研究》2006年第1期，第93页。

均未能从法律行为视角解读公司的本质，而是从其他各个方面解读公司的本质。这好比张三说叶子的颜色是绿色的，而李四争论道，叶子的形状是圆形的。二者视角不同，不具有可比性。如果说法律行为视角是一种重要的视角，那么，仍然有从法律行为上认识公司本质的必要。

（三）本文探讨的问题

公司法似乎不应当是合同法的特别法。公司法不应当重复合同法的内容。本文探讨的问题是：从法律行为上看，公司的本质到底是什么，这对于我国公司法的修改有何启发。“什么是公司法的性格？公司法规范可以由公司以章程的形式加以修改吗？公司法规范是强制性的吗，进而言之，哪些规范应该是强制性的，或者公司章程在何种程度上可以奉行私法自治的原则？”^{〔21〕}如此等等的问题均离不开公司本质论。本文试图以上述问题为基点，讨论公司法的品性并提出我国《公司法》的修改建议。

二、公司本质论：组织说

如果从行为角度考察公司，那么公司的本质是什么呢？

（一）公司的本质：法律行为的组织

在认识公司的本质之前，应当认识到单方法律行为、合同和决议三者在本上的差异。公司运营有三种常见的状态：一是公司（往往具体到某一公司机构）独自作出行为，不涉及他人；二是公司与其他主体进行交易，即两三个主体需要一致同意的交往；三是公司某一机构进行决策，涉及多个主体，无法达成所有主体的一致同意，只能以决议的方式进行决策。单方法律行为、合同与决议的适用场景不同，其成本也是不同的：单方法律行为适用于独断的场合，它不需要交易，不存在交易成本；合同适用于双方或人数不多情形下的交易，需要交易成本；决议适用于因人数较多而不能或难以达成合意的场合，它不存在交易成本，但需要决议成本。三种行为适用于不同的场合，三者的成本也是存在差异的。因为适用的场合不同，三者之间有时是无法相互取代的，例如，无法以合同取代单方法律行为，或者取代那些永远也无法达成100%同意的决议。但是，它们之间有时是可以相互取代的。例如，可以以单方法律行为代替合同，将需要双方合意的事委托给一方，由一方独断，或者采用降低同意的比例等方法，以决议取代合同，或者通过无限期不计成本的磋商等方法，以合同取代决议。公司行为具有长期性、复杂性与多样性，各种成本不同的法律行为为公司选择成本最小的行为种类留下了空间。

公司需要根据具体的情景选择单方法律行为、新型合同或决议来替代传统合同。公司经营中时常会选用新型合同来替代传统合同。如麦克尼尔所言，人们有时会倾向于选择关系契约而不是“单发契约”。^{〔22〕}此外，公司也会选用单方法律行为与决议来替代传统合同。独断是最节省交易成本的方法，因为根本就没有交易；而决议有时也是节省交易成本的方法，因为在无法达成交易的情况下，如果一定要追求合意，那么，此时的交易成本在理论上是无穷大的。在合同无法运作的情况下，选用单方法律行为或决议替代合同，是能节约交易成本的，是有效率的。那么，在合

〔21〕 汤欣：《论公司法的性格——强行法抑或任意法？》，载《中国法学》2001年第1期，第109页。

〔22〕 参见前引〔8〕，麦克尼尔书，第71页。

同可以勉强运作的情况下,以单方法律行为或决议替代合同方式,就一定能节约成本吗?公司有时会将一些本可以通过合同方式完成的事务交由个人独断,因为合同天生就存在缺陷,只要有合同就有交易成本。从节约交易成本的角度来看,单方法律行为的独断是最有效率的方式。公司将一些重大事务交给专业人员(如董事长或经理)独断,就是基于这样的考虑。同样地,在决议比合同能够节约交易成本时,公司也会以决议替代合同:在多数人议事时,达成合意(100%同意)的成本一般会高于达成多数决定(例如50%同意)的成本。如果能够无限期地等待,如果能够不计成本地磋商,可能决策者会达成合意,但是,这种合同往往是没有效率的,其交易成本大于决议成本。可见,公司会根据不同的场景选用不同的行为方式,有时选用合同,有时会选用单方法律行为与决议;选用后二者的原因可能是因为合同机制无法运作,也可能是因为合同机制增加行为成本。从公平、安全等其他因素考虑,也会得出相同的结论,因为单方法律行为、合同与决议在其公平与安全等价值上也有重大差异。单方法律行为、合同与决议三者所体现的价值观等存在重大的差异:决议是多数人的统治,它体现的是意思民主。^[23]在民事责任上,违反合同承担违约责任,而违反单方法律行为与决议,其民事责任制度并不明确。^[24]

公司也会选择单方法律行为与合同来替代决议。公司不仅可以用于替代传统合同,还可以用于替代决议。在科斯等人的视野中,合同是唯一的法律行为,因而,它也是唯一的被替换之物。事实上,单方法律行为与决议二者,是和合同一样的行为存在。人们既然可以运用公司替代合同,也就可以运用公司替代决议。决议也有决议的成本,如果能运用公司替代决议,那么,也可以节约决议成本。同样地,公司会选择合同或决议来替代单方法律行为。

公司还会组织行为群落替代零散的复数行为。当公司需要进行复杂行为时,它可能选择其中两个或多个行为,构建一个特定的行为群落而节约成本。例如,公司治理就是一个由众多决议、单方法律行为与合同组成的行为群落,它既包括董事长、经理等单方独断的行为即单方法律行为,也包括由董事会提案由股东会决定的决议行为,以及由经理提案由董事会决议的行为,如此,就将三个机构的行为镶嵌于一个结构之中,形成了分权制约的结构,也形成了环节分明、秩序井然的程序。又如,公司分立行为就是由公司股东会决议、公司公告与通知、分立协议等多类型复数行为组成的行为整体,它们也形成了富有结构与程序特色的行为群落。上述两种行为群落均不同于零散的复数行为。结构决定事物的性质与功能;权利结构理论认为,不同的权利结构具有不同的性质与功能。^[25]这一理论也可以适用于行为群落中:选择不同的行为结构会有不同的成本与功能。公司会组织适当的行为结构,以节约成本并达成综合价值的最大化。合同说中的合同网理论认识到了合同群体的存在,但却没有认识到合同群落结构选择的重要性。对赌行为与公司上市等复杂行为绝不是一个合同或一个决议,而是多个行为的组织体。人们所说的对赌合同,只是这种结构中最典型的那部分罢了。公司对行为结构的设计往往与行为程序设计混合于一处。如果说行为结构设计侧重于行为数量与关系维度的设计,那么,程序设计则侧重于动态过程

[23] 参见前引[18],陈醇文。

[24] 参见陈醇:《论决议的民事责任——超越传统二元责任体系》,载《学术论坛》2010年第3期。

[25] 参见陈醇:《权利的结构:以商法为例》,载《法学研究》2010年第4期。

与顺序的设计。公司往往将多个行为组织于一个程序之中，既体现了接榫合缝之妙，也加入了程序设计的理性。萨默斯认为，程序是人工理性之物，其中加入了和平、自愿、公平等各种理性。^{〔26〕}程序设计既可以优先考虑效率，即节约程序成本，也可以优先或综合考虑其他价值。程序设计是公司的重要内容，且不说单个决议的程序，公司设立、收购、合并、分立等公司行为，均是多种行为的组织体，既有结构设计，也有程序设计。总之，公司会组织行为群落，用于替代零散的复数行为。

总结以上内容，公司的本质包括四个方面：第一，选择一定的法律行为来替换另外的法律行为；第二，创造新型法律行为来替代传统法律行为；第三，组织行为群落来替代复数的零散行为；第四，被替换的行为不局限于合同，还可以是单方法律行为与决议或者是行为群落。它不局限于以新型合同替代传统合同，而是在行为组织基础上的一种多元行为替换机制。汲取长期合同说等优点，还应当认识到上述替换机制的稳定性，即它是一种长期、相对固定的替换机制。在这种替换机制中，存在替换一端与被替换一端，前者是公司，后者是被替换的各种行为包括合同；仅仅从公司即替换一端考虑，公司就是经过组织的大型行为群落，即单方法律行为、合同、决议以及众多行为群落的组织体。公司的替代机制就是一个法律行为的组织机制，其中组织过程包括选择行为、创新行为与设计行为群落。行为的组织是公司的本质。为了称呼的方便，本文将上述公司本质论称作组织说。

组织说与合同说既有相同之处，也有差异。二者相同之处在于，均从法律行为视角看待公司的本质，承认自治在公司中的基础性地位，承认合同在公司中的重要位置，也强调公司的稳定性特征等。组织说与合同说的主要差异在于：第一，替换者与被替换者不同。合同说下的替换者与被替换者分别是新型合同与传统合同，组织说下二者分别是上述多元法律行为和行为群落。组织说的视野更为广阔。第二，创造性不同。合同说创造了长期合同、关系契约等理论，组织说除了承认这种单个行为的创造性之外，还强调创新单个法律行为与行为群落。第三，替换机制不同。合同说是一元替换机制，而组织说是多元的系统性替换机制。第四，技术性不同。合同说虽历经发展，但仍然局限于合同设计技术，而组织说重视合同技术的同时，也重视单方法律行为与决议的设计技术，更重视行为系统及其结构、程序的组织。第五，行为自由的空间不同。合同说局限于合同领域，主要体现的是合同自由，而组织说包括单方法律行为的自治与决议自治，它回归了法律行为自治的本意，还将自治由单个行为拓展至行为群落。

（二）公司法的本质：组织法

公司的本质是法律行为的组织体，相应地，公司法也就成为行为组织法。这一组织法包括行为种类的选择规则、单个行为制度的补充规则、行为群落的组织规则、效力冲突规则、行为责任规则等。

行为种类的选择规则。这一类规则规定公司特定行为选用什么样的行为方式，即何时可以或应当运用单方法律行为、合同或者是决议方式。公司的行为，可以以单方法律行为的方式完成，也可以采用合同的方式完成，还可以采用决议的方式完成。公司有大量的行为，这些行为到底采

〔26〕 See Robert S. Summers, Evaluating and Improving Legal Processes-A Plea for "Process Values", 60 *Cornell Law Review*, 1, 23 (1974).

用什么方式,这是公司法的重要内容。例如,捐赠行为是由董事长一人独断还是由股东会以章程或另外的决议决定,这往往是争议所在。当然,可以划定一个以数量为主要指标的界线,分别以独断的单方法律行为与决议决定,如此等等。采用不同的行为方式,与权利的赋予密切相关,但也不完全一致,例如,将一个决定权赋予复数股东组成的股东会,就可以有合同与决议两种不同的行为方式。公司法要提供行为方式选择方面的规则,以便为人们选择行为的种类提供依据。

单个行为制度的补充规则。合同、单方法律行为与决议等单个行为的规则,本来应当由《民法典》及其合同编等规定,公司法不应重复上述内容。但是,公司法出于自己的需要,可能也会补充一些合同、决议与单方法律行为的规则。公司中的合同具有长期性,而长期合同最大的问题是风险预防,例如,期货交易等远期合同就存在发达的风险预防制度。公司法为此不得不建立风险预防制度,例如,资本制度就是公司法中长期合同的风险预防制度之一。该制度具有担保功能,它与资本维持制度、公积金制度等一起构成公司的风险预防制度。公司董事、监事、高管与公司的合同往往是关系合同,合同内容不明确,而更多地依赖于公司法的整体语境,这一关系合同制度需要忠实义务与注意义务等予以明确。公司对单个行为规则的补充主要不在合同制度之上,而在单方法律行为与决议之上,民法之中有发达的合同法却没有发达的决议法与单方法律行为法。公司建立了发达的决议制度,也建立了一些单方法律行为规则。前者在我国公司法中占有重要的地位,导致决议的研究多以公司法为例;后者不太招人注意,但单方法律行为规则在公司法中决非可有可无。

行为群落的组织规则。除了单个行为之外,公司法还需要规定由多类型和复数行为组成的行为群落规则。公司法的行为群落规则是因应公司事务而组织,其中蕴含着立法者的人工理性,这种理性带有专业性质,既包括多类型复数行为的结构设计技术,也包括上述行为群落的程序化,其中行为与行为的融合与转换,行为之间的功能配合等,均有复杂深入的考虑,决非一时兴起,因而成型的行为群落模块值得尊重。例如,在公司治理的行为群落之中,多种类行为之间的结构设计就参考了公法分权制约的宪治结构理论。“200多年以前,布莱克斯通将公司描述为一个‘小共和国’。作为一种治理模式,这一描述到今天仍然是恰当的。”〔27〕将行为的决定、执行(履行)与监督等不同的环节安排于不同的主体之间,形成了浑然一体的结构与程序系统。

效力冲突规则。不同的行为可能存在效力冲突,公司法需要为之提供冲突规则。例如,股东会决议与公司章程、公司内部决议与对外合同、董事会决议与股东会决议、董事会决议与公司章程等,均可能存在效力冲突。究竟优先承认何种行为的效力,这是公司法需要解决的问题。当公司决议与公司章程的效力冲突之时,公司法规定了违反公司章程的效力规则,这是简明的情况,当公司决议与公司对外合同的效力冲突时,应当以何者为准就比较复杂,就一个公司对外担保合同与决议的关系问题,如今就众说纷纭。这方面的规则是公司法所必不可少的规则,值得深入研究。

行为责任规则。这既包括补充单个行为制度的责任规则,也包括行为群体的责任制度。《民法典》合同编已经建立了违约责任制度,因而公司法不必重复,但是,违反长期合同的违约预防制度与关系合同的违约责任二者,公司法仍然需要作出规定。违反决议与违反单方法律行为的责任,也需要规定,公司法已经存在一些规定。行为群落的责任分配问题,多归结于组成它的单个

〔27〕〔美〕所罗门、帕尔米特:《公司法》,中国方正出版社2004年版,第113页。

行为责任，例如分别追究违约责任，这种责任拆分是否合理，值得研究。最能体现行为群落责任分配的制度是破产法制度，它将所有的行为责任进行一揽子解决，按照一定分配顺序与分配规则分配财产，这是典型的行为群落责任的系统性解决模式。

综上，公司法是法律行为尤其是行为群落的组织法。这使之区别于合同法。合同法只讨论合同，不关心单方法律行为、决议与行为群落。在合同说视野下的公司法规则，无法解释公司法中的单方法律行为与决议制度，更无法解释公司法中的行为群落制度。

（三）组织说的进一步论证

公司法采用组织说，有助于综合组织行为制度的武库，以适应公司事务的多重客观需要，并为当事人提供更多的选择。合同说倚仗合同理论与制度，确定合同在公司事务中的重要地位，为当事人的合同自由提供了基础，并有助于当事人选用各种合同制度。与将公司法理解为僵硬的法律强制相比，这一理论确实有其优越之处。但是，公司法的行为法武库不应当局限于合同制度，它还包括单方法律行为、决议与新型合同制度。组织说为公司法提供了更多的行为类型，从而丰富了公司法行为武库的内容。更为重要的是，组织说有助于公司法综合运用多元行为制度，构建各种行为群落并对其结构与程序进行设计，从而形成不同的行为制度模块。行为模式的多样化有助于适应公司法多样化的生活。公司事务具有复杂性，不同结构或程序的行为群落设计，为公司事务的复杂性提供了可能。合同说得到众多学者的承认，其根本原因在于它强调合同自由而能够为私人提供选择空间。但是，相比于组织说中的选择空间，合同自由的选择空间是非常有限的。组织说拓展了私法自治的空间：它将合同自由拓展至单方法律行为、合同与决议的自由，以及三种行为结构与程序综合性设计的自由。从此，公司法所提供的行为自治从一元自治走向了多元自治。公司宪治论等虽然为公司本质提供了另外的理论，但是，它们均未能吸收合同说中维护自由选择的优势。

组织说更能体现公司法的体系思维，也更有利于平衡各方利益。合同说试图以合同理论为公司法提供一以贯之的解释，但公司事务不只是合同事务，这使之难以完成上述解释任务。从体系上理解行为，完整的行为观念应当包括单方法律行为、合同与决议及其群落，而不只是合同一种。组织说以上述行为体系观念为基础，试图为公司提供一个体系性的解释。组织说的体系性还表现在，它不认为行为是各自孤立的，而认为行为可以被组织为具有一定结构与程序的行为群落。法律行为理论将行为分为三种基本的类型，但是，这种分类理论只考虑行为的“分”而忽视了行为的“合”。组织说既承认单个行为，也特别重视系统性复数行为的组织即行为群落，从而将既有的行为理论发展为一个分合兼顾的组织理论。在行为体系思维后面，是行为主体利益的体系化思维。公司法规定一定类型的行为，就意味着承认与保护一定主体的利益，例如，规定股东会的决议制度而不承认合同制度，就意味着不需要100%的合意，而只需要多数决定，就意味着对股东权益的保护倾向。同样地，对行为群落不同结构或程序的选择，也意味着不同的权益分配。例如，公司减资时对债权人的通知与公告程序，就是对债权人权益的保护。从合同到多种类型的行为，从单个行为到行为群落，随着体系思维的增强，行为理论后面的利益考虑也更为系统与周详，这有助于平衡各方当事人的权益。与合同仅仅涉及相对人及少量第三人不同，公司事务往往涉及众多主体的权益，利益相关者是公司经常要考虑的群体，在这种利益纠葛中，仅仅运用

合同说是难以顾及合同之外主体利益的,而只有运用组织说,才能通过不同的行为类型及其行为群落来平衡众多主体的利益。总之,体系化的行为理论才可能有体系化的权益考量。

组织说更有利于提高公司的效率,并可能在必要时实现多种价值的平衡。自由选择有助于效率的提高,这应当是合同说的立身之本。其他公司本质论多是因为可能过度限制自由选择而难以与合同说相提并论。组织说为当事人提供了更多的选择,尤其值得强调的是,它将当事人的选择自由从单个行为拓展至行为群落的自由选择之上。这种“组合拳”的选择自由应当更有利于提高公司的效率。公司法属于商法,效率并不是商法的唯一原则,安全、公平与自由等也应当是商法的原则。在必要之时,公司法可能需要在行为制度中植入其他价值,实现多种价值的平衡,或者是综合价值的最大化。合同自由与对合同自由的限制有助于上述目标的实现,但毕竟局限于合同,其腾挪的空间非常有限。更多的行为类型与行为群落的选择,为上述价值协调准备了更多的空间,从而更有利于上述价值的平衡。在行为类型有限且缺乏行为群落观念之时,公司法可能不得不以牺牲一种价值来保护另一种价值,但是,在更大的选择空间下,可能并不必须如此,而可以通过行为结构与程序设计的方法,达成价值共赢。

从合同说到组织说,这符合法律制度发展的历史趋势。从身份到契约,这是人类制度的重大进步。在很多时代,人们往往通过特定身份的单方法律行为来取得财产等,合同与决议并没有被广泛运用。市场经济确立之后,合同成为市场机制的基本工具,从单方法律行为拓展至合同,这受到了梅因等很多学者的赞扬。但是,无论是合同还是单方法律行为,都只是少量主体决策的方式,它难以适用于群体行动与决策的场合。私法性质的决议制度应运而生。如果没有决议,因为无法达成合意或达成合意的成本过大,可能导致大量集体行动如资本集中的不能。决议的出现,为大规模主体的合作提供了可能。公司具有社团性(一人公司毕竟是例外),集中股东的人财物力是公司的优势所在。公司需要独断与合意,更需要群体性的决策机制,而决议正好契合于这样的需要。从单方法律行为到合同再到决议,人类合作的范围与规模日益扩大。公司事务具有复杂性,它往往不仅需要采用一种行为方式,还需要组织行为群落。行为群落能将具有不同行为偏好的主体统合于同一个行为群落之中,再一次拓展了人们合作的方式与合作的规模。梅因“从身份到契约”的著名论断指出了行为方式与制度发展的第一步,而组织说则指出了行为方式与制度发展的高级形态。

组织说发展了法律经济学理论。法律经济学基于合同说而得出公司本质论,但其根本性局限在于未能走出合同这一行为类型。这与英美法不注重行为类型的研究有关。法律行为理论是德国法的技术核心,它被认为是德国“民法学最引以为傲的成就”。^[28]即使在德国民法中,决议制度的发展也相对滞后,决议一直被当作多方法律行为,被认为是合同的一种,直到冯·图尔和梅迪库斯,才认为应当将决议从合同中分离出来,决议才成为法律行为之中一种与合同并列的类型。^[29]英美法不重视抽象行为理念的研究,一直以合同来代表所有的法律行为。这应当是法律经济学在基础概念上产生致命错误的原因。罗伯特等人重视决议,但这未能受到法律经济学的重视。这种缺陷导致他们一直在合同理论中打转。法律与经济毕竟是两大学科,法律经济学重视经

[28] See J. H. Merryman, *The Civil Law Tradition*, Stanford University Press, 1985, p. 75.

[29] 参见〔德〕迪特尔·梅迪库斯:《德国民法总论》,邵建东译,法律出版社2000年版,第165页。

济学上的改进，而一直未能在基础概念上作出改变。科斯虽然是合同说的开创者，但他还是清醒地认识到自己在法律知识上的有限性。科斯曾说，他自己不是律师，对法律缺少详细的了解。^{〔30〕}这里有自谦的成分，也应当视为科斯对经济学者的委婉告诫：要研究行为制度，必须深入私法特别是公司法，才能知悉行为问题的复杂性。

三、组织说下的《公司法》修改

采用何种公司本质学说，这关系到我国公司法的宏观定位与整体选择，也关系到其中各种具体制度的设计。

（一）我国应当采用组织说

我国公司法必须放弃合同说，而采用组织说。采用组织说，首先是基于我国公司法正确性的考虑。除了合同之外，我国公司法中客观存在着大量的单方法律行为、决议与行为群落，因而，将上述各种行为归结为合同，这就存在明显的概念与方法错误。其次，采用组织说，也是弘扬我国公司法自治精神的必然举措。合同说受到推崇，其主要原因之一是其中隐含着对合同自由的推崇。合同自由只是私法自治的一种，组织说扩大了私法自由的范围，可以为当事人提供更多的选择。任何规则都必须接受市场的检验，而接受市场选择的关键之处即在于行为选择的自由度。我国公司法必须从单个行为的制度设计到行为群落的制度组织，以便在保持私法自治的同时适应市场的复杂性，使之能够适应市场的需求并接受市场的检验。再次，我国公司法采用组织说，有助于通过多类型行为与行为群落组织，而植入包括效率、自由等多种价值并平衡多种利益。

采用组织说对公司法意味着：第一，在行为类型上，承认单方法律行为、合同与决议三种制度在公司法中并存的现状，并完善单方法律行为与决议制度。采用合同说，在理论上只会强调公司法中的合同，要么容易忽视公司法中的单方法律行为与决议制度，要么导致理论与制度的脱节。而采用组织说，意味着在行为制度的具体内容上，不再以要约、承诺与违约责任之类合同制度解释决议与单方法律行为，承认与完善决议的程序与内容、单方法律行为的程序、行为群落的结构与程序等。采用合同说与采用组织说，二者在具体行为制度上的重心与范围是不同的。第二，在行为群落组织上，承认与完善行为群落制度，以适应公司的复杂性。采用合同说，只会重视合同制度的构建，而不会重视行为群落制度的组织。采用组织说，行为模块的组织就成为公司法的重要内容。第三，汲取合同说中的合理成分，完善针对长期行为的特色性制度，包括针对长期合同、长期决议（特别是章程）等行为的风险预防制度与监督制度。组织说并不是对合同说的彻底否认，而是对合同说的发展。第四，重视移植典型的行为群落模式即已经成型的行为模块制度，例如英美公司治理模式、德国公司治理模式与日本公司治理模式等，引入成熟的、典型的行为模块制度。

我国公司法采用组织说，要防止合同说遗留的一些错误观念。合同说将复杂的、多元的行为

〔30〕 See R. H. Coase, Law and Economics and A. W. Brain Simpson, 25 *The Journal of Legal Studies*, 103, 106 (1996).

种类与行为群落全部归结为合同。复杂的系统“具有不能被简单的概念所充分模型化的特征”^[31]。我国公司法要防止这种不当简化，这包括：第一，不要将单方法律行为与决议简化为合同，尤其是不要将所有的行为归结为代理合同。交易存在交易成本，代理合同也存在代理成本，这没有错；但是，没有必要因为这一正确性而将决议成本、单方法律行为的成本全部归结为交易成本或代理成本。第二，不要对行为群落制度断章取义，而将之归结为合同。公司设立、治理、分合、清算等均是多类型复数行为组成的行为群落，相应的制度也是行为群落制度，这种制度具有体系性。对这种制度的修改与完善，均应当从整体予以考虑，不当断章取义。以公司治理为例，公司法一般要求公司股东通过股东会实现对公司的治理，但是，现实之中很多公司采用股东合同的形式，架空股东会，而以单个合同实现对公司的治理。公司治理是一个多种类复数行为组成的系统，以合同行为取代股东会模式，本质上否认了整个公司治理制度。这种以合同治理代替行为群落治理的做法，受到了合理的质疑。^[32] 第三，不要将公司法定位为合同法的特别法。这既不正确，也没有可能。公司法包括了三种行为及其群落的结构与程序的组织技术，其行为类型、技术含量与选择空间不是合同法所能涵盖的。将公司法退化为合同法，以公司之名行合伙协议或代理合同之实，均是一种返祖的做法，与法律制度的进化趋势背道而驰。

在我国企业法的进化史中，选择公司法而不是单方法律行为或合同制度，这是历史的经验与教训。在计划经济时代，企业是政府的“单位”，运用行政命令治理企业，导致了严重的亏损与腐败。其后，我国对企业制度进行改革。先是采用了厂长负责制，这一改革从无人负责到有人负责，以单方法律行为作为企业治理的工具，但因为严重依赖于厂长个人的素质，其效果不如人意。再后来，采用了合同思路，即承包制与租赁制。这一思路将合同作为治理企业的基本工具，正是合同说所提倡的思路。承包制以失败告终，其基本现象是包赢不包亏；租赁制也以失败告终，其基本现象是掏空企业。交易发达的时代，合同成为主要的生财方式，我妻荣曾经称赞合同债权在近代法中的优越地位。^[33] 但是，历史证明，合同并不是特别好的治理方式。在这些方式失败之后，我国才引入了公司制度即所谓现代企业制度。公司制度重视单方法律行为与决议，更重视组织分权制约的行为群落，它使我国大量企业摆脱了亏损与破产等灾难，取得了历史上前所未有的成就。

（二）全面体现行为自治

法律行为是私法自治的工具。^[34] 我国公司法采用组织说，应当认识到是对法律行为的组织，因而必须尊重法律行为的自治本性，据此增加公司法规则的选择性。这包括选择行为的类型、行为的数量与行为的群落，尤其是选择不同结构与程序的行为群落模式。这种选择性，既包括选择，也包括选择的限制。我国有学者认为：“从公司基本框架设计，到股东权利保护，再到公司机关设置优化，域外实践都渐次彰显‘选择’功能的重大价值，这对于反思我国公司法的理念与规则而言，实为难能可贵的一次机遇。”^[35] 此言契合于法律行为的自治性质。

先说选择。我国公司法可以从如下方面加强行为的选择性：

[31] 〔美〕雷舍尔：《复杂性：一种哲学概观》，吴彤译，上海科技教育出版社2007年版，第27页。

[32] 参见陈群峰：《认真对待公司法：基于股东间协议的司法实践的考察》，载《中外法学》2013年第4期。

[33] 参见〔日〕我妻荣：《债权在近代法中的优越地位》，王书江等译，中国大百科全书出版社1999年版，第7页。

[34] 参见前引〔29〕，迪特尔·梅迪库斯书，第45页。

[35] 周游：《从被动填空到主动选择：公司法功能的嬗变》，载《法学》2018年第2期，第143页。

第一，增加股权的类型。我国股权类型过少，尤其是优先股类型制度不够完善。如果以证监会规章所称优先股为限，优先股仅适用于上市公司，还不包括大量对赌合同中享有优先权的有限公司股权。我国公司法应当增加股权的类型，特别是全面引入优先股制度。^{〔36〕}

第二，增加公司章程的类型与内容的选择性。目前，我国公司章程本质论有合同说与决议说两种，其中决议说认为：“章程行为属于法律行为中的决议行为，章程具有决议的法律属性。”^{〔37〕}在公司章程的创设上，可考虑引入四种公司章程模式：单方法律行为模式，即授权特定主体确立章程，适用于一人公司与部分小型公司；合同模式，适用于中小型企业；决议模式，适用于中大型企业特别是所有上市公司；混合模式，部分内容运用单方法律行为或合同制度，部分内容运用决议制度，此模式适合于一些新型公司。在公司章程的修改中，也可以考虑上述四种模式，但以决议作为兜底模式。在公司章程的内容上，公司法应当规定一些强制性内容，也规定一些“另有规定”条款。其中，“公司章程另有规定的除外”条款，不宜点到为止，而应当列举若干种选择性的行为模式，将其他模式作为例外并对例外提出抽象性的审查条件。公司法具有模本作用、补漏作用等。^{〔38〕}提供可以直接适用的模本是公司法的重要任务。目前工商登记部门往往采用极为简明的公司章程版本，一些地方的登记部门甚至为了“避免麻烦”而不承认不同版本的章程设计。公司法应当为公司提供若干版本，避免当事人因智识缺陷而导致的选择不可能。

第三，在表决制度上，公司法应当规定多种表决模式。除了资本多数决与累积投票制等设计之外，可考虑多种表决制度甚至是复合式的表决制度，即引入“智识多数决”或者资本与智识并重的表决机制等。^{〔39〕}公司法应当规定多元表决模式，并要求在所有的表决模式中考虑中小股东的保护。

第四，在公司几个主要机构的关系上，公司法应当规定多种可供选择的治理行为群落模式。我国目前的治理模式接近于日本模式，综合运用了单方法律行为、合同与决议组成的行为群落，将决策权、执行权与监督权分别置于不同的机构。公司法也可以规定美国模式与德国模式等其他模式，由当事人自行选择治理模式包括其结构与程序。

第五，公司法目前已经规定了多种出资及其缴纳模式，还可以考虑规定风险投资的出资模式如对赌协议模式。对赌协议多涉及公司治理、利润分配与股权结构等多重问题，将之视为一个合同行为而不是行为群落，未免将之简单化了。公司法宜将常用的风险投资方式特别是对赌合同规范规定于其中。当然，这种规定一定要考虑当事人选择的多元性。

第六，在公司会计账簿之上，我国已经根据公司的规模等规定了多种可选择性的会计账簿制度。这方面还有增加选择性的余地。^{〔40〕}

在其他制度之上，也还可以增加选择性，于此不一一列出。

公司法在增强选择性的同时，也应当明确选择的范围。公司法的选择性为公司创新提供了空间，却不能为劣币驱逐良币提供渠道。公司法所列出的模式应当是经典的权衡各方利益的成熟模

〔36〕 参见任尔昕：《关于我国设置公司种类股的思考》，载《中国法学》2010年第6期。

〔37〕 吴飞飞：《论公司章程的决议属性及其效力认定规则》，载《法制与社会发展》2016年第1期，第177页。

〔38〕 参见罗培新：《从政府管制走向市场导向——公司法修改的合同路径分析》，载《金融法苑》2003年第5期。

〔39〕 参见吴飞飞：《现代公司控制权分配中“智识多数决”现象探究》，载《证券市场导报》2019年8月号。

〔40〕 这方面的研究较少，需要加强。参见李法兵：《公司治理结构中会计目标的法律经济学解释——兼论我国会计法律制度的完善》，载《财务与金融》2010年第4期。

式,而不是随意的、以损害他人利益或逃避义务为目标的模式。这决定了公司法必须规定多种模式,但必须限制当事人超出模式之外的选择。“公司章程另有规定的除外”,其中“另有规定”完全由当事人决定,很容易成为“强而智的人”损害“弱而愚的人”的工具。^[41] 公司行为制度设计特别是行为群落制度的组织,如果要贯彻公司法多元价值与多方权益平衡的目标,那么,它一定需要丰富的法技术素养,非得经过慎重的考虑与多方博弈之后才能完成。例如,目前世界上比较优良的公司治理模式,只有那么几种。在强调公司法选择性或私法自治之时,不可将恣意视为选择,也不可忽视私法自治的范围。损害他人利益、掏空公司、滥用公司独立人格与有限责任等,均可能成为恣意自治的副产品。我国公司法制度运作不久,公司与股东的人格区分、公司财产与股东财产的区分、公司治理与股东个人行为的区分等,还未能深入人心,因此,我国公司法一方面要增加私人自治的空间,但也不宜过度扩充私法自治的空间,在比较法研究之上,尤其要注意中国公司法面对的上述国情。公司法选择性的增强,决不意味着大股东可以自由地损害中小股东的权益与债权人的利益,也不意味着享有公司有限责任的优势而行合伙协议甚至单方法律行为之实。科斯在《企业的本质》一文中指出了权利的相互性,即你的权利就是我的义务。^[42] 同样地,在资源竞争的背景下,自治也是相互性的,一定主体的自治必然以对另外主体的强制为代价。公司法只能寻求共赢性质的、合理的自治分配,而不能将私法自治理解为强者或特定人的自治。例如,如果股东能以股东合同分配利润而不顾及利润分配的法定程序,那么,股东的这种自治就必须以国家税收、债权人利益与公司未来的损害作为代价,其本质就是以债权人与公司自治的牺牲为代价而满足股东的自治。没有选择的公司法,是违反私法自治的,而没有限制的选择,必然导致公司法的虚无主义,二者具有类似的害处。

• 43 •

(三) 明确行为群落的效力规则与责任规范

公司法除了规定行为选择制度之外,还要规定行为效力及其冲突规则、行为法律责任,要求当事人为自己的自治负责。行为人有能力自治,行为人必须考虑他人的自治,行为人也有能力对自己的自治负责,这是私法对主体的信任,也是私法强调自治的必然结果。这方面的规范往往以强制性规范的形式出现。

公司法要规定行为效力及其冲突规则。在行为效力上,这包括单个行为的效力规则与行为群落的效力规则。合同的效力规则是较为成熟的规则,公司法不必再行规定,而单方法律行为与决议的效力规则,虽然《民法典》总则部分有法律行为的一般规则,但对于单方法律行为与决议未必合适。现行《公司法》及其解释规定了决议的效力规则,在汲取学者一些观点的基础上,可作一些修改。在行为群落的效力规则上,则应当建立比较复杂的行为规则,公司法还需要考虑建立如下六个方面的效力冲突规则:

第一,将行为区分为内部行为与外部行为,一般而言,除非外部行为人知悉内部行为的内容,否则内部行为的效力与内容不影响外部行为的效力。这方面的典型是对外担保等对外交易合同与内部决议的关系。除非对方恶意,否则公司不得以违背决议为由,否认对外担保合同等对外合同的效力。这其中有很多论述,于此增加一个理由:从成本上看,公司自己更容易知悉自身决

[41] 参见〔日〕星野英一:《民法中的人》,王闯译,载梁慧星主编:《为权利而斗争》,法律出版社2000年版,第347页。

[42] See R. H. Coase, The Problem of Social Cost, 3 *Journal of Law and Economics*, 1, 2 (1960).

议的内容，因而更容易预防决议对合同效力的影响；从成本最小化的角度上看，公司自己预防自己的担保行为与自己决议的冲突，是符合效率最大化原则的。要求交易对方承担一定的调查义务，这可以理解，但这种要求不能过高，公司应当自行遵守谨慎义务，否则是违背效率原则的。在没有受到欺诈与胁迫的情况下，公司的意思形成与意思表示应当一致，这是公司自己的事情，由他人来承担调查义务，这既是不公平的，也是不合理的。这应当是对外担保方面的一般规则，也应当是公司法一般性的内外行为效力冲突规则。

第二，将行为区分为关联行为与非关联行为，要求关联行为提供相应的对价，否则将导致行为的效力瑕疵。关联交易、关联决议与关联单方法律行为，均必须考虑符合市场公平价格。在这方面，典型的是关联担保。公司不可以为其股东或其他关系人无偿担保。公司担保必须有偿，否则，担保合同无效。2019年发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》规定了关联担保，但没有要求被担保方提供对价。^{〔43〕}这是错误的。为他人担保与为他人保险，均是为人承担风险，保险合同需要交付保费，为什么担保合同不需要付出代价呢？公司不是自然人，它有明确的营利目标，不能够无偿为他人尤其是股东承担风险。如果坚持上述原则，那么，整个公司担保合同数量可能会大为减少，《公司法》第16条等针对的关联交易、关联决议与关联单方法律行为均将大为减少。建议将第16条第2款修改为：“公司为公司股东或者实际控制人等关系人提供担保的，必须经股东会或者股东大会决议，且必须支付对价或提供反担保，公司不得为其关系人提供无偿担保。”或有人认为，公司为其股东等担保，公司在履行担保义务后有对该股东等的追偿权，公司因此而得到了对价。这是错误的观点，无论公司能否追偿，公司都承担了风险，追偿权只是一种期待权，试想，如果被担保的股东有能力满足追偿权，他还需要公司为其提供担保吗？正是因为股东在履行能力上存在风险，才需要公司为其担保。因此，追偿权不是公司担保合同的对价。要求关联方向公司支付对价、不能进行无偿担保等，这对于遏制《公司法》第16条等关联交易纠纷的繁盛，具有釜底抽薪的作用。

第三，区分公司的根本行为与非根本行为，并要求公司的非根本行为必须尊重其根本行为。这方面的典型是公司章程与公司其他行为的关系，公司的其他行为必须尊重公司章程。公司的合同、决议、单方法律行为均必须尊重公司章程。这一点还包括如下问题：公司董事会的行为必须符合股东会的决议，公司经理的行为也必须符合股东会与董事会的决议。我国《公司法》规定了公司章程的根本性地位，但只是从主体角度作出规定，即要求公司、股东、董事、监事与高管等遵守公司章程，而没有明确规定公司的合同、决议、单方法律行为均必须尊重公司章程。建议明确规定公司、股东、股东会、董事、董事会、监事、监事会、高管等主体在进行合同、单方法律行为与决议时，必须遵守公司章程。从行为角度规定行为之间的服从关系，对于理解公司董事与高管等的信义义务等，或能提供一些启发：董事与高管等的义务多是以公司章程或决议为依据的，其违反信义义务的行为多是违反公司章程与决议的行为。同时，也建议《公司法》规定股东会、董事会、监事会与高管之间的行为效力关系。建议将《公司法》第149条修改为：“股东、董事、监事、高级管理人员执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程与决议的规定，给公司造成损失的，应当承担赔偿责任。”其中，增加股东为责任人，同时将违反决议作为赔偿损失的事由。

〔43〕 参见2019年《全国法院民商事审判工作会议纪要》第18条“善意的认定”。

第四,规定在先行为与后续行为的效力冲突规则。这一般适用于同一主体同种类行为之间,在公司法中主要表现为同一主体的决议的效力冲突。在合同法上,相同主体的新合同可以替代旧的合同,扩展这一原理,在公司法中,相同主体的新决议可以替代旧的决议。这方面还需要考虑决议的形式问题:一个全体同意的决议,能被一个过半数通过的决议所取代吗?这是公司法经常会遇到的问题。公司的一些重大决议必须经过三分之二多数通过,而其后其他决议可能只需要二分之一多数通过。我国公司法可以允许新决议取代旧决议,但必须考虑决议的形式对效力的影响,规定对中小股东的适当保护,以防止大股东损害中小股东的权益。

第五,区分债权人行为与股东行为,以公司的财务会计制度特别是利润分配制度解决二者的效力冲突。债权人要求公司清偿债务,而股东要求公司分配公司收入,这两种行为的标的均指向公司的资产,会产生冲突。公司财务会计制度特别是利润分配制度就是这方面的冲突规则。我国公司法已经建立了利润分配的强制性程序,禁止违反此程序的收入分配。公司股东不能以股东合同等合同形式另行设立分配规则,也不能以合同形式设立财务会计规范之外的规则。建议公司法强调这一规则的强制性,加强独立账户、记账制度等常用财务会计规则,明确上述规则的强制性,预防公司股东与公司财产的混同。建议在《公司法》第171条后面增加一款:“禁止以他人账户代替公司账户,账户混用可作为滥用公司独立人格的初步证据,除非能够证明公司财务的独立性,否则该账户的开户人或使用人对公司的债务承担连带责任。公司必须建立独立的财务会计制度以预防公司股东与公司财产的混同。”建议在《公司法》第166条后面加一款:“以股东合同或其他程序对公司的利润作出分配,其分配无效。”

第六,修改股东权行使方面的规定,避免形成“有限责任无限权利”的印象。在公司法中,股东的责任是有限责任,与有限责任相对应,公司股东的权利也是有限权利。何为有限权利?这包括两个方面:其一,股东必须以参加股东会且以法定或公司章程规定的行为方式行使共益权,而不能成立临时性组织并以临时性的规则行使共益权。禁止股东成立临时组织并以临时性规则取代股东会及其法定或公司章程规定的行事规则。这不仅考虑到组织与议事规则的制定需要丰富的技术素养,还考虑到这种恣意行为超出了债权人与中小股东的预期,可能严重损害债权人、中小股东的利益与社会公共利益。其二,只有股东会才能依分权制约制度支配董事与董事会、监事与监事会、高管等,股东不能直接支配上述公司组织。股东必须通过股东会才能行使共益权;公司的任何行为必须将决策权、执行权与监督权分开。这是汲取公法分权制约营养的要求,它框定了公司治理行为群落的基本结构,股东必须遵守。这与合同自己缔约、自己履行的机制完全不同。《公司法》第4条宜修改为:“公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等共益权,但是共益权必须通过参加股东会及其法定或公司章程规定的程序行使。禁止股东成立临时组织并以临时性规则取代股东会及其法定或公司章程规定的行事规则;禁止股东越过股东会而直接行使其对公司的决策权等共益权;股东违反公司财务会计制度尤其是利润分配程序的行为无效。”建议在《公司法》第147条第1款后面加上一款:“公司股东或实际控制人越过股东会直接治理公司,必须承担违反忠实义务和勤勉义务的法律法律责任。”这一款的作用是在禁止股东非法治理公司的同时,对此非法治理行为,要求其承担忠实与勤勉义务。

除了以上冲突规则,我国公司法还需要规定违反公司决议与单方法律行为的法律责任。违约责任已经存在,公司法不必重复。《民法典》有统一的行为效力制度,却没有统一的违反有效行

为的责任制度，即只规定了违约责任，却没有规定违反决议与单方法律行为的民事责任，因此，公司法出于需要，应当完善违反单方法律行为与决议的法律责任。我国《公司法》已经规定了公司董事等违反公司章程造成损失的赔偿责任。其他义务人违反公司章程要不要承担责任？公司董事等有义务遵守决议的人违反决议要不要承担责任？这还需要《公司法》作出规定。建议我国《公司法》对此作出一般规定，包括对责任豁免作出规定。在公司行为群落之中，往往一个行为的效力瑕疵会导致另外行为的效力瑕疵，此时，单个行为的责任人要不要对整个行为瑕疵承担连带责任？例如，公司某股东的行为导致公司决议无效，而依此决议进行的公司合并行为已经行至中间环节，并因为决议无效而导致公司合并行为的无效且导致损失，上述股东是否应当承担合并失败导致的损失？因为行为的关联性，建议《公司法》规定股东承担连带责任。

总之，我国《公司法》法律责任部分差不多全是行政责任与刑事责任规范，而民事责任规范缺位。《公司法》的修改，应当添加民事责任规则。

四、结 语

在以合同代表法律行为的思维导向下，公司被认为是合同的替代之物，这就树立了以新型合同替代传统合同的公司本质论。扩展法律行为的观念，可以建立一个多元的替代理念：其中替代物（公司）既可以是新型合同，也可以是单方法律行为、决议以及行为群落；其中被替代物，也不应当局限于传统合同，它也可能是单方法律行为、决议以及行为群落。由此，公司本质论也就从合同说发展到组织说。在法律行为视角下，公司法不是新型合同法，而是组织法。我国《公司法》应当在组织说的指导下，拓展行为制度的选择空间，同时以强制性规范规定行为效力的冲突规则与违反有效行为的法律责任制度。

Abstract: The theory of company contract looks at the nature of a company from the perspective of contract. But in fact, contract is just a kind of legal acts, and the theory of company nature should not ignore the substitution effect of unilateral legal act, resolution or even contract nexus. In R. H. Coase said substitution mechanism, substitutes and the replaced all may include unilateral legal act, contract, resolution, and the community of legal acts above. So from the perspective of legal action, the company's nature is legal actions or their community through organization (organization theory), and company law is the organic law, which makes it different from the contract law. The revision of the Company law of China should adopt the organization theory, respect the autonomy of legal acts, organize the selective legal community modules, and provide the conflict rules of enforceability and civil liability of all kinds of behaviors in the form of mandatory norms.

Key Words: company law, company contract theory, organization theory, autonomy of legal act, conflict rule of enforceability

(责任编辑：周 游 赵建蕊)

董事会中心主义治理模式 在我国公司法中的重塑

甘培忠 马丽艳*

内容提要：公司治理是公司所有权与控制权分离衍生出的新问题，其核心在于如何配置公司权力及构建相应问责机制。随着公司股权分散化趋势在各国公司中的蔓延，域外公司法普遍确立了董事会中心主义的治理模式，即以董事会为公司治理中枢，赋予其广泛经营管理权并以完备的信义义务体系为董事合理履职背书。我国《公司法》忽视公司治理需求上的本质差异，将分权控制结构强制嵌套在所有公司权力配置中，造成公司治理规制失当与迟滞缺憾。未来我国公司治理的优化革新应当以公司治理发展多元化为主线，制定单行的“有限责任公司法”和“股份有限公司法”并分别确定公司治理模式，其中对股份有限公司而言，董事会中心主义模式的全面确立是与时代并行、与现实契合的不二选择。此外，以权责相称为旨归完善董事信义义务体系并补缺董事问责机制，是确立董事会中心主义模式的应有之义。

关键词：公司治理 股份有限公司 董事会中心主义 信义义务

• 47 •

一、问题的提出

1932年伯利和米恩斯在《现代公司与私有财产》一书中精确概括美国公司制度的特点为所有权与控制权相分离，此后“两权分离”理论在各国公司实践中产生广泛而深刻的影响。伴随着公司所有权与控制权分离趋势的增强，公司机关分化局面形成，进而推动公司权力配置格局发生转型：公司治理不再囿于股东本位思想主导下以股东会为中心、以其他公司机关为附庸的传统模式，而是将公司经营管理权^{〔1〕}由股东会过渡到董事会，发挥董事会在经营管理方面的优势作用。

* 甘培忠，兰州大学法学院教授；马丽艳，兰州大学法学院博士研究生。

〔1〕 伯利与米恩斯提出的“两权分离”理论，是指公司所有权与控制权相分离，但公司法理论研究通常将控制权解读为经营管理权，概源于公司控制权的主要内容即是对公司的经营管理，且经营者控制契合公司发展实际。参见周游：《公司法上的两权分离之反思》，载《中国法学》2017年第4期。

我国《公司法》作为公司制度的后起之秀，在公司治理上采取标准范式之外的分权控制结构，即以明确列举和设置兜底条款的方式将公司权力分配给公司各个机关，希冀通过分工协作实现相互制衡。然而，分权若不能做到界限分明，那么制衡效果便会大打折扣，我国《公司法》遵循“重大事务决策权归股东会”“一般事务决策权归董事会”的思路划分公司权力，所形成的权力配置格局看似清晰实则混乱，股东会和董事会的固有权力内容重合、边界模糊，为公司法治实践埋下隐患。况且分权控制结构虽介于标准化的股东会中心主义和董事会中心主义之间，但我国公司权力配置还是明显受到我国行政体制的影响，^{〔2〕}股东会作为公司权力机关不仅被授予广泛经营决策权，更是享有公司剩余索取权，再加上监事会专门负责公司内部监督，董事会权力已经被严重侵蚀，所剩无几。适逢新一轮《公司法》修订，笔者认为我国公司治理模式的优化革新应当从公司法治发展实际出发，秉持公司自治理念，构建多元化的公司治理架构以满足不同规模、不同类型的公司的权力配置需求，其中标准化的董事会中心主义模式不失为股份有限公司的妥适选择。

董事会中心主义的公司治理模式契合股权分散公司的实际需求：股份有限公司为寻求融资而不断扩充投资者数量，使得公司股权结构分散化、社会化趋势增强；大多数投资者并不热衷于参与公司经营管理，甚至其投机意图胜于投资想法，^{〔3〕}因此公司的日常经营管理只能委诸董事会负责；董事会由具备专业知识的董事组成，其通过集体决策掌控公司大小事务并积极推动股东利益最大化^{〔4〕}。因此，正如亨利·汉斯曼所言：“投资者所有权与自由市场和自由企业并不是必然相伴随的”^{〔5〕}，股东直接控制公司也许在小型封闭式公司中有其合理价值，但对于公众公司而言，股东只是追求投资利益的群体，他们随时可能离弃公司而成为局外人，股东主权成为一种抽象的商业教条。公司轮船的船东们远在千里万里之外，驾驶者只能是名为船长、大副等组成的董事们。董事会中心主义模式突破了投资者所有权在公司治理中的垄断地位，使董事会成为公司事务决策的主导力量。然而“两权分离”现象必然引发代理成本问题，即公司治理始终要面临董事会非为股东利益决策而是利用各种机会主义行为谋求个人私利的风险，如何约束和抑制董事恣意行为便成为董事会中心主义模式的核心问题。^{〔6〕}总之，本文以董事会中心主义模式下公众公司的权力分配、运行和制衡为主线，循着董事会中心主义模式的发展演进脉络，比较研究西方国家董事会制度的表现形式与东方国家（地区）引入董事会制度后的改良适用，最终立足我国公司制度发展实际，重塑我国公司法中的董事会中心主义模式，并为构建权责相称的董事会制度提出理论构想。

二、董事会中心主义模式的制度渊源与理论基础

（一）制度渊源：西方国家的成文法与判例

公司制度滥觞于西方经济社会土壤，所以我国公司法理论与实践探索在遭遇难题时难免

〔2〕 参见邓峰：《中国法上董事会的角色、职能及思想渊源：实证法的考察》，载《中国法学》2013年第3期。

〔3〕 参见赵万一主编：《公司治理的法律设计与制度创新》，法律出版社2015年版，第8页。

〔4〕 See Michael Dooley, Two Models of Corporate Governance, 47 *Bus. Law.*, 462 (1992).

〔5〕 〔美〕亨利·汉斯曼：《企业所有权论》，于静译，中国政法大学出版社2001年版，第1页。

〔6〕 See Mark A. Sargent, Lawyer in the Perfect Storm, 43 *Washburn L. J.*, 1, 43 (2003).

要追根溯源,沿着西方国家探索出的路线寻找适合我国国情的智慧和经验。股东会中心主义和董事会中心主义的更迭背景始现于19世纪50年代。彼时股东会中心主义的权力配置模式已经与现代公司的发展相脱节,尤其是公众公司股东会在交易频繁、竞争激烈的市场环境中逐渐力不从心,甚至投资者本人对参与公司经营管理保持理性冷漠(rationally apathetic),^[7]“搭便车”心理和“用脚投票”行为盛行;与此相反,董事会则因吸纳了具备专业知识和能力的成员而在公司事务管理方面愈发游刃有余,公司经营管理权由股东会向董事会倾斜乃大势所趋。美国特拉华州《普通公司法》(1899年)作为典型代表之一,通过“除非本法或公司设立章程另有规定,公司业务和事务均应在董事会管理或在董事会指导下进行”正式宣告董事会中心主义的确立,此后《美国示范公司法》(1950年)第8.01条(b)规定:“所有公司权力应当由董事会行使或在它的许可下行使,公司业务和事务也应当在它的指导下经营管理,但上述一切均应受公司设立章程明示限制的约束。”英国上诉法院在20世纪初通过“自动过滤器公司案”^[8]表达了以公司章程为公司权力划分依据的立场,即当公司章程将权力授予董事会时,股东会再无权干涉该权力的行使。该判例影响了后续多起案件的判决结果,^[9]并使“股东会无权干涉董事会在其权力范围内的决策,除非董事会行为违反法律或公司章程”的观点流行开来。大陆法系也纷纷选择以董事会为中心配置公司权力,如德国《股份公司法》(1965年)规定董事会作为公司的领导机关享有广泛的公司管理权和代表权,其权力行使不受股东会特别决议的干涉。法国《商事公司法》(1966年)也规定董事会拥有在任何情况下以公司名义进行活动的广泛权力,其应在公司经营范围內行使除法律明文规定属于股东会权力外的其他所有公司权力。^[10]

• 49 •

随同董事会中心主义模式一道被广泛接受的还有理论界对董事会权力性质解读的变迁。既往观念中常以董事会权力源于股东会授权作为研究基调,主张股东会可随时收回、限制董事会权力甚至直接介入其中。如今主流观点则认为董事会权力源自公司本身,公司作为独立法人机构为维持正常运行必须设立机关并分别移交权力,因此董事会享有经营管理公司的法定权;股东会和董事会作为相互独立的公司机关,应在各自权限范围内妥当行使权力且不得逾越,二者的交集也仅限于以下情形:股东会可通过修改公司章程或者选任董事介入董事会决策、间接影响董事会权力行使。域外公司立法大都遵循上述逻辑,在奉行董事会中心主义的同时也将制定和修改公司章程、任免董事的权力作为股东会的法定权力予以固定,可见董事会中心主义并不是隔绝或者边缘化股东对公司的控制权,而只是在公司利益最大和效率优先的驱动下对公司权力配置的一种合理调适。

[7] 参见〔美〕斯蒂芬·M. 贝恩布里奇:《理论与实践中的新公司治理模式》,法律出版社2012年版,第174页。

[8] Automatic Self-Cleansing Filter Syndicate Co. v. Cuninghame, [1906] 2 Ch. 34, CA.

[9] 譬如在 Quin & Axtens v. Salmon 案 (1 Ch. 311, CA; [1909] A. C. 442, HL.) 中,法官认为股东会作出的普通决议不得干涉董事会的决定,除非董事行为违反了公司法或公司章程的有关规定。在 Shaw & Sons (Salford) Ltd v. Shaw 案 ([1935] 2 K. B. 113, CA.) 中,法官表示当管理权被授予董事会时,除董事会外其他机关均不可行使公司管理权;股东会控制董事会的唯一方式便是变更公司章程或者更选董事;股东会和董事会都不得篡夺公司章程授予对方的权力。在 Scott v. Scott 案 ([1943] 1 All E. R. 582.) 中,法官主张当权力被授予董事会时,除非通过修订章程剥夺这些权力,否则股东会不得干涉董事会的权力行使。

[10] 参见王勇华:《董事会权力法律制度研究:理论与规则》,法律出版社2015年版,第162-165页。

（二）理论基础：公司价值取向的博弈

如上文所述，公司所有权与控制权分离推动公司机关分化，而在林立的公司机关中选取最适合的公司利益“守护者”则是公司治理的起点。与公司的大股东或经理相比，董事会成员既无股份高位套现的动机也无奖金和股票期权兑现的诱惑，因此董事会能够相对保持对公司利益的忠心，^{〔11〕} 股东及其他利益攸关者也乐意由董事会来居中裁决各方龃龉。现代公司董事会采取集中管理方式治理公司，其目的在于：第一，为公司确定一个稳定的责任主体，由董事会统筹公司对外交往；第二，发挥董事会专业管理优势，集思广益达到决策最优；^{〔12〕} 第三，建立以董事会为中心的公司内部交流网络，^{〔13〕} 并由其专门负责调节公司各种要素的利益分配^{〔14〕}。自普通公司时代以来，各国公司立法无不以“股东利益至上”为圭臬，从公司权力配置到公司利益分配都以最大程度维护股东利益为基本价值取向，诸如“商业公司设立和运行的主要目的是为股东创造利润”^{〔15〕}、“董事义务便是在法律允许的范围内最大化股东的长期利益”^{〔16〕} 的观点盛行。然而进入知识经济时代以来，智识资本价值愈发凸显，^{〔17〕} 公司利益不再与股东利益完全等同，公司内部其他投入生产要素的相关者也成为公司利益索取的适格主体，是故公司制度的价值取向不能停留在片面追求股东利益最大化的层面，肩负起必要社会责任是现代公司制度的新目标。^{〔18〕} 当然价值取向的博弈并不意味着公司利益纷争恒久存在，一般情形下股东利益最大化与公司利益最大化协同一致，^{〔19〕} 公司法立法也应“为所有受到公司活动影响的人谋求整体福利”^{〔20〕} 为目标，维持股东利益与社会利益的平衡、和谐是公司法治长远的追求^{〔21〕}。

在董事会中心主义的权力架构之下，董事与公司间的关系趋于紧张，尤其是在董事会权力空前扩张、专业化经营创造巨额经济效益等因素的诱发下，董事权力滥用是每个公司成员都要承担

〔11〕 参见仲继银：《迷失的董事会中心主义》，载《董事会》2012年第4期。

〔12〕 实验心理学家和实验经济学家认为，特定环境下集体决策优于个人决策。20世纪30年代马乔里·肖（Marjorie Shaw）实施的经典对比实验（四人一组寻找解决“Eureka”问题的唯一自我确证的答案）发现团体组的正确率明显高于个人组。See Marjorie E. Shaw, Comparison of Individuals and Small Groups in the Relational Solution of Complex Problems, 44 *Am. J. Psych.*, 491 (1932). 然而，上述实验设置在人为创造的环境中，且参与实验的学生与现实生活中担任董事的商业人士差距较大，所以该实验结果因偏离市场运行规律而受到质疑。See Richard A. Poster, Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law, 50 *Stan. L. Rev.*, 1551, 1556 (1998).

〔13〕 See Henry Hansmann, Reinier Kraakman, The Essential Role of Organization Law, 110 *Yale L. J.*, 387, 406-423 (2000).

〔14〕 See Stephen M. Bainbridge, Why a Board? Group Decision-making in Corporate Governance, 55 *Vanderbilt Law Review*, 1-55 (2002).

〔15〕 Dodge v. Ford Motor Co., [1919] Michigan Supreme Court 170 N. W. 668.

〔16〕 Katz v. Oak Indus., Inc., [1989] Del. Ch. 508 A. 2d 873, 879.

〔17〕 根据“公司能力理论”的观点，物质资本所有者以所有权形式对公司的投入只是公司获取利润的一个因素，在公司设立初期作用巨大，但公司的长远发展和长期利润获得则更依赖公司内部的特型智识资本。参见乔子欣：《论公司法人治理结构中的董事会中心主义——兼论我国公司董事会的重构与完善》，载《江苏社会科学》2002年第3期。

〔18〕 在20世纪30年代伯利与多德（Berle-Dodds）开展的著名论战中，伯利认为公司首先应对股东负责，因此为股东利益最大化牺牲一些社会利益也在所不惜；多德则主张董事的受托义务应当扩展到保护社会整体利益层面上来，企业应当以提供社会服务为己任。See A. Berle, Corporate Powers as Powers in Trust, 44 *Harvard Law Review*, 1049, 1074 (1931); E. Merrick Dodd, For Whom Are Corporate Managers Trustees? 45 *Harvard Law Review*, 1145, 1163 (1932).

〔19〕 参见潘林：《优先股与普通股的利益分配——基于信义义务的制度方法》，载《法学研究》2019年第3期。

〔20〕 〔美〕莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等：《公司法剖析：比较与功能的视角》，罗培新译，法律出版社2012年版，第29页。

〔21〕 参见甘培忠：《论我国公司法语境中的社会责任价值导向》，载《清华法学》2009年第6期。

的必然风险，^{〔22〕}控制代理成本便成为公司利益调节中的另一重难题。为保障董事个人合理利益诉求与公司利益最大化并行不悖，公司法从事前监管和事后治理两个层面提出优化措施遏制代理成本攀升，其中典型如：创设独立的公司监督机关或设置独立董事强化对董事会的监督；制定完备的董事信义义务规范体系防范董事会权力滥用；以薪酬或荣誉等激励为对价换取董事忠实勤勉履职；股东会行使董事任免权调控董事会成员优胜劣汰等。上述策略的实际效果并不相同，甚至有些并不尽如人意：如以高额薪酬或荣誉、名誉等激励措施刺激董事尽职尽责存在风险，高薪酬或名誉可能会异化为反向驱动，沦为董事攫取公司利益的工具。因此，在董事会中心主义模式下解决代理成本问题需要多重策略共同发力，单独的激励措施并不能完全取代密切的监督机制和信义义务下的问责体系，股东会手握的董事任免权则成为控制代理成本的最后一道屏障。

三、域外公司立法中董事会中心主义的表现

（一）独立探索与协同发展：西方国家的董事会中心主义模式

西方国家的公司权力配置格局虽然在相当时期内实现了从股东会中心主义向董事会中心主义的转型，但各国公司法实践却演化出不同的董事会角色定位，其中典型便是美国单层制下的监督者^{〔23〕}和德国双层制下的监督—管理者。美国公司法虽然赋予董事会最大范围的公司管理权，但董事会往往又通过权力下沉方式将公司日常事务的决策权转移给专门智囊团队或委员会而只保留对公司内部的普遍监督权，^{〔24〕}公司决策遂依赖以CEO为首的经理层，CEO与董事会并行的格局逐渐形成。然而，董事会从冗杂的公司日常事务中解脱出来并不意味着其责任的相对减轻，实际上董事不仅要以宽泛的信义义务规范约束自身行为，独立董事还要负责监督和审查经理层的行为，预防股东诉讼滋生，阻遏一切可能造成董事问责的不当行为。德国公司制度中的董事会则分化为监督董事（另一说是监事）与管理董事，前者由股东选举产生，总揽公司经营战略的制定和实施；后者则由前者选聘并受其监督，负责公司日常事务管理。在人员构成方面，由于德国公司仍以股东联盟和家族为主要资本来源，公司治理还尚未完全摆脱股东联盟和家族势力的影响，因此公司监督董事会中不得不为这些股东留有席位；此外，为表示对劳工群体利益的重视，监督董事会中也会吸纳一定数量的劳工代表。总之，虽然美国和德国分别探索出不同的董事会组织形式，但是都坚守着董事会中心主义模式的底线规则——董事会掌控公司各项事务，股东会仅在法律或章程授权范围内行使部分公司权力。

• 51 •

〔22〕 See Margaret M. Blair, Lynn A. Stout, A Team Production Theory of Corporation Law, 85 Va. L. Rev., 247, 299 (1999).

〔23〕 美国法学会在起草《公司治理规则》(ALI)时引出董事会监督职能理念，草案要求大型上市公司的董事会成员半数以上应为独立董事，以确保董事会能够客观评价管理层的表现。See Stephen M. Bainbridge, Independent Directors and the ALI Corporate Governance Project, 61 Geo. Wash. L. Rev., 1032 (1993). 2002年“萨班斯·奥克斯利”法案出台后，美国三个主要的证券交易所在上市公司治理要求中均提出“必须有一半以上的董事会成员为独立董事”，董事的监督者定位被持续深化。

〔24〕 See Lynn A. Stout, In Praise of Procedure: An Economic and Behavioral Defense of Smith v. Van Gorkom and Business Judgement Rule, 96 Northwestern University Law Review, 675-693 (2002).

1. 以重大事项为标准确定股东会法定权

各国公司法在董事会中心主义模式下，对股东会权力采取节制的立场，只有在董事会陷入利益冲突或公司治理结构发生根本变化时，股东会才能直接参与公司事务决策，主要包括公司章程修改、董事任免以及牵涉公司参与各方关系变化的公司合并、分立、解散等重大事项。当然各国立法对股东会权力的规定也有差异，据莱纳·克拉克曼等学者的横向比较，同为英美法系的英国公司法和美国公司法在授予股东会法定权力时各据一端，大陆法系国家则居于中间水平；若按照特拉华州公司法为股东会赋权的标准，欧洲国家的公司治理模式甚至要被归类为股东会中心主义，^{〔25〕}只因这些国家的股东会被授予太多法定权力。以下两点可以作为示例：其一，在公司章程修改程序中，德国等欧陆国家认为股东会有权提出议案并批准决议，^{〔26〕}董事会无权介入其中；而美国特拉华州公司法规定公司章程修改是股东会和董事会共同作用的领域，即由董事会提出议案，股东会行使消极批准权。^{〔27〕}其二，不同于欧洲国家公司法授予股东会强大的董事任免权，^{〔28〕}美国公司法对股东会的董事任免权设定限制：股东无权提名董事而只能在董事会提供的候选名单中进行投票，其对董事会选任并无否决权，^{〔29〕}而且公司法还允许通过创设交错董事会等方式禁止股东召集特别股东会，从而阻碍股东对董事的强制罢免。^{〔30〕}

2. 以公司章程为依据确定公司权力归属

在董事会中心主义的公司权力配置格局中，董事会在股东会法定权力之外享有广泛的公司事务经营和管理权，但同时各国公司法又允许公司章程对公司权力进行再分配，所以公司章程便成为确定公司权力归属的权威依据，同时也是董事会权力的“门禁”。一般来讲，公司章程对股东会权力范围和董事会权力范围的影响是相对的，即在公司权力总量保持不变的情况下，公司章程会把原先概括规定属于董事会的权力让渡给股东会，使得二者始终处于此消彼长的动态平衡中。然而，以章程确定公司权力归属只是一种理想化的构思而欠缺现实操作性，原因在于：首先，公司章程不能穷尽所有的公司权力且难以对各种权力配置进行细致论证；其次，公司章程对公司权力的再分配并非总是合理的，分配结果是否符合法律规定、是否契合公司实际还需进一步分析；最后，也是最难克服的是，公司法对股东会和董事会固有权力的界定本就存有模糊地带，尚有进一步解释的空间。此外，以公司章程配置公司权力的做法还遭到一些质疑：大部分国家的公司章程制定和修改权限完全掌握在股东会手中，股东便可借修改公司章程之便利大幅度侵蚀、剥夺董事会的固有权力，董事会中心主义的权力格局名存实亡。因此有学者呼吁禁止股东会干预公司具体事务，尊重法律对公司权力的分配结果，“只能有也只该有一双手来掌舵”^{〔31〕}。其实，各国公司法授权公司章程对公司权力进行再分配源自公司自治理念，且股东所认可的公司治理方案能最

〔25〕 参见前引〔20〕，莱纳·克拉克曼等书，第62页。

〔26〕 See Dirk Zetsche, Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations—A Six Country Comparison, 2 *European Company and Financial Law Review*, 107, 120 (2005).

〔27〕 参见美国特拉华州《普通公司法》(1992年)第242条。

〔28〕 英国《公司法》(2006年)第168条规定股东有权通过普通多数决罢免公司董事。

〔29〕 See Lucia A. Bedchuk, The Myth of the Shareholder Franchise, 93 *Virginia Law Review*, 675-688 (2007).

〔30〕 参见美国特拉华州《普通公司法》(1992年)第211(b)(d)条。

〔31〕 何美欢：《公众公司及其股权证券》(上册)，北京大学出版社1999年版，第336页。

大限度维护股东利益，只不过法律在授权时应一并明确章程配置公司权力的边界：公司章程不得侵害其他机关的法定权力。

3. 以信义义务为中心构建董事问责机制

从权责相称的角度来看，授予董事会广泛权力的同时再为其设定信义义务和问责机制当属必然。西方国家为遏制董事恣意行为展开多重尝试。曾一度用签订协议的方式将董事执行职务的行为转化为合同义务并以违约损害为救济措施，但签订协议对投资者而言成本过高、效率太低，远不如以信义原则为基础构建董事信义义务体系，借助股东诉讼实现公司法对董事失信行为的直接救济。西方国家普遍规定了董事信义义务，只是在名称和内容上稍有差异。美国公司法主流观点分别以忠实义务（duty of loyalty）和注意义务（duty of care）架构起董事信义义务体系（fiduciary duty），其中前者旨在约束董事以权谋私，后者则寄托了对董事认真履职的期许和鼓励。德国公司法上董事义务体系则是通过民法中的诚信原则和《股份公司法》中董事的一般注意义务建立起来的，其内涵与美国法上的董事信义义务体系相当。^{〔32〕}在董事责任追究方面，美国公司法为忠实义务和注意义务确立了不同的衡量标准。首先，忠实义务以相对客观的“整体公平”为标准，董事行为一旦逾矩就会被问责。^{〔33〕}其次，注意义务的标准则趋于主观化，董事履职应以“合理注意”为基准，其责任还会被逐级削弱直至消失：第一，涉诉董事主观上为重大过失时才会招致损害赔偿赔偿责任；第二，司法审查援引商业判断规则，排除对董事决策合理性的事后实质性判断，进一步将责任承担范围限缩为经营过失；^{〔34〕}第三，公司通过为董事购买责任保险或在协议中预先设置补偿条款的方式对承担了赔偿责任的董事予以补偿。与此相反，德国公司法对董事义务及责任的认定相对严苛，《股份公司法》一方面要求董事履职应符合“正直、勤勉的经理标准”，董事主观上仅为一般过失时就构成侵权责任；另一方面又将董事义务归入绝对义务范畴，严格禁止通过公司章程豁免董事责任。美、德两国公司法对董事问责的态度从“迪士尼公司案”^{〔35〕}和“曼内斯曼公司案”^{〔36〕}的判决结果对比中即可窥见一斑。前案中法院运用商业判断规则免除了具有明显过失且存在利益冲突的董事的失信责任，而后案中法院在公司股东会批准奖金支付方案的前提下仍裁定涉诉董事与监事制定的该方案浪费公司资产，应追究相关人员责任。

（二）混合移植与改良适用：东亚国家（地区）的董事会中心主义模式

1. 董事会结构的移植与改良

日本引入公司制度经历了完全照搬照抄和逐渐改良创新两个阶段。明治维新时期引入的公司

• 53 •

〔32〕 参见楼建波、姜雪莲：《信义义务的法理研究——兼论大陆法系国家信托法与其他法律中信义义务规则的互动》，载《社会科学》2017年第1期。

〔33〕 在Bayer v. Beran（〔1944〕49 N. Y. S. 2d 2）一案中法官确立了商业判断规则需服从于“不可分割之忠诚”的规则，所以董事忠诚义务的判断采用最高标准，商业判断规则以董事不违反忠实义务为适用前提。

〔34〕 公司经营本就属于冒险活动，利润与风险并存，因此有必要区分董事的经营失误与经营过失。前者是商业活动自带的风险，不具有对董事行为的可谴责性；后者则源于董事判断过失，应在法律上给予否定性评价。参见罗培新：《公司法的法律经济学研究》，北京大学出版社2008年版，第178页。

〔35〕 In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, 906 A. 2d 27 (Del. 2006).

〔36〕 3 StR 470/04 (2005). 本案在德国联邦最高法院依据《德国刑法典》第266条浪费公司资产条款裁决追究公司董事兼CEO及另外两名监事的刑事责任后，被告与公共检察官达成和解。

制度以合股公司的形式在传统政治结构夹缝中艰难延续，^{〔37〕} 专门性公司立法的缺失导致公司治理五花八门，及至 1899 年才以德国法律为蓝本制定和通过了公司法文件。成熟的日本现代公司治理模式脱胎于 2000 年以后的法律修订，彼时为了推动公司治理结构改革，强化对公司经营者的监督并提升公司会计报告的准确性，日本《商法典》综合借镜欧盟国家的董事会模式，预设两套董事会方案供不同类型和规模的公司制企业自由选择：“传统型公司”中董事会和监事会保持平行且各自分担公司经营权与监督权；“委员会制公司”则是在董事会下设法定的、由外部董事担任的董事会委员，并由其分别负责公司审计、薪酬和董事提名等。

日本通过全盘西化与改良创新两个阶段所形成的成熟的公司治理模式进一步辐射至东亚其他国家（地区），我国台湾地区的“公司法”因与其渊源颇深而往往在法律修订中保持同频、产生共鸣。我国公司制度肇始于清末《钦定大清商律——公司律》，其通过对西方及日本公司制度的杂糅确立了超前于当时中国商业实践的法律体系。《公司律》所设计的董事会制度为一大亮点。首先，它确立了董事会中心主义的公司治理模式，“以董事局为纲领”集中管理公司；其次，它规定董事由股东选举产生且被选举的董事应持有一定数量的资格股；最后，它在授予董事局更大自主权的同时对董事局会议提出每星期至少一次的最低要求。后来民国时期北京政府和南京政府也颁布了各自的公司法，其内容大都沿袭了《公司律》；我国台湾地区现行“公司法”可溯源至 1929 年南京政府颁行的《公司法》，且已在多次修正中确立了多元化的公司权力配置方案，目前仅在股份有限公司中保留了董事会中心主义的公司治理模式，并设立单独的监事会分担公司监督权。

2. 董事权力义务体系建设

西方国家的董事会制度以集体管理观念为遵旨，严格限制董事个人行使公司权力。而东亚国家（地区）受传统儒家文化影响，处于封建统治末期的社会也并不存在西方多数投票决策、代表和共管的理念，^{〔38〕} 所以董事以个人名义管理公司事务未被严格禁止，其中最为典型的便是代表董事制度。日本公司法赋予董事代表权，即当公司未指定代表人时，董事得独立代表公司。^{〔39〕} 此举虽有助于增进公司制度的灵活性，但不加甄别地让所有董事均有权代表公司会增加代表权滥用之风险，^{〔40〕} 公司也不得不投入更高的监督成本。无独有偶，我国公司制度发展史上也曾照搬日本的代表董事制度：1914 年的《公司条例》允许“董事得各自代表公司”，但 1929 年的《公司法》又否决任意的董事代表权：“公司得依章程或股东会之决议，特定董事中一人或数人代表公司。”然而该法对我国公司制度的影响远不止如此。不同于欧美国家公司法普遍坚持的“未经董事会授权，董事不得以个人名义代表公司”的立场，^{〔41〕} 该法以公司章程或股东决议为董事获得合法授权之依据，造成董事会固有权力的被动让渡，开创我国公司制度中股东会侵蚀董事会权力的先河。

〔37〕 明治政府主推的合股公司在政府强干预、外贸经验不足等因素下发展状况欠佳，大部分合股公司在组建几年后便草草收场，仅银行部门的合股公司存活下来。参见仲继银：《公司治理机制的起源与演进》，中国发展出版社 2015 年版，第 66 页。

〔38〕 参见邓峰：《董事会制度的起源、演进与中国的学习》，载《中国社会科学》2011 年第 1 期。

〔39〕 参见日本《公司法》（2005 年）第 349 条。

〔40〕 参见李洪健：《论公司法定代表人的制度功能与定位修正》，载《中国矿业大学学报（社会科学版）》2019 年第 4 期。

〔41〕 我国《上市公司章程指引》第 102 条中以董事会为董事获得对外代表权的授权主体，“未经本章程规定或者董事会的合法授权，任何董事不得以个人名义代表公司或董事会行事”。

日本公司法将董事与公司间的关系解读为委任关系,因此董事与其他委任情形中的受托人一道都应以日本《民法典》规定的“善良管理人之注意”作为履职标准。所谓善良管理人之注意,与美国公司法上的注意义务相比,内涵更为丰富:董事不仅应在客观上具备符合职位要求的专业知识和技能,而且应在主观上保持对公司事务的谨慎态度,不得以权谋私。可见日本董事所负担的善良管理人之注意义务实际上已经涵摄了忠实义务的核心要素。当董事因为违反注意义务而被诉诸司法裁判时,日本法院也会援引商业判断规则进行审查,但适用商业判断规则并非为豁免董事责任,而是进一步明确注意义务的审查标准,并基于案件客观事实对董事决策过程和内容进行实体审查。^[42]我国台湾地区“公司法”对公司负责人课以“忠实执行业务并尽善良管理人之注意义务”,有限责任公司和股份有限公司的董事均应在公司经营管理中承担该义务,若有违反且给公司造成损害的应负赔偿责任;造成他人损害的则应与公司负担连带赔偿之债。

总之,董事会中心主义的公司治理模式已历经逾百年的发展演进历程而仍被世界大多数国家的公司法沿用并不断推陈出新,只因所有权与控制权分离已成为全球公司制度中的普遍现象,而董事会专业经营所带来的巨额经济效益已经被各国公司实践反复验证。同时,董事会中心主义模式的遍地开花也能够说明,法律移植并不是机械地照搬照抄,而应是从本国的政治环境、经济发展水平以及社会文化因素等出发进行改良与创新,内化出强大生命力和形成各国法律制度间的同频共振。

四、我国公司权力配置格局的考察与反思

• 55 •

(一) 我国《公司法》的权力分配理念

1. 恪守股东本位思想

股东本位思想是公司制度的立论基础:公司因投资者让渡的资本而获取独立资产与主体资格,并以股份份额和股东身份为对价、以持续的利益分配为回报将其与投资者紧密联结起来。股东本位思想是公司制度永恒的价值追求,尤其在人趋利本性的推动下,公司权力配置向股东会集中再合理不过。我国《公司法》深刻践行股东本位思想,将股东权力保护和利益优先贯彻落实到诸多条款中,不仅将关乎公司存续与安全的重大事项决策权收归股东会享有,而且允许股东会直接介入公司常规事务管理中,甚至不惜推翻董事会作出的决策以确保股东会意志的权威性。此外《公司法》参考域外立法经验,允许公司章程作为公司权力分配的弹性装置,所以股东会实际可支配的公司权力始终处于无限扩张之中。

2. 回应公司社会责任

与传统公司制度相比,公司社会责任是现代公司制度的重要标识,集中反映了商业社会共同体对于公司行为的一种理性期待。^[43]社会责任从道德责任演化而来并以国家强制力与道德约束为双重实施保障,它使公司的价值取向从单纯追求股东利益最大化转向关注受公司活动影响的所

^[42] 参见梁爽:《董事信义义务结构重组及对中国模式的反思——以美、日商业判断规则的运用为借镜》,载《中外法学》2016年第1期。

^[43] 参见甘培忠、雷驰:《公司社会责任的制度起源与人文精神解构》,载《北京大学学报(哲学社会科学版)》2010年第2期。

有社会成员的合理利益诉求，有效规制了绝对股东利益导向机制下经济增长的畸形后果和不良反应。我国《公司法》对公司社会责任的回应体现在以下两点：第一，通过第5条明确规定公司经营活动应承担社会责任，将社会整体的福利目标置于公司顶层设计中来，指引公司决策者在为股东创造利润的同时兼顾社会利益维护；第二，《公司法》考虑到公司内部其他利益相关者对公司治理的积极参与意向，要求公司监事会吸纳一定比例的职工代表，优化公司监督力量的人员构成。

3. 行政体制权力分配观念泛滥

我国行政体制中的权力配置格局是一套业已成熟的、适合我国国情的方案，因此立法者在公司权力分配中总是不自觉对标行政权力配置模式，公司立法的“行政化”倾向明显：以股东会为公司权力机构，董事会、监事会则是依附于股东会的下设执行机构、监督机构。^{〔44〕}《公司法》除为公司各个机关规定法定职权外，还在公司事务决策权分配方面坚持“重大事务决策权归股东会”“一般事务决策权归董事会”的思路，如在公司对外担保中董事会可能会被章程授予一般担保的决策权，而有利益牵连的关联担保则只能由股东（大）会决策。另外《公司法》第46条中“董事会对股东会负责”的表述就是沿袭了我国行政体制中常见的“下级对上级负责”的观念，循着董事会由股东会选举产生、股东会审议批准董事会报告的逻辑推导出董事会对股东会负责的结论，与现代公司法治所倡导的董事会独立性扞格。

（二）我国《公司法》权力配置格局的检视

1. “三会一层”权力配置格局的逻辑链条

我国公司立法选择统一的公司治理模式，由包括股东会、董事会、监事会和经理层在内的“三会一层”分权控制公司。《公司法》明确列举各机关的法定职权并授权公司章程再行调配：扩张股东会、董事会、监事会的权力范围，并对经理层的权力作出任意修改或例外规定。从各机关法定职权横向比较中可知，《公司法》实际是以细碎拆解权力的方式将公司各个机关联结起来，从而形成各机关的权力互动与权力位阶排列。公司“年度财务预算方案、决算方案”“利润分配和弥补亏损方案”均属于股东会和董事会的权力交集序列，董事会的制定权和股东会的审议批准权在逻辑上形成权力位阶的递增。分权控制结构的另一特点则是权力重复配置难以避免。如《公司法》规定公司股东会享有决定公司“经营方针和投资计划”的权力，而董事会有权决定公司的“经营计划和投资方案”，经理层主要负责组织实施公司的“年度经营计划和投资方案”。依从股东会在决策中享有最终决策权的逻辑，“经营方针和投资计划”应处于“经营计划和投资方案”的位阶之上，但仅从字面含义分析，二者并无实质区别。因而当公司实务中出现权力属性难以识别的问题时，最为稳妥的解决方案是一概交由股东会决定，董事会的权力范围在有意和无意中被蚕食、缩减。

2. “三会一层”权力配置格局的症结反思

第一，单一的权力分配方案与多元化权力配置需求不相符。“公司发展的历史，就是那些在治理结构上因不能适应周围环境的公司，在竞争中不断被打败的历史。同样公司法的发展历史，也就是那些试图将所有的公司统一为单一模式的法律不断被淘汰的历史。”^{〔45〕}我国《公司法》混

〔44〕 参见罗培新：《股东会与董事会权力构造论：以合同为进路的分析》，载《政治与法律》2016年第2期。

〔45〕 〔美〕弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔：《公司法经济结构》，罗培新、张建伟译，北京大学出版社2014年版，第13-14页。

同公司治理的现实需求,以分权控制结构为固定模板,僵化嵌套在所有公司的权力配置环节中,越来越背离公司治理多元化的历史潮流。实践中由股东直接管理的、所有权与控制权高度集中的公司比比皆是,分权控制结构下的治理规则对这些公司毫无用武之地而只能被束之高阁;然而对于股权高度分散的公众公司而言,分权控制结构中董事会的权力又会显得捉襟见肘,董事会在经营管理公司时举步维艰、窒碍难行,股东会对经营管理公司保持普遍冷漠,公司最终落入无人可管的境地。因此,公司治理模式的有效性首先应取决于治理规则的适应性,其次才是对治理规则的规范性考察。其实我国《公司法》对“三会一层”格局的修正已初见端倪,法律允许股东人数较少或规模较小的公司不设董事会、监事会而只设执行董事、监事,但这种修正尚未引起公司权力配置方案的根本性变革,未来多元化的公司治理理论与实践应是对分权控制结构的彻底扬弃。

第二,权力分配格局混乱,权力内容重合、边界模糊。为表现《公司法》在配置各机关法定职权中的“巧妙用心”,立法者试图通过对立法语言的刻意调换彰显各机关法定职权在内容和位阶上的差异,然而最终呈现效果并不理想。这些法定职权条款中除没有实质性区别的“经营方针和投资计划”“经营计划和投资方案”的粗糙语言表述外,还屡屡陷入逻辑怪圈:若按照“内部管理机构”的设置由经理层拟定、董事会制定的逻辑关系,那么“经营计划和投资方案”便缺失了相应的拟定主体;若遵循下级机构制定、上级机构审议批准的推论,那么经理层拟定的“具体规章”就缺少相应的审议批准主体。与此同时,我国公司制度博采众长确立的双重监督模式进一步加剧公司权力配置的矛盾。出于公司“强监督”需求,立法者先是参考德国模式确立监事会制度,后又引入美国独立董事制度加强上市公司的监督力量,如此叠床架屋的立法体例最终呈现为上市公司中监事会与独立董事并行的双重监督格局。然而从上市公司监督权的实际运行来看,“双管齐下”的监督作用微乎其微,监事会与独立董事在功能上的同质性甚至会催生权力的碰撞与滥用。如独立董事和监事会均有权在必要时聘请外部审计机构发表专业意见,^[46]当二者均积极行使权力时,若所形成的审计意见差距较大,独立董事和监事会间的矛盾对立在所难免;但当二者均怠于行使权力时,围绕监督范围与内容上的推诿和拉扯又会使公司监督流于表面。因此双重监督模式不能切实实现公司监督力度提升时,多元的机构设置于公司而言仅是增加了累赘性负担。

第三,我国董事会制度与董事会中心主义模式的要求差距较大。与董事会中心主义模式对董事会制度的要求相比,我国董事会制度属于畸形化的异变结果,主要表现在以下三个方面:(1)董事会角色定位混乱。《公司法》第46条载明董事会有“执行股东会决议”的职权,《民法典》第81条又以董事会为营利法人之执行机构,董事会“执行机构”的角色烙印愈发深入人心。^[47]然而在公司实践中,董事会的会议体制决定其不能亲自执行决议而只能委派给特定执行部门,或在对股东会决议进行具体加工部署后拆解、分配给不同执行部门,董事会担纲着股东会与经理层互动的媒介,与实际承担业务执行的机构有天壤之别。此外董事会享有公司监督权是公司法学界的共识。^[48]诚然,除独立董事专门负责对上市公司内部董事和高管的监督、制衡外,我国董事会

• 57 •

[46] 中国上市公司协会《上市公司独立董事履职指引》(2020年)第15条规定了独立董事履职的特别职权,其中第(六)款为“必要时,独立聘请中介机构发表专业意见的权利,相关费用由公司承担”。

[47] 参见前引[3],赵万一主编书,第151页。

[48] 参见柯芳枝:《公司法论》,中国政法大学出版社2004年版,第273-274页。

还会对经理层实行监督，只因董事会掌控经理职位任免，“经理对董事会负责”。但与其将董事会对经理的监督理解为独立的监督权，毋宁将其归为董事会的经营管理权范畴，毕竟经理权力本就源于董事会下放，董事会对经理的监督本质上是其在间接行使经营管理权。因此，我国公司制度中董事会的角色应被解读为广泛意义上的公司经营管理者。(2) 董事会的独立性与固有权力遭受严重侵蚀。我国《公司法》墨守成规，遵循股东会中心主义模式下以董事会为附庸的旧律，规定“董事会对股东会负责”，使二者关系俨然成为行政体制中的上下级，尤其《公司法》第 22 条更是为股东撤销董事会决策提供直接指引，不少司法裁判以董事会“召集程序、表决程序违反法律、行政法规或者公司章程，或者决议内容违反公司章程”为由支持了股东提起的撤销之诉，^[49] 董事会独立性完全湮灭在股东会的强势手段中。控股股东也可能僭越公司决策机制、操控董事选举而将董事会转变为其意志的执行者和利益的代言人，^[50] 董事会的中立地位岌岌可危。不仅如此，董事会的固有权力也遭到多重倾轧。除股东会或控股股东推翻董事会决议并直接主导公司经营管理决策外，《公司法》直接为经理层设置法定职权与董事会主动下沉权力有着本质区别，前者造成董事会固有权利的被动缩减，后者则是董事会主动性与能动性的结合，体现了董事会在经营管理公司中的权威性。当然，监事制度的法律设计本就是对董事会监督权的剥离，最终使董事会权力范围限于经营管理一隅。(3) 董事信义义务体系与问责机制不完善。与董事会权力被多方掣肘的境遇相反，公司实践中董事对公司行为负有最后责任则是明确的，《公司法》及《上市公司信息披露管理办法》的相关条文以董事应忠实、勤勉履行职责建构起我国董事信义义务体系，探索董事会自由裁量权的边界。然而比起西方国家公司法完备的信义义务体系及相配套的问责机制，我国《公司法》仅笼统列举了董事禁止性行为，且内容上大多属于忠实义务和勤勉义务的杂糅。^[51] 除此以外，勤勉义务的核心要素、董事问责标准、商业判断规则等董事信义义务体系与问责机制的其他内容统统缺席，规则疏漏是造成我国公司法实践中司法审查任务艰巨、董事责任严苛化的直接原因。^[52]

五、再塑：我国公司法的立法改革与董事会中心主义模式的落实

(一) 立法思路调整：从统一立法走向单行的公司立法

我国《公司法》向来秉持统一立法的思路，立法者基于理论逻辑和管理模型作出主观设

[49] 如在北京金冠汽车服务有限公司与东联科技有限公司董事会决议撤销纠纷案 [(2009) 高民终字第 1147 号] 中，法院审理认为金冠公司召开的临时董事会违反了公司章程中关于董事会决议方式的规定，故判决撤销此次董事会决议；在河北太行机械工业有限公司等诉 EXPERTCOST 有限公司等的决议纠纷案 [(2015) 冀民三终字第 2 号] 中，法院也以讼争公司董事会的部分决议违反公司章程为由撤销决议。由此可见，我国《公司法》允许股东以董事会召集、表决程序或决议内容违反公司章程为由撤销董事会所作决议的规定便是股东会侵蚀董事会权力的“铁证”。

[50] 参见赵旭东：《中国公司治理制度的困境与出路》，载《现代法学》2021 年第 2 期。

[51] 参见叶林：《董事忠实义务及其扩张》，载《政治与法律》2021 年第 2 期。

[52] 如在最高人民法院审理的 (2018) 最高法民再 366 号案中，法院以讼争公司的六名董事违反向股东催缴出资的勤勉义务而判决该六名董事与欠缴出资股东承担连带责任。本案历经三级法院审理，各级法院均认可向股东催缴出资属于董事勤勉义务范畴，但却未考虑催缴行为的合理边界；一审、二审法院认为股东欠缴出资与董事未履行勤勉义务间并无因果关系，最高人民法院则以存在法律上的因果关系为由判决董事承担连带责任。

计,^[53]将有限责任公司和股份有限公司的基本制度写入同一部法律中,甚至授予其各自“三会一层”相同的法定职权。然而,如此片面追求统一效果的立法体例存在以下显著弊端:其一,统一的分权控制结构忽视了有限责任公司和股份有限公司在公司治理需求上的重大差异,所形成的治理规则是相互妥协的产物,其在适用中难免会规制失当;其二,《公司法》为迁就有限责任公司对公司治理规则的任意性要求,而不得不削足适履将上市公司治理规则排除在外,造成上市公司的治理规则散乱分布于各种法规、规章且效力位阶参差的局面。因此,与其勉强维持有限责任公司与股份有限公司在公司治理形式上的趋同,^[54]倒不如改弦易辙调整立法思路,将《公司法》分化为“有限责任公司法”与“股份有限公司法”,形成既有牵连但又相互独立的两条公司立法逻辑,为未来我国公司法内容的扩充、完善留足广阔空间。在公司治理模式选择上,有限责任公司和股份有限公司有着各自考量,其中“两权分离”程度的客观事实导致公司治理重任不得不委诸不同机关。于有限责任公司而言,由于公司股东人数较少且都能实际参与公司治理,再加上缺乏自由交易股权的市场导致股东流动性不足,人合性成为公司的本质特征,股东间牢靠的信任关系奠定股东会直接治理公司的基础。是故,“有限责任公司法”应当通过公司章程的个性化设置促进公司治理模式的多元化发展,无论是采用股东会—经理层的精简架构抑或是维持“三会一层”的传统格局,都应取决于股东的自由意志。此外,“有限责任公司法”应当对公司控股股东设定信义义务并构建相应问责机制,毕竟股东会决策程序实为股东出资比例的较量,控股股东借机篡夺公司控制权并将其个人利益凌驾于公司整体利益之上的现象司空见惯。有限责任公司的控股股东应当对公司负有相当程度的信义义务:禁止利用地位优势图谋私利,且应对公司事务承担善良管理人程度的勤勉义务。^[55]

• 59 •

(二) 董事会中心主义在股份有限公司中的全面确立

于股份有限公司而言,确立董事会中心主义的治理模式既是满足我国公司实务现实需求的重大革新,也是我国公司法融入世界先进公司制度潮流的必然选择。长期以来,我国《公司法》坚守的分权控制结构不仅在创造良好公司绩效上收效甚微,而且在世界公司制度的比较研究中显得不伦不类,董事会中心主义历经百年徘徊后终能与我国公司实务相契合,因而应被纳入立法序列。笔者建议作如下调整:其一,“股份有限公司法”应授予董事会广泛的公司经营管理权力和公司剩余权力,严格禁止股东会随意干涉、撤销董事会在其权力范围内作出的决议,正式宣告董事会中心主义模式的全面确立。其二,“股份有限公司法”应当明确划定股东会的权力范围并授权公司章程为股东会保留其他必要权力,诸如公司章程修改、董事任免、公司出让等事关公司安全与存续的重大事项决策权。至于传统公司法上列举在股东会名下的发行新股、转让公司核心资产、经营方针和投资计划的制定、公司增资和减资、对外投资与担保等权属应一律划归董事会决策权属范围。公司章程对股东会权力的扩张须以“重大事项”和“必要”为限。其三,“股份有

[53] 参见前引[50],赵旭东文。

[54] 参见蒋大兴:《公司法改革的文化拘束》,载《中国法学》2021年第2期。

[55] 有限责任公司中控股股东与小股东间的信义关系略显牵强,尤其二者身份的同质性决定了其以各自利益为重具有正当性,因此不能强制要求控股股东对小股东保有“克己利人”之义务,只要其行为达到“不损人利己”即可。参见周淳、肖宇:《封闭公司控股股东对小股东信义义务的重新审视——以控股股东义务指向与边界为视角》,载《社会科学研究》2016年第1期。

限公司法”应规定国有公司董事会应为职工代表保留一定比例的席位。

此外，西方国家公司法在董事会中心主义模式下又有单层制与双层制的分野，其核心争议在于如何配置公司监督权。我国公司制度对以上两种方案都有路径依赖，是否有必要保留上市公司的双重监督格局不无疑问。长期以来独立董事与监事会在行使监督权过程中时有矛盾，造成资源浪费并制约公司监督权的有效运行。虽然对二者职责进行法律上的切分不失为一种修正思路，^{〔56〕}但时至今日更为颠覆性的举措应为在股份公司中全面抛弃监事会制度而由独立董事独揽公司监督权，毕竟相较于对独立董事之独立性的担忧，监事会制度遭受的质疑更为致命：“监事会最多只是法律拟制的傀儡而已，虽有其形，不得其神。”^{〔57〕}一方面，与德国强大的监事会相比，我国公司法中的监事会因不享有董事任免权而丧失监督制衡的有力保障，尤其是在股份有限公司全面确立董事会中心主义的态势下，监事会更是难以摆脱沦为附庸和累赘的命运；另一方面，独立董事属于公司利益链条的局外人，一般由具备专业技能和知识的外部人士担任，以单独的薪酬计划和声誉刺激为合理履职的报酬，并被寄予提出独立的专业性判断以对抗公司控股股东及管理层的内部控制、维护公司及小股东利益的厚望。然而，我国上市公司中独立董事制度的现状与股份公司高效规范的监督宗旨差距甚远，独立董事之独立性建设迫在眉睫。“股份有限公司法”应注重把握以下内容：其一，扭转独立董事的弱势处境，不仅为其保留董事会一半以上的席位，而且允许其对公司战略规划和业务发展等宏观政策调整发表专业意见；其二，规范独立董事的选任程序，审查候选人与公司内部机关有无社会牵连关系或利益勾兑行为，严禁公司控制人僭越选任程序而直接任命独立董事；其三，对独立董事进行专业化分工，尤其要落实董事会下设的薪酬、审计、董事提名等委员会中独立董事的职权。此外，为督促独立董事合理履职，建立独立董事的常态化沟通机制、实行与业绩挂钩的浮动薪酬制度以及建立独立董事行业协会^{〔58〕}等都应是未来我国“股份有限公司法”完善独立董事制度的必要尝试。

（三）以权责相称为旨归的董事会制度建设

既然董事会中心主义模式已经以股份有限公司为阵地铺陈开来，董事会制度的优化建设便不能滞后，毕竟权责相称的董事会制度与董事会中心主义模式下公司治理规则的贯彻落实密切相关。

1. 董事信义义务体系的完善

信义义务体系旨在为董事勾勒出“不降其志，不辱其身”的崇高职业愿景。然而，我国公司法仅规定了董事信义义务外壳但实质内容却紊乱、匮乏，信义义务规范体系名不副实。笔者认为，信义义务体系的完善思路应当如下：第一，确定忠实义务与勤勉义务的核心范畴并进行类型化梳理。所谓忠实义务，并非如《公司法》第148条列举的那般涵摄所有董事禁止性行为，而只是作为一种利益平衡机制要求董事时刻忠于公司事务和利益，不得利用职权为自己或他人图谋私利，损害公司利益。如果说忠实义务是对董事行为的反向遏制，那么勤勉义务便是对董事行为的

〔56〕 参见甘培忠：《论完善我国上市公司治理结构中的监事制度》，载《中国法学》2001年第5期。

〔57〕 施天涛：《让监事会的腰杆硬起来——关于强化我国监事会制度功能的随想》，载《中国法律评论》2020年第3期，第138页。

〔58〕 参见谭雪等：《独立董事投票制度的反思与改进——基于独立董事投票的分析》，载《经济体制改革》2021年第2期，第191-192页。

正向激励,其核心便是为董事履职划定动态红线,使董事注意程度与其身份、能力等相适应。第二,为忠实义务与勤勉义务设定不同的问责标准。董事所负担的忠实义务是最高程度的义务,任何董事都会因其以权谋私的行为招致责任追究,问责标准相对客观;而董事勤勉义务的考察则要以普通人的心态与智力水平去推算董事作出决策时的心理活动,因此宜采用主客观相结合的方式,“应当以普通谨慎的董事在同类公司、同类职务、同类相关条件与环境中所应具有的注意、知识和经验程度作为衡量标准。倘若有证据证明某董事的经验、知识和资格明显高于一般标准时,应当以该董事是否诚实地贡献了自己的实际能力作为衡量标准”〔59〕。可见,诚信原则在董事信义义务中发挥着填补空隙的作用,它将董事失信行为纳入董事信义义务规制范畴,实现了董事信义义务体系对董事不当履职行为的完整覆盖。

2. 董事问责机制的补缺

我国《公司法》第151条规定了股东派生诉讼,拓宽股东为公司利益向董事追究责任的通道,但维权之道还必须借其他规则的辅助才能实现畅通无阻。第一,司法或准司法审查中,董事责任问责应当以合理的归责原则为前提。董事会中心主义模式下,中小股东鲜有参与公司经营的机会,且其对公司复杂决策事项缺乏知识与了解,若对其施加过重的举证责任无疑是在挫伤股东提起诉讼的积极性,因此董事问责程序的举证责任分配宜采过错推定原则,由董事对其行为的合法性负举证责任。第二,援引商业判断规则确定董事责任范围。商业判断规则所遵循的逻辑为,不能以法官的事后判断衡量在盈利压力下董事“临床”处置行为的合理性,而应回溯到董事作出决策时的商业风险中去考察。商业判断规则无关董事忠实义务问责,而仅作为董事违反勤勉义务时的抗辩理由,即董事决议是在获取充分、准确的信息基础上作出的商业判断,且董事有足够理由认为该判断符合公司最大利益,主观上非为重大过失时才会被免除责任。我国公司法司法实践中已屡有参考商业判断规则进行裁判的情形。〔60〕

• 61 •

六、结 论

一言以蔽之,我国公司治理亟待一次颠覆性的优化革新,多元化公司治理方案的探索既是对公司治理现实需求的积极回应,也是践行公司自治理念、推动公司法转型升级的必然选择。董事会中心主义模式是在公司所有权与控制权分离现象日益普遍、股权分散化趋势渐次增强背景下对公司权力配置方案作出的一种合理调适,它受制于一国政治体制、经济发展水平和文化传统等而

〔59〕 甘培忠:《公司监督机制的利益相关者与核心结构——由中国公司法规定的监督机制观察》,载《当代法学》2006年第5期,第27-28页。

〔60〕 譬如在杨某国诉林某坤、常州亚玛顿股份有限公司股权转让纠纷案〔(2017)最高法民申2454号〕中,最高人民法院认为“双方利益的衡量应置于当时的环境之中,而不能基于事后已知亚玛顿公司确已上市及其上市后的股票价值进行判断”,故裁定“结合商业交易习惯的表述方式、商业判断规则等,原审判决相关考量亦有待核实”。再如在衡阳市南东有色金属有限公司与湖南安化渣滓溪矿业有限公司、溆浦县华能矿业有限公司侵害股东利益责任纠纷案〔(2014)湘高法民二终字第73号〕中,法院认为公司董事作为由股东选举产生的公司管理者,对公司事务具有独立的决定权,有权依照其对公司经营状况的判断独立做出相应的经营决策选择,只要该经营决策没有故意损害其他人的合法权益,即使该经营决策事后被证明对公司造成了损害,董事的该种基于公司经营状况作出商业决策的权利也应受到法律的保护,而无需承担责任,这也即所谓的公司管理者的商业判断规则。

演化出不同的形态，并随着法律移植和复制再度变异和改良。然而，无论是“纵向双层制”（德国）、“平行双层制”（我国台湾地区）抑或是“委员会制”（日本），都与“单层制”（美国）在公司经营管理权配置方面并无实质差异，而只是在确定公司监督力量时各有取舍。未来我国《公司法》的分化趋势不可逆转，单行的“有限责任公司法”与“股份有限公司法”的立法将彻底摧毁公司治理规则相互妥协的藩篱，实现立法逻辑的通畅与顺达，并为公司法内容的不断扩充、完善留足空间。“有限责任公司法”应当授予公司章程广泛自主权，允许通过个性化的章程设置实现公司治理规则的多元化发展。“股份有限公司法”则应全面确立董事会中心主义的公司治理模式，除法律及公司章程为股东会保留必要的重大事项决策权外，其余一切公司经营管理权及公司剩余权力统归董事会享有，且应由独立董事独揽上市公司的监督权，不上市的股份有限公司因其自身条件限制而不能聘任独立董事的，可允许其在一定时期内暂以监事会为公司监督机关。总之，董事会中心主义模式在股份有限公司中的全面确立与董事会制度的建设及独立董事之独立性保障机制完善应当协同推进。

Abstract: Corporate governance is a new problem derived from the separation of corporate ownership and control power, and its core lies in how to allocate corporate power and build corresponding accountability mechanism. With the spread of shareholding decentralization in various countries, foreign company laws have widely established corporate governance structure centered with board directors. That is to say, the board of directors is taken as the corporate governance center, endowed with extensive operation and management rights and endorsed the directors' reasonable performance of duties with a complete fiduciary duty system. Our country's Company Law has ignored the essential difference in the demand of corporate governance, and enforced a decentralized control structure to be nested in all corporate power configurations, which results in improper regulation and hysteresis of corporate governance. In the future, the optimization and innovation of China's corporate governance should focus on the diversification development, as well as formulate the separate "limited liability company law" and "joint stock limited company law", and set respective corporate governance models. For joint stock limited companies, the comprehensive establishment of the board of directors centralism model is the only choice which is in line with the reality. Moreover, to perfect the fiduciary duty system of directors and to make up for the accountability mechanism of directors is the necessary meaning of establishing the mode of director-centered doctrine.

Key Words: corporate governance, joint stock limited company, board of directors centralism, fiduciary duty

（责任编辑：周 游 赵建蕊）

董事注意义务标准之厘定

翁小川 *

内容提要：董事注意义务制度虽然在我国立法和实践层面都有所尝试，但尚不完善。我国需要明确注意义务在董事义务体系中的独立地位，以确保其发展不受其他因素的影响。我国应细分式地阐明注意义务中注意、勤勉及能力等方面的具体要求，以丰富其内涵。立法应采用“董事对公司负有注意、勤勉和能力的义务，必须以审慎普通人的标准在类似决策条件下充分地运用自身能力和经验来履行注意、勤勉和能力义务”的表述来明确董事注意义务的具体内容。董事注意义务标准的建立应采行为标准和司法判定标准一致的立法模式以适应我国国情。建立以被告举证为核心的法定商业判断规则，被告应举证证明没有违反法定商业判断规则的要件，比如信息充分和不存在恶意，而不是被告举证证明所做的商业决策没有违反注意义务。

关键词：公司法 注意义务 普通法 义务标准

• 63 •

一、引言

董事义务（directors' duties）是公司法研究中最重要命题之一。^{〔1〕}为了保证公司这一形式对商业社会产生足够的吸引力，公司法常常聚焦于如何既降低公司组织交易成本，同时又能够最大限度地保护投资者。^{〔2〕}公司管理者掌握较多的信息，在缺乏足够监督的情况下，往往会选择利己的方式来管理他人事务。^{〔3〕}因此，董事义务以事后惩治的方式促使公司董事在事前自觉地维护

* 翁小川，澳大利亚新南威尔士大学法学院副教授。

〔1〕 参见朱慈蕴：《公司法原理》，清华大学出版社2011年版，第283页。

〔2〕 参见〔美〕弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔：《公司法与经济结构》，罗培新、张建伟译，北京大学出版社2014年版，第22页。

〔3〕 See Michael C. Jensen, William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 (4) *Journal of Financial Economics*, 305-360 (1976); Michael C. Jensen, *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, Harvard University Press, 2000, p. 85. 对于代理理论的不同看法，参见王保树：《股份有限公司的董事和董事会》，载《外国法译评》1994年第1期；王保树：《股份有限公司机关构造中的董事和董事会》，载梁慧星主编：《民商法论丛》第1卷，法律出版社1994年版，第114页。

公司利益，进而解决因公司投资者无法完全掌控公司而产生的管理者出工不出力、监守自盗等问题。董事义务是一项法定义务，能节省投资者、公司和管理者之间反复磋商的制度成本，从而增加公司形式对商业活动的价值。^{〔4〕}

董事义务的意涵非常广泛。在董事义务制度较为成熟的普通法系，对董事行为的要求可以被细分出十多种具体义务。^{〔5〕}但是，从传统的二分法的角度看，最古老的董事义务问题包含管理者与公司无利益冲突时的懈怠问题（managerial shirking），和存在利益冲突时的自利问题（self-dealing）。^{〔6〕}管理者的懈怠行为通常会造成公司管理和决策质量下降，从而减损公司价值；而自利行为则直接减损公司财产。纵观各国实践，对管理者懈怠行为的规制更加困难。最主要的原因在于，如何判断懈怠，需要明晰的标准来确保对所有董事能一视同仁、反复适用。而商业社会瞬息万变，行业之间对管理者的要求往往也是大相径庭。因此，各国规制懈怠的过程相对坎坷和缓慢。目前，注意义务（duty of care）是最为常见的解决管理者懈怠问题的法律机制。普通法系的董事注意义务法制较为成熟，常常成为世界各国参照的对象。^{〔7〕}而普通法系所有权结构较为分散，股东们各扫门前雪，不愿意自掏腰包来监督管理层，致使对管理层的监督减弱。^{〔8〕}如何加强对管理层的约束自然成为普通公司法中的核心问题。特别是对如何解决管理层懈怠的问题，普通法国家的董事注意义务立法是相对完整和细致的。

我国公司的所有权结构较普通法系国家分散的所有权结构有着很大的不同。^{〔9〕}不论是上市公司还是非上市公司，往往都有大股东的身影。而大股东们也常常有较强的动机参与公司的决策和管理。^{〔10〕}我国法律并未明确董事会在行使公司治理权中的核心地位，导致了董事会权利的弱化，^{〔11〕}因此，法律对董事义务的规制逻辑和侧重较普通法国家有着显著的不同。然而，我国公司股权结构的多样性、公司法对董事会的赋权及履职期待却体现了对管理者注意义务追责的需求。^{〔12〕}考虑到注意义务的实质是对商业决策质量的监督，受到所有权结构和董事会权利的影响较小，其制度设计的焦点应当是注意义务标准的科学性，具有技术性立法的特征。^{〔13〕}从实践的角度看，董事注意义务在我国更多解决的是公司在决策失败时对某些股东的追责、解任不适格的管理人员、保护公众小股东免受不实信息的纷扰等问题。在控制股东通过董事会直接影响决策的情况下，追究注意义务责任也有利于日后完善影子董事责任制度后对控制股东的追责。因此，考

〔4〕 参见前引〔2〕，弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔书，第22页；周游：《从被动填空到主动选择：公司法功能的嬗变》，载《法学》2018年第2期。

〔5〕 See Ramsay, Ian, *Corporate Governance and the Duties of Company Directors*, LexisNexis, 2005, pp. 209-224.

〔6〕 参见甘培忠：《公司控制权的正当行使》，法律出版社2006年版，第189-197页；邓峰：《领导责任的法律分析——基于董事注意义务的视角》，载《中国社会科学》2003年第3期。

〔7〕 参见楼建波、姜雪莲：《信义义务的法理研究——兼论大陆法系国家信托法与其他法律中信义义务规则的互动》，载《社会科学》2017年第1期。

〔8〕 See Vivien Chen, Ian Ramsay, Michelle Welsh, *Corporate Law Reform in Australia: An Analysis of the Influence of Ownership Structures and Corporate Failure*, 44 (1) *Australian Business Law Review*, 18-34 (2016).

〔9〕 参见白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜：《中国上市公司治理结构的实证研究》，载《经济研究》2005年第2期。

〔10〕 参见李增泉、孙铮、王志伟：《“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据》，载《会计研究》2004年第12期。

〔11〕 参见邓峰：《中国法上董事会的角色、职能及其思想渊源：实证法的考察》，载《中国法学》2013年第3期。

〔12〕 参见王保树：《公司法律形态结构改革的走向》，载《中国法学》2012年第1期。

〔13〕 参见刘俊海：《推动公司法现代化，优化营商环境》，载《法学论坛》2020年第1期。

考虑到我国股东权利扩张的现实,董事注意义务事后追责的重要性似大于事前对管理者懈怠的吓阻作用。然而,我国注意义务的发展起步较晚,仅二十多年的历史。^[14]虽然在立法和实践中都取得了很大的成就,但仍有改进空间。^[15]本文将着眼于董事注意义务立法在我国的发展和实践,结合普通法国家的成败经验,评价我国现有的董事注意义务制度,厘清法定标准相关问题,力图找出制度发展方向。

二、我国注意义务的立法实践

我国于1993年颁布了《公司法》,并且以加入世界贸易组织为目标,做出了许多与世界先进公司法制接轨的努力。^[16]其中包括在1993年《公司法》的第59条规定了董事义务,埋下了注意义务的种子。然而,我国自创设公司法制开始,董事注意义务的表述就不甚明确。在法律的字里行间只能找到“勤勉”要求,却没有类似普通法中注意义务的表述。普通法注意义务要求公司管理层合理地行使决策权,以管理自己事务的注意程度来管理公司事务。^[17]该义务一般有三方面的要求,即决策合理、工作勤勉和尽力而为。这三方面要求分别指向三项互相联系、不可分割的子义务:注意子义务(duty of care)、勤勉子义务(duty of diligence)和能力子义务(duty of skills)。^[18]我国“勤勉”的表述不禁让人误解为我国的注意义务的内涵仅有勤勉子义务,而不包含其他两项子义务的要求,对商业决策的合理性在所不问。然而,无论是学理探讨还是实践反馈,都表明我国的“勤勉”要求实质上包含了注意义务的大部分含义。

普通法一般将股东权限缩在董事选任和非常有限的公司组织架构事项上,而我国的股东大会却保有较大的商业决策权。^[19]这是否意味着董事会在我国就是纯粹的股东大会下属执行机关而没有任何商业决策权力呢?从《公司法》第46条关于董事会职权的描述判断,显然不是。因此,我国的公司法制自当关心管理层决策质量的问题,而不仅要求董事们勤勤恳恳。事实上,在学界也有学者直接将我国《公司法》里的“勤勉”义务与注意义务划等号。^[20]此外,实践当中也存在着大量有关管理者决策质量的纠纷,对其并不能仅仅以勤勉问题一概而论。^[21]因此,本文将以注意义务为制度目标,来展开对我国董事决策质量相关法律制度的讨论。本部分将进行初步的梳理,为分析我国董事注意义务体系改进方案打下制度伏笔。

我国《公司法》先后经历了多次修订。其中2005年修订的《公司法》被认为与之前版本有着显著的变化。^[22]由于完善公司治理结构、明确董监高权利义务是2005年修法的主要目的之

[14] 参见赵旭东:《中国公司法的改革与发展》,载《证券法苑》2018年第1期。

[15] 参见朱慈蕴:《论中国公司法本土化与国际化的融合》,载《东方法学》2020年第2期。

[16] 参见前引[15],朱慈蕴文。

[17] 参见张民安:《现代英美董事法律地位研究》,法律出版社2000年版,第153页。

[18] See Paul Redmond, Corporations and Financial Markets Law, Thomson Reuters (Professional), 2017, p. 397-427.

[19] 参见朱慈蕴、林凯:《公司制度趋同理论检视下的中国公司治理评析》,载《法学研究》2013年第5期。

[20] 参见叶金强:《董事违反勤勉义务判断标准的具体化》,载《比较法研究》2018年第6期;梁爽:《董事信义义务结构重组及对中模式模式的反思——以美、日商业判断规则的运用为借镜》,载《中外法学》2016年第1期。

[21] 后文将有展开论述。

[22] 参见前引[15],朱慈蕴文。

一，^[23] 2005 年《公司法》在董事注意义务方面做出了较大的改动。1993 年《公司法》第 59 条规定：“董事、监事、经理应当遵守公司章程，忠实履行职务，维护公司利益，不得利用在公司的地位和职权为自己谋取私利……”其中“维护公司利益”的措辞隐约可以感受出立法者希望管理者能够想投资人之所想，尽力为公司谋求利益的目的。2005 年《公司法》的第 148 条勾勒出注意义务的轮廓：“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。”现行《公司法》在第 147 条完整沿用了 2005 年《公司法》的表述，用“勤勉义务”的提法要求董事在没有利益冲突情况下保证决策的质量。然而，何谓注意义务？公司管理者在满足何种条件的情况下，能被认为是尽到了注意义务？目前的《公司法》并没有提供注意义务的评判标准。

此外，第 147 条的义务设定除上述标准缺失的问题外，还会引发许多实践问题。例如，我国的注意义务是一项独立的义务，还是“忠实勤勉义务”的组成部分？若是后者，是否意味着注意义务的行为标准可以借鉴忠实义务的行为标准？两个义务合一的实践联系又在何处？对管理者商业决策的事后审查应当遵循怎样的原则以保证对专业商业决断的必要尊重？

我国其他部门法和行政法规、规章之中，还有不少涉及董事注意义务的规定。这些规定散见于《证券法》《企业破产法》（下称《破产法》）《上市公司治理准则》《上市公司章程指引》《上海证券交易所股票上市规则》《深圳证券交易所股票上市规则》《上海证券交易所上市公司董事选任与行为指引》等。《证券法》涉及董事注意义务的部分并不多。《破产法》对勤勉义务从事后追责的角度加以规定，但是也并没有给出更多的概念性描述。而中国证监会和两大交易所的规章和指引却在一定程度上丰富了董事注意义务的内涵。2018 年的《上市公司治理准则》第三章第二节简要地要求了董事参会和独立表达意见的义务。但没有说明无法参会的免责事由和何种程度的缺席可达问责的标准，也没有明确董事独立表达怎样的意见才是合规履责。2019 年《上市公司章程指引》第 98 条为勤勉要求增加了五项内容。^[24] 三至五项明确了管理者了解公司业务、对披露信息保证真实性和配合内部治理的要求。然而，第一项将管理者行为合法的要求归入勤勉要求似乎存在问题。管理者做出违法的决策可能是有意为之，也可能是因为疏忽大意而导致。而注意义务是一种不存在利益冲突的过失责任。那么，在管理者存在利益冲突，或者有意违法的情况下，是否还能以违反注意义务的方式来定性追责，可能需要更多细致的研究。普通法国家一般是通过另外设立董事合规义务（duty to act lawfully）来解决此问题。^[25] 该条第二项还认为，管理者公平对待所有股东亦是勤勉要求之一，而这将导致两个理论问题：首先，对注意义务的审查实质是对商业决策质量的审查，而公平对待股东却是目的合法性的审查，审查的内容大不相同；其次，对注意义务的审查法院需要对商业决定保持谦抑姿态，而对是否公平对待所有股东的判定又

^[23] 参见前引〔15〕，朱慈蕴文。

^[24] 证监会 2019 年颁布的《上市公司章程指引》第 98 条规定：“……（一）应谨慎、认真、勤勉地行使公司赋予的权利，以保证公司的商业行为符合国家法律、行政法规以及国家各项经济政策的要求，商业活动不超过营业执照规定的业务范围；（二）应公平对待所有股东；（三）及时了解公司业务经营管理状况；（四）应当对公司定期报告签署书面确认意见。保证公司所披露的信息真实、准确、完整；（五）应当如实向监事会提供有关情况和资料，不得妨碍监事会或者监事行使职权；（六）法律、行政法规、部门规章及本章程规定的其他勤勉义务。”

^[25] 参见前引〔5〕，Ramsay, Ian 书，第 451 页。

要求司法必须对董事决定本身进行事后审查,后者可能无法保证司法谦抑。域外一般通过设立董事的善为义务(duty to act in good faith for a proper purpose)来解决对待股东公平性的审查问题,且不适用司法商业判断谦抑的规则。^[26]该义务要求管理者以善意并符合公司目的的方式来做出商业决策。

证券交易所的上市规则也尝试对注意义务进行解释。例如《上海证券交易所股票上市规则》的3.1.5条列举了部分的违反注意义务的情形。然而3.1.5条完全不区分所列举的情形是关乎忠实义务还是注意义务。但就丰富注意义务的内容而言,3.1.5条第2款不仅强调了管理者须对公司财务等报告仔细阅读义务,还要求管理者对公司活动负有经营监督(monitoring)的责任。后者在要求了解公司业务的基础上,还需要监控公司的经营活动,承担公司因运行问题而产生的责任。公司监控责任是普通法中董事注意义务的重要内容,规则点明此要求,意义重大。但是从实践方面,管理者应当尽到怎样程度的经营监督义务,还需要进一步说明,以增强要求的指导性和公平性。《上海证券交易所上市公司董事选任与行为指引》第四章的大部分条文力图说明注意义务的标准。例如第26条就试图提出平衡风险和收益为合理化管理者行为的标准,非常类似普通法国家早期的注意义务标准。其中还提出了较《上市公司治理准则》更加具体的参会规则。然而,这些细致而又以具体事项为导向的设定凸显出的是对注意义务抽象标准表述的孱弱,且容易挂一漏万,造成实务中的困扰。例如,第35条要求独立董事每年度需要用至少10天现场了解公司情况。满足了这10天的要求后,是否即表明董事对公司的业务已充分了解?手段、目的、标准有时混沌难以分辨。

• 67 •

我国注意义务在法律层面只有字面表述,而没有对其概念、标准予以说明。这给注意义务的适用带来了困难。中国证监会和两大证券交易所制定了一些相关规定,试图丰富注意义务的内涵,明确注意义务的标准。虽然这些规定大部分要求董事勤勤恳恳地为公司服务,但部分规则亦能佐证我国的勤勉义务实质上关心管理者的决策质量,并要求管理者平衡考量风险和收益来为公司做出最佳决策。我国勤勉义务实质上正在扮演注意义务的角色。证监会和交易所非常具体的规定缺乏抽象性,不具有应对变化的广泛适用性,是现象描述、法律要求还是标准设立都不甚明确。最重要的是前述所有的行政规章和交易所规则仅适用于上市公司,对非上市公司并没有约束力,只能作为参考。因此,从成文法的角度,我国需要更加明确的注意义务标准的界定。

三、域外注意义务法制的得与失

普通法国家较为分散的股权结构与其近两百年高速的工业化和高度的私有产权保护制度息息相关。^[27]根据传统的公司金融理论,分散的股权结构往往导致股东间的协作不利。^[28]个别股

[26] 参见前引[5], Ramsay、Ian书,第265页。

[27] See Brain Cheffins, Corporate Ownership and Control: British business transformed, Oxford University Press, 2010, pp. 78-102.

[28] 参见前引[3], Michael C. Jensen、William H. Meckling文,第305-360页。

东不愿意为了全体股东的利益付出高昂的代价，以监督管理层的方式去获得和持股份额相当的比例化利益。^{〔29〕}因此，英美公司法学界认为最主要的公司法议题就是如何对管理层有效监管。^{〔30〕}而对管理层工作质量进行监管的主要法律手段就是董事注意义务（director's duty of care）。而注意义务的研究中最关键的内容就是注意义务的标准设定。普通法系自19世纪就开始采用注意义务来确保管理决策的质量。^{〔31〕}各国注意义务的标准经历了无数诉讼的诘问和打磨，形成了许多行之有效的做法。本部分将着重介绍美国、英国及澳大利亚注意义务标准的成例和演变，力求找到注意义务标准发展的普遍逻辑。

普通法注意义务标准起源于寄托法（Bailment Law）和信托法（Trusts Law）的管理人行为标准。^{〔32〕}英国是普通法的源头，美国在最近两个世纪的世界地位也为研究其注意义务标准的必要性背书。过半数的世界500强企业在美国特拉华州注册，特拉华公司法的注意义务标准无法回避。^{〔33〕}澳大利亚是世界第一个将注意义务成文化的国家，较英国早了近百年。^{〔34〕}澳大利亚公司法有着普通法系最为丰富的注意义务公权力实践（public enforcement）经验，并且以成文化的方式将公权力执行和私人诉讼的注意义务标准加以区分，以增强制度的政策导向和强化私人救济的成功率。如何推动注意义务标准的成文化恰好是符合本文研究目标的最后一块拼图。

（一）董事注意义务标准的起源

制度的起源和发展通常蕴涵着制度的正当性和运行逻辑。在19世纪，业界陆续出现了对于审查公司管理层决定质量的需求。^{〔35〕}追究董事注意义务逐渐成为审查公司管理质量的重要制度渠道。但董事注意义务的评判标准不是凭空产生的，而是通过类比其他法律制度发展起来的。^{〔36〕}最主要的参照对象是寄托法和信托法的行为标准。^{〔37〕}

寄托法指英美法中规范寄托关系的法律。^{〔38〕}财产寄托人（bailor）将自有之财物转移占有至受托人（bailee）管理，当所托付之目的完成后，受托人将财物交还寄托人。^{〔39〕}较常见的寄托法律关系分为有偿寄托（bailment for reward）和无偿寄托（gratuitous bailment）。^{〔40〕}由于寄托法注重以报酬来确定注意义务的标准高低，所以其形成了不同层次的行为标准，为董事注意义务的

〔29〕 参见〔美〕莱纳·克拉克曼编：《公司法剖析：比较与功能的视角》，罗培新译，北京大学出版社2014年版，第36页。

〔30〕 参见前引〔29〕，莱纳·克拉克曼编书，第36页。

〔31〕 See David Kershaw, *The Foundations of Anglo-American Corporate Fiduciary Law*, Cambridge University Press, 2018, pp. 137–150.

〔32〕 参见前引〔31〕，David Kershaw书，第140–145页。

〔33〕 美国的分析参见 David A. Skeel, *Icarus in the Boardroom: The Fundamental Flaws in Corporate America and Where They Came From*, Oxford University Press, 2006, Chapter 1–3；英国的分析参见 P. L. Davis, *Gower's Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, 1997.

〔34〕 英国的注意义务成文化在2006年完成，而澳大利亚的维多利亚州在19世纪末就将注意义务成文化。参见前引〔8〕，Vivien Chen、Ian Ramsay、Michelle Welsh文，第18–34页。

〔35〕 参见前引〔31〕，David Kershaw书，第138页。

〔36〕 See David Ibbetson, *A Historical Introduction to the Law of Obligations*, Oxford University Press, 1999, p. 164–65.

〔37〕 参见前引〔31〕，David Kershaw书，第142页。

〔38〕 See *American Jurisprudence*. 8A (2d ed.). Gordon, Noah J. Gordon and Eric C. Surette, *Bailments* § 5.

〔39〕 参见前引〔38〕。

〔40〕 See Joseph Story, *Commentaries on the Law of Bailments*, Hilliard and Brown, 1832, p. 7.

标准提供了更多选择。^{〔41〕} 寄托注意义务标准可以大致分为三类：最小过失（least negligence），一般过失（ordinary negligence）和重大过失（gross negligence）。最小过失规定受托人必须以最大程度的注意来保护占有之财产。该标准要求的注意程度最高。一般过失则采取纯粹客观标准，即受托人的注意程度是否达到一般人在相同情况下的注意程度。一般过失以普通人的视角判断受托人行为是否合理（reasonable）。重大过失标准主要关注受托人的行为是否是神志清楚（rational），即依行为人的能力，判定是否合乎当事人主观理性。该标准更多的是考虑受托人自身条件，例如受教育程度和经验等。最小过失的标准最为严格，而一般过失因为不考虑当事人的实际情况，所以其注意程度往往被认为高于考虑受托人能力的重大过失。当然，由于重大过失标准与当事人的能力相关，在当事人具有高于一般人能力的情况下，重大过失有时又会更为严格。寄托法律关系分类的另一个维度是观察是否对财物寄托存在承诺（undertaking）。如果受托人承诺接受委托，那么注意标准就应当包含承诺人的能力。如此，存在承诺的寄托法律关系往往就采取较为“主观的”重大过失标准，而无承诺的寄托则采取一般过失标准。

信托法下的注意义务标准则不如寄托法那样复杂，类似于一般过失（ordinary negligence）标准。^{〔42〕} 不同之处在于一般过失是基于普通人标准，而信托注意义务是基于普通商人标准。只有在受托人（trustee）表示有高于普通商人的能力时，注意义务标准才会融入受托人的能力和经验。^{〔43〕} 但是由于信托管理和公司管理的目标不同，信托注意义务对董事注意义务的影响是逐渐减小的。^{〔44〕}

（二）美国法董事注意义务的嬗变

美国绝大多数州注意义务标准的发展都是建立在寄托法和信托法的基础上的。但是也有些州的公司法注意义务出现完全的背离寄托法的情况。总体而言，美国各州标准的发展是一个与传统英国标准渐行渐远的过程。

前文提到了寄托法中最低程度的注意义务是重大过失，常适用于无报酬的寄托行为。因为早期大部分公司董事都是无偿的，所以重大过失经常被用于确定公司董事是否违反了注意义务。^{〔45〕} 而有些经济较为发达、职业经理人行业发展比较快的州，也曾类比适用一般过失作为主要标准。^{〔46〕} 目前美国主流学者赞成“二分法”，即注意义务标准同时包含司法判定标准和行为标准。^{〔47〕} 司法判定标准通过商业判断规则体现，是类似重大过失的注意义务标准，其对注意程度的要求较低。而行为标准则更多停留在应然层面，即管理者需要用普通人的注意程度来要求。司

〔41〕 See *In Coggs v. Barnard* (1703) LD Raym. 909.

〔42〕 See (1883) 9 App. Cas. 1, 20.

〔43〕 参见英国《受托人法》(Section 1 Trustee Act 2000)。

〔44〕 信托关注的是保持信托财产的价值和维护受益人权益，而公司则要求管理者将企业价值最大化。

〔45〕 参见1933年宾夕法尼亚州《公司法》(Section 408, Article IV, Pennsylvania Business Corporation Act of 1933)。

〔46〕 例如纽约州，see Sarah Worthington, *Reforming Directors' Duties*, 64 (3) *The Modern Law Review*, 439 - 458 (2001).

〔47〕 See Melvin Aron Eisenberg, *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*, 62 (3) *Fordham Law Review*, 437 - 439 (1993).

法判定标准是出于鼓励公司管理者企业家精神的政策性考量。^{〔48〕}一般过失可能会致使管理者在正常的商业风险面前畏首畏尾。^{〔49〕}各个州几乎均以“二分法”的方式创设了注意义务标准以达到上述政策目的。其目的是尽可能减少对商业决策的实质评判，同时保护管理者决策的积极性。^{〔50〕}各州的不同之处在于司法判断标准低于行为判断标准的程度。

作为美国司法判断标准的法定商业判断规则假设董事履行了若干程序性前置义务，一般规定由原告负责推翻这一假设，这经常使得商业判断规则变成难以逾越的高墙。^{〔51〕}实质上过分地保护了管理层，只有当管理者存在信息不充分，或者恶意等情况下，才能进一步以一般过失（注意义务的行为标准）的方式来审视争议行为。但凡发生信息不充分等情况，必然违反司法判断标准，构成重大过失。同时，信息不充分等情况也能证明一般过失。而司法判断又发生于行为判断之前，因而导致行为判断形同虚设，司法判断标准喧宾夺主，取代行为判断标准，造成注意义务本身的虚化问题。所以在美国，如果原告成功地驳斥商业判断规则的假设，一般就可以说明被告没有尽到注意义务。

特拉华州公司法历来是美国公司立法的风向标。^{〔52〕}特拉华州从一元标准到“二分法”的嬗变充分展示了美国公司法注意义务判定标准的逻辑和问题。特拉华公司法在 *Aronson v. Lewis* 案中确定了重大过失的标准。^{〔53〕}即对管理者只要求其行为是情有可原的、神智清楚的（rational），而非要求商业决定在普通人的眼中是合理的（reasonable）。^{〔54〕}然而此后的 *Smith v. Van Gorkom* 案却否定了该标准。^{〔55〕}该案对高管直接适用了一般过失的原则，认为管理者没有充分讨论和征询专业人士的意见，不符合普通审慎人的注意要求，因此违反了董事的注意义务。此后，该判决引起了职业经理人市场的恐慌和董事职业保险金的飞涨。因此，特拉华州公司法特别设计了 102（b）（7）条，允许公司章程约定减轻甚至排除高管的注意义务，并导入前述商业判断规则，希望借此鼓励管理者的企业家精神。然而情势并没有向预设方向发展。在 *Cede II* 案之后，商业判断规则的保护作用被显著削弱，并且出现前述司法案例解读中提到的用整体公平原则来判断注意义务的问题。^{〔56〕}因为该原则是用来评判忠实义务的，错配的做法导致人们开始怀疑

〔48〕 参见前引〔47〕，Melvin Aron Eisenberg 文，第 437-439 页。另外特拉华公司法理论认为注意义务是受信义务（fiduciary duties）的一种，那么高管和董事就是受信人（fiduciary），而公司和股东常常是受益人（beneficiary）。

〔49〕 参见前引〔47〕，Melvin Aron Eisenberg 文，第 437-439 页。

〔50〕 也有不少美国著名学者〔如约翰·柯菲（John Coffee）〕认为，采取对管理层友善的措施就是法域竞争所导致，即讨好管理层来该州设立公司。See M. Todd Henderson, Two Visions of Corporate Law, 77 (3) *George Washington Law Review*, 708 (2009).

〔51〕 参见前引〔47〕，Melvin Aron Eisenberg 文，第 437-439 页。

〔52〕 David A. Skeel, *Icarus in the Boardroom: The Fundamental Flaws in Corporate America and Where They Came From*, Oxford University Press, 2006, Chapter 1-3.

〔53〕 See *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

〔54〕 See William T. Jacobs Allen, Jack B. Strine, Leo E. Jr., Realigning the Standard of Review of Director Due Care with Delaware Public Policy: A Critique of Van Gorkom and Its Progeny as a Standard of Review Problem, 96 (2) *Northwestern University Law Review*, 449 (2001).

〔55〕 See *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 805, 858 (Del. 1985). 美国学界主流观点认为虽然判决中采用了“重大过失”的表达方式，但是实际上判决中所采用的标准与“一般过失”无异。这也是后文提到的在注意义务研究中一味强调“重大过失”意义并不大的证据之一。参见前引〔54〕，William T. Jacobs Allen, Jack B. Strine, Leo E. Jr 文，第 458 页。

〔56〕 See *Cede II*, 634 A.2d at 371.

注意义务的独立性。同时学界也认为此类标准不仅无法提高决策质量,还会影响企业家精神。此后,许多重要案例和学界观点也纷纷支持将注意义务和忠实义务脱钩(de-coupling)并且分别处理。^[57]在考虑注意义务时应采用重大过失和一般过失的“二分法”模式来保护管理者。

由于美国的董事注意义务发展的基础是信托注意义务,而信托义务一般都是受信义务。^[58]目前,美国公司法中忠实义务和注意义务同为受信义务(fiduciary duties)。因此,美国的注意义务与忠实义务有着受信义务的天然血统联系。较晚产生的注意义务难免受到忠实义务理论体系的影响。忠实义务侵入注意义务的情况也不难理解。此后美国司法界对标准“二分法”的不断修正也围绕着保护公司利益和鼓励管理者的企业家精神这两个政策目标展开。特拉华公司法通过商业判断规则来实现法律评价和行为评价的区分,进而达到该政策目的。行为评价是较为严格的一般注意义务,然而司法评价融入了鼓励商业决断的程序性因素。违反司法评价的行为必定存在重大过失甚至是恶意。因为,商业判断规则是以信息充分性为基础的,若信息不充分就必然违反商业判断规则即司法评判标准,那么一定构成重大过失,必然满足一般过失的行为标准。在实践中行为评价标准在多数情况下变成摆设也很好理解。^[59]由于极少数的案件会进入行为判断的阶段,那么司法判断的前置程序就变成了管理者们“唯马首是瞻”的标准,并依此来评估行为的合法性。此外,如果行为人被判定是商业判断规则构成的重大过失,那么部分严重的重大过失也可能被理解为极度懈怠,甚至存在欺诈等令人质疑管理者忠诚度的主观状态,有时又是成立违反忠实义务的主观要件。这样就为混淆注意义务和忠实义务提供了潜在的连接通道。

美国法注意义务的评判请参见图1。

(三) 英国注意义务的谬误与真理

英国的注意义务标准也极大地受到寄托法的影响。^[60]但英国没有非常关注是否有偿,而更多强调了义务人的承诺。有学者认为,美国在十八九世纪的商业化导致了美国标准制定普遍关注有无报酬,而英国更加注重是否存在承诺。^[61]因此,此后英国标准不可避免地聚焦到承诺人的诸如经验、能力等自身条件。

早期英国董事既不受薪,也不承担实际的决策。担任董事职务仅仅是社会地位的象征。^[62]因此,司法界并没有给出明确的义务标准,甚至并不要求董事对公司事务持续关注。^[63]实践中

[57] 参见前引[54], William T. Jacobs Allen、Jack B. Strine、Leo E. Jr. 文,第449页。

[58] See E. Rock, Wachter M., Dangerous Liaisons: Corporate Law, Trust Law, and Interdoctrinal Legal Transplants, 96 (2) *Northwestern University Law Review*, 651 (2001); Henry R. Horsey, The Duty of Care Component of the Delaware Business Judgment Rule, 19 (3) *Delaware Journal of Corporate Law*, 971 (1994). 另外此处请注意,注意义务发展的基础不等于注意义务标准发展的基础。

[59] 既然行为标准流于形式,为何美国各州没有索性放弃行为标准?具体原因可以简单概括为以下两点:(1)美国联邦与州的立法权并非泾渭分明。对于州公司法立法权,联邦曾多次以保护股东不利,过分偏袒管理层为由威胁要收回。保持行为标准至少在法理和立法上仍然表明股东还是可以通过诉讼去审查管理层行为的。存在行为标准一定程度与美国的分权、法域竞争的现状相关。(2)美国的司法判断标准在某些特殊情况下会被直接跳过的。例如,在收购中,司法判断的标准就会被利害关系判断前置程序所取代(如整体公平原则),比较容易进入到行为标准的适用。

[60] 参见前引[31], David Kershaw 书,第229页。

[61] 参见前引[31], David Kershaw 书,第137-140页。

[62] 参见前引[33], P. L. Davis 书,第640-644页。

[63] See *Re City Equitable Fire Insurance Co* 1925 Ch 407; Andrew Hicks, Director's Liability for Management Errors, 110 *Law Quarterly Review*, 390, 395 (1994).

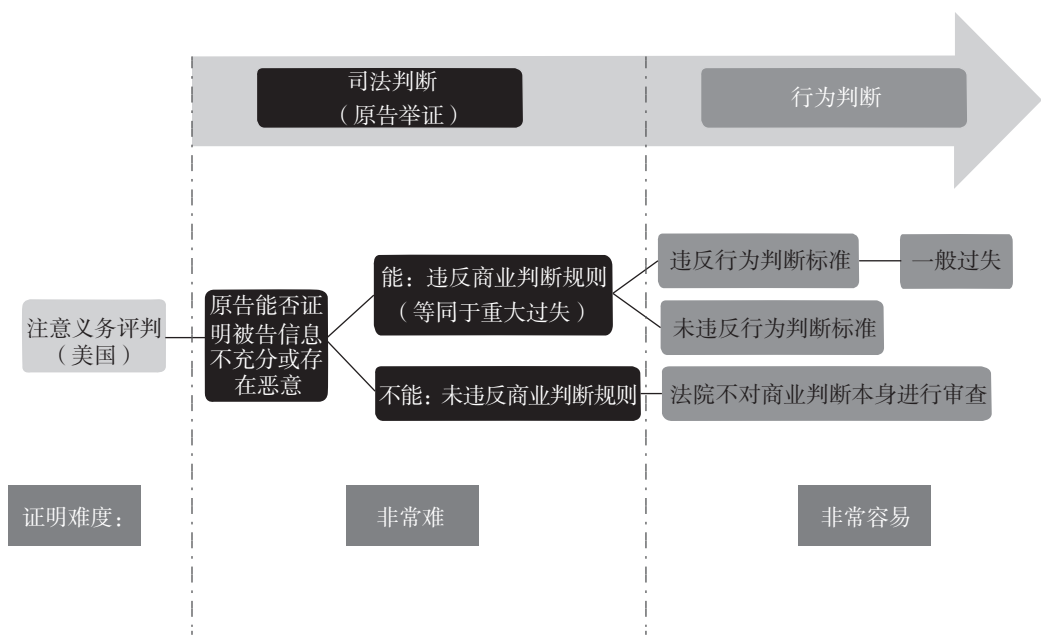


图 1 美国法注意义务的评判

更出现了许多荒唐的例子，如婴儿和听觉残障人士担任董事。^{〔64〕} 随着商业社会对董事定义的不断变化，英国法标准的发展迂回曲折，不断自我否定，经历了与美国完全不同的发展道路。

• 72 •

英国法先后采取过寄托法中的有偿和有承诺寄托的注意义务标准。^{〔65〕} 最早所谓“重大过失”的概念由于标准的变化被多次修改。有观点认为英国的董事注意义务理论中所述及的“重大过失”只是一个“用来责难的标签”（vituperative epithet）而已，其内涵和外延因为不断变化而无法定义。^{〔66〕} 在英国，美国的“二分法”学说并未引起共鸣。有偿寄托以受托人的注意程度是否达到普通人在相同的情况下的注意程度为标准。因为普通人的概念有助于树立行业标准，所以这一标准存在着较大合理性。^{〔67〕} 但是强调一般人存在两个缺陷：（1）一般人的标准极易被具体环境修正，甚至完全被环境考量所取代。但不考虑决策环境无法恰当地制定标准，而过分强调决策环境又会使得一般人的标准不复存在。（2）不利于追究能力高于行业一般人的董事的懈怠责任。公司高薪聘请往往正是因为董事的能力高于一般人，一味地采用一般人的标准必然会造成某些情况下的不公。

在 Overend 一案中，英国法院认为一般人的标准必须考虑决策者当时所处的决策条件，不能过分强调“普通人”而使得注意义务标准泛化。^{〔68〕} 其后的案例对决策者当下的公司特性和决策环境不断强化，有学者曾认为英国的注意义务是“情境考量的标准”（circumstance-adjusted

〔64〕 参见前引〔33〕，P. L. Davis 书，第 252-253 页。
〔65〕 参见前引〔31〕，David Kershaw 书，第 2 章。
〔66〕 参见前引〔31〕，David Kershaw 书，第 2 章。
〔67〕 See 2 ATK. 400 (1754).
〔68〕 See 1899 2 Ch. 392 422.

standard)。^[69] 但是也有学者认为该标准存在问题,^[70] 因为情境考量本身并不是标准而是修正标准的手段。情境考量很难被后案适用,更无法被抽象成法律。标准本身不应该因情况的变化而被修改,应当将情境类型化。对情境的强调也导致对个体能力考量的不足。因此,随后司法界转而采用董事个人的能力条件来强化个案正义。

学界和司法界对“情景考量的标准”的批判,导致标准的重心逐渐偏向关注董事的个人条件而非决策条件。有人称这种标准为“能力考量的标准”(skill-adjusted standard)。^[71] 虽然有偿寄托包含一般受托人的能力考量,但却很难适用于董事注意义务的评判。因为寄托事务能找到较为清晰的普遍能力标准,例如照管小狗者应当有照顾犬只的基本常识。然而,各公司对董事能力的要求却不同,很难找出抽象的公司董事的能力标准。因此专注受托人个人能力的标准,即以当事人是否尽力而作为评判的标准,开始被广泛接受。英国对董事能力的思考导致了三项注意义务标准的变化:第一,导致能力子义务(duty of skills)的产生。能力要求考虑董事是否尽力,并且评估以董事的能力是否能够避免错误的产生。因为能力运用系判断是否履行注意义务的前提,因此,能力子义务是注意义务的一部分,而不是独立的义务。^[72] 第二,将善意(good faith)融入了能力的考量。履行能力义务并不代表不会犯错误。在充满风险的商业社会里,犯错应当一定程度地被原谅。因此需要判断董事是否善意地做出商业判断。如果是善意的,往往最后不会追究注意义务违反的责任。^[73] 第三,舍弃商业判断规则入法。英国司法和学术界长期以来认为法官不应该去事后判断商业决定。主流的观点进而认为与其用商业判断规则来强制法院保持谦抑,还不如将尽量不涉及商业判断作为司法政策来实施。^[74] 既然善意和对商业决定谦抑的要件都具备了,就无须商业判断规则了。^[75]

• 73 •

客观的普通人标准还是主观的能力标准?关注决策环境还是统一要求?英国注意义务标准的争论在判例中被不断检视。然而,英国的立法机构最终认为董事注意义务的最佳模式应当是诸多历史标准的囊括,既要规定行业的一般性准入门槛,也要促使董事个体在管理公司事务时尽到最大的努力。因此,现行公司法规定,董事注意义务标准是兼顾两个平行维度的“二合一”标准:(1)董事所在岗位一般要求的注意程度;(2)董事自身能力范围内能够达到的注意程度。^[76]

(四) 澳大利亚董事注意义务标准:公权力介入保护公共利益的代表

澳大利亚公司法中的注意义务非常有特色。其注意义务的标准既没有奉行英国的“二合一”

[69] See Sarah Worthington, The Duty to Monitor: A Modern View of the Director's Duty of Care, 181 (2) *Perspective on Company Law*, 191 (1997).

[70] 参见前引[33], P. L. Davis 书,第499页。

[71] See Vanessa Finch, Company Directors: Who Cares about Skill and Care? 55 (2) *The Modern Law Review*, 179-214 (1992).

[72] See Alan L. Mackenzie, A Company Director's Obligations of Care and Skill, 20 *Journal of Business Law*, 460-461 (1982).

[73] 传统英国法有着非常具体的善意义务(duty of good faith for proper purpose),判定善意本身就是非常复杂的过程。一般要求商业决定是出于非恶意,并且要符合公司的目的。

[74] See C. A. Riley, The Company Director's Duty of Care and Skill: The Care for an Onerous but Subjective Standard, 62 (5) *The Modern Law Review*, 697-724 (1999); 前引[33], P. L. Davis 书,第560页。

[75] 现代法定商业判断规则一般都含有善意的要件。董事若非善意则不能援引商业判断规则来保护自己。参见前引[47], Melvin Aron Eisenberg 文,第437-439页。

[76] 参见英国《公司法》(174 Companies Act 2006)。

标准，也没有选择美国的“二分法”模式，而是走出了一条公私力救济双标的“公私二元”之路。探讨澳大利亚的做法有助于明确注意义务公权力执法的目的，同时能够对比找出行为人能力考察在诉讼中的意义，并且帮助确定事后重构管理者决策条件的参考因素。澳大利亚公司法中关于注意义务的法源分别来自两组规则：成文法（statute）和一般法（general law）。成文法指的是2001年《公司法》（Corporations Act 2001）。而一般法则内容广泛，既包含传统的以侵权、合同关系为基础的普通法（common law），公平正义为原则的衡平法（law of equity），也包括通过双方合意的注意义务约定。成文法和一般法组成了世界上最为复杂的董事义务系统。^{〔77〕}

澳大利亚最早的注意义务立法可以追溯到19世纪末“维多利亚时期”。^{〔78〕}最初制定注意义务成文法的目的是为了追究董事因浪费有限资源引起的刑事责任。^{〔79〕}在20世纪末，考虑到刑事责任追究的证明难度和社会效果不成比例，立法机关删去了注意义务的刑责，^{〔80〕}但是仍然保留公司监管机构澳大利亚证券与投资委员会（Australian Securities and Investments Commission, ASIC）对违反注意义务的董事诉请法院惩治的权力。因此，澳大利亚成文法的注意义务有着非常浓重的公权力执法倾向。^{〔81〕}此项功能在英美董事义务法制中并不存在。^{〔82〕}公权力执法被认为在澳大利亚公司治理中扮演着非常重要的角色，主要体现在监管机构通过诉讼建立起来的公司治理标准。^{〔83〕}考虑到公权力执行与私人求偿诉讼的目的不同，成文法注意义务的标准和私人求偿的一般法标准自然也有所不同，且成文标准低于一般法标准。^{〔84〕}

澳大利亚学界长久以来就有争论：公权力介入监督管理层的注意义务标准是否应当和私人求偿诉讼的标准相区别。^{〔85〕}成文法称注意义务为“注意和勤勉义务”（duty of care and diligence），而学界习惯称一般法注意义务为“注意、能力及勤勉义务”（duty of care, skills and diligence）。^{〔86〕}显然，成文法关注的是设立行业标准，董事个体的能力是否被发挥从公共执行的角度看并不重要。换句话说，成文法并不非常关心管理者提供的服务是否物有所值，而是关心什么是所有的董事都应该做到的。因此，澳大利亚成文法采取二维的评价模式，综合考虑公司的具体情况和管理者的岗位及职责以决定注意义务标准。^{〔87〕}前者关涉公司特点对董事注意标准设定的不同要

〔77〕 See John Farrar, B. Hannigan, *Farrar's Company Law*, Butterworths, 1998, pp. 53–80.

〔78〕 See Rosemary Teele Langford, Ian Ramsay, Michelle Welsh, *The Origins of Company Directors' Statutory Duty of Care*, 37 *Sydney Law Review*, 489 (2015).

〔79〕 参见前引〔78〕，Rosemary Teele Langford, Ian Ramsay, Michelle Welsh文，第489页。

〔80〕 See Ian Ramsay, Benjamin Saunders, *An Analysis of the Enforcement of the Statutory Duty of Care by the Australian Securities and Investments Commission*, 36 (6) *The Company and Securities Law Journal*, 497–521 (2019).

〔81〕 参见前引〔80〕，Ian Ramsay, Benjamin Saunders文，第497–521页。

〔82〕 参见前引〔80〕，Ian Ramsay, Benjamin Saunders文，第497–521页。

〔83〕 参见前引〔80〕，Ian Ramsay, Benjamin Saunders文，第497–521页。

〔84〕 See *Vines v. ASIC*, (2007) 62 ACSR 1 at 142–143 per Spigelman CJ, 587 per Santow JA and 805 per Ipp JA; *ASIC v. Adler*, (2002) 168 FLR 253 372 (3).

〔85〕 参见前引〔74〕，C. A. Riley文，第697–724页。

〔86〕 理论上，成文法应该包括能力要件，但是至今没有权威的解释将其入法。参见前引〔5〕，Ramsay, Ian书，第229页。

〔87〕 参见澳大利亚《公司法》[Corporation Act 2001, 180 (1)]。

求,后者关注根据岗位、职责对董事的要求来设定标准。〔88〕例如执行董事和非执行董事的注意义务就不同,〔89〕类似在英国被束之高阁的“情境考量的标准”。

一般法的注意义务标准则非常接近英国的注意义务标准。不同之处在于,澳大利亚公司法将公司具体特征类型化后,融入一般董事能力的要求。同时,一般法中的能力要求(standard of skills)填补了成文法不关注董事个体能力的空白。一般法标准既要看董事在一定的决策条件下的岗位要求,也要“主观地”(从董事的角度)衡量其能力,评估是否为公司做出了应有的贡献。〔90〕这样非常具体的标准有利于个案求偿。原告只需要证明董事并未完全尽力,或者根据该类公司岗位的要求,董事所为并未达标,就可能获得赔偿。

澳大利亚注意义务的评判请参见图2。

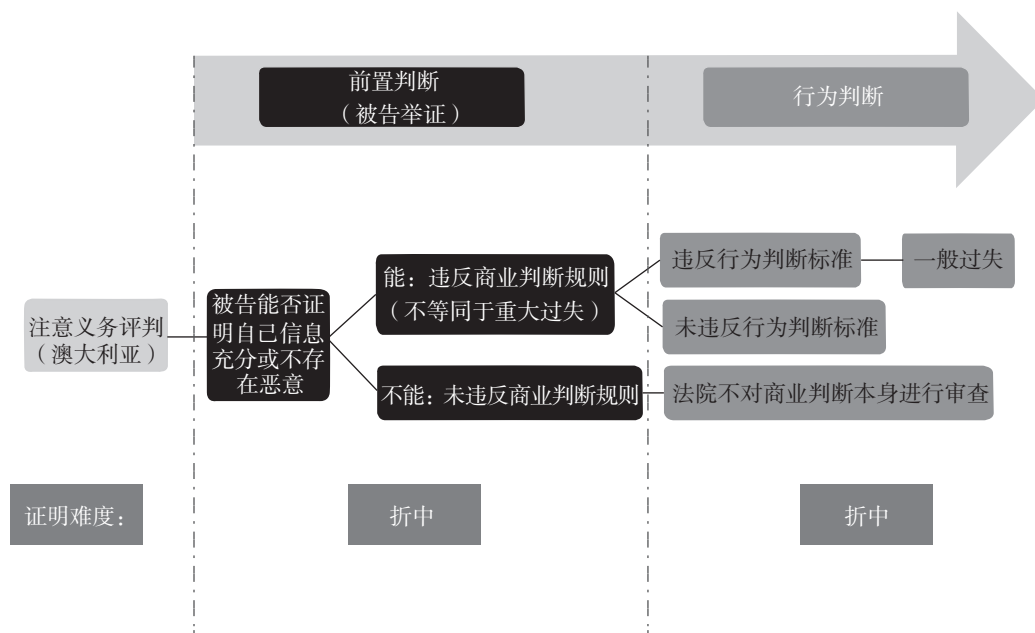


图2 澳大利亚注意义务的评判

虽然澳大利亚立法机关在标准上做出了很多实质性的改变,但是并没有止步于对英国注意义务体系的改造。如果仅将前述标准作为评判注意义务的标尺,就会产生一个问题:如何避免管理者的决定事后被法官二次评判。先前提到的英国司法界对商业决策的事后判断有谦抑传统,但是这对澳大利亚而言是外国传统,且本国也没有证据证明法院能够做到足够的谦抑。而在强调个人能力的要求下,确定管理者责任变得相对容易,如何保护管理者决策的积极性就成了难题。因此,澳大利亚也引入了法定商业判断规则。美澳商业判断规则的主要区别虽然在于法院审查管理者行为合理性阶段的难易程度,但是美国学者认为美国的商业判断规则过分保护管理者,实质上

〔88〕 有观点认为,管理者的岗位和职责也为进一步讨论能力标准打开了大门。参见前引〔18〕,Paul Redmond书,第427页。

〔89〕 参见前引〔5〕,Ramsay、Ian书,第229页。

〔90〕 See ASC v. Gallager (1993) 11 WAR 105; 10 ACSR 43; 11 ACLC 286.

已经取代了行为标准，而成为司法判断的标准。^{〔91〕}此外，如果说美国的法定商业判断规则是一项非常宽松的、以重大过失为注意义务标准的管理者保护机制，那么澳大利亚的商业判断规则就更坚守前置条件的制度设定，而不是司法判断标准。澳大利亚有将商业判断规则的举证责任归于被告的判例，相对容易地进入对商业决定本身评价的阶段。^{〔92〕}被告不能证明未违反商业判断要求并不代表商业决策存在重大过失。此后还需要法院依行为标准进行评判。因此，澳大利亚的注意义务标准并没有采取美国式的“二分法”，而是采用以被告举证的商业判断规则为前置条件，区分成文、判例法，并分层次追责的二元判断标准。被告无法证明决策信息的充分性和善意并不能当然引申出被告商业决定本身的质量问题，后续还将用注意义务的标准来审视行为的合理性。

四、我国注意义务标准明确之辩

详细讨论各国注意义务立法、实践的得失，是为了更科学地研讨我国立法所缺失的注意义务标准及其相关问题。各国立法、实践所体现的问题与我国立法实践中的一些做法互相呼应，具有借鉴意义。在讨论注意义务标准之前，我们不妨先讨论两个建立标准的前提：注意义务的独立性和法定商业判断规则的必要性。

注意义务和忠实义务无论是立法目的，还是适用标准都存在着巨大的差异。我国多版《公司法》均未对注意义务和忠实义务进行立法上的切割。在司法执法案例中，虽然注意义务和忠实义务会被区别对待，但是在判决中仍然被统称为“忠实勤勉义务”。在极个别的情况下，还存在用忠实义务的整体公平原则来判断注意义务的情况。^{〔93〕}这和美国特拉华州公司法实践中发生过的义务标准混同问题非常相似。但是美国混同的原因是注意义务标准过于宽松，几乎要存在恶意才能透过商业判断规则来对管理者追责。而我国的问题要比美国简单很多，即法律并未适当阐明。两大义务的不加区分的破坏是很大的。首先，如果采取忠实义务的整体公平原则来处理注意义务案件就会将注意义务标准降低，进而无须考量当事人的过错、尽职情况，甚至是否造成损失，只要交易是公平的即可，注意义务便可有可无。其次，采取混同会放纵一些过失管理行为。管理者虽然存在过失，没有恪尽职守，但是只要结果说得过去，就不是违法。那么注意义务的吓阻作用就会大大降低。公司无法追究那些暂时没有造成重大损害、但日后会对公司造成更大伤害的不负责任的行为。最后，有时利益冲突难以发现，举证也较为困难，那么注意义务也会成为诉讼的方便之门，会使一些原本并没有违反忠实义务的案件，因为无法证明交易的整体公平，而被认为违反了注意义务。

法院需要对商业决定保持一定程度的节制是共识性的注意义务立法目标之一。^{〔94〕}然而，我国法律并未要求对商业决策司法谦抑。司法谦抑对于注意义务体系建设是至关重要的，其政策考量主要包含以下三方面：首先，“人非圣贤”，不能苛责管理者做对一切的决定。在“管理者必须

〔91〕 参见前引〔47〕，Melvin Aron Eisenberg 文，第 437-439 页。

〔92〕 参见前引〔18〕，Paul Redmond 书，第 457-463 页。

〔93〕 参见上海福米文化传播有限公司诉左春举案，上海市第一中级人民法院（2017）沪 01 民终 10301 号民事判决书。

〔94〕 参见前引〔6〕，邓峰文。

不犯错”的指导原则下的制度缺乏期待可能性。其次,审查、苛责管理者所有的决定会极大地影响企业家精神,导致管理者做决定时畏首畏尾,影响企业发展。最后,无节制的审查管理者的决定,对法院也有些勉为其难。裁判者并不完全具备管理者对行业、企业的了解,也无法设身处地地体察管理者做决定时所面对的诸多因素。事后审查更会受到决策既成结果的影响,形成所谓的“事后偏见”(hindsight bias)。因此,建立法定商业判断规则是对前述问题合乎逻辑的回答。注意义务制度成熟的国家都或以成文法的方式,或以司法政策的方式确认了商业判断规则。我国并没有形成对商业决定谦抑的传统,对系争的商业决定,法官常常会进行事后评判。^[95]然而这样往往会对法院的威信造成损害,也不利于保持司法公正。我国并不具备学习英国、将商业判断规则转化为司法政策的条件,所以只能通过立法的方式促进司法谦抑。而美国式的法定商业判断规则在我国也不能完全发挥效能。首先,我国并未采取美国式的绝对董事会中心主义,^[96]即使如美国体制这般的溺爱董事会也并不会会有相应的产出。其次,美国原告举证的商业判断规则实质上架空了注意义务制度。美国董事注意义务强调管理者做出的决定仅需形式合理,实质如何法院一般不予置评,给管理者商业决策近乎过分的自由度。最后,我国注意义务制度更加关注为公司、股东提供救济、填补损失。因此,将商业判断规则设置成求偿路上的拦路虎,显然不符大众期望。举证责任倒置的商业判断规则应当更加适合我国的国情。既对商业决策保持一定程度的尊重,也保证注意义务标准能切实地为公司和投资人提供保护。^[97]

注意义务标准的设计是非常精巧和繁复的。由于管理者在决策时会受到自身审慎程度、外部环境、能力等诸多因素的影响,所以一个大而化之的注意义务标准注定会挂一漏万。在董事注意义务发展较为成熟的国家,其标准一般都细化到数个子义务,将注意义务设计成一个义务组,客观、全面地为管理者决策质量争议提供解决方案。前文提及了普通法一般将注意义务分解为三个不独立的子义务:注意子义务,勤勉子义务及能力子义务。之所以不能独立设立的原因是这三项子义务时常存在竞合,实践中很难完全分开,但是子义务的思路却能为设计注意义务标准提供完整的考量维度。

注意子义务是设计注意义务标准最核心的内容,主要解决决策者在做出商业决定时是否是合理、审慎的问题。之前提及,根据衡平法理论,受薪的公司管理者应当像管理自己事务一般处理公司事务,即负有普通人的注意义务。在此行为标准面前,美英等普通法系国家并没有本质的区别。前文也论及美国的注意义务“二分法”立法模式在我国并没有很大的实际意义。同时,如果一味强调通过学习美国重大过失的理论来建立“二分法”式注意义务标准会导致三个问题:其一,重大过失并不是行为标准,而是保护管理者积极性由商业判断规则体现出的司法判断标准。重大过失标准置于一般过失标准之前,使得一般过失标准形同虚设。行为标准因为保护管理者的决策积极性而被牺牲,而管理者只会以司法标准为行为准则,间接地降低了对管理者行为质量的要求。其二,是重大过失本身从根本上无法定义,英美法关于注意义务重大过失在不同的时间点

• 77 •

[95] 例证参见上海森港投资管理有限公司诉李建琼案,上海市第一中级人民法院(2019)沪01民终9095号民事判决书。

[96] 参见刘燕:《公司法资本制度改革的逻辑与路径》,载《法学研究》2014年第5期。

[97] 但是,商业判断规则需要非常精巧的要件设计,限于本文的篇幅和目的,仅对商业判断规则的设计原则提出建议,对于商业判断规则的具体设计将另文探讨。

的论述都非常不同，有的表述其实与一般过失无异。其三，对管理者承受商业风险的鼓励不一定要通过牺牲对行为评价的一致性来达成。科学的评价标准也能鼓励企业家精神。因此，我国基本的注意义务标准的描述没有必要脱离行为标准，在保持对商业决定一定程度尊重的前提下，可以要求管理者承担一般过失责任，尽审慎普通人的注意义务。

勤勉子义务关心的是管理者是否恪尽职守，努力工作。这更多关注管理者的行为模式是否规范及规定动作是否完成。我国的现行处理方式是最接近国际通行做法的。勤勉子义务的核心是说明管理者努力到怎样的程度是符合注意义务要求的。而勤勉程度的要求和管理者的决策条件相关。除了沿用国际通例，即任职的董事需要了解本公司的业务和基本的财务知识以外，更需要通过环境参数来确定管理者勤勉程度的要求。前文提到，澳大利亚成文法没有选择主要依靠个人能力来达到个案正义的英式标准，而是采取类型化的“情境考量的标准”来满足案件个性化的要求，同时帮助形成统一行业标准的经验。“情境考量的标准”对注意义务标准空白的我国公司法也有借鉴意义。该标准包括以下六个类型化的考量因素：公司的类型、章程规定、公司规模，业务性质、董事会的组成、董事在公司中所担任的职务和职责。^{〔98〕}此外，不区分是否执行董事，在标准上一视同仁的做法忽视决策条件，会导致一定程度的不公平。有些公司执行层面较为隐蔽的操作，作为非执行董事显然难以甄别。以了解业务的执行董事的注意义务标准来要求非执行董事，有时让人觉得有些牵强。执行董事和非执行董事在某些问题上确实需要适用不同的标准。考虑决策条件可以使勤勉要求更合理，不至于强人所难。应当注意的是公司法的规定应以原则为主，并不需要做到像证监会和两大交易所的规则那么巨细。而且目前绝大多数的公司管理者勤勉义务都只能针对上市公司，对非上市公司产生的注意义务的纠纷帮助不大。因此，在制定勤勉相关的注意义务标准时，建议融入“情境考量的标准”以方便勤勉子义务的考察。

能力子义务不能被割裂于整体的注意义务。正如前述介绍的，过于强调能力因素会使注意义务脱离一般原则陷入一事一议的困境。那么注意义务的执法就会既失去公平性，又很难发挥对行业公司治理活动的指导作用。正如前述英国经验所示，能力的要求只能建筑于审慎普通人的要求之上。换言之，能力要求保证的是个案公正，为标准锦上添花，而不能是注意义务的唯一标准。传统英国公司法合理地认为，管理者与公司之间存在承诺，因此注意义务的要求理应包含承诺人本身的能力。从个案正义的角度，澳大利亚公司法和英国公司法分别进行了不同的尝试。澳大利亚公司法以“情境考量的标准”来权衡个案的特质，防止对管理者施加不合理的期望。对审慎普通人的标准的调整是倾向于保护管理者的。而英国注重董事个人能力的目的却是保护公司权益。管理者仅达到行业一般水平常常是无法满足公司预期的。若公司法仅仅要求管理者在进行商业判断时达到普通理性人的标准，那么公司的利益就会受损。因此，融入管理者能力的考虑能保护公司的合理预期，促使管理者最大限度地发挥自己的能力和价值。英国采取这样的选择也是因为寄望于促使职业经理人尽力而为，借以优化营商环境，尽可能多地吸引欧洲的一流企业。另外，既然引入能力要求的目的是为进一步保护公司的利益，那么即使管理者能力低于一般人，也不能降低公司治理的标准来允许管理者较低的能力侵蚀审慎普通人的要求。所以在对能力要求与注意义

〔98〕 See Australian Securities and Investments Commission v Healey, 2011 FCA 717.

务审慎普通人的标准进行调和时,合理方法是就高不就低。这也是国际通行的做法。

注意义务下三项子义务的关系请参见图3。

综合上述三个子义务的要求,注意义务标准不妨考虑“二元”结合决策情境的标准。要求董事对公司负有注意、勤勉和能力三方面的义务。分列后的注意义务可以被具体称为“注意、勤勉和能力义务”;在一定的决策条件下,董事既需要以审慎普通人的方式做出商业判断,同时也必须运用自身能力和经验来保证决策的质量。建议对注意义务标准采取如下表述:“董事对公司负有注意、勤勉和能力的义务,必须以审慎普通人(1)在类似决策条件下,(2)充分地运用自身能力和经验来履行注意、勤勉和能力义务。”而“决策条件”可以采用前述类型化的六类因素做出如下

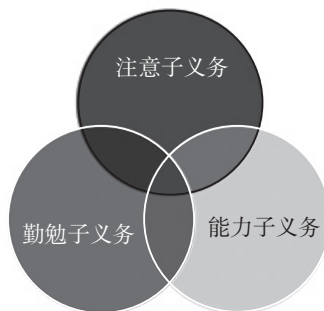


图3 注意义务示意图

表述:“决策条件是指公司的类型、公司章程的规定、公司规模,公司业务性质、董事会的组成、董事在公司中所担任的职务和承担的职责等实质影响决策的公司内部和外部因素。”

最后,注意义务标准的制定还存在三个后续问题。一是注意义务的立法需要细致到什么程度?特别是前述对勤勉要求的讨论中,注意义务的内涵包括了大量的对管理者知识和努力程度的具体要求。但是纵观普通法国家,即使是成文法程度非常高的澳大利亚,对注意义务的描述也仅仅是叙述概念和申明标准。大量的勤勉要求都是通过案例来确定的。这些要求大多可以总结为确定注意义务标准的方法,而非标准本身。比如要求董事了解公司业务和财务状况是在出现披露问题时确定董事是否违反注意义务的方法。如果某披露错误并不是通过了解公司业务和财务状况等情况所能避免的,那么我们就不能说董事没有尽到普通审慎之人的注意义务。普通法制定的是规则(rule),而衡平法建立的是标准(standard)。〔99〕注意义务在保有衡平法传统的法域,仍然属于衡平法的范畴。即注意义务的标准本身属于后案遵循的内容,而确定标准的方法却不是。后案可以根据案件的需要修正适用前案确定标准的方法。这样的做法正是普通法快速回应瞬息万变的商业社会的魅力所在。对于高度依赖法律条文的我国而言,应当着力构建科学的标准体系,而要避免将具体的确定标准的方法固定入法。例如,虽然域外对执行董事和非执行董事在判例中采取不同的注意义务要求,但是若后案法官认为某项商业决定执行和非执行董事在能力方面并不存在先天的差别,那么就没有必要加以区分。我国目前正在尝试的指导案例制度恰好能够提供类似衡平法中案例的一些功能。在法定注意义务标准明晰之后,用什么样的方法去确定个案的标准可以一定程度地留给法院来灵活释法。〔100〕这样既可以加强注意义务的灵活性和对现实的回应力,

〔99〕 衡平法(law of equity)与普通法(common law)之重大区别在于普通法常常专注于设置准则(rule),而衡平法则侧重于设置标准(standard)。例如,如果将高速公路上的80公里限速理解为是普通法的准则的话,那么安全的驾驶就是衡平法所谓的标准。衡平法较普通法更加专注于法律根据情势变化的灵活运用。

〔100〕 此处涉及法官的专业性和能力本文不做展开,相信随着我国司法改革的推进、法制向深水区的发展,许多问题都会得到解决。有不少学者赞成一些专业法院的构想。目前我国已经建立了一些专业法院。See Jeffery MacIntosh, Securities Law Enforcement and the Rule of Law, in R. Huang, N. Howson ed., *Enforcement of Corporate and Securities Law: China and the World*, Cambridge University Press, 2017, pp. 162-184.

更可以解决我国长期以来在董事义务方面对域外法律走一步看一步的被动局面，形成我国社会主义制度下的董事义务自足发展的路径。当然，需要注意的是将过多的判断交给法官去完成也并不适应我国实际，如何把握好标准的具体程度以提高确定性，需要进一步的理论、实践、立法之间的不断试错、磨合。

其次，公权力执行是否需要不同于私权救济的注意义务标准？我国证监会具有一定的注意义务执法功能，也可以通过执法的示范效应为上市公司树立公司治理的标杆。域外类似实践还有澳大利亚。但是澳大利亚的公权力执行的目标是和成文法确立的注意义务标准息息相关的。澳大利亚公司法并不鼓励公共执行机关为了填补个别企业的损失而发起注意义务的相关诉讼，公共执行机关发起注意义务诉讼的目的常常是为上市公司树立公司治理的标准。例如，在公司财务报告中，执行董事和非执行董事都没有发现账目错列的问题，两类董事是否应当负有同等的注意程度。类似细致的问题是否存在澄清的必要，常常由公共执行机关发起注意义务诉讼，请求法院予以说明。而在我国注意义务执法实践中，处罚决定往往并不说明一般的注意义务标准，而常强调管理者的能力没有被运用。与国外实践截然相反的情况恰恰说明了我国注意义务公共执行关注的是事后惩治和对受损公司、股东的抚慰。然而，域外公权力执法的独特目的是值得我们借鉴的。随着注意义务标准的明晰，我国未来的公权力执行也可以在抚慰受害股东的同时，增强对注意义务一般规则的解读，以充分起到对同业警示的作用。这样也能够强化证监会对上市公司在公司治理方面的影响力。鉴于我国公权力执行既包含个案正义的伸张，又应包含树立行业标准的目标，因此没有必要学习澳大利亚将标准以公私执行的界限进行分割。

• 80 •

最后，建立合理的管理者信赖保护机制。注意义务标准的建立并不能一味地保护公司的利益。明晰合理的标准体系也应当保护管理者的权益，并保护管理者为公司贡献的积极性。目前我国尚未建立管理者信赖保护机制。例如就披露问题而言，现有的处罚决定中，存在不允许董事以外部审计的结论作为免责事由的情况。然而，没有人是全能专家。应该在合理的情况下允许管理者在适当的时候借助他人之力来管理公司。信赖保护机制至少包含三个方面的内容。首先，对于通过正常程序聘请的第三方咨询机构提供的报告，不具有相关能力的管理者应当可以信赖咨询报告的专业性。以此作为决策的依据。当然，前提是第三方机构必须是中立的，而做出报告的依据也是自由获取的，并不是由公司单方面提供的。其次，对于管理者专业以外的问题，可以聘请专家代行职责。代理人的行为须由管理者本人负责。但是，代理人越权或者无权的行为若本人无选任方面的责任，管理者本人可免责。最后，在集体决定事项中，管理者可以依在该事项上有专业优势成员的意见，以独立的判断做出决定。完善的管理者信赖保护机制可以最大限度地发挥管理者的企业家精神，在保护善意管理者的前提下间接使公司获益。基于合理、完善的信赖保护机制的注意义务体系，对管理者做出的裁罚才能公平、公正，使人心服口服。

五、结 论

董事注意义务是公司法中重要且困难的议题。讨论注意义务必然涉及厘定注意义务的标准，以衡量董事决策和管理的质量。虽然我国在长期的公司立法中，以勤勉义务的提法引出了董事的决策

和管理质量问题,但是无论在理论上还是在实践中,我国目前的勤勉义务都涉及了传统注意义务的内容。中华人民共和国成立后,我国的注意义务立法和实践从无到有,突破意识形态的桎梏,取得了很大的成就。然而,目前作为注意义务制度核心的注意义务标准仍然缺失,给制度发展带来了很大的障碍。在立法实践中,司法和执法机关都形成了各自对注意义务的解释,其中包含着当今世界各国注意义务立法的成果。但同时也暴露出法定注意义务标准缺失造成的注意义务体系发展的诸多问题。

注意义务起源于普通法系。美国、英国、澳大利亚各自形成了非常有特色的法定注意义务标准。美国在董事会中心主义的影响下形成了行为标准和司法判定标准“二分法”的模式。英国则反对“二分法”,并且通过不断细化注意义务的要求来对管理者做出最公正的评价,以弥补标准一元化对管理者企业家精神保护的不足。澳大利亚作为世界上第一个将注意义务成文化的国家,强调重构决策时管理者所面对的各种因素,并形成了独特的注意义务标准“公私二元”的体系以帮助塑造公司治理的行业标准。这些国家的历史和教训恰好为我国目前的注意义务标准建立提供很好参照,并且为我国的立法实践提供解释。由于我国的注意义务更多关注事后对受害者的损失填补和管理者的究责,行为标准和司法判定标准合一的方式比较符合我国国情。同时,出于个案正义和追责的需要,也应更多关注决策条件和管理者的能力,以最大限度地保护管理者和公司双方的利益。由于我国既没有对商业决断谦抑的司法传统,也没有法定商业判断规则,在兼顾保护管理者企业家精神和维护公司、投资者权益的同时,可以考虑建立由被告举证的法定商业判断规则制度。辅以明晰的管理者信赖保护体系,科学地建立起我国的注意义务标准。

• 81 •

Abstract: China has established her director's duty of care mechanism, but it is not perfect. The Chinese practice and the lessons and experiences of common law jurisdictions could be excellent reference points for establishing the standard. A valid duty of care standard could be designed appropriately based on a principle that can protect management's entrepreneurship and corporation and investors' interest. To be more specific, first, the director's duty of care should be clarified as a singular duty to isolate negative impacts from other factors. Second, Chinese law needs to articulate the specifications of the duty and break the generic duty down to more detailed but inseparable sub-duties: the duty of care, the duty of diligence, and the duty of skills. While introducing the ordinary prudent person as the primary duty standard, the decision circumstances should also be factored in. Third, Chinese circumstances and judicial realities justify the unification of the standard of review and the standard of conduct. Following an American bifurcated standard should not help construct a better director's duty of care mechanism in China.

Key Words: corporate law, duty of care, standard of care, common law

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)

股东对公司所控股公司的知情权

董新义*

内容提要：控股集团公司架构下，股东在特定情形下对公司所控股公司的知情权应予以保障。控股公司的股东作为所控股公司的核心利益相关者，对其知情权的保障具有正当性，这可从法人人格否认理论的扩大解释和股东查阅权穿越法理来阐释。与此同时应防止控股公司股东滥用查阅权，域外法律和实践均确立了控股公司的股东对所控股公司的知情权及其行使条件。我国在构建控股公司的股东对所控股公司的查阅权制度时，应明确查阅权的引入路径，限定控股公司的股东对所控股公司行使查阅权的法定事由，明确查阅的正当目的性、查阅对象信息的范围、查阅的时间和场所以及完善查阅权受阻的救济程序等，以合理平衡查阅权的保障和滥用规制之关系。

关键词：控股公司 查阅权 法人人格否认 股东穿越理论 正当目的

控股公司作为公司的一类组织形态，是现代公司股权多元化、股东法人化的必然结果。从其概念来看，它是指通过持有其他公司（所控股公司）^{〔1〕}一定比例以上的股份而掌握实际控制权的公司。由于存在着股权关系以及经营上的控制关系，控股公司作为控股股东对所控股公司享有控制权，具有诸如表决权以及董事、监事、高级管理人员等人员的任免权等多项经营管理权利。然而，现行《公司法》并未直接规定股东对公司所控股公司享有知情权。在控股团体体制已经成为新常态的当下，理论上亟需厘清控股公司的股东对所控股公司是否享有知情权。实践中，已有多起股东诉请对公司所控股公司行使知情权的案例，但相关法院的判决并不相同，有上下级法院作

* 董新义，中央财经大学法学院副教授。

〔1〕 在理论和实践中，存在“控股公司”与“所控股公司”、“母公司”与“子公司”等术语，它们只是在称呼的习惯上存在差异，“控股公司”与“所控股公司”相配套，而“母公司”则与“子公司”相配套，在本文中都是在同一种意义上使用的，敬请读者注意。

出相反判决的,〔2〕有上下级法院均予驳回的,〔3〕法律的缺位和裁判的不统一势必会对公司良性经营和司法权威树立带来消极影响。本文以法人人格否认理论的扩大解释为视角,以知情权的核心权利——查阅权——为具体研究对象,论证控股公司的股东在某些情形下对所控股公司享有知情权具有正当性,并在吸收域外实践经验的基础上,对我国中小股东对公司所控股公司的查阅权制度构建提出了方案,以求教于方家。

一、问题的缘起:控股团体体制下控股公司的股东权益易遭侵害

股东知情权的诞生旨在平衡利益相关者之权益。资本具有逐利性,公司股东、经营层等作为公司的利益相关者,均会谋求自身利益的最大化。首先,在特定情况下股东与经营层之间存在利益冲突,根据信义法理,中小股东与控股股东、股东与经营层之间是信义关系,其利益冲突产生的主要原因在于信息不对称,保障股东知情权是减少信息不对称的有力手段。而在控股团体体制下,控股公司的股东作为所控股公司的利益相关者,对其知情权的保障可以更好地强化所控股公司的独立人格,保障所控股公司及控股公司股东的利益。其次,在控股公司的股东内部,股东的投资额、持股比例各不相同,其对公司的实际控制能力存在差异,因此各股东在公司管理层选任和经营决策等重大事项中具有不同的影响力。一些大股东或控制股东为实现自身利益最大化,经常回避披露不利信息、擅自改变公司资金用途、肆意重组并购,此类违反信义义务的行为致使不知情的股东行使各项权利出现困难,最终,公司被大股东操控,中小股东的受益权受到损害,甚至完全被剥夺。由此可见,保障股东知情权得以实现确有必要。〔4〕

• 83 •

利益冲突的情况在纯粹控股公司〔5〕体制下更为严重。由于纯粹控股公司的经营活动主要是对所控股公司进行管理和控制,控股公司董事会代表控股公司行使对所控股公司的股东权,对所控股公司进行完全控制。传统的股东查阅权止步于控股公司而触及不到所控股公司,因此,在此种情况下,控股公司与所控股公司管理层串通合谋、背信弃义或怠于履行职责等一系列行为可能会肆无忌惮,从而损害控股公司及其股东的合法权益。〔6〕虽然控股公司与所控股公司是“命运共同体”,利益休戚与共,但股东对公司所控股公司却并不直接具有经营管理的权利,在此复杂

〔2〕例如,在2017年郭金林与金浦投资控股集团有限公司股东知情权纠纷案〔江苏省高级人民法院(2017)苏执监648号执行裁定书〕中,针对金浦投资控股集团有限公司股东郭永林对集团子公司的查阅请求,一审中南京市鼓楼区人民法院予以了支持,而二审中南京市中级人民法院又予以驳回,执行监督中江苏省高级人民法院又予以了支持。再如CROWN CANOPY HOLDINGS SRL与上海和丰中林林业股份有限公司股东知情权纠纷上诉案〔上海市高级人民法院(2014)沪高民二(商)申字第S158号〕中,一审法院认为公司章程中母公司股东知情权的对象仅及于公司及分公司,子公司不能作为股东知情权义务主体,而二审法院则认为应支持母公司股东查阅子公司的会计报表以及公司及分公司、子公司的会计账簿。

〔3〕例如,在鞠某某(系占有被告29%股权的股东)诉华诺翰博公司要求查阅其控股子公司苏州凯锋电子有限公司的财务状况一案中,一审、二审法院均驳回了其查阅子公司生产经营情况等诉讼请求。案件详细情况参见爱企查官网,载<https://aiqicha.baidu.com/wenshu?wenshuid=7afcd408a9c5f62aabd76df2a7606d0aa89f76e>,最后访问时间:2021年3月10日。

〔4〕参见庞梅:《股东知情权:从利益平衡到法律适用》,载《法律适用》2007年第8期。

〔5〕按照控股方式的不同,控股公司可分为纯粹控股公司和混合控股公司。纯粹控股公司以控股为目的而不从事或基本不从事生产经营业务,只是凭借持有其他公司的股份,进行资本营运;混合控股公司除通过控股进行资本营运外,也从事一些生产经营业务。

〔6〕参见袁达松、王喜平:《股东查阅权穿越:母公司股东权益保护的利器——相关美国法理论实践及我国制度的构建》,载《东方法学》2010年第4期。

的股权结构下，难免出现利益摩擦，特别是在纯粹控股公司体制下，“股东权缩小”的问题十分突出。

从理论上来看，一方面，这种受限的股东知情权使得所控股公司层面的真实运营信息披露义务和管理层信义义务的遵守情况，很难被核心利害关系人得知，从而限制了控股公司的股东获取所控股公司信息的能力。控股公司与所控股公司之间的这种根本意义上的经济关系，如果强制性地被形式意义上的主体阻隔而分割开来，极有可能造成实质意义上的不公平，〔7〕从而让控股公司的股东丧失相应的知情权请求权基础。另一方面，除一般意义上的股东对公司所控股公司的知情权受限外，控股公司的中小股东知情权更是难以得到保障。大股东和控股股东尚有其他渠道和途径了解所控股公司的经营财务情况，但是在目前制度框架下，中小股东却无从得知所控股公司的经营状况与真实股权情况，从而难以维护自身的合法权益。

正因如此，我国个别控股公司相关法律规范已开始规制控股公司侵害所控股公司利益的问题。例如2020年9月由中国人民银行颁布的《金融控股公司监督管理试行办法》明令禁止金融控股公司干预所控机构经营以及损害其他股东的合法权益。〔8〕本文的基本观点是，解决前述问题的有效方法就是赋予股东对公司所控股公司的知情权。因为控股公司存在通过企业结构的调整来分割所控股公司，或者通过设立另外的所控股公司对业务部分进行概括式的转移，或者通过另行设立所控股公司从事不当行为等侵害控股公司股东权利的行为。在此情况下，控股公司股东为掌握所控股公司的经营状况，查阅所控股公司会计账簿成为必要途径，此时，允许股东对公司所控股公司的会计账簿进行查阅，可以成为监督和制约控股公司大股东或其董事滥用经营权的重要手段。

二、股东对公司所控股公司的查阅权及其滥用应受规制的理论证成

传统的公司法理论并不支持控股公司的股东对所控股公司的查阅权，主要是因为其突破了公司的独立人格，无论控股公司与所控股公司之间的联系是紧密还是松散，控股公司的股东对所控股公司行使查阅权的行为似乎都使得所控股公司成为控股公司的工具。〔9〕然而，理论和实践均表明，赋予控股公司的股东对所控股公司的查阅权，对于控股公司股东的权益保护具有重要意义。从学理上讲，法人人格否认理论的扩大适用及股东穿越法理等均能证明其正当性。

（一）股东对公司所控股公司享有查阅权的正当性

1. 法人人格否认理论的扩大适用

所控股公司法人人格独立，而对滥用股东有限责任和公司独立人格的行为加以规制，通常需

〔7〕 参见黄积红、王喆：《论母子公司架构下母公司股东查阅权扩张》，载《新疆大学学报（哲学·人文社会科学版）》2015年第5期。

〔8〕 该办法有两个条文明确提到了对这种行为的规制。第20条第2款规定：“金融控股公司不得滥用实质控制权，干预所控股机构的正常独立自主经营，损害所控股机构以及相关利益人的合法权益。金融控股公司滥用实质控制权或采取不正当干预行为导致所控股机构发生损失的，应当对该损失承担责任。”第36条第1款第1项规定：“金融控股公司及其所控股机构不得进行以下关联交易：（一）利用其实质控制权损害其他股东和客户的合法权益。”

〔9〕 参见王建文：《论我国股东知情权穿越的制度构造》，载《法律科学》2019年第4期。

要控股公司股东以法人人格否认理论为基础来主张权利。当母子公司被法律认定为关联公司时,由于母公司存在人格混同,因此其股东可以径行对子公司行使权利,这种直接参与权的法律依据也同于人格否认。^[10] 控股公司通过控制所控股公司以进行资本运营,所控股公司的经营决策和盈利分配都受控股公司的影响,即所控股公司的盈利状况与控股公司存在重大利害关系,直接对控股公司的资本运作造成影响。

鉴于此,控股公司的股东应该享有对所控股公司的知情权。如果不允许控股公司的股东了解所控股公司的财务账簿等信息,就相当于控股公司对自己的一部分资本投入放任自流,这对控股公司来讲会因“短板效应”而承担整个集团公司业绩下滑的风险,尤其在纯粹控股公司的情况下,控股公司不从事实际生产经营活动,存在沦为投资工具或所控股公司的“壳公司”的可能性,同时,控股公司的股东在控股公司中的绝大部分甚至全部投资的利益,实质上已经转移至所控股公司。当控股公司完全成为控股股东隔离其他小股东的“面纱”,所控股公司因其实际从事经营活动而成为承接控股公司所有业务的主体,控股公司的控股股东(大股东)滥用控制地位,就有可能通过所控股公司这一独立法人人格“面纱”损害其他股东利益。如果不加分别一律坚持法人人格独立的法理,忽视控股公司的股东特别是中小股东的权利,则会导致控股公司的股东对所控股公司经营状况等信息知情权的完全落空。正因为存在这种潜在风险,应采用法人人格否认理论,赋予控股公司的股东查阅所控股公司财务会计账簿、会议记录等的权利,以保障中小股东及时发现公司法人人格滥用行为,从而为中小股东维护自己的利益提供帮助。从更为积极的方面来理解,知情权并非单纯指股东获取公司日常经营信息的权利,还包括对其他股东、董事、高管的行为进行监督检查(right of inspection)的权利。^[11]

2. 股东穿越法理:一种特殊的法人人格否认理论

股东穿越理论(pass through theory)由美国艾森伯格(Melvin Aron Eisenberg)教授首先提出,最初源自股东表决权穿越。所控股公司股东表决权区分为两种形式,其一由控股公司行使,具体由控股公司的股东会操作;其二是由控股公司的股东行使表决权,即直接穿越控股公司转移到控股公司的股东。^[12] 查阅权的穿越则是由股东表决权的穿越发展而来的。该理论主要应用于公司集团中,类似于法人人格否认理论。当控制公司处于绝对支配或基本绝对支配地位,控制公司的股东需要穿越控制公司和受控公司的界限,直接就受控公司的重大事务行使股东权。^[13]

依据艾森伯格教授的观点,如果成立子公司,实质是为了剥夺进行投资的母公司股东的权利。此时既然子公司的法人人格存在被滥用的嫌疑,便可以允许母公司的股东穿过母公司直接向子公司行使权利。同理,查阅权亦应具备此种穿越能力。一个新的法人人格的设立,不应该以减损原有股东的基本权利为代价,不能使得母公司的股东对自己资产的去向和用途等信息掌握不充分、不及时。在母子公司之间,尽管不具有直接的法律联系,但不可否认的是存在密切的利益联

[10] See Nail Hawke, *Corporate Liability*, Sweet & Maxwell, 2000, p. 611.

[11] 参见施天涛:《公司法论》,法律出版社2018年版,第264页。

[12] See Melvin Aron Eisenberg, Megasubsidiaries: The Effect of Corporate on Corporate Control, 84 *Harv. L. Rev.*, 1577, 1588-1589 (1971).

[13] 参见赵志钢:《公司集团基本法律问题研究》,北京大学出版社2006年版,第75页。

系。为了防止法人人格被滥用，也为了最大化地保护母公司股东利益，穿越理论在实践中的应用具有重要作用。^{〔14〕}因此，在探讨控股公司的股东对所控股公司的知情权的问题时，完全可借鉴股东穿越理论。在实践中，如果缺少股东穿透控股公司的形式，那么控股公司的股东为确保管理层履行信义义务（忠实义务和注意义务）而存在的诸多实质性权利，将会因在所有人和管理层之间嵌入一层控股公司实体而丧失，控股公司的股东维护自身权利也只能成为口号，无法得到切实保障。

（二）股东对公司所控股公司查阅权滥用应受规制的理论基础

如上所述，虽然保障控股公司的股东对所控股公司的查阅权具有正当性和必要性，但与此同等重要的是，该权利的滥用行为必须受到规制。其理由在于，一般而言，虽然股东可自由行使所拥有的股权，^{〔15〕}权利之行使属于行为自由领域，法律不应无端干涉。但是，“凡是权利皆应受限制，无不受限制的权利”^{〔16〕}，任何权利都应被正当行使，且都存在被滥用的可能性。股东行使股东权必然要在一定界限内，若行使权利符合正义、公平，且不损害他人利益和社会公共利益，则将会受到法律保护。反之，超越该界限即为滥用权利，则会受到法律的惩罚，承担相应法律责任。^{〔17〕}控股公司的股东查阅权行使会给所控股公司带来负担。为此，我们可以从民法的诚实信用原则、禁止权利滥用原则出发，也可以德国法上的忠实义务、比例原则以及禁止权利滥用原则为切入点，对股东知情权行使的一般性限制^{〔18〕}予以解释。因此，盲目地坚持保护控股公司的股东权益而无限放大其查阅权也是极其危险的，必须对其加以限制。

• 86 •

三、股东对公司所控股公司查阅权的保障及滥用规制的域外实践

股东对公司所控股公司的查阅权具有理论的正当性和必要性，域外法实践也证明其具有可行性。美、日、韩等国的立法和司法实践既明确了控股公司的股东在一定条件下对所控股公司享有查阅权，又对其行使条件和滥用的规制做出了比较详尽的规定。

（一）美国

1. 股东对公司所控股公司查阅权的保障

在美国，股东知情权主要包括信息披露和股东查阅权两方面，其中，股东寻求知情权救济的主要方式为行使查阅权，美国的相关法律对此做出了比较详尽的规定。美国《示范商业公司法》（Model Business Corporation Act）中规定，股东知情权并不限于对会计账簿的查阅权，而是对包括会计账簿在内的账簿和记录（books and records）等进行查阅的权利，类似于我国公司法上对公司股东名册的查阅权。在其普通法和成文法中，尽管也对于股东对公司的账簿和记录的查阅权进行了认定，但是就股东对公司所控股公司是否也享有该权利的问题则存在不同的观点，部分

〔14〕 参见前引〔6〕，袁达松、王喜平文。

〔15〕 罗马法时代曾经有过“权利的行使对于任何人都不意味着非正义”的格言。（参见〔法〕雅克·盖斯旦丁、吉勒·古博：《法国民法总论》，陈鹏、张丽娟等译，法律出版社2004年版，第702页。）

〔16〕 王泽鉴：《民法总则》，北京大学出版社2009年版，第520-521页。

〔17〕 参见甘培忠：《公司控制权的正当行使》，法律出版社2006年版，第69页。

〔18〕 BGHZ 135, 48 (50); 152, 339 (344).

州的公司法是予以认可的。

从美国普通法来看,公司股东享有的股东查阅权适用范围很大,可查询的资料包括公司的账簿、记录、章程细则、合同、股份登记簿、公司日记簿、会计账簿,以及其他对于维护股东在公司中的投资利益与履行股东职责具有促进作用的各种信息。^[19] 即便如此,普通法上并不将查阅权作为绝对权利 (absolute right), 而是认为它是一种必须满足“为了正当的目的、在合理的时间和场所”条件下的合格的权利 (qualified right)。当股东请求符合以上限制时,查阅权将得到支持,反之则由公司承担查阅具有不正当性的举证责任。^[20] 在成文法上,特拉华州作为美国公司法领域司法裁判的先行者,其有关股东查阅权的条款经过 1967 年修正,在制度设计上较为完备。根据修正后的《特拉华州普通公司法》第 220 节的内容,查阅权行使需满足三个要件: 第一,提出主体为公司登记股东;^[21] 第二,查阅以宣誓为前置程序且应提供公司在本州的主要营业地等信息; 第三,正当目的是必要条件。^[22] 与股东作为股东的利益存在合理相关性的目的称为正当目的 [Delaware General Corporation Law, Del. Code Ann. tit. 8, section 220 (1993)]。

此外,一些州也对母公司的股东对子公司的查阅权进行了认可。比如,加利福尼亚州 1977 年公司法,也规定母公司的股东享有对子公司账簿的查阅权 [Cal. Corp. Code § 1601 (a)]。《特拉华州普通公司法》同样允许母公司的股东查阅和复制子公司的股份记录、股东名册、其他账簿和记录以外的子公司的账簿和记录 (Delaware General Corporation Law, Del. Code. tit. 8, § 220)。然而,美国《示范商业公司法》中仅对于股东的查阅权作出了规定。需要指出的是,成文法规定的股东的查阅权并非代替普通法上的查阅权,成文法是普通法的扩展,两者是并存性规定,且成文法是普通法的补充性规定。当某一制度无成文法规定时,即对依据普通法裁判持开放态度。^[23]

2. 股东对公司所控股公司查阅权的滥用规制

在美国学术界,对于母公司的股东对子公司是否享有查阅权存在赞成和反对的观点。其中赞成说认为,子公司存在不当交易等行为时,母公司的股东有必要提起代表诉讼。^[24] 为了确保该诉讼制度的实效性,母公司的股东对子公司的账簿查阅权也必须被认可。^[25] 在司法裁判中,同意股东对公司所控股公司享有查阅权大致有三种观点: 首先,若母公司的股东对子公司账簿查阅权并未被成文法所规定,那么查阅行为将无法获得认可;^[26] 其次,子公司只有在其相当于母公

[19] 参见闫博慧:《论侵犯股东知情权的法律责任制度》,载《河北法学》2010年第10期。

[20] See Fred S. McChesney, “Proper Purpose”, Fiduciary Duties, and Shareholder—Raider Access to Corporate Information, 68 U. Cin. L. Rev., 1202-1205 (2002).

[21] 在下述案件中该条件也被确认: Shaw v. Agri—Mark, Inc., 663 A. 2d 464, 468 (Del. 1995); Rainbow Navigation, Inc. v. Pan Ocean Navigation, Inc., 535 A. 2d 1357, 1360 (Del. 1987).

[22] 在下列案件中均确认了查询应具有正当目的: State ex rel. Waldman v. Miller—Wohl Co., 28 A. 2d 148, 153 (Del. Super. Ct. 1942); State ex rel. Miller v. Loft, Inc., 156 A. 170, 172 (Del. Super. Ct. 1931). 这些判例的核心内容包括: 如果原告不能表明查阅目的, 被告针对股东名册的查阅就可以原告具有不正当目的进行抗辩。

[23] See Steven L. Emanuel, Corporations, Aspen Publishers Inc., 2005, p. 97.

[24] See Phillip I. Blumberg, The Law of Corporate Groups—Procedural Problems in the Law of Parent and Subsidiary Corporations, Little, Brown, 1983, p. 373.

[25] 参见前引 [24], Phillip I. Blumberg 书, 第 373-374 页。

[26] See Monte Panitz v. F. Perkman & Company, Inc. 173 S. W. 3d 421 (2004).

公司的代理人、机构和附属物时，^{〔27〕}或者子公司是以欺诈的目的设立的情况下，^{〔28〕}才能允许母公司的股东对子公司享有查阅权；最后，并不认定查阅权自身，而是以法人人格否认为依据，只有在子公司的法人人格的否认达到正当化程度、母公司对子公司予以充分控制的情况下，母公司的股东才对子公司享有查阅权^{〔29〕}。例如，2003年，特拉华州最高法院在 *Weinstein Enterprises, Inc. v. Orloff* 案^{〔30〕}中，认为作为母公司的 Weinstein 公司可以利用其对子公司（Mays 公司）的“实际控制力”来要求子公司提交账簿记录等。对于实际控制力的判断，法院需要考量母子公司之间复杂的事实关系，如持股数量、董事情况等来具体作出决定。另外，美国法院在承认控股公司股东对所控股公司查阅权的案例中，进一步对查阅权的主体、主观状态和客观查阅范围一并以规范。

普通法列举了股东“正当目的”和“不正当目的”的情形，强调行使查询权的实体限制。“正当目的”的情形有：确认公司是否管理不当而提起诉讼；确认财务状况，以判断公司的分红是否合理，或确定在即将到来的选举中如何投票；判断股票的出价值或其他目的；因招募代理权、集体诉讼、行使表决权、向其他股东提出比公司管理层更高的价格而需要获得股东名册。“不正当目的”的情形如下：公开信息损害公司利益；压制股价；为牟取不正当利益，出售股东名册；竞业使用。这些“不正当目的”情形可被用于公司对股东的抗辩，但行使此抗辩时应由公司举证。需要指出的是，在美国，股东对公司相关事务进行检查或调查的权利并未被公司法所认可，同样，股东的检查人选任权也未被承认。

在制定法中，美国绝大多数州在吸收普通法上述法理后作出规定，而且将股东查阅权固定于成文法律中也逐渐成为一种立法趋势。一些州对母公司的股东对所控股公司的查阅权予以了认可，且在具体行使规则中设定了程序性限制。例如，《特拉华州普通公司法》第 220（b）条规定，在母公司对子公司的相关记录享有实际的占有和控制权，或者公司可通过行使对该子公司的控制权取得相关记录的情况下，所有股东本人或者授权其律师或其他代理人，通过书面通知并宣誓其目的后，为了所陈述的合理目的，可以在正常营业时间内对公司及其子公司的账簿和记录进行查阅。但是，自书面提出查验要求之日开始，股东对子公司账簿和记录的查验不得违反公司或子公司与其他非关联公司之间所达成的协定；而且，在法律上该子公司无权拒绝母公司的股东提出的对该等账簿和记录进行查验的要求。^{〔31〕}此外，第 220（c）条中针对不同查阅对象的规定存在差异：查阅对象为股东名单或者股东登记簿的，举证责任在公司一方，由其证明股东存在目的不适当的情形；而查阅对象为公司其他账簿和记录的，则应当由股东承担证明责任，证明其查阅目的的适当与否。^{〔32〕}《示范商业公司法》在第 16.02（C）节对“正当目的”的规定可做以下解

〔27〕 See *State ex rel. United Brick & Tile Company v. Wright*, 339 Mo. 160 (1936); *Pauley Petroleum, Inc. v. Continental Oil Company*, 43 Del. Ch. 366 (1967).

〔28〕 See Matthew A. Kitchen, *The Right of A Parent's Shareholders to Inspect the Books and Records of Subsidiaries: None of their Business?* 74 *U. Cin. L. Rev.*, 1089, 1095 (2006).

〔29〕 参见前引〔24〕，Phillip I. Blumberg 书，第 368-370 页。

〔30〕 *Weinstein Enterprises, Inc. v. Orloff*, 870 A.2d 499 (Del. 2005).

〔31〕 See Delaware General Corporation Law, Del. Code Ann. tit. 8, § 220 (b).

〔32〕 See Delaware General Corporation Law, Del. Code Ann. tit. 8 § 220 (2003).

读: 股东应当在请求时阐明此次查阅和复制的善意目的以及查阅内容与目的达成间的直接联系。^[33] 根据《纽约州商业公司法》第 624 (b) 条, 所有股东为了个人的合理目的, 可以提前 5 天书面请求, 本人或其律师、其他代理人可以在公司营业时间内对股东会议记录、股东名册进行查阅, 并制作这些文件的摘要。例外情况是, 持有公司 5% 以上任意种类股票的股东或持有公司股票 6 个月以上的股东在行使对公司董事会会议记录、公司会计凭证和股东名单的查阅权时无须审查其目的是否正当。^[34] 同时法律在“正当目的”审查上对较大股东和较老股东作了些区别对待。

(二) 日本

1. 股东对公司所控股公司查阅权的保障

日本修订商法之前, 相关机构就股东对公司所控股公司是否应享有查阅权的事项在全社会范围内进行立法调研, 大多数学者认为应在一定范围内予以认可。^[35] 假设子公司的股份完全由母公司控制, 其在实质上已经成为母公司的一部分, 当二者在财产关系上浑然一体时, 母公司的股东可直接享有对子公司的会计账簿查阅的权利。^[36] 保护母公司股东的方法有两种: 其一是赋予母公司的股东直接请求查阅子公司的账簿的权利; 其二是增加董事会隔离程序, 由母公司股东向董事会提出请求, 在母公司内部查阅后, 将结果告知母公司股东。1998 年日本法务省发表了《母子公司法制等的问题》报告。该报告建议, 作为一种保护母公司股东的手段, 应当赋予母公司的股东参加子公司股东会、要求子公司信息公开、对子公司可以提起公司法上的诉讼等权利。最后对该方案进行表决时通过了赋予母公司股东前述权利的法案。^[37]

日本 1999 年通过修改商法确立了母公司的股东对子公司会计账簿的查阅权的相关规定: 母公司的股东持有发行股份总数 3% 以上的, 在法院许可的前提下, 可以对子公司的会计账簿进行查阅 (日本新《商法》第 293 条之 8)。^[38] 同时, 同等条件的股东在取得法院许可的前提下, 可以对子公司股东会议记录等进行查阅 (日本新《商法》第 244 条、第 260 条之 4、第 263 条第 4 款)。此外, 还规定了母公司的监事享有直接对子公司的业务和财产进行调查的权利 (日本新《商法》第 274 条之 3)。2005 年日本新颁布的《公司法》在第 433 条中继续沿用这一规定, 并把查阅范围进一步扩大到子公司的会计账簿。^[39]

2. 股东对公司所控股公司查阅权滥用的规制

1975 年, 日本从美国引进股东查阅权制度, 经历了 1995 年的调整, 最终在 2005 年的新《公司法》中呈现完整面貌, 体现出放宽限制规定的修法宗旨。关于查阅内容, 除股东名单、新股预约存根簿、会计账簿之外的其他公司记录的股东查阅权具有绝对性, 不再需要查阅正当性的相关

[33] 参见牛彬彬:《我国股东查阅权诉讼制度的完善——以“正当目的”为视角》,载《西南政法大学学报》2018 年第 6 期。

[34] 参见魏晓菲:《试论我国股东知情权的保护》,载《山东教育学院学报》2006 年第 6 期。

[35] 鸿常夫, 上柳克郎, 竹内克郎,『新版注释会社法 (9)』(有斐阁, 1988), 211 页参照。

[36] 近藤光男,“株主の会計帳簿閲覧・謄写権”,『商事法務』(1990), 1207 号, 12 页参照。

[37] 法务省民事局参事官室,“「親子会社法等に関する問題点」の公表および意見照会について”,『判例タイムズ』(判例タイムズ社, 1998), 第 974 号, 87-88 页参照。

[38] 参见王书江、殷建平译:《日本商法典》,中国法制出版社 2000 年版,第 93 页。

[39] 转引自前引〔7〕,黄积红、王喆文。

说明。而在必要情形下，母公司股东可以在说明该请求的理由并且获得法院许可的前提下，请求对子公司的会计账簿或者相关资料予以查阅或者誊写（日本《公司法》第 433 条第 3 款）。除了必须获得法院许可的条件之外，母公司股东行使查阅请求权的要件与查阅一般会计账簿的要求是一致的。设置取得法院许可的前置程序，并且中小股东被设定为查阅权的行使主体，是考虑到权利滥用的可能性。^{〔40〕}此外，根据日本《公司法》，当出现拒绝会计账簿查阅权事由的一般情形时，法院不得许可母公司股东的查阅权（日本《公司法》第 433 条第 2 款、第 4 款）。从这些规定可以看出，虽然日本认定母公司的股东对子公司的会计账簿具有查阅权，但对控股公司股东行使权利的范围严格把控，当不符合某些实体或程序性规定时，查阅权的行使就应当被排除。对于排除股东查阅的具体情形，日本法上只针对上述三种文件作出明确列举。对于公司在何种情况下能够以实质侵害公司利益为由拒绝查阅，理论界有不同看法。^{〔41〕}

（三）韩国

韩国商法尚未明确规定母公司的股东对子公司的查阅权，但是在学术界，多位学者一直主张在一定范围内应允许母公司的股东查阅子公司的会计账簿。^{〔42〕}其主要理由在于，由于母公司的经营和会计不得不与子公司相联系，而母公司的监事可以直接要求子公司提供营业方面的报告，也可以调查子公司的业务和财务状况，那么认可母公司的股东对子公司的会计账簿查阅权也具有合理性。^{〔43〕}

在韩国，虽然母公司的股东对子公司的会计账簿享有查阅权并未在商法中予以规定，但是法院判决认为，母公司股东查阅权的对象并不限于母公司自己所编制的资料以及公司保管的、为了掌握公司财务状况的基础性资料，在必要的时候，子公司编制的资料也可以成为被请求查阅的对象。^{〔44〕}但是该判决只是认可了控股公司的股东对保存于控股公司内部的公司账簿的查阅权，并未正面确认控股公司的股东对所控股公司直接享有查阅权。同时，还有韩国学者不认可所控股公司编制的资料成为被查阅的对象，他们认为，会计资料是会计账簿编制和补充的资料，因此作为母公司掌握子公司会计状况的基础性资料，子公司制作的资料无论截止到何时，到达何地，也只是子公司的资料，并不能视为母公司的会计资料。^{〔45〕}

而对于股东对公司所控股公司查阅权滥用的规制，虽然韩国也无法律规范和判例对其加以规定，但据笔者的研究，依据韩国民法和商法的一般原则，特别是通过详细列举或者解释商法中查阅权行使之“不当目的”条件等限制控股公司的股东对所控股公司的查阅权滥用行为，在韩国理论上并不存在障碍。同时考虑到韩国高频率修改商法的因素，未来韩国商法等法律规范和大法院判例大概率会迅速对控股公司的股东对所控股公司的查阅权及其滥用规制做出制度安排。

〔40〕 元本伸，『株式交換・移転制度の逐条解説』（中央経済社，2000），60 頁参照。

〔41〕 有观点认为，股东目的中只要有一个有损公司或全体股东之利益即可拒绝。另有观点认为，主观上无而客观上有损也可以拒绝。（参见张德宽：《代表公司诉讼之股东权能与责任之研究》，辅仁大学法律学研究所 2002 年硕士学位论文，第 135 页。）

〔42〕 이상원, “주주의 권리검사권에 관한 제문제”, 『사법행정』 (한국사법행정학회), 제 322 권, 405 면; 송민호, “장부·서류의 열람청구권에 관한 일고찰”『제남 강위두박사화갑기념 상사법논총』 (형설출판사, 1996), 364 면.

〔43〕 광병훈, “주주의 회계장부 열람·등사권”, 『사법연구자료』, 법원도서관, (1999), 제 25 집, 66 면.

〔44〕 대법원 2001. 10. 26. 선고 99 다 58051 판결.

〔45〕 정진세, “회계장부열람등사청구의 이유와 대상”, 『Jurist』 (청림인터랙티브, 2003), 제 389 호, 67 면.

四、股东对公司所控股公司查阅权的制度构建思路

基于前述分析和论证,未来我国也应确立股东对公司所控股公司的查阅权制度,其构建基本思路如下。

(一) 确立查阅权请求权制度的立法路径

当前,全国人大常委会已将《公司法》修改纳入立法议程,值此修法之际,若有可能,可直接将控股公司的股东在一定条件下对所控股公司享有查阅权纳入《公司法》,其具体法律条文结构可设计为:“具有下列情形之一的,股东对公司所控股公司享有查阅权,但其具有不当目的的除外:(1)……;(2)……;(3)……。”此乃治本之策,无疑是最为理想的引入方案。若该条文在本次《公司法》修改中未能确立,可在未来制定或修改控股集团公司相关法律中规定该制度,以作为该项请求权制度的总规范。当然,作为一种解决燃眉之急的办法,为审理控股公司的股东要求查阅所控股公司信息相关案件,最高人民法院可以结合审判实际,根据前述理论和域外实践,通过颁布公司法司法解释或指导性案例的方式,就控股公司的股东对所控股公司行使查阅权的行使条件和程序确立操作性细则。

(二) 明确查阅权行使的触发机制

综合前述理论和域外实践,笔者认为仅在以下几种情形下,控股公司的股东可对所控股公司行使查阅权。

1. 控股公司的事业收入绝大多数来源于所控股公司

控股公司的股东和所控股公司之间的经济联系密不可分,特别是在前面提到的纯粹控股公司类型中,控股公司的经营资产集中于所控股公司之中,控股公司相当于一具空壳。此时,股东在控股公司中的投资利益实质上已经绝大部分甚至全部转移至所控股公司,所控股公司的经营管理状况将对控股公司的股东产生毫不亚于控股公司本身对其股东的影响。^[46]在这种情况下,所控股公司的经营状况和财务信息等相关信息直接影响着控股公司的股东的根本利益。在郭金林与金浦投资控股集团有限公司股东知情权纠纷案件^[47]中,江苏省高级人民法院和南京市鼓楼区人民法院的判决理由基于的法律事实就是符合这一主张的。两法院支持对所控股公司查阅的理由是,金浦集团系投资管理型公司,旗下有数家所控股公司负责具体的经营,其收入及大部分资产负债比当然来源于所控股公司,郭金林作为金浦集团的股东,为了解真实的财务情况,理应可以查阅金浦集团的全部财务资料。反观南京市中级人民法院的否定理由“知情权的行使范围是股东,郭金林非单体公司或金浦集团子公司的股东,不能对这些公司行使知情权和查阅权。……另外,郭金林没有证据证明金浦集团的财务制度不规范、财务信息不真实,其无权要求扩大查阅范围”,无视了控股公司事业收入绝大多数来源于子公司的特殊情况,且机械、狭隘地理解了股东查阅权,是不妥当的。

[46] 参见前引〔6〕,袁达松、王喜平文。

[47] 江苏省高级人民法院(2017)苏执监648号执行裁定书。

在当前母子公司架构模式盛行的环境下，所控股公司的重大决策与日常经营管理主要由控股公司的控制股东及经其选任的董事、高级管理人员实施，而控股公司的其他股东则常被排斥在所控股公司的治理之外，对于所控股公司的经营管理几乎不享有话语权。若所控股公司被上述控制股东利用，侵害控股公司的其他股东利益，受损的其他股东一方很难及时察觉。^{〔48〕}因此，当原本控股公司股东可以依据查阅权获得的信息由于“控股公司——所控股公司”架构的设置大大缩减时，控股公司的股东对所控股公司的查阅权应在法律上被认可，进而恢复查阅权应有的效力，维护股东的合法权益。

2. 所控股公司因受控股公司控制已丧失独立法人人格

如果控股公司完全控制所控股公司的经营活动和财务往来活动，所控股公司相当于控股公司的代理人、机构和附属物，那么实际上所控股公司已经丧失了自己独立的法人人格，只是控股公司的“傀儡”，其所有的经营活动完全表达了控股公司的意志。在控股公司与所控股公司实质上成为“单一实体”的情况下，赋予控股公司的股东对所控股公司的查阅权，是完全正当的。但是，对于何为“单一实体”的识别标准问题，美国哥伦比亚大学伯利（Berle）教授提出了“单一实体说”。他认为，在关联公司之间的关系足够密切的前提下，公司之间存在经营业务及利益和所有的一致性时，即可将它们视为一个商业体，由此判令揭开公司的面纱。^{〔49〕}该学说所称的“一致性”，与我国司法实践中的人格混同标准，其实质均为识破单一实体的虚假分割。

在“刺破公司面纱”的案件中，美国法上也存在称为“the alter ego analysis”的“另一自我分析”，在理论上用以表达公司人格实质上并不独立。^{〔50〕}在处理控股公司股东对所控股公司查阅权的案件中，美国很多法院采用这种分析方法，判断是否准许控股公司股东查阅权穿越。在美国，查阅权扩张未被成文法所明确之前，“控制说”往往被作为判断的标准。^{〔51〕}如果所控股公司被判定为控股公司的“另一自我”，则在法律上认定了控股公司的股东即所控股公司的股东，根据股东查阅权法理其查阅所控股公司的账簿记录便不存在障碍。此外，在美国实践中，法院在股东查阅权的案件中，相比于“刺破公司面纱”案件之认定标准，认定“另一自我”的标准要有所降低。笔者亦认同此处所控股公司人格否认的判断标准应较《全国法院民商事审判工作会议纪要》（法〔2019〕254号）中法人人格否认的判定要件标准^{〔52〕}略微降低。毕竟赋予控股公司股东查阅权并不会产生所控股公司的债务由控股公司承担等严重的后果。^{〔53〕}

3. 控股公司与所控股公司存在串通、欺诈行为等

如果所控股公司是以欺诈为目的设立的，或者在经营过程中，控股公司与所控股公司串通经营或者进行欺诈经营，损害股东或控股公司利益时，也能认可控股公司的股东对所控股公司的查阅权。“欺诈”一说始终存在于母公司股东查阅子公司的制度发展过程中。公司法上的知情权制度是以传统公司治理结构为基础的，而在“控股公司——所控股公司”架构下，该制度几乎不能给

〔48〕 参见前引〔9〕，王建文文。

〔49〕 参见关倩：《资本维持原则对隐形关联公司的限制》，载《人民司法（应用）》2015年第7期。

〔50〕 See *Lowerdahl v. Baltimore & O. R. R.*, 247 App. Div. 144, 287, N. Y. S. 62 (1936).

〔51〕 参见前引〔7〕，黄积虹、王喆文。

〔52〕 参见《全国法院民商事审判工作会议纪要》“二、关于公司纠纷案件的审理”项下“（四）关于公司人格否认”规定。

〔53〕 参见前引〔6〕，袁达松、王喜平文。

控股公司的股东尤其是中小股东提供必要的保护。因为,如果控股公司与所控股公司合谋,合并财务报表也是先将被纳入合并范围的企业个别报表数据进行汇总,再结合其他相关资料,在合并工作底稿上经编制抵销分录,抵销企业集团内部交易的影响后形成的。如果侵犯公司利益的行为被控制在所控股公司内,并将非法行为记录保存在所控股公司内,那么控股公司的股东发现侵犯公司利益的行为会存在一定难度,要求违反信义义务的相关人士承担赔偿责任更是难上加难。^[54]

同时,当股东之间存在利益冲突时,控制股东可凭借在股东会决策中的决定权,以提案来通过设立所控股公司的决议,随后,控股公司的所有业务由即将成立的所控股公司负责,控制股东通过关联交易获得所控股公司的收益。这时,所控股公司完全沦为控制股东隔离其他股东的工具,对控股公司的中小股东的利益造成巨大的影响。在这种情况下,控股公司的股东要求对所控股公司的经营状况和财务信息享有查阅权是完全正当的。

(三) 确保查阅行为的“正当目的”

为确保控股公司的股东对所控股公司查阅权的正当行使,防止滥用,应进一步强化和完善查阅权行使的“正当目的”原则。

1. 明确“正当目的”的内涵

所谓正当目的,概括来说就是如果获取信息的目的与保护股东的利益具有直接关系,该种目的就是正当的。^[55] 借鉴域外经验,结合我国现行《公司法》公司股东对自身公司查阅权行使的正当目的要求,可以在《公司法》或其司法解释中明确规定,控股公司和所控股公司即使未形成母子关系,在正当目的情形下,也应该赋予控股公司的股东该项权利。是否具有正当目的可以从以下两个方面来加以判断:第一,须维护的投资利益与自身具有密切关联,这是不可或缺的条件。具体可以参考《特拉华州普通公司法》中对正当目的的规定,即“与股东身份有关的利益合理联系的目的”。另外,美国《示范商业公司法》的“请求的善意、目的进行合理具体的说明”“行使查询权与达成的目的有直接关联性”等同样可以借鉴。第二,行使以必要性为要件。查阅权、质询权、诉权本质上均为非常态下的权利,非常态的权利行使须以用尽其他救济措施为前提,当用尽这些救济措施仍未能保护股东之合法权益时,才能行使非常态权利。

2. 明确“不当目的”的情形

为了防止滥用查阅权,可将审查权赋予法院,在得到法院许可的情况下才能进行查阅。此时,控股公司的股东可以直接以其所控股公司为对象,行使会计账簿查阅请求权。如果所控股公司认为控股公司的股东查阅存在不当目的,应当规定由所控股公司进行举证,拒绝的事由限于“不当目的”。而通常那些与自身作为股东的投资利益无关的个人利益以及促进社会目的和政治目的的查阅要求,被认为不具有正当目的。^[56] 对于不当目的的具体情形,《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(四)》[以下简称《公司法司法解释(四)》]第8条以列举的方式,从竞业关系、对公司利益的影响、商业秘密等方面,规定了一些客观性的判断

[54] 参见前引〔7〕,黄积虹、王喆文。

[55] 参见赵旭东主编:《公司法学》,高等教育出版社2006年版,第314页。

[56] 参见〔美〕罗伯特·C.克拉克:《公司法则》,胡平译,工商出版社1999年版,第76页。

标准，在法院确定股东行使查阅权是否存在不当目的的问题上发挥着不可替代的作用。

但是，这种列举方式本身存在着“挂一漏万”的问题，其能否涵盖各种不当目的的情形，值得怀疑。同时，《公司法司法解释（四）》第8条采取的以客观事实来推定股东主观不当目的的方式也会产生一些新的问题。本文认为可对《公司法司法解释（四）》列举的个别情形加以修改。例如，第8条第1款规定将“股东自营或者为他人经营与公司主营业务有实质性竞争关系业务”完全视为“不当目的”有失公允，因为《公司法》并未对股东的竞业活动进行限制。《公司法》第148条也只是对董事和高级管理人员的竞业行为进行了限制，因此，只是单纯地以股东从事竞业行为即认定股东具有不当目的显然是以偏概全。另外，第3款规定的“曾经通过账簿查阅损害过公司利益的股东”也会被推定为可能存在“不当目的”，这存在“贼永远是贼”的偏见。

（四）明确查阅信息对象的范围

可以将我国现有《公司法》的规定作为参照，来规定查阅的对象范围，对有限责任公司和股份有限公司进行差异化规定（现行《公司法》第33条和第97条）。另外规定，控股公司股东查阅权请求权的范围以所控股公司股东的查阅范围为界。与此同时，并不是所有上述资料都可以任意查阅，参考美国特拉华州的规定，控股公司的股东可以查阅的资料范围以控股公司实际控制的所控股公司资料或者控股公司能够利用控制权要求所控股公司提供的资料为限。

目前，对股东有权查阅的对象范围，我国各省在司法实践中存在一定的差异，根据公司类型，分别对股东的知情权边界进行确定，包括明确的边界和暗示（推定）的边界，但对所谓的暗示边界的范围理解仍存在着差异，仍需通过立法加以完善。另外，《公司法》对股东知情权界限的规定对司法行为缺乏约束效力。因此，法院可以以证据保全制度和主动调取证据的权利为基础，扩大知情权的界限，实现《公司法》无法实现的正义。^{〔57〕}

（五）明确查阅的时间、场所

控股公司股东查阅权请求权的产生是为了保护控股公司股东的权益，但是若允许控股公司的股东在任意的时间和场所行使查阅权，随意查阅所控股公司的账簿记录等信息，又无疑会对所控股公司的日常经营活动造成巨大的影响，同时也不利于公司相关经营、财务信息的保存与保管，更有可能导致所控股公司商业秘密的泄露。

所控股公司经营发生重大变化的时间应作为控股公司股东查阅权请求权的行使时间。一般来说，所控股公司的信息只能由股东进行查询，查阅请求权只有在所控股公司的事项对控股公司股东的利益产生重大影响时，才更有价值。其中，对控股公司有重大影响的事项范围，可以《公司法》第43、121、181条的规定为参照，例如所控股公司修改章程，增加或减少注册资本，公司合并、分立、解散或公司形态变更，及重大资产出售或担保金额超过所控股公司资产总额30%等事项。当然，对于查阅的场所也要有所限制，可规定在法定的营业时间到公司总部的办公场所进行查阅。这在保障股东知情权的同时，能够尽量减少给所控股公司造成的干扰。

（六）完善查阅权受阻的救济程序

为快速处理股东查阅权的请求权纠纷，可确立相关前置程序。根据股东不同的诉求，法院在

〔57〕 参见蒋大兴：《超越股东知情权的司法困境》，载《法学》2005年第2期。

受理案件前,对股东提供的证据进行审查,判断其是否符合相应的前置条件。前置程序只考虑控股公司股东请求查阅相应公司文件的形式条件是否成就,对于股东查阅的目的是否具有正当性,属于要审理的实体内容范围,不应属于前置条件审查的对象。^{〔58〕}同时,在对股东的查阅权进行救济时,可以适用简易程序,或者增加类似督促程序的特别程序,以保证股东的查阅权得到及时、有效的救济。

在所控股公司拒绝控股公司股东查阅相关文件凭证等信息的请求时,应当允许股东在合理范围内委托相关专业人士代为行使权利,即查阅代理人代为查阅公司会计账簿。为了尽可能解决查阅带来的公司商业秘密泄露问题,有必要限定股东委托的专业人士范围,也就是说,所委托的专业人士应与公司之间不存在利害关系,且具备注册会计师或律师的执业资格,要签订查阅相关保密协议。通过注册会计师、律师的行业执业纪律责任,解决有关商业秘密保护的问题。^{〔59〕}

(七) 一个延伸的问题:所控股公司的股东能反向查阅控股公司吗?

在本文已近尾声之际,笔者还想提出一个与本文主题相关联的延伸问题:所控股公司的股东对控股公司是否也享有查阅权。换言之,所控股公司的股东能否反向查阅控股公司呢?特别是在所控股公司实质丧失独立法人人格,即与控股公司混同,或者所控股公司与控股公司互相串通、合谋的情况下,对所控股公司和控股公司进行区分已无法律意义,两者在实质上是一个法律主体。因此,在这种情况下,所控股公司的股东根据法人人格否认理论,似乎同样可以主张对控股公司的经营或财务信息享有查阅权。

但此种认识误解了控股公司和所控股公司的法律关系,也曲解了法人人格否认理论。就所控股公司而言,除非它是控股公司的股东,即仅在控股公司与所控股公司交叉持股的情形下,所控股公司作为同一公司法人股东当然可行使法定查阅权,但这绝非所控股公司的股东对控股公司的穿越查阅。非交叉持股^{〔60〕}情形下,所控股公司并非控股公司的股东,既不参与控股公司的经营管理决策,也不参与控股公司的盈余分配,即所控股公司的股东并不与控股公司发生“直接”的经营、管理、盈利分配关系,其利益相关程度根本无法与控股公司股东和所控股公司之间的关系相提并论。因此,所控股公司的股东对控股公司的知情权也就无法理依据。虽然实践中也会出现所控股公司与控股公司混同为一个法律主体并且损害公司或股东利益的情况,但也不应寄希望于作为手段性权利的查阅权,此种情形下,参照控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员的信义义务法理予以处理更为适宜,例如可以依据《公司法》第151条或第152条提起股东派生诉讼或者股东直接诉讼来维护自己的合法权益。

五、结 语

在集团化经营已成为公司常态的当下,公司治理涌现出新的形式。在“控股公司—所控股公

〔58〕 参见李建伟:《股东知情权诉讼基本程序问题探析》,载《国家检察官学院学报》2010年第1期。

〔59〕 参见李建伟:《股东知情权诉讼研究》,载《中国法学》2013年第2期。

〔60〕 一些特殊领域的法律规范明确禁止母、子公司交叉持股,例如《金融控股公司监督管理试行办法》第18条第2款规定:“金融控股公司所控股金融机构不得反向持有母公司股权。”

司”架构下，所控股公司的经营状况与控股公司股东的投资利益紧密联结在一起，控股公司的股东作为所控股公司的利害关系人，赋予其在一定条件下享有查阅权，源于法人人格否认理论的扩大解释，使其能够打破母子公司独立个体之外壳，合理获知所控股公司相关经营信息，这不仅对解决公司纠纷具有重大意义，更突显了法律对于股东知情权最大限度的保障。另外，在加强权利保障之同时，应当对控股公司的股东滥用查阅权的行为做出规制，遵循不损及所控股公司法人人格独立原则，坚持查阅的正当目的原则，从实体和程序上对控股公司股东对所控股公司查阅权的行使作出规范，保障控股公司股东对所控股公司的查阅权，同时对其滥用进行规制，“两手都要抓、两手都要硬”，在保护控股公司股东的合法权益与保证所控股公司法人人格的独立之间实现平衡。

Abstract: With the development of modern social group companies, the right to know such as shareholders' inspection right of holding company to its subsidiaries should be guaranteed by law. The holding company's shareholder is a core stakeholder of a subsidiary, and it is justified to protect their right to know, which can be explained by theory of disregard of corporate personality and shareholder's pass through theory. At the same time, the abuse of the right to know should be prevented. Extraterritorial laws and practices stipulate the holding company's shareholders' right to know about the subsidiaries and its conditions of exercise. When establishing the system of the right to know of the shareholders of the holding company to the subsidiary, China should confirm the ways to introduce inspection right system, restrict the legal circumstances, clearly check the scope of the object information, clarify the time and place of the inspection, and improve the relief procedures when someone hinders the exercise of the right to access, so as to keep the balance of guarantee and prevention of abuse of inspection right.

Key Words: holding company, inspection right, disregard of corporate personality, pass through theory, legitimate intention

(责任编辑：周 游 赵建蕊)

民营上市公司财务监督问题

——兼评《上市公司治理准则》《证券法》的相关修订

郭 远*

内容提要：在日本设置监查委员会等三类委员会的公司中，监查委员会和会计监查人为公司财务监督的最终把门人。日本立法者虽然给予了这两大监督机构一定的独立性，但是东芝公司财务造假事件的发生却反映出这两大机构背后的许多问题。我国《上市公司治理准则》和《证券法》对公司财务监督的有关修改难以解决民营上市企业的财务造假问题。在我国，作为民营上市公司内部财务监督把门人的审计委员会和日本的监查委员会一样，有着交叉任职和缺乏专业性的问题，这使得聘任财会专业的专职审计委员显得有所必要。同时，类似于日本的情形，独立性、会计师事务所的强制轮换制度缺失和时间压力是会计师事务所担任我国民营上市公司外部财务监督把门人时所面临的问题，对此可采取的改革措施有赋予审计委员会对会计事务所的选解任权和报酬决定权、限制每年年初前4个月签字会计师审计的公司数量等。

关键词：监查委员会 会计监查人 审计委员会 会计师事务所 财务造假

• 97 •

一、问题的提起

我国早在2002年发布的《上市公司治理准则》（以下简称《治理准则》）第六节中，便参照美国的公司治理制度，规定上市公司董事会中可以设立独立董事占多数的战略、审计、提名、薪酬与考核等委员会。2018年9月30日，我国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）公布了新修订的《治理准则》。修订后的《治理准则》第38条与2018年4月修订的《深圳证券交易所股票上市规则》相呼应，将审计委员会规定为我国上市公司董事会的必设机构。2020年3月

* 郭远，北京大学法学院博士研究生，日本东京大学法学院特别研究学生。

1日施行的《证券法》也通过新修订的第24、85、95条等,从事后规制的角度加强了公司的财务监督。这些新的规定在一定程度上反映出我国立法者和监管者对上市公司财务监督问题的重视。根据证监会的稽查执法工作情况通报,在2018年的上半年,我国上市公司财务造假案件有所增加。^{〔1〕}新修订的《治理准则》和《证券法》有关改革是否能防止上市公司财务造假案件屡屡发生?在我国现行立法体系下,上市公司的财务造假案件是否能被有效阻止?这些问题值得学者关注。

日本在2002年也引入了美国式的委员会制度,允许公司在董事会下设置指名委员会、报酬委员会和监查委员会三种委员会(此类公司以下简称“三委员会公司”)。其中监查委员会和我国的审计委员会类似,对公司的财务监督工作负责。同时,该类公司中还必须设置会计监查人来对公司的财务进行监督。

日本三委员会公司中关于公司财务监督的规定和案例对我国有一定的借鉴意义。本文在对其进行分析研究的基础上,梳理和探讨我国民营上市公司财务监督问题。^{〔2〕}

二、日本三委员会公司的财务监督制度和案例

(一) 三委员会公司的财务监督制度

在日本三委员会公司中,设有董事会、内部监督部门、监查委员会和会计监查人等监督机构。其中,作为公司财务监督工作主要把门人的是后两者。

1. 监查委员会和会计监督人的财务监督职能

监查委员会是公司的内部监督机构,扮演着最终监督者的角色。公司的财务相关文件在制作完毕后需要提供给监查委员会,虽然监查委员会一般并不直接对这些财务相关文件进行具体审计和监查,但监查委员会可在其认为会计监查人没履行职责时,代而审计财务的相关文件,这使其成为三委员会公司财务监督的最终把门人。^{〔3〕}日本立法者给监查委员会这样权力的原因可概括为以下几点:第一,让监查委员会成为财务监督的中核,会计监查人承担其辅助的角色;第二,在会计监查人的财务审计有显而易见的错误或违法时,给予监查委员会否定该审计方法和结果的权力;第三,促进会计监查人和监查委员会之间的交流。^{〔4〕}

相对于监查委员会,在学界通说中,会计监查人一般并不被认为是公司的内部监督机构。^{〔5〕}虽然日本《公司法》第326条第2款将其归入公司的股东大会以外的机构之内,但一般认为来自会计监查人的监督为外部监督。

〔1〕 参见《证监会上半年稽查执法工作情况通报》,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201807/t20180720_341672.html,最后访问时间:2020年1月5日。

〔2〕 本文没有把国有上市公司作为考察对象的原因在于,虽然在我国,国有和民营上市公司都存在“一股独大”的股权结构,但两者之间可能存在不同的代理问题从而导致了不同的财务监督问题,一并讨论并不妥当。

〔3〕 伊藤靖史、大杉謙一、田中亘、松井秀吉『会社法』(有斐閣、2015年)第266頁参照。

〔4〕 坂根純輝「監査役等による相当性判断が会計監査人とのコミュニケーションに与える影響」九州情報大学研究論集2018年3巻13-14頁参照。

〔5〕 江頭憲治郎『株式会社法』(有斐閣、2018年)309頁参照。

会计监查人在三委员会公司中扮演着主要财务监督者的角色。公司的财务相关资料必须经过会计监查人的监督。^{〔6〕} 会计监查人在对这些资料进行审计后，需要制作会计监查报告，根据日本《公司计算规则》第 126 条对该报告内容的规定，会计监查人实际上承担着对公司各类报表的计算等进行审计的专业工作。

2. 监查委员会和会计监督人的独立性和专业性

要保证上市公司财务监督制度的有效运行，财务监督机构的独立性和专业性是两个重要考量因素。

三大委员会均需由三名以上的董事组成，进入三委员会的董事是由董事会选出、解任的，其中过半数的董事必须为独立董事。^{〔7〕} 因此在这种情况下，监查委员会的委员并不会轻易遭到解任。另外，监查委员会委员的报酬也由独立董事占半数以上的报酬委员会来决定，^{〔8〕} 这在一定程度上也保证了监查委员会的独立性。

日本立法者并没有要求监查委员会中必须有精通财务会计的董事，根据东京证券交易所的统计，在 2018 年度，三委员会公司中只有 10.8% 的独立董事为财会专业人员。^{〔9〕}

相对于监查委员会，作为公司外部监督机构的会计监查人有着一定的专业性和独立性。会计监查人必须是日本专业的公认会计士和监查法人。^{〔10〕} 公认会计士指的是，有着独立的立场，通过确保财务文件及其他与财务有关情报的信赖性，从而保证公司企业活动的公正进行，保证投资者和债权人的利益得到保护的监查和会计专家。^{〔11〕} 监查法人指由至少 5 名公认会计士作为社员的公司。监查法人须选定公认会计士担当上市公司的会计监查人，并通知该上市公司。^{〔12〕}

会计监查人的独立性可以体现在以下几点：

其一，在选任和解任事项上的独立性。在三委员会公司之中，会计监查人由股东大会普通决议选出、解任（其选任议案、解任议案由监查委员会决定），在临时股东大会召集相对困难的上市公司中，在公司的监查委员会委员的全员同意之时，可解任相关会计监查人，但对于选任和解任，会计监查人有在股东大会发表自己意见的权利。^{〔13〕}

其二，在报酬事项上的独立性。为了防止受到监督的董事们滥用职权，即给予那些严守职责的会计监查人较低的报酬，而给予那些玩忽职守的会计监查人较高的报酬，董事会决定的会计监查人报酬必须通过公司监查委员会的同意。^{〔14〕} 但基于董事会的人际关系与后文提及的交叉任职所导致的精力有限问题，监查委员会否认董事会作出的报酬决定的可能性并不高。

〔6〕 参见日本《公司法》第 436 条第 2 款 1 项。

〔7〕 参见日本《公司法》第 400 条第 1、2、3 款和第 401 条第 1 款。

〔8〕 参见日本《公司法》第 404 条第 2 款。

〔9〕 参见株式会社東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2019」90 頁 2019.5 <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/tvdivq0000000uu99.pdf>（最新参照 2020 年 1 月）。

〔10〕 参见日本《公司法》第 337 条第 1 款。

〔11〕 参见日本《公认会计师法》第 1 条。

〔12〕 参见前引〔3〕，伊藤靖史、大杉謙一、田中亘、松井秀吉书，第 199 页。

〔13〕 参见前引〔3〕，伊藤靖史、大杉謙一、田中亘、松井秀吉书，第 200-201 页。

〔14〕 参见日本《公司法》第 399 条第 1、4 款。

其三,公认会计士的强制轮换制度带来的独立性。2003年和2007年日本两次修改《公认会计士法》,设置了以下规则:第一,在上市公司担任会计监督的公认会计士连续任职期限最长为七年,再任的最短间隔期间为两年(以下简称“七二年规则”);第二,主管上市公司会计监督的公认会计士连续任职期限最长为五年,再任的最短间隔期间为五年(以下简称“五五年规则”)^{〔15〕}。这两项规则避免了公认会计士长期在同一上市公司进行监督从而导致其独立性受到影响。

(二) 三委员会公司的财务监督案例——东芝公司财务造假事件

三委员会公司之财务监督制度有着一定的专业性和独立性,理应很好地防止财务造假事件在该类公司中发生。但现实却并非如此。公布于2015年7月20日的东芝公司财务造假事件引发了巨大轰动。东芝公司是日本三大综合电机制造商之一,这样一家大型企业的财务造假事件不禁引起了我们的思考:日本三委员会公司的财务监督是否还存在着一些尚待解决的问题?

1. 案情简介

2015年1月下旬,来自东芝公司内部经理的关于东芝公司财务造假的电话通报引起了日本证券交易监视委员会(以下简称“日本证监会”)的注意。同年2月12日,日本证监会命令东芝公司进行会计的精查和报告。东芝公司在同年4月3日对此进行了公告,并在5月15日设置了由外部专家组成的第三者委员会,对公司的多项业务是否存在财务造假进行调查。同年7月20日,第三者委员会公告了调查报告书,根据调查报告书展示的内容,东芝公司计算不实之款项多达1518亿日元。但在这项信息发布不久的同年11月,日本经济新闻社通过调查,爆料东芝公司在2006年收购的美国核能发电事业存在巨额无形资产减额损失,东芝公司于11月17日在公司整体基准上否认了该项损失的存在。然而,在2016年4月27日,东芝公司却公告承认存在2600亿日元的无形资产减值损失。最终在2017年8月东芝公司确认前述减值损失为7166亿日元,该项损失直接导致东芝公司出现了赤字。

实际上,美国核能发电事业的无形资产减值损失从2011年3月福岛第一核电站事故的发生便已开始产生,其损失款项之大甚至被认为是东芝公司实施财务造假的重要原因之一。^{〔16〕}但是2015年7月20日第三者委员会发表的调查报告书却没有对其进行任何说明,因此,许多学者和律师便批判第三者委员会,认为其只关注东芝公司委托审计的业务、从而缺乏独立性。^{〔17〕}

2. 东芝公司财务造假的手段分析

根据第三者委员会的公告,东芝公司主要财务造假手段如下:

其一,东芝公司主要运用了基础设施建设事业的“工事进行基准”来进行了财务造假。“工事进行基准”应用于长期项目,是一种根据项目当期完成度、项目收益总额和项目成本总额来确定该项目收入和成本的会计处理方法。^{〔18〕}例如,现有一个项目,其总利润预计约100万元,总成本约80万元,预计完成时间为三年。假设公司A第一年花费成本为16万元,则在“工事进行

〔15〕 参见前引〔3〕,伊藤靖史、大杉謙一、田中亘、松井秀吉书,第200页。

〔16〕 松村勝弘「東芝不正会計事件はなぜ起こったのか」証券経済学会年報第51号別冊(2017年)1-11-4頁参照。

〔17〕 境新一「東芝における内部統制の欠陥と不正会計に関する課題:経緯と諸要因の分析を通して」成城大学経済研究213号(2016年)71頁参照。

〔18〕 佐賀卓雄「東芝の不正会計問題とコーポレート・ガバナンス改革」証券レビュー2015年第55巻10号131頁参照。

基准”下，该工程的完成度为 20%（16 万元的成本除以 80 万元的总成本），第一年的利润为 20 万元，净利润为 4 万元。以此类推，第二年的累计成本若为 40 万元，则第二年工程完成度为 50%，利润为 50 万元，净利润为 10 万元。东芝公司财务造假的主要手段便是明知工程成本已超过利润，却按较小数额来预计成本，从而导致利润的虚增。比如，在上面提及的 A 公司的例子中，实际上总成本约为 120 万元，则在第一年的成本为 16 万元的情况下，其实际利润应为 13.33 万元，净利润应为 -2.67 万元。A 公司若仍以 80 万元来计算成本，则在第一年便虚构了 6.67 万元的净利润（往后的年度以此类推）。东芝公司便是以该方法在基础设施建设事业方面虚增了 477 亿日元的利润。

其二，影像事业的财务造假手段。东芝公司主要应用了一种称为 C/O（Carry-over）的结转机制来进行。其主要方法包括：在会计上本来要用权责发生制方法进行处理的项目却用收付实现制来处理，请求交易对方将广告费和物流费的发票推迟签发以延迟利润的计入等。虚增了 88 亿日元的利润。

其三，半导体事业的财务造假手段。东芝公司认识到半导体一些库存实际上处于废弃状态，却推迟了这些库存的减值处理，从而高估了该项事业的利润，其数额高达 371 亿日元。

其四，电脑事业的财务造假手段。东芝中国台湾国际采购股份有限公司（东芝公司的子公司，以下简称“东芝采购”）与台湾的原始设计制造商（Original Design Manufacturer，以下简称 ODM）之间有一种“Buy-sell”交易，东芝采购会自行采购电脑的部件并以比采购价更高的价格卖给 ODM。在这个步骤中，东芝公司将采购价和出售价之间的差额当作利润计入其当期利润当中。但实际上，该项利润并不应该如此操作，因为东芝公司需要从 ODM 手中将组装好的电脑买回，并将电脑在市场上卖出后“Buy-sell”交易才算结束。前述步骤中的利润只是一时的利润。如果观察东芝公司财务造假年份的财务报表，可发现电脑事业在每次临近公布财务报表之时，便会出现营业利润突然超过营业销售总额的怪异现象。^{〔19〕} 东芝公司利用这项看上去并不高明的财务造假手段虚构了 592 亿日元的利润。

3. 东芝公司财务监督失效的原因

如上所述，东芝公司进行财务造假的手段实际上难言复杂高明，那为何东芝公司的两大财务监督把门人，即作为内部监督机构的监查委员会和作为外部监督机构的新日本监查法人没能发现财务造假呢？

（1）监查委员会各委员的交叉任职和专业性的缺乏

东芝公司监查委员会中三名独立监查委员都兼任不同委员会的委员。从东芝公司在 2013 年公告的有偿证券报告书可以看出，在 2013 年度，东芝公司的监查委员会有 5 名监查委员，他们分别为久保诚（委员长）、岛冈圣也、岛内宪、齐藤圣美和谷野作太郎，其中前两位为公司的内部董事，后三位为公司的独立董事，岛内宪和齐藤圣美还担任了报酬委员会的委员（岛内宪还是报酬委员会的委员长），而谷野作太郎则兼任了指名委员会的委员长和监查委员会的委员。身兼

〔19〕 参见前引〔17〕，境新一文，第 74 页。

数职的情况分散了他们的精力,使其花费在公司财务监督的时间减少。同时,监查委员缺乏财务监督应有的专业性也导致其难以发现财务造假。在东芝公司中,对于财务会计有着一定知识的专职董事为久保诚,其为公司内部董事。监查委员会的三个独立董事对财务没有足够的专业知识。东芝公司也没有给这些监查委员配置足够多的精通财务会计的辅助性员工。^{〔20〕}

(2) 会计监督人的财务监督之界限

在东芝公司财务造假事件中,监查法人之监督不力原因有二:第一,监查法人的报酬决定权掌握在东芝公司的董事会手中,使其难以独立做出公正的判断;第二,监查法人担任东芝公司的会计监督人长达60年,这使其监督缺乏紧张感,对东芝公司的财务状况过于自信。^{〔21〕}

关于第一点,有学者认为立法者应将会计监查人的报酬决定权给予监查委员会,^{〔22〕}笔者对这种观点持肯定的态度。如前所述,考虑到董事会与会计监查人之间的利益冲突、董事会内部的人际关系等,目前董事会决定会计监查人报酬、监查委员会只有报酬同意权的制度设计,实质上难以保证会计监查人的独立性。模仿会计监查人的选解任权制度设计核心,让监查委员会实质掌权是一个更合理的设计。当然,东芝公司财务造假事件反映出,要使这些制度发挥作用,须先防止监查委员会委员交叉任职,保证监查委员会委员有足够的精力。关于第二点,在日本虽然对于监查法人派遣至上市公司的公认会计士有“七二年规则”和“五五年规则”的约束,但上市公司的监查法人却没有强制轮换规则。东芝公司实际上很好地遵守了前述两项规则。可见,是否需要在日本引入监查法人的强制轮换制度成为一个需要讨论的问题。对于此问题,日本有学者认为强制轮换监查法人虽然可以在一定程度上解决长期担任公司会计监查人所产生的倦怠、人情等问题,但也有许多弊端:第一,可能导致监督质量下降,比如说监查法人由于长期担任公司会计监查人而积累的监查经验和知识,会由于强制轮换制度而丧失,从而使得审计质量下降;第二,强制轮换制度可能导致轮换成本的产生;第三,中小监查法人会因强制轮换而失去重要的顾客,这会导致大量中小监查法人倒闭和大型监查法人的寡头化。^{〔23〕}

(3) 美国核能发电事业的无形资产减值损失的财务监督问题

另外,东芝公司在美国核能发电事业上的无形资产减值损失虽然最终没被认定为财务造假,但日本学界大多认为这项无形资产减值损失是造成东芝公司财务造假的重要原因。^{〔24〕}在经过会计监查人和第三者委员会的双重外部财务审查后,此项关系重大的无形资产损失却完全没有得到任何提及的原因何在呢?虽然第三者委员会中外部专家的独立性是一个不可忽视的因素,但第三者委员会没有获得足够的时间来审计东芝公司的财务状况也是一个重要原因。此次第三者委员会的调查期间为2015年5月15日到7月20日(共66天),其调查对象却为东芝公司2009年到2014年的财务状况,这一审计时间实际上比日本那些小型财务造假中的第三者委员会审计时间

〔20〕 高田寛「東芝第三者委員会調査報告書の検証と再発防止に向けての実務的対応」富大経済論集2016年61巻3号383頁参照。

〔21〕 高田寛「会計監査人の独立性の限界とその解決策についての一考察」富大経済論集2016年62巻2号414-415頁参照。

〔22〕 参见前引〔20〕,高田寛文,第398页。

〔23〕 参见前引〔21〕,高田寛文,第420页。

〔24〕 参见前引〔17〕,境新一文,第76-77页。

都要短，^{〔25〕} 第三者委员会自然难以仔细审查东芝公司的财务状况。

（三）启示

从上文对日本三委员会公司的财务监督制度和相关案例介绍中，可得到以下启示。

其一，关于监查委员会，在保证其独立性的同时，也要保证其委员有足够的时间、专业性和权限来完成上市公司的财务监督工作。首先，监查委员在其他委员会的交叉任职会在一定程度上削减该委员的精力，不利于其完成公司财务监督的工作。其次，监查委员会应该拥有具有会计专业知识的专职独立董事，同时还应尽可能地给监查委员会配备相应的会计专业员工，让他们对委员会的财务监督工作进行辅助。

其二，关于会计监查人，有以下两点启示：第一，将会计监查人的选解任权和报酬决定权给予公司的监查委员会可避免董事会的利益冲突问题，使得会计监查人的独立性获得一定的保证；第二，在是否引入监查法人的强制轮换制度问题上，需要考虑国情、成本和监督质量等问题。

其三，应保证财务监督人员有足够的时间来审计上市公司财务的相关文件。特别是对于规模庞大的上市公司。

以这三点启示为线索，下文将对我国的相关立法和制度进行反思。

三、对我国《治理准则》与《证券法》相关修订的反思

• 103 •

我国从事前规制和事后规制的角度分别对《治理准则》和《证券法》作出了相关修订。在笔者看来，这些修订并不能很好地解决我国民营上市公司财务监督依旧存在的许多问题。

（一）《治理准则》相关修订的问题

在我国民营上市公司中，作为内部财务监督机构的审计委员会与日本三委员会公司的监查委员会相对应。《治理准则》对公司财务监督问题的修订主要体现在规定了“上市公司董事会应当设立审计委员会”。笔者认为，这种修订并没有真正发挥事前规制的作用。

1. 审计委员会作为必设机构之意义检讨

从表面上来看，强制要求公司设立审计委员会保证了上市公司的财务文件一定会经过该委员会的监督，从而似乎能在一定程度上防止上市公司财务造假事件的发生。但实际上，这项新规定的形式意义要远远大于实质意义。

如日本东芝公司财务造假事件中反映的，仅拥有监查委员会并不足以阻止公司进行财务造假一样，我国的实践也反映出上市公司中审计委员会的强制设立要求将难以对上市公司财务监督起到应有作用。根据深圳证券交易所的统计，我国早在 2007 年便有了 91.80% 的上市公司设置了审计委员会，^{〔26〕} 然而如上所述，财务造假事件依旧层出不穷。

〔25〕 参见前引〔16〕，松村胜弘文，第 1-11-3 页。

〔26〕 参见鄢志娟、涂建明、吴青川：《审计委员会的功能缺失与公司财务报告违规——基于五粮液的案例研究》，载《审计与经济研究》2012 年第 6 期。

2. 审计委员交叉任职禁止规定的缺失

我国民营上市公司审计委员会委员也存在严重的交叉任职现象,这使得相关委员缺乏足够的精力对公司的财务进行监督。在2012年,我国有90.5%的A股上市公司存在董事同时担任审计委员会委员与薪酬委员会委员的情况。^{〔27〕}可能会有观点认为董事在多个委员会的交叉任职可有助于董事更有效地获得信息与知识,从而提高了其财务监督的能力。但这显然与我国情况不符,有研究表明我国独立董事缺乏相应的时间来处理委员会的工作。^{〔28〕}这导致在独立董事占多数的审计委员会(《治理准则》第38条)中,大多数委员并没有足够的精力来履行职责。

3. 审计委员会的专业性不足

《治理准则》虽然通过第38条要求担任审计委员会召集人的独立董事为会计专业人士,但其保证力度仍然不够。我国民营上市公司审计委员会中缺乏财会专业的专职独立董事。^{〔29〕}

《治理准则》第43条规定委员会有权聘请中介机构提供专门意见,但是,该项权利显然是在审计委员会对公司财务状况发生质疑时才会行使。而财务舞弊大多十分隐蔽,在缺乏专职并以会计作为专业的独立董事的情况下,该权利自然就难以得到行使。

(二)《证券法》相关修订的问题

在《证券法》2019年修订的第24、85、95条中,立法者希望从事后规制的角度来防止公司财务造假的发生,但这些修订的有效性值得我们怀疑。具体如下:

其一,第24条和第95条存在难以实施的问题。第24条虽规定了在发行时虚假陈述,发行人或控股股东、实际控制人可能被要求回购股份,但关于具体如何回购(回购期限、回购价格)等问题却不明晰。^{〔30〕}而第95条采取了投资者保护机构无须经由投资者委托便可直接代表他们登记并提起虚假陈述等证券民事赔偿诉讼的做法,达到了“默示加入明示退出”的效果,设计出了我国版的集团诉讼,但这条的适用前提是法院愿意登记,须得到最高人民法院的支持,否则就是一纸空文,且即便得到支持,也有许多尚待明确之处。^{〔31〕}可见这两条规定是否能顺利实施还有待观望。

其二,第85条的修订在许多民营上市公司中难言能发挥实质作用。关于虚假陈述的民事赔偿,第85条虽在原来董监高等主体基础上,增加了控股股东、实际控制人的过错推定的连带赔偿责任,但由于在许多民营上市公司中,控股股东、实际控制人在公司中担任了董监高的职务,故在这些公司之中实际与从前并无区别,第85条的修订并没有起到威吓作用。

其三,《证券法》新修订的这些条文都属于事后规制,其主旨在于惩罚作出财务舞弊的当事人,赔偿投资者。相较于事后规制,事前规制或许是更好的预防财务造假发生的手段。

〔27〕 参见邓晓岚、陈运森、陈栋:《审计委员会与薪酬委员会委员交叠任职、盈余管理与经理人薪酬》,载《审计研究》2014年第6期。

〔28〕 参见方流芳:《独立董事在中国:假设和现实》,载《政法论坛》2008年第5期。

〔29〕 参见郭远:《日本公司法改革和实施效果的经验与启示》,载《现代日本经济》2019年第4期。此处的专职独立董事是指只在一家公司全勤上班的独立董事。

〔30〕 参见彭冰:《新旧〈证券法〉条文对照和点评(上)》,来源于北京大学金融法研究中心公众号,2019年12月30日。

〔31〕 参见前引〔30〕,彭冰文。

（三）相应对策

综上所述，相较于《证券法》加重责任、规定赔偿措施，在《治理准则》中加强事前规制也许更为合理。而当下的《治理准则》仅仅要求上市公司设立审计委员会是远远不够的，立法者可采取以下对策：第一，禁止审计委员会的委员在其他委员会中任职，使其能有更多时间来审计公司的财务文件；第二，要求公司聘用专职且为财会专业的独立董事，同时要求给审计委员会配备具有财务会计知识的辅助人员，从而保证审计委员会的专业性。

四、中日上市公司财务监督问题比较与启示

根据我国《公司法》第 164 条的规定，公司的财务报告需经过会计师事务所审计，可见，在我国民营上市公司中，与日本会计监查人相对应的外部财务监督机构应为会计师事务所。

以下将以从日本相关制度中获得的启示为线索来对我国的会计师事务所进行进一步的讨论。

（一）会计师事务所的选解任权和报酬决定权之问题

根据我国《公司法》第 169 条规定，公司的股东大会或者董事会拥有会计师事务所的选解任权和报酬决定权。此难言是一种合理的立法设计，原因如下：

其一，我国民营上市公司呈现出一种“一股独大”的股权结构，^{〔32〕} 大股东往往是最可能为了自己的利益而实施财务造假的一方。让民营上市公司的股东大会掌握会计师事务所的选解任权和报酬决定权，无异于将监督者的选择权交至被监督者手中，从而导致那些听话和审计能力较差的会计师事务所更容易被选上。

其二，民营上市公司的董事会作为被监督者，其和大股东存在着同样的问题，况且，有实证研究表明，我国上市公司的董事会有着和大股东合谋一起侵害中小股东利益的问题。^{〔33〕}

（二）会计师事务所的强制轮换问题

根据《关于证券期货审计业务签字注册会计师定期轮换的规定》第 3 条“签字注册会计师连续为某一相关机构提供审计服务，不得超过 5 年”的规定以及《中央企业财务决算审计工作规则》第 12 条“同一会计师事务所承办企业年度财务决算审计业务不应连续超过 5 年”的规定，我国民营和国有上市公司均确定了签字注册会计师的强制轮换制度（以下简称“会计师轮换制度”），但会计师事务所的强制轮换制度（以下简称“事务所轮换制度”）却只在国有公司中得到应用。

我国的实证研究表明这种设计存在一定的不合理性。会计师轮换制度并没有显著提高我国上市公司的审计质量。^{〔34〕} 与此相反，事务所轮换制度却显著提高了上市公司的审计独立性。^{〔35〕}

〔32〕 参见亚洲公司治理协会：《中国公司治理进化史》2018 年版，第 88 页。

〔33〕 See Zhang Min, Gao Shenghao, Guan Xinjiao, Jiang Fuxiu, Controlling Shareholder-Manager Collusion and Tunneling: Evidence from China, 22 (6) *Corporate Governance: An International Review*, 440 (2014).

〔34〕 参见张娟、黄志忠、李明辉：《签字注册会计师强制轮换制度提高了审计质量吗？——基于中国上市公司的实证研究》，载《审计研究》2011 年第 5 期。

〔35〕 参见陈丽兰：《会计师事务所强制轮换、客户重要度与审计独立性》，载《财会通讯》2018 年第 27 期。

同时,前述日本学者担忧的事务所轮换制度可能导致中小会计师事务所倒闭从而使得大型会计师事务所占领市场的问题,经实证研究证明在我国非但并不存在,会计师轮换制度还使得我国本土的中小型会计师事务所获得了我国四大会计师事务所(安永、德勤、普华永道和毕马威)的部分顾客,降低了四大会计师事务所的市场占有率。^[36]可见,事务所轮换制度在一定程度上的确防止了我国上市公司财务造假事件的发生,但遗憾的是,我国法律却并没有要求民营上市公司施行这种制度。

(三) 会计师事务所的时间压力问题

上述日本东芝公司的第三者委员会所反映出来的审计时间问题在我国的会计师事务所中也有所体现。据统计,在2011年到2015年期间,我国签字注册会计师平均每年审计且签字的上市公司数量超过了3个,这反映出在我国审计市场上,签字注册会计师较为忙碌且承担着一定的时间压力。^[37]经实证研究表明,我国签字注册会计师的忙碌程度与审计质量呈现出负相关关系。^[38]如何保证签字注册会计师有足够的时间和精力对民营上市公司的财务文件进行审计,尤其在我国《上市公司信息披露管理办法》第20条规定了上市公司的年度报告需在会计年度结束的4个月内提出的情况下,如何保证签字注册会计师在有限的4个月内顺利完成民营上市公司的年度财务文件审计工作,是我国立法者需要注意的问题。

(四) 相应对策

对于上述我国会计师事务所存在的问题,参照日本比较法上的启示并根据我国国情,笔者认为立法者可采取以下应对策略:第一,将会计师事务所的选解任权和报酬决定权给予审计委员会;第二,在民营上市公司中引入事务所轮换制度;第三,在每年年初的4个月内,也即年度财务文件的审计时间内,限定签字注册会计师审计的公司数量。

五、结 语

民营上市公司的财务监督离不开公司内部和外部财务监督机构。在日本的三委员会公司中,负责内部监督的监查委员会和负责外部监督的会计监查人虽然在形式上都存在着一定的独立性,但实质上依然存在着很多问题。这些问题导致了日本知名的三委员会公司——东芝公司的财务造假事件的产生。在我国民营上市公司中,与日本三委员会公司相对应的财务监督机构应为内部的审计委员会和外部的会计师事务所。日本监查委员会和会计监查人反映出来的许多问题实际上在我国的审计委员会和会计师事务所中也有所体现。在新修订的《治理准则》《证券法》为代表的我国现行立法体系下,这些问题并没有得到解决,仍需我们对其进行深入反思。

[36] 参见吴青川、韩璐:《会计师事务所强制轮换对审计市场结构的影响》,载《经营与管理》2019年第1期。

[37] 参见闫焕民、蒋煦涵、何恩良:《审计师工作压力传导与审计质量——基于JD-C模型的理论分析框架》,载《当代财经》2016年第12期。

[38] 参见张龙平、潘临:《签字会计师繁忙度与审计质量——来自中国上市公司的经验证据》,载《财经论丛》2018年第3期。

Abstract: In Japan's three-committee-style companies, supervisory committees and the accounting auditors are the final gatekeepers of the company's financial supervision. Although Japanese legislators have guaranteed these two oversight bodies some independence, the occurrence of financial fraud in Toshiba reflected many problems of these two institutions. It is difficult to solve the problem of financial fraud with the newly revised Code of Corporate Governance for Listed Companies and Security Law. In China, as the gatekeeper of internal financial supervision of private listed companies, the audit committee, like the supervision committee of Japan, has the problems of cross-appointment and lack of professionalism. And thus, it is necessary to hire full-time auditors of finance & accounting profession. At the same time, similar to the accounting auditors in Japan, independence, the lack of audit mandatory rotation rule of accounting firms and time pressure are the problems faced by accounting firms as the gatekeepers of external financial supervision of China's private listed companies. In this regard, Chinese legislators may adopt reform measures such as giving the audit committee the right to appoint and dismiss accounting firms and the right to determine remuneration, and limiting the number of companies that sign up for auditing by accountants in the first four months of the year, etc.

Key Words: board of supervision, accounting supervisor, audit committee, accounting firm, financial fraud

股权让与担保的内外关系与权利界分

葛伟军*

内容提要：股权让与担保是债务人或第三人与担保权人之间达成的协议，通常采取股权转让的方式，要求将作为担保物的股权登记在担保权人名下，从而引发了《民法典》和《公司法》之间的冲突。股权让与担保反映了当事人之间的真实意图，没有违反国家强制性规定，是有效的。股权让与担保涉及的法律关系，可以分为对内关系和对外关系两个方面。在对内关系中，担保权人是债务人的债权人，是目标公司的股东，其股东权利的行使在一定条件下可以受到限制。在对外关系中，涉及外观主义的适用。如果第三人对股权登记的外观事实产生了合理信赖，则应当保护该信赖。担保权人的法律地位及权利义务，可以用信托原理加以解释。通过担保事项“记载/公示”的方式，一方面明确了股权是信托财产，另一方面可以阻却第三人合理信赖的形成。

关键词：股权让与担保 名义股东 股东权利行使 外观主义 合理信赖

让与担保是大陆法系德日等国经由判例、学说所形成的一种非典型担保方式。我国学者对其在物权法上的地位，存有争议。^{〔1〕} 尽管其在实务中多有运用，但法无明文规定。^{〔2〕} 仅有司法意见认为让与担保指债务人或者第三人与债权人约定将财产形式上转让至债权人名下，债务人到期清偿债务，债权人将该财产返还给债务人或第三人，债务人到期没有清偿债务，债权人可以对财产拍卖、变卖、折价偿还债权。^{〔3〕}

学理上，债权人的救济途径宽泛，除了变价清偿之外，还包括估价受偿。让与担保最早可追溯到罗马法上的信托。从转移标的物所有权为担保，演变至仅转移标的物之占有为担保之占有

* 葛伟军，上海财经大学法学院教授。

本文为2018年司法部国家法治与法学理论研究项目“股权代持法律问题研究”（18SFB2036）的阶段性成果。

〔1〕 持否定说的学者认为，让与担保是通过习惯、学说和判例发展起来的一项制度，不适合作为一种物权而规定在民事基本法中，也没有一个国家将其规定在制定法的典型担保制度中。参见王卫国、王坤：《让与担保在我国物权法中的地位》，载《现代法学》2004年第5期。

〔2〕 2020年颁布的《民法典》也没有明确让与担保的地位，仅在第388条规定：“设立担保物权，应当依照本法和其他法律的规定订立担保合同。担保合同包括抵押合同、质押合同和其他具有担保功能的合同。……”

〔3〕 参见2019年11月8日最高人民法院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》第71条。

质，再进化为所有权与占有均不转移、仅取得具有担保作用之权利为担保之不占有质。让与担保是物之担保的最早形态。^{〔4〕}

股权转让与担保指债务人或者第三人为担保债务的履行，将其股权转让至债权人名下并完成变更登记，在债务人不履行到期债务时，债权人可就股权折价后的价款受偿的一种担保。^{〔5〕}股权转让与担保是将标的物变成了股权，或更确切地说，股权所指向的对象即出资份额或股份。^{〔6〕}

股权转让与担保主要分为三个阶段。首先，债务人或第三人（让与人/担保人），与债权人（受让人/担保权人）约定担保人将目标公司的股权转让给担保权人。担保权人无需支付对价，或者为配合工商登记虚构股权转让对价。其次，办理股权变更登记手续，包括内部登记和工商登记。前者指目标公司股东名册变更，后者指工商部门变更登记公示。最后，在债务人清偿债务后，担保权人按照约定将股权回转给担保人，或者担保人无償或以约定价格将目标公司的股权回购。^{〔7〕}

近五年的统计数据显示，股权转让与担保目标公司均为民营企业/有限责任公司，股东人数较少，融资金额较大。大部分案件中，目标公司均以过半数以上股权作为债权担保，四分之一的案件中，目标公司以全部股权作为担保。担保权人成为目标公司的控股股东。担保人提起的诉讼理由集中于协议性质、效力、内容和履行。担保权人提起的诉讼理由集中于债权到期后的还款请求。少数案件涉及以下问题：担保权人对外转让股权，设立人请求确认股权转让无效；公司债权人追加担保权人为被执行人，承担股东出资责任；担保权人请求确认其对公司股权享有优先受偿权。^{〔8〕}

股权转让与担保折射出了一系列问题。首先，股权转让合同的效力如何认定？从表面上看，股权转让到了债权人名下，但是签订合同的目的是为了股权转让，而是为了担保债务人的债务履行。合同到底是有效还是无效？其次，担保权人的法律地位如何认识？到底是债权人还是股东？如果目标公司破产，担保权人持有的是该公司的股权还是债权？再次，商事外观主义如何适用？对于债务人/第三人、债权人等各当事人而言，他们各自的债权人如何保护？登记在债权人名下的股权，应当视为谁的财产？

• 109 •

一、股权转让与担保的特征与内涵

最高人民法院（下称“最高院”）于2015年发布的《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》第24条认可当事人以签订买卖合同作为民间借贷合同之担保，首次肯定和承认了让与担保。2017年发布的《最高人民法院关于进一步加强金融审判工作的若干意见》提出，应当依法认定新类型担保的法律效力，拓宽中小微企业的融资担保方式。除符合法定的合同无效情形外，应当依法认定新类型担保合同有效；符合担保物权规定的，还应当依法认定

〔4〕 参见谢在全：《民法物权论》（下册），中国政法大学出版社2011年版，第1100-1103页。

〔5〕 参见刘贵祥：《在全国法院民商事审判工作会议上的讲话》，2019年7月3日。

〔6〕 截至2020年3月25日，在无讼网上以“股权转让与担保”为关键词搜索，共有229篇裁判文书。案件类型以民间借贷、借贷、确认合同无效等居多。案件数量自2017年以后明显增多。案由主要为公司纠纷和合同纠纷。

〔7〕 参见高圣平、曹明哲：《股权转让与担保效力的解释论——基于裁判的分析与展开》，载《人民司法·应用》2018年第28期。

〔8〕 参见王贺：《股权转让与担保法律构成的检视与完善》，载《甘肃政法学院学报》2020年第3期。

其物权效力。同年,《最高院民二庭第四次法官会议纪要》载明:“应当按照当事人真实意思表示认定股权让与担保协议的性质。如果当事人的真实意思是通过转让标的物的方式为主合同提供担保,则此种合同属于让与担保合同,而非股权转让或股权质押。……在已经完成股权变更登记的情况下,可以参照最相近的担保物权的规定,认定其具有物权效力。”

2019年7月,最高院审判委员会副部级专职委员刘贵祥的《在全国法院民商事审判工作会议上的讲话》中指出:“现行法律尽管没有规定包括股权让与担保在内的让与担保,但也没有禁止此种担保方式。根据‘法无禁止即可为’的私法解释规则,只要是当事人的真实意思,让与担保本身就是合法的,应予保护。”“我们的基本态度是:一方面要依法认定其效力。另一方面要根据当事人的真实意思表示确定实际的权利义务关系。”

2019年11月最高院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(九民纪要)第71条肯定了让与担保的合同效力:“合同如果约定债务人到期没有清偿债务,财产归债权人所有的,人民法院应当认定该部分约定无效,但不影响合同其他部分的效力。当事人根据上述合同约定,已经完成财产权利变动的公示方式转让至债权人名下,债务人到期没有清偿债务,债权人请求确认财产归其所有的,人民法院不予支持,但债权人请求参照法律关于担保物权的规定对财产拍卖、变卖、折价优先偿还其债权的,人民法院依法予以支持。债务人因到期没有清偿债务,请求对该财产拍卖、变卖、折价偿还所欠债权人合同项下债务的,人民法院亦应依法予以支持。”

股权让与担保的特征,体现为以下诸方面。^[9]第一,股权让与具有隐蔽性,当事人以外的第三人并不容易知道该担保的存在。第二,权利转移,作为担保的股权转移至债权人或债权人指定的第三人名下,并且完成变更登记。债权人在形式上成为了公司股东。第三,债务人是否及时履行债务,决定了公司股权的去向。如果债务人不能及时履行债务,债权人有权对该股权拍卖、变卖或折价优先偿还其债权,但不能直接要求获得该股权。债务人如果及时清偿了债务,有权请求返还股权。判断返还股权的条件是否成就,应当审查债权债务是否存在、债务人是否已经清偿了该股权所担保的债务等因素。^[10]第四,被担保债权不以已经存在的现实债权为必要,将来变动中的不特定债权,亦可成为担保对象。

股权转让是股权让与担保设立的手段和途径,但是两者的运行机制存在根本差异。首先,从目的来看,股权转让追求的是受让人成为股权的权利人。股权让与担保的目的是向债权人提供担保,实现债权。其次,从维护公司的人合性出发,有限责任公司的股权在对外转让时,其他股东在同等条件下享有优先购买权。该权利能否适用于股权让与担保的场合,并不明确。有学者认为,由于让与担保的后果有可能导致债务人失去股权,且表面上采取股权转让的方式,那么其他股东对于股权让与担保应当推定为明知且同意,否则从技术上无法实现股权让与担保,除非公司为一人公司、债务人是唯一股东的情况下,才不涉及优先购买权条款的适用。^[11]《公司法》关于

[9] 在理解股权让与担保的特征时,首先要明确让与担保的特性。学者指出,作为一种非典型担保方式,让与担保本身不是作为担保的预定制度创设的,而是独立产生和存在的。让与担保的设定,并不以公示为必要,是否公示取决于当事人。让与担保具有习惯法、契约性和反传统等固有特性。参见姚辉、刘生亮:《让与担保规制模式的立法论阐释》,载《法学家》2006年第6期。

[10] 参见最高人民法院(2017)最高法民再100号民事裁定书。

[11] 参见蒋华胜:《有限责任公司股权转让法律制度研究——基于我国〈公司法〉第71条规范之解释》,载《政治与法律》2017年第10期。

优先购买权的强制性规则应当适用。实践中大部分股权让与担保的设立人是公司的控股股东（甚至唯一股东）。对于其他股东（通常是小股东）而言，强制性规则可以确保股权信息公开，防止设立人采取名为让与担保、实为转让的方式处置股权，从而损害公司的人合性以及其他股东的利益。

股权代持可以分为广义和狭义两类。广义上的股权代持，是指因各种原因发生的、无论是主动还是被动的，股东名册所记载的股东与实际享有出资份额或股份上收益的人，发生了分离。广义上的“代持”强调从后果上考虑的代为持有，隐含了对被代持人的某种权利的赋予或归属。狭义上的股权代持，是指双方约定由实际出资人出资，名义股东在股东名册上显名的一种安排。股权让与担保是广义的股权代持的一种，但是与狭义的股权代持有所区别。首先，从目的来看，狭义的股权代持的目的是名义股东为了实际出资人的利益，代为持有股权。股权让与担保的目的，则是为了担保债务履行。其次，从设立条件看，狭义的股权代持需要合意，形式上通常采取书面协议的方式，但是没有书面协议，也不能就此否认代持关系的存在。代持关系可以从各方实际出资、参与公司经营管理以及实际分红等因素予以判断。股权让与担保的设立，除了书面协议外，还要将股权从担保人名下转到债权人名下，不仅包括股东名册变更登记，而且还要办理工商变更登记。^{〔12〕}

与股权让与担保的功能最为接近的是股权质押。两者均为担保债权而设立，担保物均为股权。但是，两者的差异也是显而易见的。首先，性质不同。股权让与担保是债权性质的担保，其设立、行使和当事人权利义务的确立，是一种非典型担保的方式。股权质押是担保物权，其设立、行使和当事人权利义务的确立，必须遵守物权法定原则和物权公示原则。其次，担保权的行使方式不同。股权质押只能采取法定的变价清偿方式，法律禁止流质约定。股权让与担保的行使方式依照当事人之间的约定，不受禁止流质的约束。因为涉及过户登记，股权让与担保的债权人对担保物的控制要强于质押。再次，担保权人的地位不同。股权让与担保的债权人为公司的名义股东，而质押权人不表现为公司的股东。^{〔13〕}

对于股权质押，股权的财产性权利和人身性权利是否发生分离，存有争议。不分离说认为，这两类权利是融合在一起的内在统一的权利，都是股权的具体权能。而股权是一种单一的权利、不是权利的集合或总和。股权作为质权的标的，是以其全部权能作为债权的担保。对股权的处分，是对股权的全部权能的一体处分，其结果是发生股权转让的效力。^{〔14〕}分离说认为：出质人享有一个期限利益，在该期限届满之前，出质人有权以此来对抗质权人履行债务的请求。如果股东能够在质押期限届满时履行自己的义务，那么质权人就没有理由行使人身性权利，要求参与公司事务。^{〔15〕}这些争议的关键是质权人是否取得了股东的地位，能否行使股东权利。在股权让与担保中，由于股权变更登记到担保人名下，所以该问题表现得更为直接和强烈。

股权质押的风险^{〔16〕}也同样适用于股权让与担保。第一，担保功能具有间接性。担保权人只能通过行使优先受偿权而间接地作用于公司财产。担保权人对股权价值的控制力远小于对质押动

〔12〕 参见丁广宇：《股权代持纠纷的有关法律问题》，载《人民司法·案例》2019年第17期。

〔13〕 参见陈本寒：《新类型担保的法律定位》，载《清华法学》2014年第2期。

〔14〕 参见阎天怀：《论股权质押》，载《中国法学》1999年第1期。

〔15〕 参见陈晓军、李琪：《股权质押中的几个特殊问题》，载《法律适用》2004年第11期。

〔16〕 参见徐海燕：《有限责任公司股权质押效力规则的反思与重构》，载《中国法学》2011年第3期。

产价值的控制力。第二,用于担保的股权价值具有较强不稳定性。股权价值取决于目标公司在市场环境下的经营状况、财务状况和盈利前景。第三,让与担保的设立人以及目标公司的道德风险容易导致股权担保价值受损。

在更复杂的情况下,股权转让和回购的方式,实为民间借贷提供股权让与担保。^{〔17〕}此类交易又称附回购权的股权转让,其性质为名股实债,具有和股权让与担保相似的外观和属性,但是两者之间仍存在差别。首先,名股实债仅有股权转让合同这一对法律关系,而股权让与担保存在两对法律关系,债权债务关系和让与担保关系。其次,关于转让标的物权利的目的,名股实债主要是融资,而股权让与担保的目的在于保障债权实现。^{〔18〕}

二、股权让与担保的合同效力

关于股权让与担保的效力,司法实践的裁决主要存在分离论、综合论两种观点。前者的立场是,将借款合同、股权转让合同、股权回购合同看成彼此独立的。股权转让实质是为借款提供担保,因此当事人之间没有股权转让的真实意思表示,反而构成了通谋虚伪意思表示,因此是无效的。后者的立场是,股权让与担保是一种担保方式,融合了借款关系和股权转让关系,不能将两者孤立地看待,应当综合考量。股权转让的意图,是为了对债权的实现提供担保,这种意图没有违反我国法律的强制性规定,因此是有效的。^{〔19〕}股权让与担保的效力,与以下三个问题紧密相关。

首先,是否构成虚伪意思表示。主张无效者认为股权转让属于通谋虚伪表示,其真实意思是借款提供担保。股东将股权转移给债权人,仅仅属于外观形式,而实质上并没有转让的意思。即股东的真实意思在于设定担保,股权转让为假,让与担保是真,因此是无效的。该观点并没有被法院所采纳。

学理上,通谋虚伪行为包括内外两层:外部的表面行为和内部的隐藏行为。两层行为的效力,应当分别考察。表面行为无效,因为该意思表示所指向的法律效果非当事人所欲求,且当事人已另行达成合意,如果有效,属于效果强加,与私法自治相悖。隐藏行为虽然不为外人所知,却是当事人真正的意思表示,其效力依一般规则确定。^{〔20〕}据此,担保的意图只要不违反强制性规定,应当认定有效。在修水县巨通投资控股有限公司诉福建省稀有稀土(集团)有限公司等合同纠纷案^{〔21〕}中,最高院认为,不能简单地将股权转让视为通谋的虚假意思表示而判定其无效。根据《民法典》第146条第1款,如当事人之间存在通谋的虚假意思表示,基于该虚假意思表示实施的民事法律行为应为无效。但是,该条第2款规定:“以虚假的意思表示隐藏的民事法律行为的效力,依照有关法律规定处理。”因此,股权让与担保是否无效的关键在于,当事人是否具

〔17〕 参见最高人民法院(2018)最高法民再161号民事判决书。

〔18〕 关于名股实债,参见吴潇敏、孙美华、郑扬:《“名股实债”的司法裁判路径探析——以“新华信托—港城置业”案为例》,载《法律适用》2019年第12期。

〔19〕 参见蔡立东:《股权让与担保纠纷裁判逻辑的实证研究》,载《中国法学》2018年第6期。

〔20〕 参见朱庆育:《民法总论》,北京大学出版社2016年版,第261页。

〔21〕 参见最高人民法院(2018)最高法民终119号民事判决书。

有通谋的虚假意思表示。让与担保人为担保债务将担保物的权利转移给债权人，使债权人在不超过担保目的的范围内取得担保物的权利，是出于真实的效果意思而做出的意思表示。尽管其中存在法律手段超越经济目的的问题，但与前述禁止性规定中以虚假的意思表示隐藏其他法律行为的做法，明显不同，不应因此而无效。

其次，是否违反物权法定原则。有人认为，物权法定原则要求物权的种类和内容都由法律统一进行规定，当事人不得自由创设。股权让与担保不是合法设立的物权，违反物权法定主义，故而无效。但是，如果仔细分析，物权法定原则不影响股权让与担保合同效力。

在滕波与滕德荣股权转让纠纷再审案^{〔22〕}中，最高法院认为，股权让与担保并不违反物权法定主义的立法意旨，当事人并非创设一种单独的让与担保物权，而是建立一种受合同自由原则和担保目的双重规范的债权担保关系。因此，只要不违反法律的效力性强制规定和公序良俗，当事人自可依契约自由原则约定。物权法定原则本身并不影响作为原因行为的合同效力，只要不存在《民法典》总则编第6章第3节规定之情形，便不宜轻易否定股权让与担保情形下股权转让合同的效力。

再次，是否违反流质条款。禁止流质，是指债权人在债务履行期限届满前，不得与担保人约定债务人不履行债务时质押物归债权人所有，以避免债权人乘债务人之急迫而滥用其优势地位，通过压低担保物价值的方式获取暴利。^{〔23〕}《民法典》第428条规定：“质权人在债务履行期限届满前，与出质人约定债务人不履行到期债务时质押财产归债权人所有的，只能依法就质押财产优先受偿。”虽然措辞有变化，但是不得流质的精神没有变。在法律后果上，当事人之间约定的流质条款产生了与质押优先权相同的效果。^{〔24〕}

让与担保有归属清算型和处分清算型两种。前者指让与担保权人将标的物予以公正估价，标的物估价如果超过担保债权数额的，超过部分的价额应交还给让与担保设定人，标的物所有权由让与担保权人取得；后者指让与担保权人将标的物予以拍卖、变卖，以卖得价金清偿债务，如有余额则返还给债务人。具体采取何种实现方式，由当事人依意思表示一致选择。^{〔25〕}这两种方式，都没有直接让担保权人取得担保物的所有权，可以有效地平衡债权人的担保权以及债务人的财产权之间的关系。因此，让与担保一般不存在违反流质（或流押）条款的问题。

实践案例也表明，条件满足时按股权价值处置该股权、处置所得清偿债务的约定，不构成流质条款。例如，在陆玉梅与广州泛美房地产开发有限公司、广州市博睿祥贸易有限公司合同纠纷案^{〔26〕}中，涉案《协议书》约定：“泛美公司确认在持有银建公司51%的股权期间，不得出让、抵押和设定任何第三者权益，以保证在符合本协议约定的条件时，陆玉梅可以回购股权，但超过5年未达到回购条件时，泛美公司有权不按本协议约定的股权转让条件，根据股权价值处置该股权，处置所得归泛美公司所有。”该约定的内容与流质条款的内容不相符合。

〔22〕 参见最高人民法院（2017）最高法民再100号民事裁定书。

〔23〕 参见庄加园：《“买卖型担保”与流押条款的效力——〈民间借贷规定〉第24条的解读》，载《清华法学》2016年第3期。

〔24〕 《民法典》第401条是流抵条款，适用于设定抵押权的情形。第401条和第428条并没有承认流抵流押条款，即不承认这些条款赋予债权人要求转移抵押物或质押物所有权的权利。质权人只能对抵押物或质押物优先受偿。具体实现方式，规定在《民法典》第410条和第438条中，包括协议折价、拍卖或变卖。

〔25〕 参见最高人民法院（2018）最高法民终119号民事判决书。

〔26〕 参见广东省广州市中级人民法院（2018）粤01民初361号民事判决书。

在港丰集团有限公司与深圳市国融投资控股有限公司等合同纠纷上诉案^{〔27〕}中,《股权及债权重组协议书》中对不能清偿债务的后果作出约定,长城担保公司、国融公司不能当然取得股权,而是在处置股权或资产清偿债务后将股权或资产返还给港丰集团公司。且双方约定在港丰集团公司丧失回购股权的情况下,对于相关的债权,由双方另行协议安排债权债务的处置方式。

如果法律法规有明文规定,以物抵债是可以的。例如当银行债权人无法以货币资金收回贷款时,收回借款人相应实物资产以抵偿债务。以物抵债分两种情况。其一,当事人在债务履行期限届满后达成以物抵债协议,抵债物尚未交付债权人,债权人请求债务人交付的,法院要着重审查以物抵债协议是否存在恶意损害第三人合法权益等情形,避免虚假诉讼的发生。如果不存在这些情况,且无其他无效事由的,以物抵债应予支持。其二,当事人在债务履行期限届满前达成以物抵债协议,抵债物尚未交付债权人,债权人请求债务人交付的,法院应当向释明,其应当根据原债权债务关系提起诉讼。当事人仍拒绝变更诉讼请求的,应当驳回其诉讼请求,但不影响其根据原债权债务关系另行提起诉讼。^{〔28〕}

后一种情况的以物抵债与让与担保不同的是,以物抵债追求的是转移抵债物的所有权,以偿还尚未到期的债务,而让与担保目的在于担保债务的履行,而不是以担保物来偿还债务,债务人及时偿还债务后,有权要求债权人将担保物返还。^{〔29〕}

三、担保权人的法律地位

• 114 •

担保权人对于债务人而言,其债权人的地位是确定的。但是,担保权人是否取得了股东资格/身份,值得探讨。有观点认为,担保权人不具有股东资格,其理由包括两个:一是担保权人持有股权受到担保目的的限制,该股权仅起到担保债权实现的作用,排除了担保权人作为股东的支配权;二是股权转让与担保要向公司与其他股东披露,公司和其他股东明知该股权虽为转让、实为担保的交易方式。^{〔30〕}

如何去认识担保权人和公司其他股东、董事以及公司本身之间的关系?如果担保权人不享有任何股东权利,那么担保人的地位是什么?如何行使权利?^{〔31〕}

股东资格,是对一个人成为股东的身份认定。对于股东资格认定,我国法以形式标准为主、实质标准为辅,且内外有别,对内采登记生效主义,对外采登记对抗主义。^{〔32〕}首先要看一个人

〔27〕 参见广东省高级人民法院(2015)粤高法民四终字第196号民事判决书。

〔28〕 参见2019年11月8日最高人民法院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》第44条、第45条。

〔29〕 关于以物抵债,参见崔建远:《以物抵债的理论与实践》,载《河北法学》2012年第3期;施建辉:《以物抵债契约研究》,载《南京大学学报》(哲学·人文科学·社会科学)2014年第6期;陈永强:《以物抵债之处分行为论》,载《法学》2014年第11期;王洪亮:《以物抵债的解释与构建》,载《陕西师范大学学报》(哲学社会科学版)2016年第6期;司伟:《债务清偿期届满后的以物抵债纠纷裁判若干疑难问题思考》,载《法律适用》2017年第17期。

〔30〕 参见前引〔7〕,高圣平、曹明哲文。

〔31〕 刘贵祥专委在讲话中提到,“我们认为,基于登记的权利推定效力,名义股东的债权人有权请求执行名义股东的股权,但转让人作为实际股东可以请求确权,也可以通过提出执行异议之诉的方式保障自己的权利。”转让人即担保人,包括债务人或第三人。他们被视为“实际股东”。

〔32〕 参见邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第347-348页;施天涛:《公司法论》,法律出版社2014年版,第241-242页。

的姓名或名称是否记载于股东名册，然后再看是否在登记部门办理工商登记。^{〔33〕}如有登记，即为名义股东。因各种原因取得了向名义股东或者公司主张类似于股东权利之权利的人，称为受益股东。^{〔34〕}在股权让与担保中，无论是股东名册还是工商登记资料，担保权人表面上均已登记为公司股东，因此是公司的名义股东。对于其股东权利的行使，则存在一系列问题。^{〔35〕}

首先，担保权人有没有权利参加公司的股东会会议并表决？股东会会议的通知，应当发送给谁，担保权人是否有权收到通知？担保权人收到通知后，是否有义务转交给担保人？其次，公司要分红时，应当将分红交给谁？直接交给担保人的依据是什么？如果把分红直接交付给担保权人，是否涉嫌在债务到期之前，提前向债权人清偿债务？如果这一切对于担保债务的履行是有利的，对于债权人的利益更有保障，那么何乐而不为呢？除非担保人提出反对，因为他们享有债务履行的期限利益，不希望提前清偿债务。再次，对于知情权，担保权人是否有权行使？从表面上看，担保权人是公司的名义股东，似乎有权行使知情权。在隐名持股的情况下，实际出资人不能行使知情权，^{〔36〕}为什么在股权让与担保的情况下，担保人又可以行使知情权？^{〔37〕}最后，担保权人是否有权提起股东代表诉讼？如果担保权人无权提起，鉴于担保人已将股权转让，因失去股东身份也不再具备股东代表诉讼的原告资格，此时股东代表诉讼将处于一种真空状态。^{〔38〕}

这些问题的根源在于：股东资格的取得，依据的到底是当事人之间真实的意图（如通过协议），还是股东资格的登记或记载；股东权利的行使能否与股东资格相分离。

有学者区分了权利的享有和权利的行使，认为两者之间相互关联又相互独立。前者静态，效力为确定权利的归属；后者动态，效力为实现权利的内容。两者存在事实性分离，意味着可以分别规制。股权让与担保中，担保权人是股权的享有者，但是担保权人对股权的行使受到两方面的限制：一是合同约定，二是诚实信用原则。^{〔39〕}

区分权利的享有和行使，有其合理性。但是，第一，股权已登记在债权人名下，债权人权利行使受到限制的并非股权，而是股东权利，即债权人基于成为名义股东所享有的权利。第二，债

• 115 •

〔33〕 关于股东资格的认定，是以股东名册为准还是以工商登记为准，学者之间有不同观点。具体可参见张双根：《论有限责任公司股东资格的认定——以股东名册制度的建构为中心》，载《华东政法大学学报》2014年第5期；胡晓静：《股权转让中的股东资格确认——基于股权权属与股东资格的区分》，载《当代法学》2016年第2期；刘凯湘：《股东资格认定规则的反思与重构》，载《国家检察官学院学报》2019年第1期。

〔34〕 实践中的受益股东通常包括：尚未将其名称记载于股东名册的继承人；已经向公司实际缴纳出资、但是尚未登记为股东的人；已经向转让人支付价款、但是仍未将其载入股东名册的受让人；股权代持中的实际出资人，股权信托中的受益人，以及股权让与担保中的债务人/第三人。

〔35〕 担保权人对目标公司的股东权利，一方面要看股权让与担保协议的安排，另一方面也可以参考股权质押权人所享有的权利。学者认为质权人享有主要的股东权利。例如，有权要求目标公司协助办理股东名册的质押记载手续以及工商登记；有权收取质押股权在质押期间的法定孳息（包括股利和剩余财产）；质权及于该股权的物上代位物；对目标公司享有知情权；对目标公司、出质股东或其他侵害人享有诉权；不宜行使表决权，但是应当允许质权人对质押股权项下的表决权行使监督权，以维护质押股权的价值。参见前引〔16〕，徐海燕文。

〔36〕 参见广东省东莞市中级人民法院（2014）东中法民二终字第1182号民事判决书；广东省广州市中级人民法院（2016）粤01民终62号民事判决书；河南省许昌市中级人民法院（2016）豫10民终2943号民事判决书。

〔37〕 关于股东知情权的论述，参见丁俊峰：《股东知情权理论与制度研究——以合同为视角》，北京大学出版社2012年版；李建伟：《股东知情权研究：理论体系与裁判经验》，法律出版社2018年版。

〔38〕 关于股东代表诉讼的论述，参见李小宁：《公司法视角下的股东代表诉讼》，法律出版社2009年版；朱芸阳：《全球化与本土化互动中的股东派生诉讼》，法律出版社2015年版；林少伟：《股东代表诉讼：世界与中国》，华中科技大学出版社2019年版。

〔39〕 参见前引〔19〕，蔡立东文。

权人行使股东权利受到的限制,并非来源于合同,而是来源于公司的承认、应允或同意。债权人行使股东权利所针对的对象,并非其他股东,或者作为担保人的债务人/第三人,而是公司本身。股权转让与担保采取股权转让的方式实现,如果已召开股东会会议并作出决议,那么应当视为公司本身知悉且同意。担保人和债权人之间的股权转让与合同仅仅在当事人之间产生约束力。债权人行使股东权利受到限制,必须要经过公司的认可。因此,股东会决议是最为合理的方式。即使没有股东会决议,股权转让需要其他股东半数以上同意,且最终需要公司协助办理内部登记和工商登记,因此在此过程中,如果向公司披露了股权转让与之真实目的,且公司没有予以反对,那么应当认为已取得公司的认可。只有经过公司的同意,债权人行使股东权利受到限制,才得以成为可能。

在司法实践中,关于担保权人是否享有股东权利,观点各异。在王绍维与赵丙恒等股东资格确认纠纷再审申请案^[40]中,法院认为,通过转让标的物的所有权来担保债权实现的方式属于非典型担保中的让与担保,王绍维可以依据约定主张担保权利,但其并未取得股权。在董家焜与福州盈兴房地产开发有限公司股东知情权纠纷上诉案^[41]中,董家焜为股权转让与担保的债权人,登记为盈兴公司的股东。董家焜起诉要求享有股东知情权。二审法院认为,董家焜具有作为盈兴公司股东的权利外观,起诉符合法律规定,一审法院对董家焜主张的股权进行实体审查,驳回董家焜的诉请,系混淆了裁定与判决的适用范围,属适用法律错误。

刘贵祥专委在讲话中,就股权转让与担保中“受让人究竟是债权人还是股东”进行了说明:“在股权转让与担保中,尽管外观上的股权过户登记与设定担保的真实意思表示不一致,但就当事人之间的内部关系而言,还是要根据真实意思来认定,即认定股权转让与担保中的权利人享有的是有担保的债权,非股权。”对担保权人的法律地位,要看站在哪个角度、哪个法律关系上讨论。

股权转让与担保包含了两层关系。一层是内部关系,涉及担保人、担保权人、目标公司。另一层是外部关系,涉及担保人的债权人、担保权人的债权人、目标公司的债权人。股权转让与担保的内部、外部关系请参见图1。在内部关系中,担保权人对于债务人而言,是债权人,但是对于目标公司而言,是股东,因为其名字记载于股东名册,并在登记机关备案。内部关系又可以分成以下若干情形。

其一,如果目标公司不知道股权转让与担保的存在,该担保仅在担保人、担保权人之间发生,且在发生股权变更登记时未对公司披露,那么应当视为担保权人取得了实际股东权利。此时的股权转让与担保(未向公司披露),相当于股权代持或者股权信托,不能对抗公司。对于公司而言,只有记载于股东名册的人,才视为公司股东,可以向公司主张股东权利。这符合公司法基本规则以及商事交易效率原则。

其二,如果公司对股权转让与担保是明知的且同意,或者公司是股权转让与担保交易的当事人,那么即使担保权人记载为名义股东,其股东权利也受到制约。这种制约的前提是公司对股权转让与担保明知且同意。因为股东和公司是彼此独立的,股东地位和身份的取得,要经过公司的认可(表现为办理内部登记和工商登记),而且股东权利的行使,也必须经过公司。

[40] 参见最高人民法院(2015)民申字第3620号民事裁定书。

[41] 参见福建省福州市中级人民法院(2017)闽01民终2173号民事裁定书。

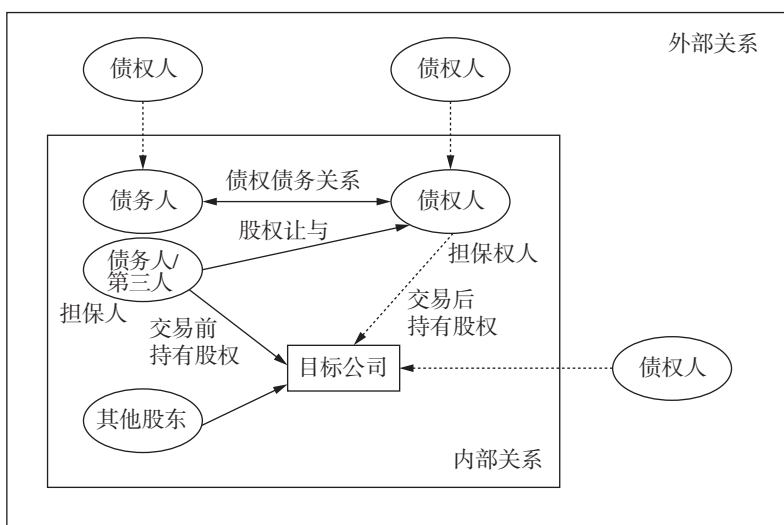


图 1 股权让与担保的内部、外部关系图

其三，如果目标公司破产，担保权人是该公司的名义股东，确定的是股权还是债权？如果将其确定为股权，那么对于目标公司的剩余财产，担保权人应当排在目标公司所有债权人之后受偿。如果将其确定为债权，担保权人和目标公司债权人共同按比例受偿。前一种观点是正确的。担保权人对于目标公司而言，无论其股东权利是否受限，都是该公司的股东，而不是债权人。股权转让与担保中的担保人（即目标公司原股东），并没有将其与担保权人之间的债权债务转让给目标公司；目标公司没有继受担保人对担保权人的债务，因此担保权人只能是目标公司的股东。所以，如果目标公司破产，其债权人有权对公司财产要求优先受偿，如有剩余，再考虑该公司的股东，包括担保权人的利益。

此外，有学者从权责平衡的角度，认为不同于股权代持，股权让与担保的担保权人尽管为名义股东，但是不负有向公司缴纳出资的义务。^{〔42〕}该观点并不全面，应当进一步修正。首先，要区分公司对股权让与担保是否明知且同意。究其本质，股权让与担保是一种协议，该协议是否对公司具有约束力，取决于公司是否接受该协议项下涉及公司的义务（例如让担保人在脱离了股东身份之后继续实际行使股东权利；但是协助办理股权变更登记是一项法定义务）。如果公司认可该协议并承诺受其约束，相当于担保人、担保权人和公司之间，达成了一个协议。由此可见，股东身份记载和股东权利行使之间的分离，是协议安排的结果。一旦达成，对于这三者而言，向公司实际负有出资义务的是担保人，担保权人可以对抗公司。其次，如果将目标公司的债权人加入进来考虑，因为担保权人在股东名册和工商登记中都显示为股东，所以如果该股权缴纳出资期限已到来，目标公司债权人有权要求担保权人在未出资本息范围内向其承担补偿赔偿责任。担保权人缴纳了以后，可以依据协议向担保人追偿。这符合公司法的法理和原则。

还有一种情况是，债权债务发生在债权人和公司之间，即公司为债务人，公司股东将其持有的股权转让给债权人，作为债权人对公司持有的债权的担保，此时该债权人为担保权人。如果公司破产，担保权人被认定为股东还是债权人，对于公司财产分配有不同的影响。对于公司其他债

[42] 参见前引 [7], 高圣平、曹明哲文。

权人而言,会主张担保权人是公司股东,排在其他债权人之后受偿。但是,对于担保权人而言,从利益最大化角度出发,会主张自己是公司债权人,要求与其他债权人共同受偿。可见,此时担保权人的股东/债权人地位,决定了其能否从公司剩余财产中获益。有三点值得注意。其一,公司破产时担保权人对该股权主张优先受偿权,已无实际意义,因为公司已资不抵债,股权价值所剩无几。其二,担保人是将该股权转让给担保权人的目标公司原股东,不是公司本身;担保物是股权,不是公司财产,因此深石原则不适用。该原则的含义是,公司大股东如果利用其控制地位,把自己变成公司的担保债权人,那么该大股东对公司的债权请求权,应当排在公司其他小股东以及所有其他债权人之后受偿。^[43]其三,如果上述情景发生在公司集团内部,更能清晰地看到,债权人取得债务人公司本身的股权作为担保,风险很大。母公司将子公司的股权作为担保,以子公司作为债务人向债权人融资,一旦子公司经营不善,对母公司丝毫没有影响,母公司逃脱了责任。如果母子公司合并破产,担保权人和母公司的债权人、子公司的其他债权人如何确定顺位,需要进一步研究。

四、商事外观主义的适用

外观主义,是指以交易当事人行为的外观为准来认定商事交易行为的效果,并将其作为体现商法中保护交易安全原则的一个方面。作为一个学说,外观主义出现于1906年,莫里茨·韦斯特帕赫尔提出了善意取得制度的“处分权限说”,创立了外观主义私法理论。如果一个人的行为依赖于一种外观事实,根据法律规定或商业的一般观念,构成了一种特定权利、法律关系或其他相关法律因素的正式表达,那么其信赖就会受到法律的保护;基于这种法律保护,当外观事实系借助他人而形成时,协助形成外观者应当承担不利后果。协助是真实权利人与外观之间形成责任的原因,外观又是促使受让人产生信赖的直接原因,最终应当由真实权利人对受让人承担责任。

赫伯特·迈尔根据中世纪日耳曼法占有制度的“以手护手”原则认为,受让人之所以取得有效的所有权,是因为真实权利人对外观的形成赋予了原因或者忽视了对于该外观的消除。这被称为外观主义的与因原则。纳恩德鲁普深入讨论了信赖在外观主义中所起的作用,系统阐述了外观主义的构成要件,^[44]将外观形成的原因分为三个层次[真实权利人的主观原因(故意或者过失)、真实权利人赋予动因、法定特别事由],较与因原则扩大了其范围。简言之,依信赖便应当加以保护,而不必再问其他。责任发生原因从真实权利人身上脱离开来,不论是基于真实权利人什么样的原因,均无法超越真实权利人不欲发生权利外观所致法律效果的真实意思,只有受让人主观上的信赖才能对抗真实权利人的这种主观意思。

[43] 深石原则是美国判例法确立的一项原则,涉及债务清偿顺序的改变,但是和公司人格否认无关。我国第一起被视为适用深石原则的案例是沙港公司诉开天公司执行分配方案异议案[《最高人民法院发布的四起典型案例》(2015年4月1日)中的案例一]。否认公司独立人格,是股东有限责任的例外情形。具体可参见〔美〕斯蒂芬·M.班布里奇、M.托德·亨德森:《有限责任:法律与经济分析》,李诗鸿译,上海人民出版社2019年版。

[44] 该学者将外观主义的要件分为:(1)信赖外观无重大过失;(2)其外观根据法律有信赖性;(3)原则上,外观的发生或维持是起因于不利者的故意、过失;(4)外观的存在即使非因故意或过失,但对外观的存在赋予动因或即使未赋予动因,有必要保护信赖的特别事由;(5)外观的信赖者为了获得其权利的目的物,提供自身的价值或财产等。

现代理论中最具有代表性的是卡纳里斯的风险责任外观理论，^{〔45〕}将风险支配作为外观主义的归责原则，主张本人对自己能够支配风险范围内所形成的外观事实，无论其主观上是否有过错，只要导致了第三人合理信赖，本人即应当承担该外观事实的法律后果。商法上适用外观主义时，第三人所信赖的外观事实系在真实权利人所能掌控的风险源中形成，不论真实权利人是否有过失都应当承担责任。^{〔46〕}

商事外观主义目的在于维护社会交易安全。根据这一原理，商事外观主义适用的范围应当做限制解释，仅仅应当适用于针对特定的交易标的进行交易的情况，如果不涉及该特定的交易标的，则不能适用这一原则。有学者认为，外观主义运用于交易的领域，原则上主要是当事人的意思、权利等因素表里不一的场合。^{〔47〕}强制执行属于非基于法律行为的物权变动，不应运用外观主义。被执行的标的是否属于被执行人的财产，有实质上的界分和外观上的界分之别，外观上的界分例如不动产的登记，而实质上的界分需要结合社会观念、交易习惯、事理等来判断标的事实上的归属。被执行标的归属于何人、第三人是否有权对抗强制执行，应遵循实事求是的原则展开判断，外观主义在此不宜适用。^{〔48〕}

上述观点，虽有争议，也被一部分法官所采纳。例如，在中国银行股份有限公司西安南郊支行申请上海华冠投资有限公司执行人执行异议之诉纠纷案^{〔49〕}中，法官认为，“商事外观主义”原则作为商法的基本原则之一，其实际上是一项在特定场合下权衡实际权利人与外部第三人之间利益冲突所应遵循的法律选择适用准则。既然外观主义原则的目的在于降低成本，维护交易安全，则该原则的适用范围应不包括非交易第三人。因此，在执行异议之诉纠纷中，申请执行人如果作为非交易第三人而出现，则不应适用“商事外观主义”原则予以保护。

在股权代持中，实际出资人以其实际享有股东权利为由，提起案外人执行异议之诉，要求对该股权排除强制执行的，山东高院认为：“实际出资人要求停止执行的诉讼请求，应予支持。理由是，最高院《公司法司法解释（三）》第二十五条规定，股权善意取得制度的适用主体仅限于与名义股东存在股权交易的第三人。商事外观主义原则的适用范围不包括非股权交易第三人。在外观权利与实际权利不一致的情况下，根据权利外观理论，善意第三人基于对权利外观的信赖而与名义权利人进行民事法律行为的，该民事法律行为效力受法律的优先保护。但，如果名义股东债权人申请执行的是其与名义股东因借款关系等而形成的一般债权，债权人并没有与名义股东从

〔45〕 该学者认为，权利外观责任的一般要件包括：外观的存在（明示的表示或推断的行为）、外观存在的可归责性、第三人的信赖（主观上为善意/必须做出了相应的处分或信赖投资/曾经知悉外观构成/对外观的知悉和采取处分行为之间存在基本的因果关系）。权利外观责任的法律后果，主要有三种。第一，外观状态取得真实状态的地位。第三人将被置于如其所设想的法律状态为真实存在时同样的地位。第二，第三人不是必须按照权利外观行事，他可以将自己置于真实的法律状态之下，即他有选择权。第三，不考虑选择权的情况，则在第三人的负担上也适用权利外观等同于真实状态的原则，这样第三人原则上不能处于一种比假使外观状态就是真实状态的情况更好的地位上。参见〔德〕C. W. 卡纳里斯：《德国商法》，杨继译，法律出版社2006年版，第147-152页。

〔46〕 参见张雅辉：《论商法外观主义对其民法理论基础的超越》，载《中国政法大学学报》2019年第6期；刘胜军：《论商事外观主义》，载《河北法学》2016年第8期。

〔47〕 参见崔建远：《论外观主义的运用边界》，载《清华法学》2019年第5期。

〔48〕 参见前引〔47〕，崔建远文。

〔49〕 参见最高人民法院（2015）民申字第2381号民事裁定书。

事涉及股权交易的民事法律行为,从权利外观原则来看,此时的债权人不是基于信赖权利外观而需要保护的民事法律行为之善意第三人,故其债权请求不能受到优先于实际权利人的保护。”〔50〕

从上可见,商事外观主义最重要的因素包括:与真实事实不一致的外观事实的存在、第三人对该事实的合理信赖。商事外观主义在股权转让与担保中的运用,涉及股权转让与担保的对外效力。

刘贵祥专委在讲话中进一步提到,在外部关系的不同情形下,需要对外观主义进行恰当的理解和适用。基于登记的权利推定效力,名义股东的债权人虽然有权请求对名义股东的股权强制执行,但实际股东可以通过一些途径来保护自己的权利,比如确权、执行异议、执行异议之诉等。而在名义股东对股权进行处分交易时,第三人基于合理信赖可以善意取得股权。

股权转让与担保的外部关系,涉及三类人。其一,目标公司的债权人。如前所述,担保权人对公司而言,是名义股东,所以不会与该公司债权人直接发生关系。目标公司的财产,应当首先用来偿债,如有剩余,再在股东之间分配。

其二,股权转让与担保项下债务人的其他债权人。之所以称之为其他债权人,是因为担保权人也是该债务人的债权人。所以,对于该债务人的财产,其他债权人和担保权人均面临着分配竞争的问题。

对于债务人而言,无论是其他债权人还是担保权人,都是该债务人的债权人,不同之处在于担保权人取得了该债务人或第三人提供的股权作为担保。如果债务人陷入破产,担保权人对其持有的股权,享有优先受偿的权利,即可以将该股权拍卖、变卖,从中获得的价款,优先于其他债权人而受偿。担保权人持有股权或享有股东权利,是针对目标公司而言的,不是针对债务人而言的。对于债务人,担保权人是享有担保权的债权人。

正如黑龙江闽成投资集团有限公司与西林钢铁集团有限公司等民间借贷纠纷案〔51〕中,最高法院指出,在股权质押中,质权人可就已办理出质登记的股权优先受偿。举轻以明重,在已将作为担保财产的股权变更登记到担保权人名下的股权转让与担保中,担保权人形式上已经是作为担保标的物的股份的持有者,其就作为担保的股权享有优先受偿的权利,更应受到保护,原则上具有对抗第三人的物权效力。这也正是股权转让与担保的核心价值所在。

其三,担保权人的债权人。股权转让与担保设立之后,如果担保权人破产,担保权人债权人能否要求执行该股权?担保人能否要求排除强制执行?换言之,此时,外观主义能否适用?担保权人债权人对于担保权人持有股权这个外观事实有没有合理信赖?按照部分学者的观点,该债权人并非基于该股权而与担保权人发生交易,所以没有信赖。有可能该债权人与担保权人的债权债务,发生在让与担保的股权登记到担保权人名下之前,此时合理信赖更加无法成立。〔52〕

担保权人债权人要求强制执行该股权时,有两种情形。首先,担保权人对债务人的债权还没有到期,此时担保权人对债务人的权利,仅是一种期待权,还没有转化为现实的请求权。该股权的权益,应当实际归属担保人。其次,担保权人对债务人的债务已经到期,但是债务人无力或拖

〔50〕 参见《山东省高院关于审理公司纠纷案件若干问题的解答》(2018年8月28日),涉及隐名出资的有关问题。

〔51〕 参见最高人民法院(2019)最高法民终133号民事判决书。

〔52〕 参见前引〔47〕,崔建远文。

延履行偿债义务，此时该股权的担保已开始运转，担保权人取得了从该股权的处置中优先受偿的权利，但是不等于担保权人直接取得了该股权。担保权人应当及时将该股权拍卖、变卖，从而偿还其债权人。如果担保权人怠于行使债权，损害到其债权人利益，那么其债权人取得了“代位权”，可以代替担保权人将该股权拍卖、变卖，从中实现债权。

总结起来，这牵涉到风险如何分配更为合理。在股权让与担保的安排中，担保人将股权变更登记到债权人名下，使得债权人成为目标公司的名义股东。按照公司法原理，担保权人成为公司的名义股东，享受股东权利、承担股东义务。该股权有可能被处置，包括转让、拍卖、变卖等。担保人对此等风险应当是明知的，所以要承担相应的不利后果。

理论界和实务界的诸多争议，其实来源于我们对让与担保本质认识的不充分以及股权登记性质的模糊性，从而忽视了从理论上整体架构和解释的可能性。究其本源，让与担保的法律构造，“系信托行为的债之关系加上财产权之转移”^{〔53〕}。我们通常关注后者，却遗漏了前者。运用信托原理解释担保权人的地位，是另一条需要深入研究的路径。担保人将财产转移给债权人，其意图在于担保而非转让，因此尽管债权人成为名义上的所有权人，但是因该财产而生的与担保无关的权利，在担保期间应当仍然归属担保人。这种转让设立了一项信托，尽管到底是基于协议的意定信托、基于法律规定的归复信托，还是两者混合，仍有争议。^{〔54〕}与之类似的是，在股权代持的场合，股权归属名义股东，如果实际出资人要求显名的条件无法实现，那么名义股东以什么样的地位持有该股权？最合理的解释路径也是信托。^{〔55〕}

如果将财产转让认定为信托行为，那么对于股权让与担保，关于担保权人法律地位及权利义务的各种争议，就迎刃而解了。担保权人作为信托项下的受托人，在担保期间，为了担保人的利益而持有股权。担保权人为名义股东，其行使股东权利受到两方面的限制：一是股权让与担保协议的约定，二是作为信托受托人的法定义务，即必须为了担保人的利益而行使。

股权工商登记的效力，包括积极和消极两方面。^{〔56〕}股权让与担保中，股权成为信托财产，尽管由担保权人持有，但是应当与担保权人的固有财产相区分。对外而言，通过担保事项“记载/公示”的方式，可以达成信托财产公示之效果。担保事项的记载/公示，是指在将担保权人记载于股东名册且办理工商变更登记时，明确指出该股权用于担保之目的，或者标明该股东的担保权人之地位。记载/公示意味着标的股权用于担保之目的事项，被其他股东、公司以及外部第三人所周知。不仅可以约束公司和其他股东，而且可以对抗外部第三人。此方法不仅简单易行，而且能有效阻却第三人合理信赖的形成，外观主义不致被滥用。

〔53〕 前引〔4〕，谢在全书，第1106-1107页。

〔54〕 让与担保中的财产转让，属于为了特殊目的（即担保）而设立的信托。相关逻辑可以参考英国法 Quistclose 信托的含义和性质。参见〔英〕威廉·斯威林主编：《特殊目的信托：Quistclose 信托的争议评述》，季奎明译，法律出版社2019年版。

〔55〕 参见葛伟军：《有限责任公司股权代持的法律性质——兼评我国〈公司法司法解释（三）〉第24条》，载《法律科学》2016年第5期。

〔56〕 根据德国《商法典》第15条第1款，应当登记而未被登记的事实，不得以此事实对抗第三人。根据第3款，应当登记的事实被不正确公告的，第三人可以援引该公告的事实，但是第三人明知其不正确的除外。这些条款都为第三人利益将权利外观置于和法律事实同等地位。参见前引〔45〕，C. W. 卡纳里斯书，第103页。

五、结 论

股权让与担保虽然与股权质押的功能相似,但是由于其具有无登记成本、私密性强等特点,在公司实务中颇受欢迎,并有扩大适用之势。股权让与担保凸显了《民法典》和《公司法》之间的冲突与矛盾。担保权人是债务人的债权人,也是目标公司的股东。将其认定为目标公司的股东,能够与公司法规则相衔接(与股权代持类似)。但是,如果公司对股权让与担保是明知的且同意,那么在对内关系上,担保权人的股东权利行使可以受到限制。然而,在对外关系上,仍应当遵循外观主义。对公司的债权人而言,担保权人只能是股东。对担保权人的债权人而言,能否要求强制执行该股权,取决于担保人是否具有排除强制执行的民事权益。这个问题在股权代持等借名登记纠纷中普遍存在。为了准确反映当事人之间的真实意图,同时又能保护第三人的合理信赖,股权让与担保在设立时,应当通知公司,并由公司通过担保事项“记载/公示”的方式,将该股权受限于让与担保的情况,记载于股东名册,并在登记机关登记备案,以此阻却第三人合理信赖的形成,确保担保权人的合法权益。

Abstract: Equity transfer guarantee is an agreement achieved between the debtor/third party (i. e. the surety) and the secured party, often by the way of transferring the shares, which requires the shares as the collateral to be registered under the name of the secured party, giving rise to the conflict between Civil Code and Company Law. Equity transfer guarantee reflects the true intent of each contractual party, without violating the mandatory regulations, therefore it is effective. The relationships involved can be divided into two levels, internal and external. Within the internal relationship, the secured party is the creditor of the debtor and the shareholder of the target company, and exercise of its shareholder rights may be restricted to some extent. In respect of the external relationship, the rechtsschein theorie applies. If a third party has reasonable reliance on the apparent fact of the shares' registration, his reliance shall be protected. The legal status and rights/obligations of the secured party may be interpreted through the principles of trust. By the registration/publicity of the security matter, the equity may be shown as the trust property, and the formation of the reasonable reliance of the third party may be prevented effectively.

Key Words: equity transfer guarantee, nominal shareholder, exercise of shareholders' rights, rechtsschein theorie, reasonable reliance

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)

公司归入权的体系定位与规范构造

周 淳*

内容提要：我国《公司法》要求董事违反忠实义务所得的收入归于公司所有。此规则源于英美法之信托法理，转接于我国民法典体系会面临体系不合与规范不调的风险。一方面，归入权以收入为对象，过于扩张，只有将收入限缩解释为净利益，归入权才能实现返还与交出的双重功能。另一方面，民法上的侵权、无因管理、不当得利均无法解释归入权的规范构造。将归入权定位为公司法对董事违反忠实义务之责任的特别规定，更具可操作性。归入的范围也可以受信关系的解释为基点，根据滥用公司财产与收取佣金回扣、自我交易和与公司竞争三种失信行为类型来区分确定。

关键词：归入权 推定信托 受信关系 返还 交出

• 123 •

一、问题的提出

世界银行在各国营商环境评估中，以控股股东担任的董事与公司之间进行关联交易为案例，通过问卷调查收集各经济体董事责任的有关数据，以评估各经济体保护少数投资者法规的完备性与有效性。我国《公司法》已置备有关规则，却因董事违反忠实义务责任的规范体系不够清晰、法律表述有失准确，在该指数上得分缺失。无论是本应有清楚含义的文字内核，还是在可能模糊的边缘地带，《公司法》第148条第2款的归入权规则均存在解释的不确定性。首先，收入的字面意思是经济利益的总流入，并不必然大于成本或费用。纯从文义解释“收入归公司所有”，可能构成对董事的惩罚，也可能意味着公司可从董事的不当行为中得利，与私法体系存在明显的不相容。其次，收入的范围与计算方式难以明确，收入是否可涵摄董事取得之财物与财产上利益、收入与失信行为之间是否要求因果关系等问题均有待解释。

* 周淳，浙江大学光华法学院讲师。

本文为教育部人文社会科学研究青年基金项目“上市公司反收购法律规制研究”（17YJC820069）、最高人民法院2020年度司法研究重大课题“营业信托纠纷案件审理中的法律问题研究”的阶段成果。

文义解释窒碍难通的原因在于归入权体系定位与规范意旨之晦暗不明。我国 1993 年《公司法》即有归入权规定，近三十年后归入权的适用依旧相当混乱，固然是因公司法体系安排与文义表述上的模糊不清，但更深层次的原因在于，归入权源于英美法上的信托法理，似与大陆法国家民事责任体系扞格不入。2020 年颁布的《民法典》对原本散落在《民法通则》和各单行法、司法解释中的民事责任重行体系化安排，也为精确解释公司归入权提供了契机。本文从董事违信责任的规范意旨出发，分析归入责任的本质，借鉴英美法和大陆法对董事返还违信所得的不同建构思路与处理方法，探索《民法典》时代公司归入权在我国本土化之操作方案。

二、董事归入责任的规范意旨与理论依据

学界对归入权之规范定位言人人殊。有观点认为归入权本质为公司对侵权行为人的损害赔偿请求权。^{〔1〕}也有观点认为归入权是不当得利返还请求权，^{〔2〕}或者虽不属于不当得利返还请求权，但为特殊类型的返还请求权，使本应属于公司的利益“物归原主”^{〔3〕}。还有观点主张归入权兼具侵权损害赔偿请求权和不当得利返还请求权的属性。^{〔4〕}另有学者指出归入权难以归类于既有的民法请求权谱系，系法律赋予公司的处罚权。^{〔5〕}也有主张提出归入权是公司对董事违信行为积极利益的没收，公司章程即可约定。^{〔6〕}观诸争议，主要聚焦于两点：一是归入权的立法目的在补偿公司所受损失抑或阻遏董事的违信行为，二是归入权的规范构成是以返还董事的不当得利为限，还是要求董事交出全部实际所得。一言以蔽之，即归入权的规范意旨是返还抑或交出。

（一）返还抑或交出：归入责任的双重面向

董事应当对公司承担之责任，从结果上看应是唯一且确定的；返还与交出，却在数值上呈现两种可能，且两种进路的理论基础也不相同。返还进路的基点是公司受保护之权益，目标是使公司之利益回复到董事未为违信行为的状态，故归入范围应以公司所受损害为限。交出进路的基点是董事行为的违法性，目标是使董事之利益状态回复到其为不当行为之前。在此进路下，公司不论自身实际遭受的损害如何，有权剥夺董事违反忠实义务的全部事实得利，似已超出损害填补的范畴。实践中，裁判文书对归入权的表述出现“赔付”“退赔”“偿付”等五花八门的用语，正反映了裁判者在这两种进路间的逡巡不定。

返还与交出两种进路之差异，如何体现于公司归入权之构成要件与计算方式，可通过违反忠实义务的不同行为类型说明。假设 A 公司之执行董事张甲有以下四种行为。

1. 【滥用公司财产】张甲挪用 A 公司款项 70 万，购买房屋一套，公司起诉时，该房屋市场

〔1〕 参见杨艳：《公司法上的利益归入：功能界定与计算标准》，载《浙江工商大学学报》2015 年第 6 期。

〔2〕 参见董方军：《论归入权的性质》，载《当代法学》2002 年第 3 期。

〔3〕 参见王保树、崔勤之：《中国公司法原理》，社会科学文献出版社 2006 年版，第 207 页。

〔4〕 参见朱岩：《“利润剥夺”的请求权基础——兼评〈中华人民共和国侵权责任法〉第 20 条》，载《法商研究》2011 年第 3 期。

〔5〕 参见伏军、孙晓光：《解读〈公司法〉第 60 条第 3 款——评最高院〈关于担保法若干问题的解释〉第 4 条》，载《金融法苑》2003 年第 3 期。

〔6〕 参见邓峰：《公司利益缺失下的利益冲突规则——基于法律文本和实践的反思》，载《法学家》2009 年第 4 期。

价约为120万元。

2. 【收取佣金、贿赂】张甲代表A公司招标时,从供货商李乙处收取合同总额的1%即100万的“好处费”,并将该100万作为本金投入股市购买股票并卖出,获利30万。

3. 【从事自我交易】张甲将自己名下物业以230万的价格出售给A公司作为经营场所,市场上同等地段、类似面积的房屋市场价格为200万,张甲购入物业的价格为180万。

4. 【与公司竞争】A公司主营软件开发与销售业务,张甲兼为公司总经理。2016年1月,在为A公司争取重要客户C时,张甲创办一人公司B公司并担任B公司总经理。B公司经营范围与A公司相似,取得了与包括C公司在内的A公司潜在和既有客户,同时开拓了新的客户群。2018年4月,A公司将张甲、B公司诉至法院,请求归入张甲从2016年1月至起诉时从事竞业行为所得收入500万元(包括2016年1月至2018年4月张甲担任B公司总经理期间的薪酬、〔7〕2016和2017年度B公司的税前利润),并判令张甲向A公司转让其所持B公司股权。〔8〕

案型1中张甲挪用公司资金购买房产,案型2中张甲收受回扣并用于股票投资,公司对董事利用其不当行为之所得而产生的利益可否主张归入?案型1、2和4中,张甲得利均可能超出受保护之权益的客观价值,其中案型4之超出部分显然包含了张甲投入自身人力资本所对应的收益。以返还进路解,超出客观价值部分的归属存在争议。以交出进路解,公司从张甲的行为中得利,张甲面临“人财两空”的不利后果。

(二) 归入责任的交出面向

从归入责任的本源看,其强调交出而非返还,这也是归入责任在英美法上被认为是特别责任的原因。在英美法上,董事为公司的准受托人,类推适用信托法中受托人义务的规则。公司将其事务与财产交托予董事管理以实现经营目标,为防止个人利益诱惑影响董事行事偏离授权目标,法律要求董事不得利用职务为自己或他人获得未经授权的利益、不得将个人利益置于与所负职责相冲突的境地。依据衡平法传统,董事不能保有违反忠实义务而得的利益。

法经济学研究为衡平法的这一传统提供了有力支持。公司与董事之间存在利益不一致与信息不对称。公司的利益受制于董事的酌处权(discretion),这一开放性权力的行使高度依赖董事的专业知识、经验与判断力。商业经营的不确定性使人们很难确定公司的不良绩效是否与董事机会主义行为相关。因此,董事违反忠实义务的行为很难被发现,即便被发现,董事若不至丧失违信行为之全部利益,仍有相当动机为机会主义行为。〔9〕因此,无论公司是否实际受有损失,董事均应交出其从违信行为中所得的利益,以阻却机会主义行为发生。但此处之利益,准确表述应为积极利益或净利益,即董事净资产的增加。归入责任并不以惩罚董事为目标。〔10〕譬如,董事篡

• 125 •

〔7〕 封闭公司中常见对身兼公司职位的股东以发放高额薪酬的形式进行利润分配的实践,为简化分析,下文所称薪酬一律仅指以劳动为对价所取得的酬金。

〔8〕 该模拟案例系从两个实际案例演化而来,即“江苏乐辉医药科技有限公司诉谢芳等公司利益责任纠纷再审案”[江苏高级人民法院(2016)苏民再296号民事判决书]和“南京南华擎天资讯科技有限公司与辛颖梅、汪晓刚、张虹、南京擎天科技有限公司损害公司利益纠纷案”[江苏省高级人民法院(2015)苏商终字第00680号判决书]。

〔9〕 See Robert Cooter, Bradley J. Freedman, The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences, 66 N.Y.U.L.Rev., 1045, 1074 (1991).

〔10〕 See Restatement (Third) of Restitution and Unjust Enrichment § 51 (2011).

夺公司机会而与第三人交易所得之财产，公司行使归入权，应支付董事所支付的对价。

同出于阻遏目标，归入责任的构成不以董事的主观过错为要件。董事善意利用其受托地位获取个人利益，可能存在三种情形。其一，董事并非故意追求私利，而是在实现公司利益时附带获取了私利，且他善意地相信该利益的取得不以公司利益为代价。其二，董事取得之私利是公司不可能取得，或者董事无积极义务为公司取得的。其三，董事虽取得私利，但在取得过程中投入了个人资源，亦即私利部分源于个人资源，而非全部源于董事之职权。试以案型4为例说明，从事竞业经营之董事，若经营所分配之净利润与劳务所得薪酬全部归入任职公司，结果无异董事“竹篮打水一场空”“赔了夫人又折兵”。恶意违反忠实义务之董事，应承担付出无偿劳动的后果，正是违信责任阻遏功能的题中应有之义。^{〔11〕}

（三）归入责任的返还面向

阻遏目标或能证成所得剥夺之正当性，却无法证成归入权的返还面向。比较法上，对董事利益冲突交易，公司可行使撤销权以消除董事违信行为之影响，令公司利益回复到董事行为之前。^{〔12〕}在我国，董事自我交易的行为也可准用《民法典》代理人自我代理的规定。与否认交易相反，公司行使归入权之目标在于确认董事违信行为之结果归属于公司。

然而，董事行为之利益为何应归属于公司？在公司并无实际损失，或损失小于董事所得时，董事所得与公司所失的关联看似不复存在，归入责任脱离矫正正义的统辖，与私法之内在融贯性产生齟齬。^{〔13〕}特别在董事与公司竞争商业机会之情形，法官须在公司与董事之间界定系争机会和利用机会所得之利益的归属，有观点认为，这已进入分配正义的疆域。^{〔14〕}

归入责任并未脱离规范所得与规范所失相关联的基本结构。^{〔15〕}正确认识公司之事实所失与规范所失，须以公司与董事之间的受信关系为桥梁，链接公司之应得与所失。公司作为权利主体，享有改变以自身为中心的财产关系和契约关系，令自己与他人间的“请求权”与“自由权”的状态产生变化的能力。但公司本质上仍是法律的拟制，需要自然人经营管理并代之为法律交往，以实现事实上的行动力与控制力。故公司按照法律与章程授予董事以公司名义行事、相应创设公司责任的权力。此权力既然是从内在于公司人格的、公司之法律上能力所分离和授予的，^{〔16〕}董事自当排他性地为公司利益行使之。公司对利益冲突交易的撤销权，公司对特定交易充分知悉的同意有豁免董事违信责任之效力，法律对董事违反受信义务的救济以回复原状为核心，皆因董事只是“站在公司的脚上”行事。

但“原状”应如何界定？一方面，董事的职权既系公司授予，公司就对董事行使职权所获得之利益享有排他的权利。^{〔17〕}董事违反忠实义务，利用公司权力获得个人利益，侵害了公司初生

〔11〕 See Sarah Worthington, *Equity*, Oxford University Press, 2006, p. 128.

〔12〕 受益人对受托人利益冲突交易的撤销权，源于英国信托法。[See *Campbell v. Walker* (1800), 5 Ves 678.] 大陆法系部分法域在民法代理制度中也有规定，如《意大利民法典》第1394条。

〔13〕 参见张家勇：《基于得利的侵权损害赔偿之规范再造》，载《法学》2019年第2期。

〔14〕 See Matthew Harding, Constructive Trusts and Distributive Justice, in E Bant, M Bryan ed., *Principles of Proprietary Principles of Proprietary Remedies*, Thomson Reuters, 2013, pp. 19–36; Kathy Burnett, Distributive Justice and Proprietary Remedies Over Bribes, 35 *Legal Studies*, 302–322 (2011).

〔15〕 See Ernst Weinrib, *the Idea of Private Law*, Oxford University Press, 2012, p. 120.

〔16〕 See Wesley N. Hohfeld, Some Fundamental Legal Conceptions as Applied in Judicial Reasoning, 23 *Yale L. J.*, 16 (1913).

〔17〕 See Ernst Weinrib, Restitutionary Damages as Corrective Justice, 1 *Theoretical Inquiries in Law*, 1 (2000).

的权利 (primary right), 归入权是次生权利 (secondary right), 相应地, 董事负有将权力行使之后果交予公司的责任。另一方面, 对公司利益之救济, 存在至“董事未为义务违反”和“董事妥善履行义务”两个可能的终点。公司利益之圆满状态, 应指董事善意地、以合理谨慎与勤勉履行其对公司所负之职责, 且其判断未受到个人利益或其他因素的任何干扰。所以, 公司之利益依赖于董事的积极实现, 董事未为违信行为不同于董事履行了其对公司之义务, 填补董事违信行为之损害不足以周延救济公司的利益。以董事与公司从事同业竞争为例, 董事不仅可能窃取公司既有客户、商业秘密、资源和商誉, 也可能攫取公司潜在的商业机会, 还可能导致他人取得公司本可能取得的商业机会。董事善意履行义务时公司可能实现的利益, 是无法界定的, 其与公司实际财产总额状态之间的差值, 也无法精确计算。同理, 在董事并无损害公司利益之恶意、公司本不可能取得该利益, 或者董事对利益之取得亦有个人资源投入的情形, 公司或许没有事实上的损失, 但未必没有规范所失。

是故, 归入责任之返还与交出面向并非相互抵触, 而是相互融合的。董事与公司之间的受信关系决定了返还与交出融会的可能。董事对忠实义务的背离, 即为公司权益之受损, “使董事之利益回复到其未为违信行为时应有的状态”与“使公司之利益回复到董事履行义务时应有的状态”得在数值上相统一。

三、英美法上积极利益交出之实践勾勒

英美法上, 董事违信之利益交出与公司受损之利益复归的融合, 是通过推定信托与利润归入两种方式共同实现的。其中, 推定信托更侧重对公司财产的回复, 而利润归入作为无私利规则的回应, 更强调不当利益之交出。

(一) 推定信托作为董事违信的救济手段

推定信托是通过司法创制信托的方式, 使公司对董事之所得享有衡平上的所有权,^[18] 其本质是“对物救济”。英国法院恪守救济与权利的对应性, 公司成为衡平所有权人的前提是公司对董事之所得本就享有财产性权利。公司须向法院证明某一特定财产本应属于公司所有或源于对公司财产的不当利用, 故推定信托的适用情境一般限于董事滥用公司财产这一行为类型。对董事收受的贿赂、佣金应否视为公司财产, 英国法院的观点经过几次反复, 也引发学界数十年的持续争论。^[19] 于董事篡夺公司机会这一行为类型, 英国法认为只有公司对商业机会存在财产性权利时, 方可创设推定信托, 否则公司只能行使归入权。^[20] 相形之下, 美国法更为激进, 不独滥用公司财产、收受佣金贿赂、关联交易的情形, 在董事篡夺公司机会案件中也大量适用推定信托。在经典案例 *Guth v. Loft* 中, 特拉华州衡平法院认为投资与公司经营范围相关的事业为篡夺属于公司的机会,

[18] See *Keech v. Sandford*, 25 E. R. 223 (1726).

[19] See Roy Goode QC, *Proprietary Liability for Secret Profits—A Reply*, 127 *LQR*, 493, 493 - 495 (2011); Lord Peter Millett, *Bribes and Secret Commissions Again*, 71 *CLJ*, 583 (2012); Sarah Worthington, *Fiduciary Duties and Proprietary Remedies: Addressing the Failure of Equitable Formulae*, 72 *CLJ*, 720 (2013).

[20] See Simon Mortimore ed., *Company Directors Duties, Liabilities and Remedies*, Oxford University Press, 2009, p. 336.

董事违反忠实义务取得的股权应视为公司持有。^{〔21〕}

（二）英美法中的利润归入实践

除推定信托外，信托法上受托人利润归入责任也被类推适用于董事的失信行为。在公司无法对利益主张财产权或类财产权时，公司可行使归入权。衡平法上归入权的范围通常为董事从失信行为中所得的所有净利润，包括直接所得（股利、债息、天然孳息、处分财产所得对价等）与间接所得，即“任何可特定化、可计算的且不是不合理地遥远的使用利益、所得和由此取得的收益”^{〔22〕}。直接所得与失信行为之间无须建立条件因果关系或相当因果关系，也不受可预见性之限制。^{〔23〕}董事即便证明其不违反忠实义务亦能取得有关收益，仍负有交出收益之责任。^{〔24〕}同理，董事即使证明公司本不具有取得收益的可能性，也依然负有交出收益之责任。^{〔25〕}但是，对间接所得应与直接所得有条件因果关系，存在争议。如案型2中，董事投资股票所取得的盈利可能是多种条件共同作用的结果，如市场因素、董事个人才能甚至运气因素。

利润归入旨在使董事之资产回到未违反忠实义务的状态，即交出其个人净资产的增加部分。交出全部“净收益”可能使董事承受事实的不利益，此系归入责任阻遏性之所在。首先，仍以案型2为例，假设董事将公司资金100万与其他自有资金共同投入股市，盈利30万，其抗辩30万盈利不应全部归于公司，须证明其本可以其他方式取得该100万本金。因董事本有守护公司财产、防止其与个人财产混同的义务，应承担无法说明收益来源而丧失收益的不利后果。其次，收益可能源于董事的人力资本投入。董事篡夺公司机会或与公司经营同类业务的所得，源于个人时间、精力、知识、经验与能力的投入。董事为善意且利益冲突事实上不存在时，法院可能酌情允许其扣减必要的劳务费用。^{〔26〕}但恶意董事的劳务费用不得扣减。

（三）推定信托与利润归入辨异

推定信托与利润归入均能实现返还与交出功能，但各有侧重。二者的区别首先在对抗力。推定信托是物权性救济，使董事从失信行为中获得的财产或利益成为以公司为受益人的信托财产。据此，该部分财产独立于董事的个人财产，财产被处分时，公司享有追及权与追索权。若董事已将财产移转给第三人，且财产仍存在并可识别，除非第三人不知且不应知董事的受托地位，且已支付公平对价，否则公司可向第三人追索财产。如原物已经被处分而有替代物，返还的效力也及于替代物或价金；处分时董事获有利润的，利润也归公司所有，^{〔27〕}公司可选择要求替代物返还、请求法院对替代物进行变价或金钱赔偿。例如，香港政府因查处并没收某官员的受贿款进而取得该款项上的衡平权益，该官员曾用这笔受贿款中的一部分购买了新西兰一座农场。根据追踪规

〔21〕 See *Guth v. Loft*, 23 Del. Ch. 255 (1939).

〔22〕 Restatement (Third) of Restitution and Unjust Enrichment § 51 (2011).

〔23〕 See Graham Virgo, *Principles of Equity and Trusts*, Oxford University Press, 2012, pp. 602 – 603; Restatement (Third) Of Restitution and Unjust Enrichment § 51 (2011) cmt. e.

〔24〕 See *Murad v. Al-Saraj*, 2005 EWCA Civ 959.

〔25〕 例如，公司的控股股东和董事篡夺了属于公司的机会，董事主张，公司不可能取得该机会，因董事享有否决交易的权力。但法院依然判决董事应将机会取得的收益归于公司。[See *Thorpe v. CERBCO, Inc.* 676 A.2d 436 (1996).]

〔26〕 *Boardman v. Phipps* 案中，受托人始终诚信行事，用特殊的专业能力为受托财产和自己取得了所投资公司的控制权并妥善经营，法院仍认为受托人违反了受托义务，但允许受托人取得其劳务津贴。[See *Boardman v. Phipps*, (1967) 2 AC 46.]

〔27〕 参见前引〔19〕，Sarah Worthington 文，第720页，脚注110。

则，^{〔28〕}该农场可视为这部分受贿款的替代财产，香港政府从而取得该农场的所有权。

对物救济的强大效力得周延保护公司的利益，但可能对董事的其他债权人产生不公平的结果，也对与董事交易的第三人施以极高的注意义务，无益于交易安全。因此，恪守教义传统的英国法对推定信托的适用较为谨慎，推定信托依然是公司财产权的实现方式；但在美国法下推定信托已泛化为对董事违信的一般救济和对不当行为的纠正，无论公司的初生权利性质为何。对显然不利于董事债权人的情形，法官可能行使自由裁量权限制推定信托的适用，如对公司实际损失部分赋予公司就财物的衡平留置权。

推定信托与利润归入在功能上互相替代，公司只能择一主张。推定信托赋予公司以衡平所有权，公司得以介入董事与第三人之间，同时实现交易的归属与利益的返还。所以，推定信托并不以董事已经取得积极利益为前提，而更强调对公司财产状态的原样复归。譬如，公司希望租赁一个旺铺作为营业店面，公司董事在为公司洽谈时以自己名义租下合适商铺，即便董事并未从该交易中获利，公司可直接介入董事与第三人的租赁关系，请求其为租约的实际受益人。利润归入只发生在公司与董事之间，关注董事所得利益的交出，必然以董事因不当行为取得净利益为前提，否则在形式上即构成对董事的惩罚。惩罚性赔偿与衡平法传统相抵触，^{〔29〕}也违反矫正正义之基本原则。^{〔30〕}此外，利润归入的形式只限于金钱价值，若董事取得之财产或财产上利益并未转化为货币形式，则应予变卖或者以价额返还，但计算时点以判决时为准。

四、大陆法中归入权之解释进路探寻

• 129 •

英美法通过“一脚迈入财产法”的方式为利益有被损害之虞的受益人提供救济，以兼顾返还与交出功能。这与衡平法形成之历史根源、赖以延续之道德传统密切相关，^{〔31〕}也与信托制度的特有基因不无关联。诚如梅特兰所言：“受益人是被英国法理学宠坏了的小东西，一直备受偏爱，一些本应该受到严肃对待的法律原则和特征都因为他而遭到违背。”^{〔32〕}然而，大陆法系国家并无衡平法传统，董事受信义务纯是借法结果。接枝能否存活，取决于其理念精神和具体技术与本土法律体系的契合程度。我国现行体系无法容纳以双重所有权为前提的推定信托，公司财产的返还与董事利益的交出两项功能均须着落于归入权规则。但从《公司法》第148条第2款出发，归入权只能是债权请求权，其返还功能难以在民法传统的法定之债和意定之债的界域中寻找落点，其得利交出的功能对大陆法来说更为陌生。

〔28〕 See *Att-Gen for Hong Kong v. Reid*, [1994] 1 AC 324, 336.

〔29〕 See Matthew Conaglen, *The Extent of Fiduciary Accounting and the Importance of Authorisation Mechanisms*, 70 *CLJ*, 548 (2011).

〔30〕 同理，在推定信托的情形，公司主张董事移转财产的前提也是支付董事取得相应财产的成本和费用。该对价应为实际支付的价格，当然如公司能证明其本可以以更低价格取得，亦可支付更低价格。

〔31〕 See Mike MacNair, *Equity and Conscience*, 27 *Oxford J. Legal Stud.*, 659, 672 (2007).

〔32〕 〔英〕梅特兰：《国家、信托与法人》，樊安译，北京大学出版社2008年版，第122页。

（一）法定之债

1. 侵权损害赔偿

董事失信责任为侵权责任，是目前较有影响力的一种主张。^{〔33〕}有观点认为，归入责任类似于侵权责任中的获利返还制度。^{〔34〕}这种观点可能受到美国法的影响，因违反受信义务也被视为商事侵权的一种。而且，从遏制和惩罚董事失信行为、周延救济公司与股东利益的角度，公司法特别规定以董事违反忠实义务的获利赔偿公司遭受的损害，在法政策上并无不洽之处。

然而，归入责任与我国现行侵权责任的规定存在显著不兼容。其一，失信责任所保护的、董事善尽义务时能实现的公司利益，未必是侵权法所保护的客体。从《民法典》侵权责任编可见，侵权法所保护之客体，均得被法律以权利形式明确归属，如人格权、财产权、债权。^{〔35〕}公司之目标在于整合各种形式的财产、资源与利益，通过董事会主导下的经营实现“整体大于部分之和”的长期价值。公司的营销渠道、商业机会、客户资源，均能产生经济利益，但确定性很低，也无法讨论归属。其二，即便得为法律明确保护，上述利益的损害也难以证明与衡量。虽然《民法典》确认了以得利为基准的损害赔偿计算，但该计算方式可否一般性地用于财产受侵害依然存在疑问，按照《民法典》第1184条财产受侵害时的损失计算方法，侵权法只保护公司在侵权行为发生时已经固化的财产的客观价值。以案型3为例，按照侵权法，公司至多可主张30万的损害赔偿，但按公司法的归入责任，公司可主张董事50万的净收益归于公司所有。

2. 权益侵害型不当得利之受益人返还

德国学界有少数学说主张，公司归入权的构造类似于不当得利法。^{〔36〕}与侵权法不同，不当得利法之目的在于回转欠缺法律原因的财货移转，其理论基础在于权益的归属，也就无需以受益人的故意或行为的违法性为要件。这与英美法归入责任不以过错为要件相呼应。但以不当得利作为归入权之理论基础看似省便，仍有不能洽和之处。

首先，不当得利之关注点在受益人保有利益的正当性，而该正当性来源于法秩序对权益的归属划分。权益加害型不当得利在绝对权受损之情形自无问题；但适用在董事、高管违反忠实义务损害公司利益之语境，未必无碍。忠实义务之核心，在防范和管理受义务人个人利益与所负职责的冲突。滥用公司财产仅为违反忠实义务之一种类型，从公司获取财务协助、使用公司商业秘密，侵害了公司财产的利用权能，也可归于此类。但公司的信息、资源和商业机会不具有财产形态；董事、高管利用公司职位获取贿赂与回扣、从事与公司相竞争的营业行为、与公司发生关联交易，更难为不当得利法所容纳。

其次，权益加害型不当得利虽可构造使受益人返还所得的法律效果，但返还以权利人的损失

〔33〕 参见施天涛：《公司法论》，法律出版社2018年版，第408页。司法实践中也有这种观点，比如潘勇锋：《论公司董事的侵权责任》，载《人民司法》2009年第11期；最高人民法院公报案例“林承恩与李江山等损害公司利益纠纷案”，载《最高人民法院公报》2014年第11期。

〔34〕 参见前引〔1〕，杨艳文。

〔35〕 在《民法典》制定实施前，《侵权责任法》第2条明确规定：“侵害民事权益，应当依照本法承担侵权责任。本法所称民事权益，包括生命权、健康权、姓名权、名誉权、荣誉权、肖像权、隐私权、婚姻自主权、监护权、所有权、用益物权、担保物权、著作权、专利权、商标专用权、发现权、股权、继承权等人身、财产权益。”

〔36〕 Grigoleit/Schwenicke, 1. Aufl. 2013, AktG § 88, Rn. 14.

限度为限。受益人所得大于受害人受损时,受益人无需返还其全部所得,否则,则“反使受害人产生不当得利之结果”〔37〕。

再次,在原物无法返还时,受益人可返还其价额。但通说认为,该价额应为物的客观价值,而非物之实际交换价值,〔38〕而且,为了不使善意受益人承受不利益,善意受益人仅在现存利益范围内负返还义务,也得保留其因劳务或特殊技能取得的利益。即便是恶意受益人,也可以取得劳务费用和管理费用。易言之,董事滥用公司财产而财产灭失的,只需支付给公司客观价值,这与私人征收无异,公司被迫接受其本不愿加入的合约,再考虑到董事对公司的控制权,公司利益将沦于为董事予取予求之境地。

不当得利法只有矫正财产变动之功能,并不适用于评价董事失信行为。英美法上,因返还救济同时适用于不当行为法与不当得利法,也曾有学者尝试,以不当得利作为适用返还救济的所有规则的共通基础。〔39〕但这一进路无法统一回复财货移转的返还与交出不当行为利益的返还,〔40〕因二者债因完全不同。造成财货不合法秩序移转的行为未必具有违法性,可脱离行为的违法性与可归责性,却无法证成不当行为之收益交出后果。因而学者富有洞见地指出,“在不当得利法中引入行为视角并扩大返还范围以发挥其制裁功能,将扰乱其内在价值的一贯性”〔41〕。

3. 不法管理人之管理利益归入

有学者指出,以准无因管理下本人的利益返还请求权建构公司归入权,能更充分保护公司的利益。〔42〕我国《民法典》第980条规定,管理事务不属于第979条规定,但受益人享有管理利益的,受益人应当在其获得的利益范围内向管理人承担第979条第1款规定的义务。立法释义认为,不真正无因管理中的不法管理,虽然符合侵权、不当得利的条件,但侵权和不当得利不能充分保护权利人利益时,可以准用真正的无因管理返还制度,从而尽可能实现对本人的救济。〔43〕董事、高管从行使职权中获取私利,无论是侵占利用公司财产或资源、收取贿赂回扣的行为,还是从公司取得财务协助的行为,均可视为将公司事务当作自己事务管理。

但这一进路仍有不足。不法管理时,管理人系明知为他人事务,而以为自己事务管理,主观心态为恶意。但董事可能善意地违反忠实义务,例如董事诚信地认为商业机会不属于公司而自己利用,此时构成误信管理。管理人无为他人管理的意思,法政策上又不存在惩罚恶意管理人的必要,故误信管理完全不适用无因管理的规则,而应回到不当得利或者侵权行为的框架。

因此,无论是侵权、不当得利,还是无因管理,均无法在不突破既有体系,又不折损归入权之功能的前提下提供融贯的解释框架。不法管理或能提供大于侵权与不当得利的返还数值,但无法涵盖董事因疏忽大意或过于自信而失信的情形。

〔37〕 史尚宽:《债法总论》,中国政法大学出版社2000年版,第92页。

〔38〕 参见王泽鉴:《不当得利》,北京大学出版社2017年版,第169页。

〔39〕 See Goff, Jones, *the Law of Restitution*, The Commercial Press, 1998, p. 709.

〔40〕 See James Edelman, *Gain-based Damages*, Hart-Publishing, 2002, p. 36.

〔41〕 前引〔13〕,张家勇文,第65页。

〔42〕 参见赵廉慧:《作为民事救济手段的无因管理——从准无因管理制度的存废谈起》,载《法学论坛》2010年第2期。

〔43〕 参见黄薇主编:《中华人民共和国民法典释义》,法律出版社2020年版,第1784页。

（二）意定之债

归入责任与侵权、不得当利或无因管理均存在龃龉难合之处，将其定性为违约损害赔偿之替代或具体计算方式，或能减少对大陆法既有体系之冲击。这一进路回归大陆法系所界定之董事与公司关系的本质。德国、日本和我国台湾地区均认为董事与公司之间的关系为委托关系，董事忠实义务应为受托人所负之事务处理义务所涵摄。我国法学界也吸纳了这种观点。^{〔44〕}而且，民法委托合同中受托人利益交付义务等规定可以直接适用于部分失信行为，减少融合负担。

我国台湾地区“公司法”原只规定了董事竞业时公司的归入权，2011年修订中将归入权适用到公司负责人违反忠实义务的所有情形。该次修订明确公司负责人受托义务之规定延续自英美法及日本商法“公司与董事间之委任关系”的路径，并援引台湾地区“民法”委任合同中受任人的义务以说明。^{〔45〕}易言之，立法理由似将归入权视为民法上受托人对委托人交付利益与报告颠末之义务在公司法中的特别规定，但学界在法条的具体解释论上又受英美法归入责任的影响。学者认为“将该行为之所得视为公司之所得”系指董事应交付其由该行为所得之金钱、其他物品或薪酬或将所取得之权利移转于公司，^{〔46〕}其目的在于“不让违反忠实义务的公司负责人得以保有不法之利益所得”^{〔47〕}。对归入的范围，有观点主张是利益的增量，也有观点主张应为董事行为之“对价”。以董事为竞业行为为例，以为对价包括董事所得之薪酬，以达成“藉由事后惩罚发挥事前警惕效果之目的”^{〔48〕}，此论已远超出受托人利益交付义务的范围，因受托人之利益交付义务本以处理代理事务为前提，收受佣金、贿赂和从事竞争行为，均不在此限。台湾地区公司法学者解说扩张解释的理由为，“获利吐还不仅可以降低违反义务之诱因，亦可得衡平之果”^{〔49〕}。

德国法与日本法均将归入责任界定为董事债务不履行的损害赔偿赔偿责任。德国法通说认为，公司的介入权本质系损害难以证明时损害赔偿请求权的替代。^{〔50〕}日本《公司法》第423条第2款规定，若董事、高管从事交易涉及同业竞争，则董事、高管或第三人从上述交易中获得的利益数额推定为前款的公司损失数额。日本《公司法》这一规定与日本《信托法》保持一致，^{〔51〕}日本《信托法》修订时学界对应否规定归入责任进行了激烈争论，因归入责任与日本私法体系并不相容，^{〔52〕}最后以所得数额推定损害数额的方式进行规定，“是考虑到信托法与民法之间的平衡”^{〔53〕}。公司法亦同理。但将董事所得“推定”为损害赔偿数额，意味着应以公司受有事实损害

〔44〕 参见王保树、崔勤之：《中国公司法原理》，社会科学文献出版社2006年版，第207-208页。实践中也有这种做法，见《上市公司治理准则》（2002）与《上市公司治理准则》（2018）。

〔45〕 参见中国台湾地区“立法院”《“立法院”公报》第100卷第49期，第401页。

〔46〕 参见柯芳枝：《公司法论》，三民书局股份有限公司2012年版，第307页。

〔47〕 刘连煜：《新修正公司法讲座第一讲：公司法2012及2011年新修正条文析论（一）》，载《月旦法学教室》第122期，第45页。

〔48〕 林国全：《董事竞业禁止规范之研究》，载《月旦法学杂志》2008年第8期，第232页。

〔49〕 曾宛如：《公司法法制——基础理论之再建构》，元照出版有限公司2017年版，第240页。

〔50〕 Henssler/Strohn GesR/Dauner-Lieb, 3. Aufl. 2016, AktG § 88, Rn. 9; MüKoAktG/Spindler, 4. Aufl. 2014, AktG § 88, Rn. 33.

〔51〕 日本《信托法》第40条第3款规定受托人违反忠实义务时，其与利害关系人所获得的利益额推定为信托财产的损失。不过，在商法学者拟定的《日本商事信托法纲要》中规定要求受托人返还利益并不影响损害赔偿，实则将归入责任与损害赔偿并行，而不是作为损害赔偿计算的一种方式。

〔52〕 〔日〕樋口范雄：《信托与信托法》，朱大明译，法律出版社2017年版，第107页。

〔53〕 姜雪莲：《信托受托人的忠实义务》，载《中外法学》2016年第1期，第191页。

为前提,董事若证明公司并未遭受损害,或者其遭受的损害与董事失信行为并无因果关系,将免于责任承担。此外,既然为“推定”,法官即有较大自由裁量权,这与英美归入权严格的所得全部交出不同,法官可以视公司受损害的状况、董事的得利与主观过错行使自由裁量权。在一则判例中,董事为其家属设立的公司从事竞业交易,法官裁判综合董事在第三人公司融资与经营中所起的作用和董事取得的利益,以董事及其家人在该公司所获的薪酬之50%作为公司的损害额。^[54]

委托关系说不能完全揭示我国法上公司与董事之间关系的本质。对董事之任职资格、职位设定、职权设置,我国《公司法》之规定均有一定强制性。董事之受信义务是法定义务,公司章程不得排除。因此,一般认为董事与公司的关系带有法定性,董事是法定职位,^[55]是“自成一类”(sui generis)的^[56]。而且,归入责任之规范意旨与传统违约损害赔偿之间的张力也须调适。其一,合同法中通常不存在以获益交出为目的的损害赔偿,违约方违背其合同义务时,仅须赔偿守约方预期利益的损失,不必然包括机会损失。所以,合同法并不禁止效率违约,也不特别阻遏故意违约。但归入责任的构造,是要求董事将全部净收益转移给公司,使董事的违约收益至少不大于董事的履约成本,以消灭董事个人利益的实现可能来杜绝董事对忠实义务的“效率违约”。其二,违约损害赔偿之目的在于使守约方复归合同义务未被违反、顺利履行的状态。^[57]董事与公司之间受信关系决定公司对委任合同的预期利益在缔约时无法明确,在董事违约时也很难界定。董事所行使之职权源于公司授予,而公司授权之目的在于提升公司利益。如果公司之“最佳利益”即为公司之预期利益,那么此预期利益是永远不可知的。其三,按照违约责任的原则,守约方的预期利益损失应在违约方可预见的范围之内,且与违约行为有因果关系,违约的损害赔偿范围与过错密切相关。但归入责任对因果关系之要求极为宽松,也不以董事之主观过错为前提。

• 133 •

五、归入权本土化方案之具体展开

公司归入权面临的难以在体系中妥当安置的困窘,是混合继受必然产生的疑难。表面上是技术问题,根本上是两大法律体系从根骨到枝节的差异。德国法和日本法皆采用民法损害赔偿为砧木、衡平收益交出为接穗的“嫁接”方式,由于两国均只对董事从事同业经营这一行为类型规定了公司归入权,嫁接的难度相对较低。^[58]而根据我国《公司法》第148条,归入责任概括性地适用于董事和高管违反忠实义务的全部情形,增加了转接与融合的难度(见表1)。^[59]当然,公

[54] 本案中,第三人公司常年处于资不抵债状态,因此法院未将第三人所获得的利益推定为公司的损害额。[参见名古屋高等法院平成20年(2008年)4月17日判决(金融商事判例第1325号,第47页)。]

[55] 参见前引[33],施天涛书,第368页。

[56] See Robert C. Clark, Agency Costs versus Fiduciary Duties, in John W. Pratt, Richard J. Zeckhauser ed., *Principals and Agents: The Structure of Business*, Harvard Business School Press, 1985, p. 56.

[57] 参见姚明斌:《〈合同法〉第113条第1款(违约损害的赔偿范围)评注》,载《法学家》2020年第3期。

[58] 这与德国法与日本法上早期均没有公司董事忠实义务的概括性规定,仅单独规定其竞业禁止义务有关。

[59] 从文义上看公司归入权并不适用于监事违反忠实义务的情形。当然,其中不能说没有体系解释的空间。笔者即认为,监事违反忠实义务的所得应类推适用第148条第2款归入责任的规定。同样,《公司法》第20条、第115条、第147条关于董事、高管忠实义务的规定,也应类推适用第148条第2款归入责任。为表述便宜,本文集中探讨董事违反忠实义务时公司的归入权,但公司的高级管理人员违反忠实义务时,其归入权之适用大体与董事相同,特此说明。

司法是民法之特别法，归入是公司法上对董事失信责任的特别规定，本来也不必削去个性以适应民法之一般规定。解释论的目标，也正是从忠实义务各行为类型下公司利益保护的“痛点”出发，尽可能于微观处融贯交出与返还，于宏观处兼顾公司法之特别性与体系性。

表 1 归入责任在忠实义务各类型的适用

行为类型	子类型	对应条款	突出争议
滥用公司财产	侵占挪用公司财产或资金	第 147 条第 2 款；第 148 条第 1 款第 1 项	董事、高管向第三人转让财产，公司得否主张财产返还；间接所得可否归于公司
	财务协助	第 148 条第 1 款第 3 项	
	使用公司资源、商业秘密	第 148 条第 1 款第 7 项	
收受佣金、贿赂		第 147 条第 2 款；第 148 条第 1 款第 6 项	间接所得可否归于公司
自我交易		第 148 条第 1 款第 4 项	公司选择承认合同的履行利益后，可否再主张归入
与公司竞争		第 148 条第 1 款第 5 项	董事投入个人劳务、能力与经验所得利益可否归于公司

（一）滥用公司财产与收取佣金回扣

对董事侵占、挪用公司财产等行为类型，公司可主张返还原物请求权。但在董事侵占公司财产并向第三人移转的情形，公司的返还原物请求权无法对抗善意且支付合理对价的第三人，公司可请求归入董事从交易中获得利益，包括交易价格高于财产之真实价值或市场价格的部分。至于间接所得，其系由失信所得之收益变得之财产所产生的收益，如前述案型 1 中董事购买房屋取得的利益，如原告得证明董事所得与其失信行为有直接因果关系，也应归于公司所有。按民法违约责任之规定，归入范围不应超过董事可预见之范围。但侵占挪用之行为类型，董事定然知道或应当知道其行为给公司造成损害，董事作为准受托人，负有善意经营公司财产，至少不将公司财产与个人财产混同之义务。^{〔60〕}对董事之恶意违约行为，突破可预见性原则并不会不合理地增加董事的风险负担，在公司与董事之受信关系中，也不存在以可预见性之约束促进交易之必要。

董事收取贿赂、回扣、佣金等利用职位获取私利的行为，应准用滥用公司财产有关规则。有观点认为，受托人所获利益如系第三人对受托人之个人赠与，无须交出，若是为贿赂受托人之目的，则应当充公。^{〔61〕}然而，管见以为，这一观点并未认识到受托人利益冲突的实质。董事与公司之间的契约是继续性的，第三人对董事个人的赠与，即便与当下的事务处理无关，也将诱使董事偏离为公司利益最大化行事的目标。对第三人的真实意图之辨识和证明成本太高，何况，无论佣金、回扣或贿赂，均为公司本可免于支付却实际支付的过高对价，实为公司财产对董事的支付。对利用职务便利收取的佣金、贿赂应否视为公司财产，英国法院和学界也曾犹疑不决。^{〔62〕}

〔60〕 我国《公司法》第 148 条第 1 款第 2 项规定的，董事、高管不得“将公司资金以其个人名义或者以其他个人名义开立账户存储”即当做此理解，不过由于立法技术有限，条文语义较为模糊。

〔61〕 参见前引〔37〕，史尚宽书，第 398 页。

〔62〕 参见前引〔19〕，Roy Goode QC 文，第 493 页；前引〔19〕，Lord Peter Millett 文，第 583 页；前引〔19〕，Sarah Worthington 文，第 720 页。

传统信托法将受托人利用职位获取的所有私利均视为为信托财产所有。从19世纪末始,为平衡董事债权人利益,英国法院着意区分不直接涉及公司固有财产的受信义务违反,认为贿赂、佣金若非来自公司财产,^[63]公司仅得行使归入权,而不能主张推定信托。^[64]但这一转变遭到来自学界的激烈批评,故英国最高法院在晚近回归传统立场,肯定了公司对佣金、贿赂衡平上的所有权。^[65]董事获取佣金、贿赂或回扣等私利,等同于挪用公司财产或本应由公司取得的财产。

(二) 自我交易

董事与公司自我交易之情形,试以公司授权董事购买某物,而董事将其所有物出售给公司为例(案型3)说明:若交易价格不高于市场价格,公司利益并无损害之虞;若交易价格高于该物的市场价格,公司可拒绝承认合同效力。问题是,若合同已经履行完毕或者交易物的市场价格发生波动,公司选择认可合同更为便宜时,公司可否再主张董事自出售中所获的利润?公司认可董事失信行为的效力并不当然豁免董事的失信责任,《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的规定(五)》第1条规定,公司对关联交易履行法定或章定的决策程序,董事仍要承担损害赔偿责任。案型3又可分为两种情形。若董事张甲是在获公司授权后取得该房屋并将之转手给公司,即便公司出于各种原因认可交易,董事仍应将其获得之利润(出售价与成本价之间的差额)交出给公司,因为董事本有义务以成本价为公司直接购得系争房屋。但若董事购入房屋时并不知公司欲寻找经营场所,唯其向公司出售时未披露本人利益,也构成忠实义务的违反。公司知悉利益冲突后如选择承认交易,即不能再主张其时房屋的市场价格与董事购入成本价之间的差额,而只能就公司购入价格与交易时房屋市场价格之间的差额进行主张。

而且,我国《公司法》对董事的直接自我交易与间接自我交易规定了不同的责任形态,^[66]也会导致内部人着意规避法律、公司利益受损的结果。将归入权视为损害赔偿的替代方式,则产生《公司法》第21条准用归入权的可能,从而将两类自我交易的法律后果同一化。

(三) 与公司竞争

在董事或者高管与公司从事竞争行为,包括篡夺公司机会或与公司经营同类业务时,归入范围计算尤为复杂。以案型4为例,公司向从事竞业行为的张甲主张公司经营期间的净利润、张甲作为高管所得的薪酬和公司股权等利益。公司股权不属于失信所得,因投资设立公司本身并不产生利益冲突,但B公司与A公司从事同类业务,违反了同业经营禁止条款。B公司已经产生之净利润,固然来源于从A公司窃取之客户与A公司之商誉,也有张甲的初始物质资本和张甲及其员工的人力资本贡献。张甲从公司取得的薪酬,不排除有实质的利润分配——这在封闭公司是常态,更主要是其人力资本之对价。此时,张甲未从事竞争行为时公司本应拥有的财产总额很难证明,但若直接将上述利益全部归入,又可能使公司反从张甲失信行为中获利。

司法实践中,此类案件存在严重的同案不同判现象。有法院裁判归入范围为董事担任所设立

[63] 例如,原告若能证明被告收取的贿赂或佣金实际源于公司向行贿者或佣金提供者支付的对价,则推定信托成立。

[64] See Sinclair Investments (UK) Ltd v. Versailles Trade Finance Ltd (In Administration), [2011] 3 WLR 1153.

[65] See FHR European Ventures LLP v. Cedar Capital Partners LLC, [2014] UKSC 45, [2015] AC 250.

[66] 参见《公司法》第21、148、149条。

实体（以下简称“竞业公司”）的董事高管所得的工资薪金，^{〔67〕}有法院主张应纳入竞业公司从事相竞争业务产生的税前利润，^{〔68〕}有法院确认归入范围包括竞业公司从事相竞争业务产生的可分配利润，^{〔69〕}有法院判决竞业公司的营业收入和董事所持有的股权增值之和均应归于公司所有，^{〔70〕}还有法院径行“酌情认定”归入的范围，却不予以任何具体说理^{〔71〕}。裁判不一致的根源在于无法确定与公司竞争时董事所得与公司所失的本质，继而无法理解归入权之正当性。董事、高管负有促进公司利益之法定义务，对公司利益的复归，应至董事履行受信义务时公司的利益状态方为完全。如前所述，董事权力来源于公司赋予，公司对董事行使权力所产生之利益享有权利。这是由董事与公司之间的受托关系所决定，也与商业世界中臂距交易的双方相区别。

以篡夺公司机会为例，公司对某些商业机会虽无对世性权利，却可对抗董事，其缘由在于董事系因职权知悉机会或受托为公司寻找机会。“属于公司之机会”仅在公司与董事之间成立。再以同业竞争为例，任何公司都不具有在一定地域和行业內排除竞争的合法权益，但公司之所以排除董事、高管从事同业经营，既是为保证董事、高管对公司事业的精力投入，也是为防止其与公司竞争的风险。当然，董事与高管的情形略有不同。董事，特别是非执行董事，并无禁止兼职之义务，但公司高管一般负有投入其全部人力资本而使公司利益最大化的义务。而且，高管与公司经营有关之知识、信息、技能与经验，虽转化沉淀为个人资本，但至少部分源于公司职务。易言之，因公司事实上之可得利益无从确定，故法政策将董事、高管从失信行为中所得视为公司之应得，虽可能无法实现数值上绝对客观之对等，但在规范上并未超出损害填补的框架。^{〔72〕}所以，在案型4中，公司对张甲同业竞争行为之归入权，与对其篡夺公司交易机会（C公司）之归入权发生竞合，公司得向张甲主张B公司经营期间的税后净利润和张甲取得的薪酬。

六、结 语

英美法中，失信责任从理念、原则到构成要件均有别于违约责任和侵权责任，违反受信义务也是独立于违约之诉和侵权之诉的诉由。推定信托与利润归入互为补充，以实现补偿公司和震慑

〔67〕 如“沈阳东方银座国际酒店有限公司诉王哲公司利益责任纠纷案”[辽宁省沈阳市大东区人民法院（2016）辽0104民初13508号民事判决书]，“恩平市汉邦陶瓷有限公司与刘福来损害公司利益纠纷上诉案”[广东省韶关市中级人民法院（2014）韶中法民二终字第81号民事判决书]。

〔68〕 如“江苏乐辉医药科技有限公司诉谢芳等公司利益责任纠纷再审案”[江苏高级人民法院（2016）苏民再296号民事判决书]，“济南南方管道设备有限公司与李家庄、济南南方泰威机械设备有限公司损害公司利益责任纠纷案”[山东省高级人民法院（2015）济商初字第38号民事判决书]。

〔69〕 如“烟台众联实业有限责任公司与烟台瑞和丰家纺有限责任公司、王光村损害公司利益责任纠纷案”[山东省烟台市中级人民法院（2015）烟商二终字第109号民事判决书]。

〔70〕 如“南京南华擎天资讯科技有限公司与辛颖梅、汪晓刚、张虹、南京擎天科技有限公司损害公司利益纠纷案”[江苏省高级人民法院（2015）苏商终字第00680号民事判决书]。

〔71〕 如“深圳犹迈网络科技有限公司诉马润杰公司利益责任纠纷案”[广东深圳市宝安区人民法院（2016）粤0306民初11671号民事判决书]。

〔72〕 仔细辨析可以发现，董事经营同类营业，未必给公司造成竞争风险，例如，董事经营之“竞业公司”与公司虽处在同一行业，但不在同一省域，就两公司之经营规模与业务情况观之，不存在任何竞争的可能性。此时，以董事之所得等同于公司之应得，有可能导致公司的不当得利。此时更可行的方法是对《公司法》第148条第1款第5项进行限缩解释。竞业行为之构成已超出本文讨论的主题，此处不再赘述。

董事的双重目标。但我国的实定法体系无法容纳推定信托，实践中归入权的适用也窒碍重重。“水土不服”是法律继受难以避免的问题。唯有超越规则的“复制粘贴”，寻找功能应合与规范调和的方法，方能实现借入规范的微观适应。^{〔73〕}

《民法典》颁布对《公司法》的进一步修订与完善提出了挑战，也提供了契机。法条所采之“收入”表述，不符合矫正正义，将构成公司的不当得利，应修订或限缩解释为“净利益”，即董事、高管违反忠实义务所得的利益增加。利益能涵摄所得之财产与财产上利益，而限于货币形式。如此，则毋庸对董事取得之财物进行变卖或拟制计算，得更周延实现公司利益的复归。以此为前提，归入责任的返还与交出面向完全交融。董事的权力源于公司，董事之事实所得即为公司之规范应得，并未超出损失填补的框架。

但在具体的规范构造上，现行法下侵权、不当得利、无因管理和违约责任之规则，均无法妥适地提供归入权的安置方案。公司法上董事责任也本应有自己的原理和构成。公司治理之目标在于实现权责利相统一。董事责任不仅是简单的利益、损害与因果关系计算，更是公司善治的实现之道。公司的营利性、董事权力的酌处性和商业经营的风险性，决定董事责任的计算不可能有完全客观、答案唯一的数值，必然需要法官的价值判断。观吾东邻，日本《商法典》在20世纪50年代新增了第254—3条董事忠实义务，^{〔74〕}但在长达四十年的时间里，该规则从未被单独适用过，直到20世纪90年代后，才成为“活的法律”。^{〔75〕}在司法裁判的经验积累与学术研究的反复探讨中，逐渐深化对公司的组织特质、董事地位与责任的理解，大约是董事受信义务本土化无法绕过的迢遥路途。

• 137 •

Abstract: Article 148 of Company Law provides that all income a director receives in breach of duty of loyalty should be disgorged to the corporation. The account of profits remedy was transplanted from equity in England, however, the transplantation has caused incoherency to current domestic rules. On one hand, “income” shall be interpreted as “net profit” to fulfil the remedy’s function of disgorgement and restitution. On the other hand, none of the tort, *negotiorum gestio* or unjust enrichment provides a feasible framework to adopt account of profits. Account of profits as an alternative of compensation for breach of fiduciary duty should be a more favorable solution. And the calculation formula of profits may be established on a more concrete categorization of disloyal behaviors.

Key Words: account of profits, constructive trust, fiduciary, restitution, disgorgement

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)

〔73〕 参见汤欣:《法律移植视角下的短线交易归人权制度》,载《清华法学》2014年第3期。

〔74〕 日本《商法典》第254—3条规定:“董事负有遵守法令或章程规定及股东全会决议,为公司忠实执行其职务的义务。”(王书江、殷建平译:《日本商法典》,中国法制出版社2000年版,第66页。)

〔75〕 See Hideki Kanda, Curtis J. Milhaupt, Re-examining Legal Transplants, The Director’s Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law, 51 *Am. J. Comp. L.*, 887 (2003).

中国公司法产生源流考 ——以日本法的影响为视角

朱大明*

内容提要：在我国公司法的历史上，作为第一部完整规定公司制度法律的1904年《钦定大清商律》、作为第一部单行法的1929年《公司法》以及1914年《公司条例》具有重要的意义。这三部法律文件不仅在内容上存在差异，同时各自所面对的立法背景与立法环境都存在很多的不同。这三部法律文件之间具有内在关系，其中包含对于今天公司法完善仍然有益的信息，这有助于更深刻地了解我国公司法自身，而且对于未来公司法的发展具有重要意义。

关键词：大清商律 商事立法 法律移植 公司法的历史

一、序 言

我国最早的公司法一般认为是1904年1月由清政府颁布的《钦定大清商律》。《钦定大清商律》共有两编，第一编为《商人通例》，第二编为《公司律》。虽然《公司律》只是作为《钦定大清商律》的一编，并不是一部独立的法典，但是毫无疑问，《钦定大清商律》是我国第一次以法典的形式确立了公司这种经营组织，也是我国第一次建立了一套较为完整的公司制度，具有划时代的意义。

我国第一部作为单行法的《公司法》是1929年由中华民国政府正式颁行的。该《公司法》在大陆地区一直适用到1949年中华人民共和国建立为止，在我国台湾地区沿用至今。1929年《公司法》不仅在我国实施的时间较长，更重要的是它真正确立了我国公司法相关的诸多基本理论与基本制度。1929年《公司法》作为我国第一部较为完备的公司法在我国公司法的历史上具有重要意义。

* 朱大明，北京大学国际法学院副教授。

在1904年《钦定大清商律》与1929年《公司法》之间,我国还有一部经常会被遗忘的重要法律文件,那就是中华民国政府于1914年颁布的《公司条例》。1914年的《公司条例》由于未经立法程序,而是以大总统令的方式颁布的,因此从严格意义上来说,其并非一部法律。但是,从中国公司法法统的传承上来说,1914年颁布的《公司条例》不仅是1929年《公司法》的源头,而且也是1904年《钦定大清商律》与1929年《公司法》之间的连接点。从1914年到1929年近15的时间里,《公司条例》不仅发挥着一部公司法的作用与功能,而且也为日后1929年《公司法》的正式出台积累了大量的经验与教训。因此,《公司条例》在我国公司法最初的形成与发展中具有不可忽视的作用。

在历史的长河里,这三部法律之间究竟是一种什么样的关系?它们对中国公司法日后的发展究竟发挥了什么样的作用?这对于今天我国公司法的发展而言,仍然是值得思考的重要问题。大量的公司法制史的文献中都指出中国公司法产生的初期受到了日本法的较多影响。本文希望全面梳理对我国公司法的建立与发展具有重要意义的三部法律的制定过程以及三者之间的内在关系,并在此之上,试探寻日本法对我国公司法的产生以及发展初期究竟具体产生了哪些影响。此外,伴随着我国经济的迅猛发展,我国公司法的实践与理论积累已经远不是百余年之前公司法建立之初的场景。采纳万国之精华,构建中国公司法的完整理论、实现公司法的现代化已经成为当前公司法学界的重要使命。而面对未来,我们更有必要回顾我国公司法成立的艰难历程,从历史的角度更深刻地去认识自己,这对于完善我国公司法具有重要意义。

二、中国公司法演进的明线

• 139 •

首先有必要对1904年《钦定大清商律》、1914年《公司条例》以及1929年《公司法》这三部法律的基本情况做一个整理与说明。

(一) 1904年《钦定大清商律》

1904年1月清政府颁布了《钦定大清商律》。这是我国历史上第一部也是到目前为止唯一的一部商法典。《钦定大清商律》共计两编,其中第一编为《商人通例》,共有九个条文,第二编为《公司律》,共有131个条文。^{〔1〕}

大清商律的起草时间非常短,从1903年4月开始起草到1904年1月草案被批准一共只有九个月的时间。^{〔2〕}因此,可以说大清商律的出台非常仓促,作为我国第一部公司法典,显然其内容并没有经过慎重的研究与设计。

不仅如此,在制定大清商律的时候,我国尚没有制定民律(民法),^{〔3〕}未有民法、先有商

〔1〕《钦定大清商律》第二编《公司律》作为一部公司法来看的话,内容非常完整,全文共由十一节构成。其中,第一节是公司分类及创办呈报法,第二节是股份,第三节是股东权利各事宜,第四节是董事,第五节是查账人,第六节是董事会议,第七节是众股东大会,第八节是账目,第九节是修改公司章程,第十节是停闭,第十一节是罚则。因此,从内容上来看《公司律》可以说是一部完整的公司法。

〔2〕1903年4月22日清政府任命载振、袁世凯、伍廷芳三人作为修律大臣,共同主持《钦定大清商律》的编纂,由此正式启动了《钦定大清商律》的立法工作。到《钦定大清商律》草案于1904年1月21日被批准正式成为法律,共耗时大约九个月。

〔3〕我国历史上第一部民法典草案《钦定大清民律草案》完成于1911年,由于清王朝的覆灭该草案并没有成为法律。

法，这是一种并不正常的现象。即使是在清末，当时我国的学术界也已经较为广泛地接受了商法是民法的特别法之一的基本理念，因此，从逻辑上来说，当然应当首先制定作为私法一般法的民法。^{〔4〕}那么，清政府为什么要如此仓促地制定大清商律？事实上最重要的理由并非是出于对立法本身相关问题的考虑，而是由于当时列强经常以中国缺乏完善的商事制定法为拒绝清政府收回领事裁判权的理由。^{〔5〕}因此清政府急切地希望通过颁布商法典彰显商事制度立法的完备，尽快收回领事裁判权。^{〔6〕}

《钦定大清商律》的内容参考了英国、德国以及日本等许多国家的法律制度，并没有刻意地依照某一个国家的制度来构建，因此也谈不上受某一个国家的影响极深。但是，仍然值得注意的是，大清商律的主要起草人伍廷芳^{〔7〕}曾在英国留学，并取得了英国的大律师执照，由此可以合理推测，大清商律在设计上会较多地参考英国的法律制度。^{〔8〕}

大清商律颁布以后，很多人批评大清商律只是照搬了外国的法律制度，并没有兼顾我国固有的商事习惯，因此，清政府于1906年决定启动修改大清商律的工作。关于大清商律的修改本文会在后面进行详细说明。

（二）1914年《公司条例》

1914年由中华民国北京政府颁布的《公司条例》是我国历史上第一部作为单行法规的公司法，但是，《公司条例》并未经过严格的立法程序，它是将清末的《修订大清商律草案》进行简单修改之后，以大总统令的方式颁布的，因此并非法律意义上的法律。^{〔9〕}大总统令的立法方式相比通过立法程序制定一部法律，程序较少因此也更加便捷迅速。

为什么要简单地修改《修订大清商律草案》，匆忙推出《公司条例》？其中的原因主要来自两个方面：一方面是在清朝法统断绝、不能继续沿用《钦定大清商律》的背景下，为了解决社会经济发展对制定公司法的迫切需求；另一方面，在民商分立的立法理念之下，中华民国政府另有制定包括公司法在内的商法典的计划，所以《公司条例》的颁布最终没有选择通过严格的立法程序而采用了大总统令的方式。

《公司条例》实施后民国政府严格执行，有力地促进了公司制度在我国的普及。当时发生了

〔4〕事实上，当时也有学者批判大清商律，认为中国未有民法，先有商法，不免有倒置之谓矣。参见苗延波：《中国商法体系研究》，法律出版社2007年版，第143页。

〔5〕领事裁判权在当时已经不仅仅是一个治外法权的问题，更使当时国人感觉居于世界劣等地位，在与外国的交涉中国家不享有平等地位，所以当时的清政府迫切希望解决领事裁判权的问题。西方各国不归还领事裁判权的主要理由在于认为中国法律制度落后。英国政府更是明确表示，如果清政府可以完善法律制度，英国可以放弃领事裁判权。参见王铁崖主编：《中外旧约章汇编》（第二册），三联书店1957年版，第188页。

〔6〕参见何勤华、李秀清：《外国法与中国法——20世纪中国移植外国法反思》，中国政法大学出版社2003年版，第241页。

〔7〕清政府任命了载振、袁世凯、伍廷芳三人作为修律大臣，共同主持《钦定大清商律》的编纂。载振和袁世凯都是当时清政府的重臣，也没有文献表明载振和袁世凯熟悉商法制度，因此可以合理推测载振和袁世凯只是名义上的编写负责人，而实质上承担编纂工作的应该是伍廷芳。伍廷芳是我国近代著名的法学家，对我国近代的立法发挥了重要的作用。

〔8〕有学者指出，大清商律的内容主要参考了英国法，参见季立刚：《民国商事立法研究》，复旦大学出版社2006版，第31页；也有学者认为1904年《钦定大清商律》的内容中有五分之三参考了日本法，五分之一参考了英国法，参见魏淑君：《近代中国公司法史论》，上海社会科学院出版社2009版，第65页。但是，笔者仔细研究了大清商律的内容后认为，大清商律与其说主要参考了英国公司法或是日本法，不如说在编纂的过程中，更多地从英国法的理论或者理念出发制定了大清商律，从制度的直接比较来看，德国法与日本法的制度也并不少。

〔9〕大总统令的方式由于没有经过国会审议批准的过程，其性质类似于我国目前立法体系中的行政法规。

一个著名事件,即1918年南阳烟草无限公司要将公司的组织形式变更为股份有限公司,在修改公司章程时,在章程中规定“简照南”为公司永远的总理(根据《公司条例》的规定,当时公司的经理被称为“总理”)。农商部作为公司的政府登记机关在进行登记时,认为《公司条例》中不允许一个自然人可以作为公司永远的经理,因此做出了不予登记的决定。^[10]该事件发生后,公司,特别是相对比较大的公司都开始认真遵守《公司条例》。^[11]在“重刑轻民”的长久历史传统观念之下,《公司条例》开始逐渐获得国民的重视与尊重。这对于我国一般大众在思想上真正接受公司这一新型的商业组织、接受公司的相关制度、接受公司法制具有重要的意义。

《公司条例》不仅在法律理论、立法技术等方面可以说非常先进,^[12]也给公司提供了更好的法律环境,奠定了公司这一种商业组织形式在我国迅速发展起来的基础,^[13]促进了民国初期的经济发展。^[14]从1912年到1921年,新设立的公司达794家。新设公司平均每年有约80家。^[15]《公司条例》实施前,从1903年到1908年间,新设公司的总数为265家,平均每年有约44家。^[16]

(三) 1929年中华民国《公司法》

1914年《公司条例》施行后,在经过两次修改之后,^[17]中华民国南京政府决定制定新的公司法。^[18]

当时的中华民国政府计划制定民法典和商法典,分别设置了民法起草委员会和商法起草委员会。^[19]同时,根据商法起草委员会的决定,任命时任立法委员的卫挺生^[20]具体负责公司法的制定工作。^[21]

根据当时中华民国的立法要求,在制订新法律的草案之前,必须先制定法律草案的“立法原则”和“立法政策”。^[22]因此,按照这样的原则,新公司法在起草过程中,也首先制定了一部《公司法原则》作为公司法立法的基本原则与基本的立法政策。^[23]《公司法原则》是在1929年8月的第191次中央政治局会议上通过的。^[24]

• 141 •

[10] 参见中国社会科学院上海经济研究所编:《南洋兄弟公司史料》,上海人民出版社1985版,第13页。

[11] 参见前引[8],魏淑君书,第100页。

[12] 参见前引[4],苗延波书,第71页。

[13] 参见前引[8],魏淑君书,第103页。

[14] 参见前引[4],苗延波书,第72页;前引[8],魏淑君书,第102页。

[15] 参见前引[8],魏淑君书,第103页。

[16] 参见前引[8],魏淑君书,第103页。

[17] 关于1914年中华民国《公司条例》的修改,第一次是在1915年9月21日进行,第二次是在1923年5月8日进行。

[18] 参见前引[8],魏淑君书,第136页。

[19] 参见前引[4],苗延波书,第146页;前引[8],魏淑君书,第136页。

[20] 卫挺生,湖北人,1906年留学日本大成中学,1911年公费留学美国哈佛大学。回国后,担任复旦大学经济系主任、中央大学会计系教授,1927年后长期担任国民政府立法院的立法委员。曾负责起草过税政管理法、会计法、统计法、公司法等的法律草案。

[21] 参见前引[8],魏淑君书,第136页。

[22] 参见前引[8],季立刚书,第53页。

[23] 参见王效文:《中国公司法论》(复刻版),中国方正出版社2004版,第5-11页。

[24] 参见前引[23],王效文书,第10页。《公司法原则》中除了无限公司、两合公司、股份有限公司、股份两合公司以外,还规定了保证有限公司。对此,商法起草委员会提出,保证有限公司是一种新的公司形式,其立法应当慎重进行。因此,根据当时立法院院长胡汉民的提案,第206次中央政治局会议中决议通过了《公司法原则保证有限公司一章暂行保留并另订单行法案》,事实上删除了《公司法原则》中规定的保证有限公司。参见前引[8],魏淑君书,第136页。由于随后也没有制定与保证有限公司相关的特别法律,保证有限公司也昙花一现地从我国公司法的历史上消失了。参见前引[23],王效文书,第26页。

根据《公司法原则》，商法起草委员会于1929年12月4日完成了《公司法草案》的制定，该草案在民国政府立法院第64次会议上正式通过。1929年12月26日南京政府颁布了《公司法》，新的《公司法》于1931年7月1日起正式开始实施。

1929年中华民国政府颁布的《公司法》是中国历史上第一部作为单行法的公司法。从1904年《钦定大清商律》到1929年《公司法》，我国公司法从落地到发展已经经过了25年的时间，这25年中，公司制度作为一种经营组织渐渐深入人心，公司制度的诸多基本制度以及相关的概念已经被社会大众所逐渐接受。并且在此期间，我国公司法的实践与理论积累已经有了长足的发展，1929年《公司法》对于公司制度的诸多问题进行了反复地讨论，从内容上来看，相比1914年《公司条例》，1929年《公司法》在许多方面都得到了极大地完善与改进，被评价为“是一部比较完整的现代公司立法”〔25〕。

1929年《公司法》对于公司法中很多的基本问题、重要问题进行了规定。这也是对我国多年来实践公司制度中所涉及的诸多问题的一种确认，是一部在我国公司法建立与形成过程中具有代表意义的法典。

三、中国公司法演进的暗线：被忽视的《修订大清商律草案》

（一）《钦定大清商律》的修订

1904年《钦定大清商律》编纂时间仅有九个月，在制定过程中也未针对商事活动中的问题征求我国商人阶层的意见，绝大多数条文只是原封不动移植了外国法律的条文，因此在《钦定大清商律》出台之后，很多人批评其规定中存在许多不符合我国商业习惯的规则。〔26〕因此，清政府于1906年决定启动对《钦定大清商律》的修改工作。〔27〕

为了完成大清商律的修订，清政府决定聘请一位外国专家来华负责起草修改草案。最初，清政府希望聘请日本著名的民法学家梅谦次郎博士，但是，当时梅谦次郎博士已经担任了韩国的法律起草顾问，所以无法分身，后经梅谦次郎博士的推荐，清政府聘任参加过日本商法典起草工作、时任东京高等商业学校（现日本国立一桥大学的前身）教授的志田钾太郎博士为修订法律馆的外国顾问，负责起草《钦定大清商律》的修订草案。

1909年志田钾太郎完成了《钦定大清商律》的修订草案，该草案包括总则、商行为、公司、海商、票据共五编，全文共计1008条。从外观来看，其体例与1899年通过的日本《商法典》完全一致。后人将志田钾太郎博士负责起草的《钦定大清商律修改草案》称为“志田案”。〔28〕

当时我国工商界认为志田钾太郎博士负责起草的大清商律修改草案大量参考日本商法，与我国国情不符，因此极为反对，并最终由上海立宪公会发起〔29〕设立了商法起草委员会，实地考察

〔25〕 前引〔8〕，魏淑君书，第141页；前引〔8〕，季立刚书，第149页。

〔26〕 参见前引〔8〕，季立刚书，第27页。

〔27〕 参见前引〔8〕，魏淑君书，第64页。

〔28〕 例如，前引〔8〕，魏淑君书，第66页。

〔29〕 上海立宪公会倡议自行编纂商法的建议得到了上海商务总会、上海商学公会的赞成，三会共同作为发起人制订商法草案。参见前引〔8〕，魏淑君书，第70页。

我国商事习惯、参考世界各国最新立法例,并经过全国商会共同讨论,自行编纂了商法草案,请求政府加以实施。该草案共完成了《商法总则》与《公司律》两编。清政府采纳了该草案,并对草案进行逐条考校之后形成了共计367条的新的修改草案,并将其定名为《修订大清商律草案》,经宪政编查馆审核后提交给资政院进行审议,但是资政院未及通过清政府就灭亡了。(为了方便区别,本文以下将志田钾太郎博士负责起草的大清商律修改草案简称为《志田案》,将上海立宪公会主导起草的商法草案简称为《商法草案》,将清政府提交资政院审议的大清商律修改草案简称为《修订大清商律草案》。)

虽然中华民国政府成立后,以《修订大清商律草案》中的《公司律》为蓝本,几乎原封不动地制定了《公司条例》,但是,《修订大清商律草案》作为一部法律修改草案,其本身最终没有直接成为一部法律。

(二) 志田钾太郎博士在我国公司立法中的作用

虽然很多公司法制史的文献中都提到了志田钾太郎,但是基本都是停留在简单介绍的程度,笔者认为有必要对其进行更为深入和全面的研究与说明。

整理我国现有的文献,提到志田钾太郎博士的地方大致有如下几处:第一,清政府聘请其负责起草大清商律修改草案。^[30]第二,在我国民商立法模式讨论的过程中,志田曾针对我国的立法模式,明确表达了自己反对民商分立,赞成民商合一的观点。同时,志田也认为,作为权宜之计,为了收回领事裁判权,可以先行制定商法典。^[31]第三,志田在负责起草大清商律修改草案的同时担任京师法律学堂的教习,在京师法律学堂教授商法。^[32]这些信息并不足以让我们完整地了解志田,更无法让我们在本就很模糊的历史中寻找志田在我国公司法形成过程中真正发挥的作用。

志田钾太郎1868年出生于日本东京,1894年毕业于日本东京帝国大学法科大学(日本东京大学法学部的前身),同年进入东京帝国大学法科大学大学院(相当于今天的研究生院)继续学习,主要研究方向为公司法与保险法。1896年大学院在读期间经东京帝国大学法科大学教授、也是志田的大学院指教授穗积陈重的推荐被任命为法典调查会商法修改委员会辅助委员。^[33]这可以说是志田人生中最重要的一次经历。

1890年通过的日本第一部《商法典》由于出自德国人罗斯勒(Karl Friedrich Hermann Roesler)之手,^[34](1890年通过的日本《商法典》是日本历史上第一部商法典,这部《商法典》在日本商法学界一般被称为《旧商法典》),在日本一经颁布就受到了日本社会各界的激烈批评。在这样的

[30] 许多文献中都提到了这一点,例如,李秀清:《中国近代民商法的嚆矢——清末移植外国民商法评述》,载《法商研究》2001年第6期;前引[8],魏淑君书,第67页。

[31] 参见前引[6],何勤华、李秀清书,第241页。

[32] 参见李贵连:《近代中国法律的变革与日本影响》,载《比较法研究》1994年第1期。

[33] 志田俊郎『志田钾太郎の生涯』(文芸社、2015年)41页参照。

[34] 日本商法典的编纂最早是于1876年聘请了荷兰人阿达姆拉帕德(Adam Rappard)来帮助起草,但是阿达姆拉帕德最终只是将法国《商法典》翻译了一遍而已,最终遭到了日本的弃用。1881年日本明治政府聘请德国人罗斯勒(Karl Friedrich Hermann Roesler)再次开始起草商法典,罗斯勒于1884年完成了商法典的草案编纂,该草案经过多次讨论最终在1890年通过了国会讨论,正式成为了法律。但是,由于反对声音非常强烈,该《商法典》的实施被多次推迟,最终于1898年正式开始施行。

背景下，1893 年日本政府决定由日本人自己来起草一部商法典。这次的商法典起草在当时可以说是万众瞩目。

日本政府于 1893 年成立了“法典调查会”，全面负责修改日本商法典的工作。^{〔35〕}法典调查会中设置了商法修改委员会的起草委员三名以及辅助委员两名，志田钾太郎被任命为辅助委员。^{〔36〕}1896 年法典调查会制定了《商法修改理由书》，其中志田钾太郎负责撰写了公司法的部分。法典调查会最终于 1899 年完成了商法修正案的起草，该商法修正案于 1899 年在日本国会审议通过，正式成为了法律（这是日本商法史上第二部《商法典》，也是日本至今仍然在实施的现行《商法典》。日本商法学界一般将其称为《新商法典》）。

1897 年志田钾太郎开始担任东京高等商业学校的教授（到 1919 年）。1898 年被日本政府派遣到德国与法国学习商法，^{〔37〕}1902 年回国。1903 年被东京帝国大学法科大学授予法学博士学位。^{〔38〕}1904 年开始担任东京帝国大学法科大学兼职教授。1908 年受清政府邀请，^{〔39〕}来华担任法律修订馆顾问，同时还兼任京师法律学堂教习。1914 年被中华民国政府授予四等瑞宝勋章。

志田钾太郎 1912 年离华回到日本，1919 年转任日本明治大学，1940 年任日本明治大学校长，1951 年逝世。^{〔40〕}

志田钾太郎的研究主要集中在商法，特别是商法总则、公司法与保险法等领域。

作为日本早期的一位杰出的商法学者，志田钾太郎不仅熟知日本商法的情况，同时对于德国与法国的商法也有较深的了解，并且还具有编纂日本商法典的经历，因此可以说是帮助中国修法的一位合适的人选。

1899 年通过的日本《新商法典》本身就是由于日本对于由德国人起草的商法典极为抵触而出现的产物，因此可以推测志田钾太郎对于以我国工商界为首反对他负责起草商法典的中国民众心理非常了解，同时志田钾太郎还在中国担任京师法律学堂的商法教习，因此有理由推测志田钾太郎会尽可能地宣传自己制定大清商律草案的想法以及其对公司法制度的理解。^{〔41〕}

从时间上来看，志田钾太郎于 1908 年至 1912 年受清政府的邀请在中国工作了大约四年，在此期间，不论是其负责的《志田案》还是由上海立宪公会主导起草的《商法草案》都顺利完成。

〔35〕 法典调查会的负责人为伊藤博文。法典调查会虽然任命了 3 位商法起草委员会委员，但是，并没有让各位委员分担一部分章节各自起草，而是采用合议的方式共同起草。合意起草商法典的方式是经过慎重讨论决定的。高田晴仁「明治期日本の商法編纂」企業と法創造 2 号（2013 年）67 頁参照。

〔36〕 日本政府对于商法典的起草共任命了三名起草委员以及两名辅助委员。三名起草委员为梅谦次郎、田部芳、冈野敬次郎，两名辅助委员为志田钾太郎，加藤正治。两名辅助委员都是当时东京帝国大学法科大学的在读学生。

〔37〕 志田钾太郎赴德国与法国主要研究公司法与保险法。参见前引〔33〕，志田俊郎书，第 57 页。

〔38〕 志田钾太郎获得的东京帝国大学法学博士学位并非通过课程学习授予，而是按照日本旧教育体制，通过大学推荐的方式，由日本文部大臣（相当于教育部长）授予。这种制度也称为推荐制博士学位。这种博士学位授予机制被后世认为是一种对过往功绩的综合评价，可以说是一种名誉称号。参见前引〔33〕，志田俊郎书，第 95 页。

〔39〕 清政府并非直接找到志田钾太郎，而是首先给日本政府发文，然后日本政府向东京帝国大学发了照会，后由梅谦次郎经东京帝国大学向日本政府推荐了志田钾太郎，清政府才最终选定了志田钾太郎。而志田钾太郎本人对于接受清政府邀请赴中国负责编纂商法典本身并没有特别的积极，当然反之也没有特别的抵触，其中梅谦次郎的举荐或许是志田钾太郎最终决定接受清政府聘请的一个重要原因。参见前引〔33〕，志田俊郎书，第 146 页。

〔40〕 志田钾太郎『日本商法典の編纂と其改正』（復刻版）（新青出版社、1995 年）159 頁参照。

〔41〕 关于这一点，可以参考后来出版发行的京师法律学堂笔记——商法总则、会社、商行为等著作。参见志田钾太郎口述，熊元楷编：《商法总则》（复刻版），上海人民出版社 2013 年版；志田钾太郎口述，熊元襄、熊仕昌编：《商法、会社、商行为》（复刻版），上海人民出版社 2013 年版。

虽然志田钾太郎制定的《志田案》最终没有成为修改草案的正本,但是,很难想象完成时间晚于《志田案》的《商法草案》在内容上完全不受《志田案》的影响,^[42]也很难想象对于由民间主导的《商法草案》在制定的过程中提出的对《志田案》的批评或者说是不同意见,志田钾太郎会完全不加以说明。

综上所述,志田钾太郎对于我国公司法形成的影响可能存在于两个方面。一方面,从客观上来看,志田钾太郎受清政府委托完成了《志田案》,并完整地向大量的中国学生讲授了商法的理论与制度。另一方面,可以合理推测,首先,大量的优秀中国学生在学习商法的过程中受到了志田钾太郎的影响,从而间接地受到了日本法的影响,这种影响可能更多是在商法的理念上、具体公司制度的认知上。其次,《志田案》虽然最终没有成为大清商律的修改草案,但是,《志田案》是当时的官方文本,其对社会所产生的意义必然是深远的。这种影响主要集中在我国最终完成的《修订大清商律草案》的具体制度设计上,它将直接影响到后来的1914年《公司条例》以及1929年《公司法》。我们从表面可以看到某些公司法制度确实参考了日本法,但究竟是由于受到了志田钾太郎的影响还是我们进行了慎重的思考与判断做出的选择今天已经很难考证了。

(三)《修订大清商律草案》与《志田案》之间的关系

从结果上来看,清政府最终提交给资政院审议的修改文本是以上海立宪公会主导起草的《商法草案》为蓝本制定的,由此产生两个问题:第一,这是否意味着清政府放弃了作为官方文本的《志田案》呢?第二,《志田案》是否只是一个日本商法典的翻版,没有吸收中国的商事习惯呢?

关于上述第一个问题,首先必须指出的是,有些文献指出《志田案》由于社会的反对最终被清政府抛弃。^[43]这样的说明并不符合事实。按照清政府的原计划,大清商律的颁布时间是在1913年,而实施时间为1915年。^[44]但是,1909年清政府认为大清商律的修改计划需要提前,而此时《志田案》尚未全部完成,由于大清商律中“商法总则”与“公司”两部分最为紧要,而上海立宪公会主导起草的《商法草案》不仅符合我国的商事习惯,更得益于精通商事法律的实务界人士博采众长的精细制订,^[45]因此清政府决定以上海立宪公会等民间主体起草的《商法草案》为蓝本制订一个临时法案,先对大清商律中最为紧要的“商法总则”与“公司法”两个部分进行修改,然后等《志田案》全部完成后,再对大清商律进行全面修改。简单来说,《修订大清商律草案》只是一个临时法案草案,而《志田案》才是大清商律的真正修改草案。而且,《志田案》是一个完整的修改草案,是一部完整的商法典草案。而《修订大清商律草案》只包括《商法总则》与《公司律》两编内容,并不是一个完整的商法典草案。所以,根本没有《志田案》被清政

• 145 •

[42] 上海立宪公会等还制定了《公司律调查案理由书》,仔细观察《商法草案》以及《公司律调查案理由书》的具体内容,可以发现《商法草案》里的规定大量地参考了日本法与德国法,考虑到当时志田钾太郎在中国作为官方聘请的专家负责大清商律修改草案的起草,可以合理推测《商法草案》的形成一定会或多或少地受到《志田案》的影响。关于《商法草案》以及《公司律调查案理由书》的具体内容可以参考张家镇、秦瑞玠、汤一鶚、孟森、邵义、孟昭常编著:《中国商事习惯理由与商事立法理由书》(复刻版),中国政法大学出版社2003年版。

[43] 参见前引[30],李秀清文。

[44] 参见顾明晔:《清末商事法制变革及其现代启示——兼论商事法律移植》,南京师范大学2006年硕士学位论文,第11页。

[45] 上海立宪公会等民间团体起草的商法草案是由秦瑞玠、孟昭常两人作为代表通过邀请全国各地商会派代表开会商议等形式最终完成的。参见前引[8],魏淑君书,第70页。

府抛弃的问题。

关于上述第二个问题,《志田案》本身确实更多只是一个日本商法典的翻版。但是,《志田案》只是志田钾太郎负责修改大清商律所提出的一个尚未最终完成的草案。事实上,清政府修改大清商律的过程中,可以说是极为重视我国商事习惯的调查。并且从1907年开始清政府的法律修订馆就通过在全国各地方设立专门机构、派专人等方式在全国各地大规模调查商事习惯,由于各个地方的调查进展并不一致,至清朝灭亡都尚未全部完成。^{〔46〕}因此,事实上,《志田案》只是一个尚未最终完成的修改草案的初稿或者是基本方案,根据清政府的计划,尚需要全面揉入我国的商事习惯之后才会成为最终的修改草案。

四、民商法立法模式的摇摆——公司法定位的形成

近年以来,由于我国制定民法典,民商法的关系以及我国民商法的立法模式成为学术界乃至于社会关注的热点问题。毫无疑问,民商法立法模式将会直接影响公司法在整个法律体系中的定位。虽然今天无论是我国法律的实际情况还是法学理论研究,都认为我国是采用民商合一的立法模式,但是,事实上,关于我国的民商法立法模式,早在我国公司法制定之初,就曾在我国立法界与理论界发生过至少两次激烈争议。第一次是发生在制定大清商律的时候,第二次是发生在制定1929年《公司法》的时候。值得注意的是,在不同的民商法立法理念之下,公司法在法律体系中的定位是存在差异的。

(一) 关于民商法立法模式的争议

1. 制定1904年《钦定大清商律》时的第一次争议

从结果上来看,清政府于1904年颁布了大清商律,于1911年颁布了大清民律,从而在立法结构上明确采用了民商分立的立法模式。事实上,在1904年《钦定大清商律》制订之前以及大清商律颁布后进行修订的过程中,围绕着我国的民商法立法模式发生过争议。

时任翰林院侍讲的朱福诜主张,我国应当采用“民商合一”的立法模式,其主要理由是当时的日本著名法学家梅谦次郎^{〔47〕}主张民商合一,虽然在日本没有实现,但是我国可以利用后发优势,集各国之大成。^{〔48〕}对此,清政府负责法律修改的核心人物沈家本提出了著名的“法律继受论”,认为我国立法主要参考的国家为德国、日本等大陆法系国家,而这些大陆法系国家中基本采用了民商分立的立法模式,因此,我国也应该采用民商分立的立法模式。^{〔49〕}

此外,清政府制定大清商律的一个主要动机在于尽快通过颁布大清商律,堵住外国列强的口实,来实现收回有损国家主权的领事裁判权。而在一个国家的法律体系中居于私法领域基本法地

〔46〕 参见前引〔8〕,魏淑君书,第65页。

〔47〕 梅谦次郎是日本近代著名法学家,时任日本东京帝国大学(现东京大学)教授。曾担任日本民法典起草委员与日本商法典起草委员。

〔48〕 朱福诜主张采用民商合一立法模式的主要理由是以日本民法学者梅谦次郎的思想作为立论支持,梅谦次郎作为日本明治时代民法典以及商法典制定的重要人物,其本人受瑞士法的影响,并不赞成民商分立的立法模式。参见聂卫锋:《中国民商立法体例历史考——从晚清到民国的立法政策与学说争论》,载《政法论坛》2014年第1期。

〔49〕 参见张生:《中国近代民法法典化研究(一九〇一至一九四九)》,中国政法大学出版社2004年版,第62页。

位的民法事实上是必须要颁布的,因此,颁布了大清商律,事实上也就是默认了必然会选择民商分立的立法模式。因此,从这个意义而言,在我国历史上第一次面临民商法立法选择的问题时,清政府所作出的决定更多的是出于政治层面的考虑而非基于法学理论本身的选择。

从某种意义上而言,这样的选择是一种无奈的选择。日本制定商法典时也曾经面对同样的问题,^[50]或许也正是因此,志田钾太郎在制定《志田案》的过程中,虽然其本人并不赞成民商分立的立法模式,但是也表示作为权宜之计可以先采用民商分立的立法模式,在时间上可以先颁布商律。^[51]

正是由于清政府中负责修订法律的大臣沈家本、俞廉三等主要人物都不赞成“民商合一”的立法模式,以及尽快收回领事裁判权的政治考虑,清政府在制定以及修订《钦定大清商律》的过程中都始终坚持采用“民商分立”的立法模式。^[52]

2. 制定1929年《公司法》时的第二次争议

1904年《钦定大清商律》颁布以后,围绕着民商法立法模式的争议虽然暂时告一段落,但是,随着中华民国的成立,采用何种民商法立法模式再次成为法学界讨论的焦点问题。特别是在1929年中华民国《公司法》制定过程中,可以说围绕民商法立法模式的选择学术界的争论达到了顶峰。^[53]虽然从结果上来看,中华民国政府转而采用了“民商合一”的立法模式,但是在立法的过程中,反对采用“民商合一”立法模式的声音极为强大,当时,赞成派与反对派对于民商法立法模式进行了激烈的争论。^[54]

在这激烈的争议中,有两个外国学者的意见对我国的民商法立法模式的探讨产生了重要的影响。第一位是法国学者让·约瑟夫·爱斯嘉拉(Jean Joseph Escarra)。^[55]爱斯嘉拉于1912年发表了论文《中国私法之修订》,主张中国应当采用民商合一的立法模式,具体可以瑞士的立法例为参考对象,将已经存在的《商人通例》《公司条例》编入民法典的债法编中。具有戏剧性的是,爱斯嘉拉在被中华民国政府聘请协助起草商法典之后,其本人的观点发生了转变,改为支持民商分立的立法模式,主张中国应当建立独立于民法的商法典。^[56]

第二位是当时的日本著名民法学者我妻荣教授。^[57]我妻荣教授主张中国不应当采用“民商合一”的立法模式,而应当采用民商分立的立法模式,理由有三:第一,商法的性质不同于民法,商法是不同于民法的独立领域;第二,在立法技术上民法很难涵盖商法;第三,商法具有显

• 147 •

[50] 日本编纂商法典的其中一个重要理由是收回领事裁判权,这一点与我国清朝政府当时所面临的情况几乎完全一样。1894年日本与英国签署了《日英通商航海条约》,正式撤销了英国的领事裁判权(1899年开始生效)。参见前引[35],高田晴仁文,第65页。

[51] 参见前引[6],何勤华、李秀清书,第241页。

[52] 参见前引[4],苗延波书,第144页。

[53] 例如,当时的学者施霖主张引入民商合一的立法模式,并写下了有名的《民商法合一之理由》。参见前引[4],苗延波书,第148页。

[54] 参见前引[48],聂卫锋文;前引[4],苗延波书,第147页。

[55] 让·约瑟夫·爱斯嘉拉(Jean Joseph Escarra)是法国商法学家,主张中国民商法立法应当注重法律的传承,强调中国商法典应当注重法律的本土化。参见前引[48],聂卫锋文。

[56] 参见前引[48],聂卫锋文。

[57] 我妻荣是日本近代著名民法学家,时任日本东京帝国大学(现东京大学)的教授。

著的国际性。因此，必须要考虑商法应及时对应商业社会需求的特点。^{〔58〕}我妻荣教授的主张在中国产生了巨大的影响。

针对我妻荣教授的主张，时任中华民国立法院院长的胡汉民与立法院副院长林森表明了反对的观点。^{〔59〕}同时，在胡汉民与林森的支持与主导下，在1929年6月召开的中央政治会议第183次会议上通过了《民商法统一提案审查报告》，在该报告书中明确地说明了采用民商合一立法模式的理由。^{〔60〕}这也改变了自清末《钦定大清商律》以来我国一直采用的民商分立的立法模式。我国开始走向“民商合一”的立法模式。^{〔61〕}

关于1929年《公司法》制定时南京政府采用“民商合一”立法模式的原因，一般认为是受瑞士民法典的强烈影响。^{〔62〕}事实上，在具体的立法设计上还是有别于瑞士民法典立法模式的。具体来说，中华民国政府虽然在理念上希望制定一部类似于瑞士民法典那样的内容广泛的民法典，但是并没有采用将公司法也纳入民法典这一瑞士的做法，而是将公司法等部门法作为单行法进行了立法。^{〔63〕}换言之，在“民商合一”的立法模式之下，没有制定商法典，而将公司法等无法纳入民法之中的商法内容作为民法的特别法以单行法的方式进行规范。这样的民商法立法模式不仅不同于瑞士，也不同于传统大陆法系的代表国家德国与日本，可以说是我国独创的立法模式。^{〔64〕}

之所以设计这种立法模式，或许是因为民法典作为私法领域的一般法，其修订必须非常谨慎，而公司法、保险法等商法领域的规则必须及时地去应对市场中所出现的诸多变化，因此将公司法等作为单行法制定的话，则能够更容易配合社会实际情况灵活地进行修订。^{〔65〕}

以1929年《公司法》的制定为标志形成的这种民商立法模式和“民商合一”的立法思想，对后来中国民商法的发展产生了深远的影响。^{〔66〕}时至今日，距离1929年已经过去了九十余年，如后面所述，虽然1993年制定的《中华人民共和国公司法》仍然采用民商合一立法模式的原因与1929年时并不相同，但是，无法否认的是，1929年形成的“民商合一”的理念至今依然发挥着重要的影响并占据着支配地位。^{〔67〕}

（二）公司法定位的变化

1. 民商分立模式下作为大清商律的一部分

1904年《钦定大清商律》是在清政府坚持民商分立的前提下制定的，这一点即使在后来大

〔58〕 我妻荣『中華民國民法債編總則』（中央大学出版社、1993年）3頁参照。

〔59〕 参见前引〔4〕，苗延波书，第147、148页。

〔60〕 《民商法统一提案审查报告》是根据胡汉民与林森向中央政治会议提出的《编订民商统一法典，以符本党全民精神》制定的。《民商法统一提案审查报告》可以说是当时体现民商法立法模式的官方态度。根据该报告书，采用民商合一的立法模式主要有八个方面的理由：第一，因历史关系认为应当制定民商统一法典；第二，因社会进步认为应制定民商统一法典；第三，因世界交通认为应制定民商统一法典；第四，因各国立法趋势认为应当制定民商统一法典；第五，因人民平等认为应当制定民商统一法典；第六，因编订标准认为应当制定民商统一法典；第七，因编纂体例认为应当制定民商统一法典；第七，因编订体例认为应当制定民商统一法典；第八，因商法与民法之关系认为应当制定民商统一法典。参见前引〔48〕，聂卫锋文。

〔61〕 参见前引〔4〕，苗延波书，第147页。

〔62〕 参见谢怀栻：《外国民商法精要》，法律出版社2002年版，第108页。

〔63〕 参见前引〔8〕，魏淑君书，第157页。

〔64〕 参见前引〔4〕，苗延波书，第149页。

〔65〕 参见前引〔23〕，王效文书，第12页。

〔66〕 参见前引〔4〕，苗延波书，第149页。

〔67〕 参见前引〔4〕，苗延波书，第149页。

清商律修订的过程中也从没有发生过变化。公司法（《公司律》）是作为大清商律的一部分存在的，因此公司法在法律体系中所处的位置是非常清晰而明确的，那就是公司法只是作为与民法典平行的商法典的内容而存在的，因此，公司法应当遵循独立商法典的基本法律适用关系。

2. 民商分立模式下作为单行法的《公司条例》

1914年《公司条例》是一部单行法规（严格意义上来讲不是法律），在制定《公司条例》时，中华民国政府秉承的是民商分立的立法理念，因此，1914年《公司条例》是在民商分立的立法模式之下作为商法典中的一部分而被制定的。虽然此后1929年《公司法》也同样是单行法，但是两者所处的立法模式不同，因此在法律体系中所处的地位也完全不同。

应当指出的是，1912年中华民国建立后，我国公司法学界对于民商法立法模式问题的探索逐渐开始越来越多地倾向于民商合一。^{〔68〕}但是，中华民国政府并没有回应理论界的主张，在制定《公司条例》的过程中，并没有采用民商合一的立法模式，而是继续秉承清政府所采用的民商分立的理念，^{〔69〕}并以清末的《修订大清商律草案》作为蓝本，在进行了简单的修改之后，迅速地作为中华民国《公司条例》进行了颁布。

由此可见，当时作为单行法出现的《公司条例》并非是在中华民国政府对民商法立法模式进行深思熟虑之后的选择，这种模式更多是充满了现实考虑、匆忙而为的偶然之举。^{〔70〕}然而，流逝于历史之间的这个偶然因素却开启了中国公司法作为单行法进行立法的先河，并对此后的中国公司法的形成与发展产生了深远的影响。

3. 民商合一模式下作为单行法的公司法

如上所述，在1929年中华民国政府制定我国历史上第一部作为单行法的《公司法》的时候，我国改变了此前坚持的民商分立的立法模式，转而采用了民商合一的立法模式。在此前提下，公司法在整个法律体系中的地位也发生了重要的变化。

1929年的《公司法》从形式上来看，虽然是秉承“民商合一”的立法理念而制定的单行法，但是，又第一次将公司法的地位定位于民法的特别法。这样的立法模式区别于传统的民商合一的立法模式，没有将商法的内容完全规定在民法典之中，而是在民法典之外以单行法的方式将不易纳入民法典之中的商法内容进行了单独的立法。在这样的立法理念之下，公司法在民商合一的前提下，作为民法的特别法存在于法律体系之中。这种立法模式是一种非常独特的，甚至可以说是我国独创的一种立法模式。

（三）小结

如上所述，在我国公司法形成与发展的初期，公司法事实上随着民商法立法模式的变动在民商法中的地位一直在变化。从结果上来看，虽然掺杂了种种因素，但是我国最终形成了在民商合一的立法体系之下公司法作为单行法进行立法的独特的立法模式，这一点一直到今天都还深刻地影响着我国的民商法立法。

〔68〕 参见前引〔4〕，苗延波书，第144页。

〔69〕 有学者指出，中华民国政府在1914年制定《公司条例》前后选择民商分立立法模式是基于一种路径依赖。参见前引〔48〕，聂卫锋文。

〔70〕 参见朱大明：《从公司法的历史沿革探索我国民商法立法模式的选择》，载《南京大学学报》（哲学社会科学版）2017年第3期。

五、中国公司法形成过程中受到的日本法影响

（一）公司法形成时中日法学界交流的大环境

如上所述，清政府为了修订大清商律专门聘请了日本专家志田钾太郎博士赴华负责起草大清商律修改草案。这一点可以说是中国公司法形成与发展初期中国公司法受日本法影响的最重要的一个因素。由此，自然就会有一个疑问，那就是我们为什么要聘请日本专家负责立法。关于这个问题，跳出公司法本身，而从当时的时代背景以及中日法学界之间交流情况的大环境出发来进行考察与思考或许更容易理解，也会更全面、更准确地了解我国公司法形成与发展初期与日本法之间的关系。

1. 法律修订馆中的日本专家

法律修订馆是清政府设立的专门从事法律修改的政府机构。在法律修订馆中，清政府决定聘请外国人来协助我国进行法律的编纂。这个方针最早是由时任两江总督的刘坤一和湖广总督张之洞提出的，^{〔71〕}后得到了时任刑部左侍郎的沈家本以及出使美国大臣伍廷芳等大臣的支持。^{〔72〕}

本来，当时的方针是在每个主要国家中聘请一名专家，为此，清政府总理衙门甚至向清朝各驻外使节发电文，要求访求各国著名律学专家，以聘请来华协助编纂法律。^{〔73〕}但是编纂法律的核心人物沈家本深信取法日本为我国的正确方案，因此，沈家本作为该方针最忠实的执行者，坚定地执行了方针，但是聘请的外国专家却全部为日本专家。^{〔74〕}

在沈家本的支持下，由清政府聘请来华协助编纂的日本专家包括时任日本东京帝国大学教授冈田朝太郎、^{〔75〕}东京控诉院部长松冈义正、^{〔76〕}商法学专家志田钾太郎、监狱法专家小河滋次郎^{〔77〕}共四人。其中冈田朝太郎负责起草刑法与法院编制法，松冈义正负责起草民法与诉讼法，志田钾太郎负责起草商法，小河滋次郎负责起草监狱法。由于当时京师法律学堂缺少教员，因此根据清政府的安排，四位日本专家除了负责协助编纂法典以外，同时还在京师法律学堂担任教习，向中国学生讲授法律，其中冈田朝太郎担任法律修订馆的总教习。^{〔78〕}

由于法律修订馆聘请的外国专家全部为日本专家，甚至有人嘲讽说法律修订馆编纂的法律草案是日本法律。^{〔79〕}

2. 京师法律学堂的日本教习与法律科目

京师法律学堂是1905年10月清政府为了实施新法而设立的专门培养法律专业人才的学校，

〔71〕 参见前引〔32〕，李贵连文。

〔72〕 参见前引〔32〕，李贵连文。

〔73〕 参见李贵连：《晚晴立法中的外国人》，载《中外法学》1994年第4期。

〔74〕 参见前引〔73〕，李贵连文。

〔75〕 冈田朝太郎时任日本东京帝国大学教授，是日本著名的刑法学者。

〔76〕 松冈义正毕业于东京帝国大学法科大学，时任东京控诉院法官与部长（相当于今天的我国省高等法院庭长）。松冈义正曾担任日本民法典起草委员会辅助委员。松冈来华的原因与志田钾太郎有些类似，也是由于梅谦次郎的推荐。

〔77〕 小河滋次郎毕业于东京帝国大学法科大学，在东京帝国大学教授穗积陈重的指导下研究监狱法，1897年任日本警察厅监狱长，1906年被东京帝国大学授予法学博士学位。

〔78〕 参见前引〔32〕，李贵连文。

〔79〕 参见前引〔32〕，李贵连文。

也是我国第一所法律学校。京师法律学堂中的法律科目包括宪法、民法、商法、公司法、海商法、票据法、保险法。教习中除了中国人以外,还聘请了外国人。根据清政府的安排,来华协助编纂法律的冈田朝太郎、松冈义正、志田钾太郎、小河滋次郎在担任法律修订馆顾问的同时,还要在京师法律学堂担任教习。京师法律学堂的外国人教习中除了上述四位日本专家,还有岩井尊文、中村襄,共6人,全部为日本人。

京师法律学堂于1906年10月正式开学,学制三年,另设立了速成班,学制一年半,到1912与法政学堂、财政学堂合并为北京政法专门学校为止,京师法律学堂共有了近千位毕业生,为国家培养了大量的法律人才,^{〔80〕}同时,也在我国掀起了学习法律的热潮。

3. 日本法学著作的翻译

从鸦片战争结束后至戊戌变法之前,共计30多年的时间里我国出现了大约18部翻译的外国法律著作,其中没有一部是日本法学著作。但是,随着清政府取法日本的基本政策出台,翻译日本法学著作开始增多。仅1905年,由修订法律馆组织出版的翻译著作共计12部,涉及4个国家,其中日本的就有7部。^{〔81〕}当时的大环境对于日本法学的偏重可见一斑。

4. 对日本法学的认识与对法律移植的态度

清政府确立的基本立法指导思想是“参酌各国法律”,即学习各国的法律制度。^{〔82〕}但是,从现实情况来看,当时的中国并没有足够的既通晓西方语言又了解法律的人才,同时,西方法学理论丰富、著作的数量极多,不仅翻译本身难度很大,同时也很难迅速掌握其精髓。^{〔83〕}日本并非法学的发祥地,但是日本成功引入了西方国家法律制度,并且在短时间内成为了世界强国,这对于中国的震动是巨大的。如果我国学习日本法制,面临的问题可能都会迎刃而解。^{〔84〕}

日本过去长期受中国文化影响,遵从儒家思想,同时,由于我国与日本“同洲同文”,^{〔85〕}我们学习起来比较方便,而且日本法学专家都能读懂我国的文献,^{〔86〕}了解我国的风土人情。因此取法日本,更符合我国国情,更容易被接受,这也成为了当时清政府的一致意见。再加上当时我国财政紧张,又有迅速变法强国的急功近利的思想,学习日本法律制度,恐怕是清政府编纂法律的唯一选项。^{〔87〕}

在上述背景之下,以沈家本为代表的清政府编纂法律的核心人物决定取法日本,学习日本的法律制度。事实上,对于引入法律制度带来的对国民的思想殖民,当时沈家本也有清晰的认识,但是面临国家贫弱的局面,沈家本认为与其闭门造车,不如两害相权取其轻。最终,清政府在制

〔80〕 参见前引〔32〕,李贵连文。

〔81〕 参见前引〔32〕,李贵连文。

〔82〕 参见前引〔32〕,李贵连文。

〔83〕 参见前引〔32〕,李贵连文。

〔84〕 参见前引〔32〕,李贵连文。

〔85〕 参见前引〔32〕,李贵连文。

〔86〕 例如,冈田朝太郎博士甚至用中文撰写了法学著作《汉文刑法总则讲义》(有斐阁1897年出版)。冈田朝太郎博士与沈家本私交甚好,两人经常共同研究刑法,甚至共同编写了《刑法理由书》等著作。参见前引〔32〕,李贵连文。志田钾太郎了解中国文化,了解并尊重儒家思想甚至非常熟悉《论语》等一些主要思想著作。志田钾太郎在担任修订法律馆顾问与京师法律学堂教习期间与中国人教职员相处融洽。参见前引〔33〕,志田俊郎书,第146页。

〔87〕 参见前引〔32〕,李贵连文。

定大清商律的时候，作为外部大环境，学习日本法可以说是当时清政府在编纂法律上的一个基本国策。^{〔88〕}

值得注意的是，事实上，主要学习日本法律制度的基本政策在我国持续的时间并不长，1912年中华民国政府建立以后，我国开始对日本以外的其他国家，特别是大陆法系国家关注意明显增强，到制定1929年《公司法》的时候，我国的相关讨论中不仅包括日本法，也包括德国、法国等其他大陆法系国家的法律制度。

（二）制度设计上的影响

在1904年《钦定大清商律》、1914年《公司条例》以及1929年《公司法》中，有很多制度都可以看到外国法的影子，其中包括大量与日本商法典相似的规则。本文的重点并非在于对具体制度进行分析说明，因此，虽然从比较法的角度可以更全面地来找到更多的法律制度，但是笔者仅仅从今天的视角出发挑出了几个重要的制度作为具体的例子，来说明我国公司法受到的日本法影响。

1. 公司类型的确定

1904年《钦定大清商律》第一次用法律的方式在我国确立了公司制度。关于公司的类型，在大清商律第二编《公司律》中明确规定为四种，即合资公司、合资有限公司、股份公司、股份有限公司（《公司律》第1条）。这样的公司类型选择一般认为是参考了日本《新商法典》。

1914年《公司条例》中规定的公司类型也同样是四种，即无限公司、两合公司、股份有限公司、股份两合公司（《公司条例》第2条）。同时，对比1904年《钦定大清商律》，《公司条例》对于每种公司类型都规定了独立的章节，进行了比较详细的规定。1929年中华民国《公司法》在公司类型的设计上与《公司条例》一样，采用了无限公司、两合公司、股份有限公司、股份两合公司四种公司形式（1929年《公司法》第2条）。^{〔89〕}

关于公司类型，虽然有学者指出1904年《钦定大清商律》是参考了日本旧商法的规定，但是对比1890年日本《旧商法典》的规定，可以发现两者确实存在相同之处，但是也存在不同之处。抛开1904年《钦定大清商律》，从1914年《公司条例》到1929年《公司法》，对于公司类型的规定与日本《新商法典》的规定完全相同，因此，可以认定从1914年《公司条例》开始我国公司类型的选择受到了日本《新商法典》的影响。可以合理推测，这样的制度选择与志田钾太郎在中国主持大清商律修改以及在京师法律学堂教授公司法等商法科目之间是密不可分的。

2. 公司经营的监督机关

1904年《钦定大清商律》第79条明文规定，公司必须设立“查账人”。这就是今天监事的雏形。关于查账人的选聘由股东大会决定（1904年《钦定大清商律》第80条）。1914年《公司条例》第166条将“查账人”的概念调整为“监察人”，仍然由股东大会选举产生。1929年《公司

〔88〕 参见前引〔32〕，李贵连文。

〔89〕 该《公司法》的立法准则《公司法原则》采用五种公司形式，规定了保证有限公司这一公司形式。后来，中央政治会议第205次会议中通过决议，采取了“将保证有限公司在别法中进行规定”这一立法方针，因此最终《公司法》中删掉了“保证有限公司”的内容。

法》第152条沿用了“监察人”的概念及其选聘制度。

“查账人”“监察人”的理念与制度内容应该说与日本公司法是基本一致的，但是用语本身并不相同，日本采用的是“监查役”。关于法定监督主体的名称，在日本1899年《新商法典》制定的过程中，日本曾经讨论过“监事”的用语，主要原因是日本《民法典》中已经采用了“监事”的概念，^[90]但是，最终1899年《新商法典》中没有采用“监事”的术语，而采用了“监查役”的术语，并一直沿用至今。有趣的是，1993年我国再次制定《公司法》时放弃了“监察人”的用语，采用了“监事”的概念并使用至今。

从1904年《钦定大清商律》开始建立的查账人（1914年《公司条例》与1929年《公司法》中为监察人）的概念与制度虽然在今天用语发生了变化，但是其背后对应的含义并没有发生改变。监事制度的建立与形成对于中国公司法而言无疑是极为重要的。

3. 三角制公司结构的确立

公司结构模式是公司制度中的核心问题。今天来看，世界各国的立法中公司结构大致可以分为以美国与英国为代表的单层制、^[91]以德国为代表的双层制^[92]以及以日本为代表的三角制^[93]。在我国公司法的历史中，1904年《钦定大清商律》第78条、第113条就明确规定了公司采用三角结构。即在股东大会之下设立董事会与监事会。1914年《公司条例》中虽然将“查账人”的概念修改为“监察人”，但是由股东大会选举来产生董事会以及监事会（监察人）的规则本身并没有发生变化。在1929年《公司法》中，公司结构完全继承了1914年《公司条例》的规定，继续维持了三角制结构（1929年《公司法》第138条规定了选任董事，第152条规定了选任监察人）。

• 153 •

在三角制公司结构之下，公司的股东大会以及董事会与监事会的制度设计与功能发挥与英美法以及德国法之间都存在重大的差别，我国至今仍然采用三角制公司结构，因此1904年《钦定大清商律》开始确立的三角制公司结构对于我国公司法的发展具有极其深远的影响。

（三）概念及理论上的影响

1904年《钦定大清商律》与1914年《公司条例》之间的差别是巨大的，1914年《公司条例》与1929年《公司法》使用的一些概念与日本商法的概念完全相同，规定的一些制度也几乎完全一致，例如，“法人”^[94]“公积金”^[95]“清算人”^[96]，股份有限公司成立需要7个发起

[90] 日本在1890年日本民法典第59条中直接使用了“监事”的用语。

[91] 单层制公司结构是指由股东大会选聘董事会的公司结构。在这样的公司结构中由董事会在内部通过独立董事、董事之间互相监督等制度来实现对公司经营的监督。代表国家是美国与英国。

[92] 双层制公司结构是指由股东大会选举产生监事会，再由监事会选聘董事，由董事来组成董事会。在这样的公司结构中，监事享有对董事的选聘与解聘权是其中最核心的一个特征。双层制公司结构的代表国家是德国。

[93] 三角制公司结构是指由股东大会选举产生董事会以及监事会，董事会与监事会之间是平行的公司机关，互不隶属。这样的公司机构是日本最早发明并使用的，在公司法理论中一般被称为“三角制公司结构”。

[94] “法人”的概念规定在1914年《公司条例》第3条，在1929年《公司法》第3条中也有规定。

[95] “公积金”的概念与相关制度规定在1914年《公司条例》第183条等条文中，在1929年《公司法》第170条等条文中也有规定。

[96] “清算人”的概念与相关制度规定在1914年《公司条例》第218条等条文中，在1929年《公司法》第205条等条文中也有规定。

人、〔97〕股东大会决议诉讼制度、〔98〕三角制公司结构、〔99〕监事单独行使监察权〔100〕等。

而事实上，上述的概念与制度同时也与日本 1899 年《新商法典》中的相关规定完全一致或高度相似。这其中究竟有何种考量，又存在什么样的因素，是另一篇论文的任务，站在本文的视角来看，在公司法形成的过程中，特别是考虑到清末国家贫弱的情形，参考甚至直接移植外国法都是可以理解的，甚至也可以说是一个国家法制发展的必经之路。但是，从客观来看，在公司法形成的初期，公司法的概念与理论受到了较多的来自日本法的影响是一个客观的事实。也正是因为存在这个事实，所以我们需要尊重这个事实、利用好这个事实。

（四）小结

如上所述，我国公司法的形成与发展初期较多地受到了日本法的影响。但是，值得注意的是，这并不是一个孤立的偶然现象，而是在清政府采用“取法日本”的基本立法政策的大环境下的一个局部。同时，随着清政府的灭亡，我国的立法政策开始发生变化，我国的法律编纂与法律修改开始参考更多国家的法律制度。

从清末开始在公司法形成之初，特别是考虑到当时的国情，参考外国法制可以说是一个必然的且必要的过程。当然，在公司法形成与发展的初期，还可以看到很多法律以外的因素影响了公司法制的发展，甚至还存在偶然的因素也给公司法的形成与发展带来了影响。

在清末以及中华民国初期我国公司法形成与发展中，公司法在内容上主要受到了日本法，也包括德国法以及英国法等其他国家公司法的影响。但是也可以看到，1904 年《钦定大清商律》作为我国的第一部公司法，其内容基本以移植为主，1914 年《公司条例》从内容上来说已经开始揉入了大量的本土化色彩，1929 年《公司法》可以说已经基本完成了从简单移植到结合我国商事习惯与国情进行重述的巨大转变。

然而，在公司法发展的初期，由于处于移植与模仿的阶段，立法也许更多关注的是如何结合我国的商事习惯来建立符合我国国情的公司法制度，尽快摆脱法律移植与模仿的局面。因此，在理论构建方面更多考虑的是本土化改造，并没有从国际化的角度来关注公司法的共通性设计。过于执拗于本土化的做法在外部立法政策不断发生变动的情势之下，最终使我国公司法没有完成公司法发展所必需的、完整而协调的公司法理论建设。而这个弊端事实上直至今天都还或多或少地影响着我国公司法的发展。

回顾历史的重要意义在于深刻了解自己，特别是存在的不足，在公司法形成与发展的初期，日本公司法对我国公司法产生了巨大的影响，可以说日本法在我国公司法形成发展过程中具有独特地位，甚至直到今天，日本公司法与我国公司法之间仍然在制度与结构的设计上存在共通性。这个客观事实也给我们提供了一个完善自身的思路，那就是挖掘、重视我国公司法根基下埋藏的众多问题，深入地研究日本法，将其作为一个参照或者说是一个思路，从而在学习与借鉴的基础

〔97〕“股份有限公司成立需要 7 个发起人”规定在 1914 年《公司条例》第 97 条，在 1929 年《公司法》第 87 条中也有规定。

〔98〕“股东大会决议诉讼制度”规定在 1914 年《公司条例》第 150 条，在 1929 年《公司法》第 137 条中也有规定。

〔99〕“三角制公司结构”规定在 1914 年《公司条例》第 152、166 条，在 1929 年《公司法》第 138、152 条中也有规定。

〔100〕“监事单独行使监察权”规定在 1914 年《公司条例》第 173 条，在 1929 年《公司法》第 160 条中也有规定。

上全面地构建完善的中国公司法理论。^{〔10〕}

六、结语——面对历史我们应该思考些什么

我国公司法的形成与发展经历了曲折的历程。回顾历史，有偶然也有无奈。百余年之前中国公司法形成之初所采用的制度设计，有些已经发生了改变，有些时至今天虽然仍然存续着，但内涵已大不相同。因此，从完善公司法的角度（不是从公司法制史研究的角度）出发，在公司法经历了百余年的历史沉淀之后，也许我们已经无法考究、也不愿去考究甚至也有人认为不必去考究哪些是由我们原生而来的、哪些是我们参考模仿而来，因为在今天来看这些都已经不再那么重要。但是，笔者仍然认为准确地把握中国公司法自身对于迎接中国公司法的明天具有不可或缺的重要意义，因为，中国公司法终究是这样产生、形成，并从历史中一步一步走来的。

Abstract: In the history of Chinese company law, there are three important Company Law: Qing Business Law in 1904, which is the first law regulating the company system completely; the Company Law in 1929, which is the first commercial separate regulation, and the Company Regulations in 1914. These three legal documents not only have differences in content, but also have many differences in legislative background and legislative environment that they are faced with. There is internal relationship among the three legal documents, and there is information which is still useful for the perfection of corporation law. It is of great significance not only to understand the company law itself, but also to the development of the company law in the future.

Key Words: Qing Business Law, commercial legislation, legal transplantation of law, the history of company law

• 155 •

（责任编辑：缪因知 赵建蕊）

〔10〕 有学者指出，公司法制度设计的国际标准并不存在，在公司法的立法中努力地对照外国法的路径背后隐藏着自我殖民的心态，而中国公司法也由此陷入反复模仿的过程。参见郭锐：《公司词义考——再思语言游戏、法律移植和政企关系》，载《财经法学》2020年第4期。笔者对此并不赞成。恰恰是由于我国公司法需要为国家经济发展提供支撑，同时还迫切地需要及时回应实践中出现的问题，才在制度设计的过程中大量参考了外国公司法制，这其中有寻找解决问题工具的现实需要，也有全球化的浪潮下追求与外国，特别是美国等发达国家之间规则的一致性，从而希望减轻外国投资者对我国制度的陌生感，实现促进外国投资者来我国投资等超越公司法本身的政策因素。在今天的公司法制度设计中，已经较少有简单的制度模仿或是制度移植，很显然无论立法还是学术研究已经开始更加重视中国公司法制度之间的衔接以及构建完整的公司法理论，而在这个过程中，研究甚至借鉴外国法仍然是极为重要的，这并非自我殖民，而是为了立足我国国情、在博采众长的基础上建立更为科学、更为先进的公司法理论与制度。

公司资本流出与债权人利益保护 ——法律路径与选择

刘 燕 王秋豪*

内容提要：作为股东与公司间资本性交易的一维，公司资本向股东流出反映了营利性组织的投资人实现投资回报的客观诉求。如何平衡这一类交易中内嵌的股东与债权人之间的利益冲突，公司法提供了资本维持原则与清偿能力约束两种规制模式。资本维持包括维持股东出资、完善的减资制度和全面的分配规则三个方面，历史悠久但规则僵硬。相反，清偿能力模式关注衡平清偿能力以及资产负债表清偿能力两方面，其规则更具商业上的合理性。然而，观察清偿能力模式在美国的实践可以发现，由于个案中的差异性、商业判断规则等因素，这套规则难以为我国直接借鉴。在进一步考察背后的会计规则及其他法律制度的支撑后，可以得出结论，即在选择中国公司法下的资本流出的规制路径时，应当结合两项因素考虑，一是制度相关的会计规则，二是是否存在其他债权人保护的机制。当然，更为核心的是公司法应如何定位的价值判断与政策选择。

关键词：利润分配 资本维持 清偿能力 会计制度

一、问题与背景

严格来说，“公司资本流出制度”不是一个见于法条或教科书的术语，而是本文对公司与股东之间一类资本性交易的法律规则的概括。从比较法角度看，这里的“资本流出”类似于英美公司法中的“大分配”（distribution）概念，^{〔1〕} 不仅包括标准的公司分配行为（支付股利），还包括

* 刘燕，北京大学法学院教授；王秋豪，北京大学法学院博士研究生。

〔1〕 如美国《标准公司法》（Model Business Corporation Act, MBCA）第 1.40（6）条对分配（distribution）的定义，“与股份相关的、公司向股东或者为了股东利益而进行的直接或间接的财产或资金的转移（除了其自身股份的转移）或者债务的承担”。另外需说明的一点是，MBCA 的中文翻译有“示范公司法”“示范商事公司法”“标准商事公司法”“标准公司法”等不同译本，本文采纳的译本是沈四宝教授编译的《最新美国标准公司法》（2006 最新版）（法律出版社 2006 年版）。

各种与利润分配具有相同或相似效果的类分配行为，如公司进行的股份回购、财务援助、减资分配、负债分配等，^{〔2〕}以及其他导致公司财产向股东流出但缺乏相应对价的交易，^{〔3〕}如公司与股东之间对价不公允的借款、财产交易、公司为股东担保等等。在许多大陆法国家，这一术语还指向未实际导致公司财产流出的资本账户明细科目的调整（如股票股利、简易减资、各类盈余弥补亏损、计提准备金等）。归纳起来，各国公司法实践以及学理在此主要覆盖两方面：一是关注公司资本（往往指资本对应的股东投入的数额）不受减损，二是关注公司资产以合理的方式向股东流出。

贯穿资本流出规则发展始末的最主要矛盾，是债权人和股东之间对于公司财产的利益冲突：债权人希望其债权到期时，公司有足够的现金能够偿还债务，而股东则希望能够在公司经营的过程中收回其投资并获取超额收益。各类资本流出制度往往被看作二者利益平衡的一项重要手段。围绕“法定资本”概念发展起来的各具体规则，正是回应公司债权人的预期而发展起来的，它构成了债权人保护制度的一部分。^{〔4〕}除此之外，在包含其他类别股的情况下，资本流出制度往往还可能起到平衡各类别股东之间利益的作用。

（一）两种基本模式

公司资本流出规则发展至今主要有两种基本模式，一是资本维持模式，其基本特征在于将股东对公司的投入作为名义资本保全的基点，一般将公司净资产（所有者权益）维持在此线之上作为判断公司资本流出的标准。二是清偿能力模式，其基本特征在于以公司分配后是否能够偿还到期债务（衡平清偿能力测试）和资产是否不少于负债（资产负债表清偿能力测试）作为标准。采用这两种模式的主要国家、地区及法律文本情况如表 1 所示。

• 157 •

表 1 采用资本维持及清偿能力模式的主要国家、地区及法律文本总结

	国家/地区/法律文本
资本维持模式	德国、英国、法国、日本、中国、欧盟《二号公司法指令》（仅适用于公众公司）等
清偿能力模式	美国《标准公司法》（MBCA）、美国加州、加拿大《商业公司法》（CBCA）、新西兰等
二者兼具	美国特拉华州、纽约州、澳大利亚等

需要说明的是，就比较法中的具体规则而言，上述两种模式的区分是非常粗线条的，只是提供一个相对明确的规范思路的界分。如果稍微展开，首先，在“资本维持”模式之下，各国维持的“资本”的内容涉及公司法和会计规则下一系列复杂的股东权益类科目，包括股本（声明资

〔2〕 实践中，尽管许多国家未将类分配行为纳入利润分配的概念，但均将此类行为与分配纳入统一财源限制。以股份回购为例，如美国《标准公司法》、加拿大《商业公司法》（Canada Business Corporation Act, CBCA）、新西兰公司法等（股利支付与股份回购均采清偿能力测试标准）、欧盟《二号公司法指令》（要求计提不可分配的准备金或减少净资产总额）、德国公司法（回购如计入资产则权益端必须增加不可分配的准备金）、英国公司法（回购减少留存收益，且导致股本部分的减少计入资本回赎准备金）、日本公司法（均纳入剩余金分配统一规制）等。

〔3〕 例如德国学界对德国公司法的认知：“资本维持规定的范围不限于利润分配，而是包括所有通过交易向股东转移价值，而未有充分对价的交易，即所谓的变相分配，因为此类交易不是公平交易。” Andreas Cahn, Capital Maintenance in German Company Law, Working Paper Series No. 146/2015, pp. 6–20.

〔4〕 See Bayless Manning, James J. Hanks Jr., *Legal Capital*, Foundation Press, 2013, p. 18.

本、缴入资本/催缴资本)、资本盈余(资本公积—股本溢价)、收入盈余(盈余公积与未分配利润)、净利润、法定准备金、未实现损益、其他准备金等。举例来说,在股本层面,根据各国出资制度的不同可能涉及维持实缴资本还是催缴资本/认缴资本等问题。再如,资本盈余(我国称作资本公积—股本溢价)被大部分国家要求保留于公司,但也有部分国家可用于分配(如法国)。此外,许多国家都有计提法定准备金的要求,但计提的比例和范畴迥异。英国没有准备金要求,但计算时要剔除未实现损益的影响。其次,在“清偿能力”模式之下,美国有些州(如马萨诸塞州)公司法中的清偿能力测试仅指衡平清偿能力测试,不包括资产负债表清偿能力测试。在包含资产负债表清偿能力测试的法域中,许多法域都将优先类别股的剩余权益也纳入考量。对于衡平清偿能力测试,各国(州)判例法的具体刻画也不尽相同。最后,在兼采两种模式的法域,如美国特拉华州、纽约州等,由于公司资本的空洞化以及各种变相的规避性措施,^[5]成文法下的资本维持规则已经几乎丧失了其实际效用。

从某种意义上说,美国1984年修订的《标准公司法》基本昭示了资本维持规则在美国的终结,目前绝大多数州公司法均已将清偿能力模式作为资本流出规则的主要标准。近年来,国际上对于公司资本流出制度标准的争论主要集中于欧盟国家。欧盟各国的公众公司长期处于以德国公司法资本维持规则为蓝本的《二号公司法指令》规制之下,然而,从1998年10月开始的简化欧盟法运动(Simpler Legislation for the Internal Market, SLIM),到2001年欧盟委员会授权高层公司法专家就欧洲公司法现代监管框架出具意见(该意见包含对于资本维持的批判^[6]),再到2006年欧盟委员会委任毕马威会计师事务所(KPMG)发布的“二号指令下资本维持体系的可行性及替代性研究以及对新的欧盟会计体系适用于利润分配的检查”报告,^[7]可以看出,欧盟内部资本维持规则面临着很强的改革势头。欧盟层面对资本维持规则的质疑集中在三个方面:一是对债权人保护的效果;二是对欧洲公司融资及商业重组效率的阻碍;三是国际会计准则在欧盟国家引入对资本维持规则的冲击。^[8]随着KPMG报告的发布以及2008年金融危机的负面影响,^[9]欧盟层面的改革最终未能取得实质性效果。但在各成员国可自由规范的私人公司层面,部分欧盟国家(尤其是北欧地区)也有走向清偿能力测试的修法趋势。^[10]

(二) 本文的基本结构

为更好地理解资本维持和清偿能力两种模式的核心要义,昭示国际通行的两种模式的内涵及

[5] 例如特拉华州公司法下的“快捷股息测试”(Nimble Dividend Test),在公司没有溢余且仍希望分配股利的情形下,董事会可以决定从前两个会计年度中的净利润范围内支出股利。

[6] See High Level Group of Company Law Experts, Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 4 November, 2002.

[7] See KPMG, Feasibility Study on an Alternative to the Capital Maintenance Regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an Examination of the Impact on Profit Distribution of the New EU-Accounting Regime (Main Report), January 2008.

[8] See European Commission (DG Internal Market and Services), Contract Award Notice, Markt/2006/07/F, 24 October, 2006, Section II. 1. 4.

[9] See Katja Fuchs Mwebana, The Regulation of Companies' Capital in the European Union: What is the Current State of Affairs? 22 (2) *European Business Law Review*, 237-260 (2011).

[10] 例如芬兰在2006年9月的新《公司法》当中引入了清偿能力测试,对于国内的私人公司在很大程度上放弃了欧盟《二号公司法指令》下的资本维持体系。

利弊,有必要对两类模式的核心内容及运行状况进行较为深入的分析。本文的第二、三部分将首先着眼于资本维持和清偿能力两种模式的核心内容,对二者在实践中的运用及其利弊进行探讨与总结。第四部分将分析公司资本流出制度的基础——会计规则的相关内容,并介绍资本维持和清偿能力两种模式背后会计规则的差异。第五部分将以美国、英国和德国为例,通过一个超越公司法的相对完整的图景,分析各国对于公司股东与债权人利益冲突这一问题的规范模式。最后,本文将结合中国的情况,分析对于我国当前立法取向的思考。

二、资本维持模式的核心内容及利弊分析

资本维持的目的是通过限制公司向股东进行分配或其他资本性交易来平衡股东和债权人之间的利益。回归资本维持制度的核心功能,有必要在与公司资本相关的各类庞杂问题中,对资本维持的核心内容进行甄别和厘清,特别是剔除由于历史源流而累积的、虽然相关但非其内涵的术语和概念。这样也能够帮助我们对资本维持与清偿能力在其核心功能价值——债权人保护——下进行同维度的比较。

(一) 界定“资本维持”的前提——剔除非核心概念

1. 面额不是资本维持的核心概念

从现代公司法实践的角度而言,面值与股东向公司缴付的出资并不等同,现实中公司往往采取溢价发行股份的方式(股东实际缴付出资的价值大于股份的面值),从会计的角度而言,股份的面值所代表的出资部分为公司的股本,而溢价部分则计入资本公积——股本溢价。

事实上,面额是一个与历史上公司融资机制密切相关的概念,19世纪时欧美国家公司组织者(设立者)在有了一个新的商业计划以后,就会寻求投资人购买设立中的公司股票以筹集资金。组织者和投资者之间有关认购股票的法律关系往往通过认购协议来表现。这样的协议往往约定,如果特定时间内有足够的其他认购者缴纳出资,且目标公司是基于组织者之前所述的目的成立,那么认购人将向公司缴纳一笔现金或资产以获得新设公司的股票。

在这样的商业模式下,交易各方不可避免地希望在起草认购协议时,就认购人投入的金钱金额和其获得的股票数量之间确定一个关系,以确认每股应当投入多少金钱。^{〔11〕}是这样的数量关系产生了“面额”的概念。可以看出:(1)早期的面额与股东出资完全等同,其作用之一是作为股东向公司缴付出资的等额凭据;(2)在此前提下,面额确定了认购者向公司出资的价值及所占公司股份比例的关系,最初是为了解决股东平等出资的问题,与资本维持概念和债权人保护的目

的无关。在谈论资本维持的时候,绝大多数法域探讨的都是维持股东向公司的出资(会计概念上的“股本”加上“资本公积——股本溢价”),而非股票的面额(会计概念上的“股本”)。随着公司在实践过程中的不断发展,仅靠维持可以由公司股东和董事随意设定的股份面值,无法达到资

〔11〕 参见前引〔4〕, Bayless Manning, James J. Hanks Jr. 书,第29页。

本维持的目的，也曲解了这一制度的应有之义。

2. 最低资本额不是资本维持的核心概念

最低资本制度的初衷在于通过法律强制股东向公司缴纳一定额度的出资，减少股东因有限责任带来的过度冒险行为。^[12] 极端情况下，如果股东未向公司缴纳任何出资而全部采取向债权人借贷的形式，那么在公司有限责任的庇护下，股东可以享受盈利带来的剩余价值，而公司亏损的风险则全部由债权人承担，此时股东会有很强的选择高风险商业经营模式的动机。当然，最低资本制度的设计本身也包含了一定程度的资本维持规则的考量，但取消最低资本额并不对资本维持本身构成实质性的影响。例如英国公司法对私人公司并没有最低资本限制，但这不妨碍资本维持规则在限制公司分配方面持续发挥效用。

实践中，如果最低资本额过高会对创业和商业经营带来不利影响，过低则会失去原有价值。且最低资本制度本身实际的功能性价值也存在疑问。目前，欧盟对于公众公司仍有 25000 欧元的最低资本要求，^[13] 而德国法则要求更高的 50000 欧元。我国已经于 2013 年取消了最低资本额要求，但并没有修改资本流出规则。

3. 资本维持并不影响股东的出资形式

一部分人认为，资本维持制度不允许某些形式的出资（如劳务出资、未来服务出资等），影响了商业社会出资的灵活性。但实际上，影响出资形式的并不是资本维持规则，而是面额股下禁止股票折价发行的规定。在出资规制环节引入无面额股，以及更进一步，分离“股份”和“资本”两个要素，可以解决当前或未来劳务出资的计量困境与信息误导问题。

4. 股东平等问题不属于资本维持所针对的范畴

德日等国公司法资本制度中，除了与资本维持相关的基于平衡股东和债权人利益的法律条款以外，往往还包括一些为了解决公司出资和分配阶段的股东平等问题的法律条款。它们通常涉及以下几个方面：（1）一个一般性的股东平等对待原则条款；（2）将增加公司资本的权利配置给股东；（3）公司增资阶段股东的平等对待，具体可能包括一个强制性的（或者可通过章程排除的）认购优先权；（4）公司分配阶段股东的平等对待，具体包括对定向分配或股份回购的特定限制等。^[14] 此类条款与资本维持需要解决的问题有根本性的区别，实践中不宜混同。

（二）资本维持的核心要义

观察欧美国家资本维持制度的历史演进和比较规则，我们认为，在债权人保护的基本目的下，资本维持包含的核心问题包括以下三个方面的内容。

1. 维持股东出资

维持股东出资指的是维持股东出资的金额而非股份面值的金额。上文中已经提到，在公司组织形式运作的早期，人们向公司缴纳与面额金额相等的资产。但在公司运行过程中，僵化的面额

[12] See Andreas Engert, Life Without Legal Capital: Lessons from American Law, Working Paper, January 2006.

[13] See Directive 2012/30/Eu of The European Parliament And of The Council of 25, October 2012, § 6.

[14] 欧盟《二号公司法指令》当中也包含了这些旨在阻止管理层、多数股东和其他内部人稀释少数股东投资和控制权的法律条文。

成为了公司在股票价格低于面值时进行再融资的障碍。^{〔15〕}现实中为避免这种情况的发生,公司往往选择以较低的面值发行股份。随着面值与出资的分离,在一些法域也产生了法定资本与商业意义下的资本的分离。在维持面值(法定资本)还是维持出资(商业资本)的问题下,美国企业经营者、商业律师、立法者和法官最终选择了前者,这也直接导致了资本维持制度在美国的全面失效。相比之下,英国则在司法判例和会计师的共同影响之下,选择了维持公司的商业资本,即公司股东出资的金额,也就使得英国公司法下的资本维持制度一直有效地延续至今。

2. 严格的减资制度

实践中,公司的资本由董事或股东决定,如果在公司设立以后董事和股东可以在缺乏债权人知情权、参与权和决定权的情况下随意减少公司的资本,毫无疑问其就失去了对债权人的保护作用。这种债权人的知情权、参与权和决定权,在大陆法传统的国家往往表现为一系列的公司减资规则。美国资本维持历史实践中一直没有建立起与欧洲国家类似的减资规则,这也在很大程度上导致了该制度在美国的无效以及最终被废弃。

3. 全面的分配规则

分配规则的建立有两层含义,其一是对于公司向股东的分配需要有一条不会损及资本的分配规则。此类分配规则在实践中表现出对企业会计资本账户下的各类规范,包括分配仅能从盈余类账户中支出,不允许用股东出资类账户(股本和资本公积)弥补亏损等。^{〔16〕}其二是对类分配行为的统一财源规制。包括股票回购、财务援助、公司与股东对价不公允的交易等。例如欧盟《二号公司法指令》对分配行为的规制不仅包含了“公开的”分配行为,还包含“隐性的”分配行为,这将使得公司很难通过其他形式规避向股东的分配行为。

• 161 •

(三) 资本维持的利与弊

资本维持规则发展至今,其主要目的在于实现公司法下债权人保护的价值取向,通过将一定的资本作为公司的“安全垫”,从而在法律层面上强制规定股东承担一定的经营风险,防范其过度冒险行为,促进公司的持续经营。^{〔17〕}近年来,对资本维持也有诸多批判,无论是美国(20世纪80年代基本全面废除早已空洞化的资本维持规则)、欧盟(21世纪初对《二号公司法指令》修订的争议、欧洲法院质疑资本保护正当性),还是英国(学界有很强的废除资本维持的呼声,但受限于欧盟规定未能改革),资本维持都是一个饱受争议的话题。对其批判主要集中在以下几个方面:

其一,资本维持不符合商业逻辑的法律规则。一些批评者认为,商业实践当中,一个负责任

〔15〕 美国法上早期的案例为 *Handley v. Stutz*, 139 U.S. 417, 11 S. Ct. 530 (1891)。在该案中,公司濒临破产,通过出售债券并为债券认购者免费赠送一些新股以增强其吸引力,但现行债权人认为应当要求新股东支付相当于股票面额的资产。美国最高法院最后判决在公司处于经济危机状态时,可以依据其所能得到的最好的价格出售股票,无论价格是否低于面额,新股东都无需承担补充出资的责任。

〔16〕 例如,除前文中提到的特拉华州公司法“快捷股息”(nimble dividend)制度之外,美国修订以前的1980年《标准公司法》也允许用资本盈余弥补亏损。因美国历史上没有完善的减资制度,公司可以轻易通过减少股本创造出一种特殊的资本盈余——减资盈余(reduction surplus),再利用公司法笼统的从“盈余”而非资本中分配的规则,将减资部分分配给股东。至于利用资本盈余弥补亏损,然后释放出盈余用于分配的做法,更不存在任何法律障碍。

〔17〕 参见前引〔12〕, Andreas Engert 文。

的董事会在进行利润分配的决策时考虑的一定不是彰显公司设立时期股东出资情况的金额数字，而应当考虑公司现金流状况、主营业务前景和商业计划资金需求、未来偿债情况等。^{〔18〕}换言之，资本维持体现的是僵化的法律逻辑，是一套不与商业实践挂钩的死板的规则体系，要么可能因为标准过高而限制企业的正常分配行为，要么可能因为标准过低而失去债权人保护的效果。

其二，资本维持忽视了债权人最为关注的企业流动性问题。^{〔19〕}支持资本维持的观点认为，企业的所有者权益（资本）和企业资产是财务报表的一体两面，报表右端的资本在左端一定代表着相同金额的资产。然而现实中，比起企业的资产状况，债权人可能更加关注企业的流动性情况。对于现实生活中合同债权人所关注的对企业流动性情况具有影响的方方面面（净利润、经营现金流、资产负债比率、或有负债、后续融资能力、可变现担保品、商业环境及宏观经济预测等），资本维持规则实在太单薄无力，以至于让人们怀疑其是否能够在真实的商业实践中产生实质性的积极效果。

其三，债权人保护不是公司法需要实现的价值取向。有观点认为，债权人保护的职责应当由其他部门法而不是公司法承担。举例而言，合同债权人可以通过合同进行自力保护，劳动债权人可以依靠劳动法自我保护，而其他债权人（例如侵权债权人、商业债权人）则可以依赖破产法等其他部门法（在美国还有欺诈性转移法）得到保护。作为公司内部组织形态的公司法应当协调的是公司董事和股东之间的利益关系，其不应当也无力实现公司组织运行中债权人保护的价值取向。

其四，资本维持是一套成本较高且容易规避的规则。^{〔20〕}美国学者持此观点的情形较多，一部分原因是美国从来没有形成过一套完整的资本维持制度，因此非常容易通过降低股份面额、减资等方式进行规避，但相应的情形在欧陆国家则有很大不同，原因是多方面的。实际上，在公司出资阶段的一些法律规制确实可能会导致相对较高的成本（例如出资作价评估机制、股东未足额缴付出资时债权人的救济措施等），但根据上文所探讨的资本维持的核心要义可以发现，资本维持本身的有效运行并不需要过高的成本，迄今为止在欧洲从规则完备性层面来说也运行良好。

其五，会计国际趋同对于资本维持理论的冲击。^{〔21〕}在本文第四部分针对欧美制度比较的分析中，本文将重点分析这一问题。简而言之，资本维持需要建立在以财务会计规则为内核的企业财务报表基础之上，而国际趋同的财务会计本质上是一套面向资本市场投资者（股东）的会计规则，会计规则在规制目的和制度设计本身与资本维持规则的错位会带来不利影响。

〔18〕 KPMG 于 2008 年对欧盟及非欧盟法域公司的调查表明，大部分被调查的 CFO（除德国公司的 CFO 外）认为相较于资本维持原则下的资产负债表测试，偿债能力测试是更好的决定分配的方式，现金流测算对决定分配有决定性的作用。而在资本严重受损的情形下召开股东会，对于其任务是观察公司的财务发展和识别资不抵债信号的人而言没有任何实际重要性。参见前引〔7〕，KPMG 文。

〔19〕 参见前引〔9〕，Katja Fuchs Mwebana 文，第 237-260 页。

〔20〕 关于这一问题的讨论，参见前引〔4〕，Bayless Manning, James J. Hanks Jr. 书，第 94 页。

〔21〕 事实上，欧盟在对资本制度讨论的过程中，不论是在高层专家报告上，还是在 KPMG 出具的咨询报告上均提到了这一问题。详见前引〔6〕，High Level Group of Company Law Experts 文；前引〔7〕，KPMG 文。

三、清偿能力模式的核心内容与利弊分析

(一) 衡平清偿能力与资产负债表清偿能力

在比较法实践中,美国公司法(尤其是《标准公司法》)为我们提供了一个典型的清偿能力测试模板。“偿付不能”这一概念经过了长期的发展,包含两种含义。第一种含义最初来自于英国衡平法,一般被称作衡平清偿能力测试(Equity Insolvency Test),是指确定债务人偿付不能的测试标准是他在债务到期时不能履行其义务。第二种含义则来自于普通法司法实践,一般被称作资产负债表清偿能力测试或破产清偿能力测试(Balance Sheet/Bankruptcy Insolvency Test),基本内容是分配不能导致公司资产负债表中的总负债大于总资产。衡平清偿能力测试与资产负债表清偿能力测试存在巨大区别,前者关注企业现时流动性,后者则关注对企业的清算。前者更多关注企业利润表和现金流量表,后者则关注资产负债表。美国《标准公司法》既包含衡平清偿能力测试,也包含资产负债表清偿能力测试。但美国采用清偿能力测试标准的各州公司法具体情形也不尽相同,例如马萨诸塞州公司法仅包含衡平清偿能力测试条款。

除公司法之外,在美国《统一欺诈性转移法案》(Uniform Fraudulent Transfer Act, UFTA)中同样包含了清偿能力测试,这一问题将在本文第五部分进一步分析。

(二) 清偿能力模式在美国法的实践及其问题

一般认为,衡平清偿能力测试符合现实中公司管理者判断是否进行分配行为的普遍规律,是一个看似合理且美好的标准。然而,清偿能力这一标准实在太过抽象,以至于当我们检视《标准公司法》时会萌生太多对于此标准的疑问,一些不完整的问题包括:(1)清偿能力具体应当考量哪些因素才是足够的?如果应该包括一个以公司商业计划为基础的未来现金流测试,那么这样的未来现金流又该包括哪些因素才是恰当的?(2)以什么样的财务标准判断公司是否符合清偿能力?《标准公司法》给予的标准十分宽泛,董事会可以基于相应情形下合理(reasonable in the circumstances)^[22]的会计基础进行判断,如果是基于清偿能力的角度,公司的清算价值可能是一个比财务报表账面价值更好的参照系,但清算价值的确定又是十分困难的问题。(3)谁来评判公司是否具有清偿能力?从美国公司法的实践来看,公司董事最清楚公司的经营状况及商业计划,无疑是最为合适的人选。然而,让制定公司商业计划的人依据公司前景判断其未来现金流状况,这似乎也是一种荒谬的观念。如果董事认为其商业计划无法为公司带来良好的前景,那么可能还不如早早将公司清算更为妥当,而宏观经济和公司所处的商业环境风云变幻,很难说董事预测的准确度到底几何。(4)确定公司清偿能力的时间范畴是什么?英国学者在公司法修法的建议稿中提出的时间范围是在“日常商业经营过程中”(ordinary course of business)、“合理可预期的未来”(reasonably foreseeable future),包含了所有在分配阶段已形成的债务以及在“可预见未来”将形成的债务。^[23]英国学者提出的这一标准仍然令人困惑。公司董事存在任期,而且其大

• 163 •

[22] See *Model Business Corporation Act Annotated*, American Bar Foundation, 2002, § 6. 40 (d), p. 201.

[23] See Jonathan Rickford, Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests, 7 *European Business Organization Law Review*, 135-179 (2006).

概能够判断一至两年内公司是否具有清偿能力，但公司是否对其长期负债具有清偿能力恐怕是个谁也难以说清的问题。可实践中，长期负债的情形往往是每个公司都会面临的，最典型的就是公司向雇员支付的养老金。

尽管清偿能力测试作为美国《标准公司法》力推的分配标准已经被 30 多个州采纳，但有关的司法判例却并不多，且仅见于股利分配和股份回购两个领域。例如，在 Thoughtworks 案中，特拉华州法院在判断公司可用于优先股股东回购的“合法可用之资金”时采用了三个步骤：一是认为分析合法可用资金的起点是资产的真实经济价值，而非会计报表数据；二是认为评估真实经济价值的合理方法应着眼于当前清偿能力，而非未来业绩，并认为赎回优先股将导致公司现金流紧张，进而会因员工离职导致最重要的人力资本损失而否认了原告基于未来业绩的估值结果；三是认为公司自身对合法可用资金的裁量受到商业判断原则的保护。^[24]

可以说，法院对于清偿能力标准的运用完全依赖于个案的具体状况，且董事在诸多场景下的判断均受到商业判断规则的保护。如果我们观察美国法律体系下债权人保护规则的全貌，可以发现，公司法下的债权人保护仅占其中很小的一部分，大部分被转交给了其他部门法规则。如果我们全盘沿袭美国公司法下的清偿能力测试标准，或许能够得到一个完整的美国式公司法条文版本，但我们一定无法得到一个完整的美国式债权人保护模式——有关这一模式的特点将在本文的第五部分进一步讨论。

• 164 •

四、公司资本流出制度的会计基础及其国别差异

（一）会计规则的角色

会计规则是公司资本流出制度有效运行的基础。资本维持规则方面，不论是“盈余测试”还是“收入盈余测试”，其可用于分配的盈余或收入盈余的计算完全依赖于会计确认和计量。清偿能力测试也是如此，资产负债表清偿能力测试中资产和负债金额的确认完全依据企业编制的资产负债表，而衡平清偿能力测试也依赖于董事依据财务数据对企业流动性、持续经营能力等问题的研判。无论是分析资本维持还是清偿能力，对于其所依赖的会计规则的阐释都是必要的。即便各国政府、国际组织和民间团体在最近 40 年内就国际会计趋同作出了很多努力，但各国会计准则（尤其是与资本流出制度相关的部分）仍然有着不可忽视的差异。

如需对公司资本流出制度所依据的会计准则进行全面、透彻的分析，我们可能需要对比较视角下的国际会计准则有一个非常完整的阐释，但这近乎是一个不可能完成的任务。事实上，欧盟委员会在委任 KPMG 进行的“二号指令下资本维持体系的可行性及替代性研究以及对新的欧盟会计体系适用于利润分配的检查”报告中，曾要求其对欧盟引入国际会计准则并将其用于《二号公司法指令》下资本维持规则中可分配金额计算的可行性进行分析。^[25] KPMG 主要运用了调查分析的方式，其在结论中也承认了基于《二号公司法指令》下的分配理念而言，国际会计准则的

[24] 参见刘燕：《对赌协议与公司法资本管制：美国实践及其启示》，载《环球法律评论》2016 年第 3 期。

[25] 参见前引 [7]，KPMG 文，第 7 页。

利润计算方式并不是一个很好的起点,但并未就该问题进一步展开分析(例如具体可量化的影响程度、替代性方案和解决办法等)。尽管无法量化会计规则对于资本制度的影响,但本文认为对比较法下各国会计制度的差异进行分析仍有必要和价值。对于会计规则对资本流出制度到底存在何种影响这一问题,本文拟采取的分析方式包括以下两点:一是从比较视角下的国际会计角度,简要分析各国之间的会计差异及其成因;二是简要分析目前国际会计趋同的一些趋势及做法,并在我国会计规则国际趋同的背景下,就这一问题对资本流出规则的影响进行简要梳理。

(二) 比较视角下的国际会计差异及影响

笔者在表1中简要总结了采用资本维持模式和清偿能力模式法域会计制度相关差异及其表现。主要包括以下几个方面。

一是法律体系对会计的影响。大致可以区分为国家会计模式和民间团体会计模式两种类别。前者的会计规则往往规定在商法典、公司法(如德国)当中,或由国家制定统一的会计规则(如法国财政部下的国家会计委员会及《会计总方案》^[26])。后者的会计制度往往由民间职业团体对民间会计惯例进行总结、汇编和统一而产生(例如美国公认会计准则)。会计规则的法律化一定程度上代表了规则本身的强制力。会计记录的过程中不可避免会包含诸多判断因素,例如收入确认的标准、折旧和摊销的计提比例、是否计提减值、对或有负债或预计负债的处理、利息费用及研发支出等的资本化等等。资本维持和清偿能力的区别是严格的法律规则和灵活的判断标准之间的区别,作为制度的基础,严格的法律规则也应当建立在高强制力的会计规则之上,而灵活的判断标准则并不要求高强制力的会计规则。事实上,美国的清偿能力模式往往比会计规则更进一步,允许公司脱离企业财务报表数据,基于经济价值判断可用于分配的金额。^[27]

二是公司资金来源(报表信息使用者)的影响。大致可以区分为债权人主导和股东(投资者)主导模式。^[28]前者的代表如德国,银行作为公司资金的主要提供者,往往还同时是许多企业的股东,机构债权人能够比较容易地获取公司的内部信息,对于公司信息披露问题并不关注。且相对于企业的经营超额收益,债权人更加关注其资产的安全性。故债权人作为报表信息使用者的国家倾向于采用“谨慎性”的会计理念,包括压低资产价值、谨慎确认收入、计提秘密准备金等。^[29]后者的代表如英美,资本市场发达,投资者作为公司资金的主要提供者,且证券市场上企业股权相对分散,中小投资者对于公司信息披露的需求非常迫切。股东往往更加关注企业真实的经营业绩,并希望将财务报表作为判断投资决策和预测投资价值的依据,因此倾向于采用“真实公允”的会计理念,^[30]包括资产采用公允价值的方式计量、收入包含更多未实现损益等。报表信息使用者实际体现了会计服务的对象和目的,理论上来说主要服务于债权人的会计规则能够

• 165 •

[26] 参见郝振平:《国际会计学》,清华大学出版社2014年版,第69页。

[27] 例如特拉华州判例法允许在计算分配基础的净资产时,对企业资产、负债进行再评估,抛弃历史成本数据而采用现值或公允价值计量(尽管实践中很少被公司使用)。但董事会的再评估需要建立在善意(good faith)的基础上,对资产和负债进行“持续、全面地审查”(consistent & comprehensive review),而不是仅仅对特定资产进行选择性的账面价值调增。

[28] 参见〔美〕弗雷德里克·D. S. 乔伊、加利·K. 米克:《国际会计学》,方红星译注,东北财经大学出版社2018年版,第15页。

[29] 参见任永平:《中德财务会计比较研究》,东北财经大学出版社2001年版,第128页。

[30] 参见汪祥耀:《英国会计准则研究与比较》,立信会计出版社2002年版,第13页。

更好地适应旨在债权人保护的法律法规（资本维持），“谨慎性”理念也能够比较好地抑制公司的分配动机，而面向投资者/股东的会计规则和“真实公允”的会计理念的财务数据更加接近于企业的“经济价值”，与清偿能力标准背后的理念更加匹配。

表 1〔31〕 资本维持模式和清偿能力模式相关会计制度差异及表现	
资本维持模式	清偿能力模式
<div>高强制力 ← 法律体系 → 低强制力</div> <div>集权化的会计模式，在统一商法典或政府出具的会计方案中作出规定</div> <div>民间团体主导的会计模式，总结一般公认的会计准则，各利益团体的博弈</div>	
<div>债权人 ← 资金来源 → 股东</div> <div>来自银行、政府，股权集中，低信息披露要求，谨慎性会计规则</div> <div>来自股东，发达资本市场，股权分散，高信息披露要求，真实公允会计规则</div>	
<div>税务会计导向 ← 税收影响 → 财务会计导向</div> <div>税务会计与财务会计统一，财务会计遵从税务会计，降低自由度</div> <div>税务会计与财务会计分离，增加财务会计自由度，包含递延所得税影响</div>	
<div>低通胀率 ← 通货膨胀 → 高通胀率</div> <div>基本未出现过因高通货膨胀率导致名义资本保全失效的现象</div> <div>历史上发生过较高通货膨胀率的经济现象，导致名义资本保全失效</div>	
<div>会计规则本土化 ← 全球化影响 → 会计规则全球化</div> <div>至少在资本流出相关会计规则（如企业单体报表编制）层面坚持本土化</div> <div>会计规则全面全球化，允许将国际会计准则用于资本流出制度</div>	
<div>政府导向 ← 职业界 → 职业团体导向</div> <div>会计职业团体相对不发达，或职业团体设在政府部门下，会计规则制定由政府主导</div> <div>发达且相对独立的会计职业团体，职业团体制定并影响会计规则</div>	
<div>← 文化因素 →</div> <div>价值取向：依法控制、统一性、保守主义、保密等</div> <div>价值取向：职业自治、灵活性、乐观主义、透明等</div>	

三是税收法律法规对财务会计的影响。大致可以区分为税务会计导向型和税务与财务会计分

〔31〕 See Peter Walton, Axel Haller, Bernard Raffournier, *International Accounting*, International Thomson Business Press, 2002;〔英〕克里斯托弗·诺比斯、罗伯特·帕克：《国际会计：一种比较的视角》，薛清梅、曹玉珊、刘艾琪、张梦雅译，东北财经大学出版社 2016 年版；前引〔26〕，郝振平书；前引〔29〕，任永平书。

离型。前者财务会计计算出的利润一般可以直接用于税收征缴（如德国、法国），^{〔32〕} 税务会计所包含的对于资产计价和收入实现的调整规定也显著降低了企业会计确认和计量的自由度（例如德国税法中对于存货计价、固定资产折旧等的规定直接影响财务会计记录）。后者财务会计与税务会计分离，财务会计计算出的利润需要经过一系列调整措施才可用于税收征缴，报表中往往还包含了一些税务会计影响财务会计的因素（例如递延所得税资产/负债）。因此，税务会计与财务会计统一的规则能够降低管理层判断的因素，更加适合标准严格的法律规则（资本维持）。

四是通货膨胀的影响。^{〔33〕} 通货膨胀对于财务会计会带来不容忽视的影响，恶性通胀也会严重侵蚀资本维持规则下名义资本保全的基础。在发生过较严重通胀的国家（例如美国 70 年代的“滞胀”现象），传统资本维持理念下的名义资本保全思路会受到极大的冲击。这一冲击不仅体现在通货膨胀对名义资本的直接影响上，还体现在其对资产负债表和净利润计量带来的间接冲击上。在通胀严重时期，企业按照历史成本计量的利润数据中会包含因通胀而带来的虚计部分，使得净利润整体水平虚高，如果按照“收入盈余”标准进行分配，包含通胀率的虚高利润可能会与企业实际经营状况严重脱节，并进一步侵蚀名义资本保全。

五是会计规则全球化的影响。包括政府间国际组织（联合国、欧盟等）、国际金融市场（如证券委员会国际组织，IOSCO）、跨国企业以及民间团体（如国际会计准则理事会，IASB）等对会计准则的影响。最典型的如国际会计准则理事会颁布的国际会计准则（International Financial Reporting Standards, IFRS）对各国会计趋同的影响，欧盟目前已经允许成员国在计算可分配金额时采用国际会计准则编制的利润数据，而日本、中国等的财务报告准则目前也已经基本实现与国际会计准则的实质趋同。会计规则全球化对一个国家的影响是全盘化的，国际会计准则本质上是一套与国际资本市场关系密切的会计准则，采用国际会计准则不可避免地会带来一个相对低强制力的、投资者导向的、财务会计与税务会计分离的会计规则。

除上述因素以外，会计职业界（政府部门之下的职业团体和相对独立的职业团体）以及一国文化因素对会计规则也将带来一定的影响。

五、超越公司法的债权人保护规则

（一）完整的美国模式

1. 灵活的公司法分配标准与会计规则

针对这一问题，文章前述部分已经进行了比较详细的论述。美国法下，不论是清偿能力本身还是与之配套的会计规则都是十分灵活的。美国公司法在计算企业分配金额时往往赋予会计规则选择方面较高的自由度，企业可以选择相应情形下合理（reasonable in the circumstance）的会计规则。美国本身所使用的美国一般公认会计准则也是一个以“真实公允”理念为核心的、投资者导向的、低强制力的会计准则。

〔32〕 参见前引〔26〕，郝振平书，第 18 页。

〔33〕 参见前引〔31〕，克里斯托弗·诺比斯、罗伯特·帕克书，第 36 页。

2. 统一欺诈性转移法案

欺诈性转移法属于州立法事项，许多州依据 1984 年《统一欺诈性转移法案》颁布了自己州的欺诈性转移法。欺诈性转移法案的目的在于避免公司的欺诈性转移损害债权人利益。美国《联邦破产法》（Federal Bankruptcy Code）第 548 条也包含欺诈性转移条款，但该条款的追溯期限仅有一年。相比之下，《统一欺诈性转移法案》给无担保债权人提供了四年的追溯期限。

总体而言，根据欺诈性转移法，当公司的交易包含以下三个要件时，就构成推定欺诈（constructive fraud）且是可撤销的（voidable）：^{〔34〕}（1）转移资产或招致债务；（2）没有收到一个合理对等的价值交换；（3）在某个时点（导致）丧失清偿能力或者不合理的过低资本。

首先，欺诈性转移法下推定欺诈囊括了一个广义的股东分配规则，从构成要件来看，不论是利润分配、股份回购，还是公司与股东进行的对价不公允的交易行为，都可能符合推定欺诈的构成要件。其次，欺诈性转移法对于债权人的保护是一个事后的救济而非事前的预防，尽管对于什么样的情况属于丧失清偿能力或者资本过低，在实践中仍然基于法院对个案的判断，但相比公司法下将清偿能力标准理解为一个事前标准（在公司尚未丧失清偿能力时，判断分配是否会导致公司丧失清偿能力）仍然有本质上的不同。最后，如满足推定欺诈的构成要件，将导致相应交易转让的破产财产返还破产管理人的效果，或者招致债务无效或劣后，州欺诈性转移法往往给予破产管理人四年的追溯期限，在公司丧失清偿能力时，是一个比公司法下分配规则有力得多的救济措施。

3. 其他补充性规则

美国法下其他与债权人保护相关的机制包括：（1）董事信义义务。尽管公司正常经营情况下，美国公司法规定的董事信义义务仅针对股东，但在著名的 Credit Lyonnais 案中，特拉华州衡平法院认为当公司“处于破产边缘”（in the vicinity of bankruptcy）时董事的信义义务不仅局限于股东，而延伸至公司整体。^{〔35〕}（2）劳动债权的保障机制。美国《职工退休所得保障条例》（Employee Retirement Income Security Act, ERISA）规定公司的职工福利负债由投资信托为员工利益持有，并在公司破产时隔离。^{〔36〕}（3）金融债权人完善的自我救济措施及其合同条款对公司日常分配的规制。^{〔37〕}

（二）完整的欧洲模式

1. 德国法——资本维持与高强制力的会计规则

在公司资本流出制度方面，德国法目前遵循相对传统的资本维持规则，在计算可分配金额时，要求公司每年计提 5% 的会计利润至法定准备金账户，直至法定准备金与资本准备金之和大于已发行资本的 10%，二者之和称为法定公积金，在公司有未弥补亏损且没有留存收益或其他准备金用于弥补亏损时，法定公积金可以用以弥补亏损，不得用于分配。除此之外，公司回购股份

〔34〕 See Uniform Fraudulent Transfer Act (1984), § 4 (a) (2), § 5 (a), § 7 (a) (1), § 8 (b).

〔35〕 See Credit Lyonnais Bank Nederland, N. V. v. Pathe Communication Corp., 17 Del. J. Corp. L. 1099, 1155 (Del. Ch. 1991).

〔36〕 参见前引〔12〕, Andreas Engert 文。

〔37〕 参见前引〔4〕, Bayless Manning, James J. Hanks Jr. 书, 第 99 页。

的金额还需计入库存股准备金账户且不得用于分配。^{〔38〕}

在分配相关的会计规则方面，德国规定的特征如下：（1）来源于法律的统一会计规则。德国财务会计规则由立法机构制定，并规定在《商法典》中，德国公司根据国内统一会计准则编制的单体财务报表确定可分配利润。^{〔39〕}但根据欧盟现行规定，欧洲上市公司需要按照国际财务报告准则编制合并报表，这也就使得德国上市公司需要保留两套财务报表体系，变相增加了一定成本。（2）债权人利益导向的会计规则。奉行“谨慎性”原则，包括倾向于低估资产价值，充分计量可能发生的负债等。（3）财务会计与税务会计统一。企业报表数据可以直接作为纳税基础。

2. 英国法——资本维持与会计利润调整模式

尽管对于公司资本制度改革呼声强烈，但英国目前仍然使用传统资本维持标准。其2006年《公司法》规定，催缴资本（call-up share capital）与股份溢价均不得用于分配，股份回购、回赎则通过直接扣减留存收益以及记录资本赎回准备金（因股份回购、回赎等情况导致的已发行股本减少而产生的准备金）进行与分配同等财源规制。

会计制度方面，英国公司法允许公司采用英国公认会计原则（UK GAAP）或者国际财务报告准则（IFRS）编制单体财务报表得出的数据用于利润分配。整体而言，英国会计规则奉行“真实公允观”的理念，鉴于英国企业资本化程度相对较高，会计规则更注重维护投资者和股东的利益。财务报表编制的初衷并非纳税和利润分配的需要，而是出于投资者决策有用观的考量。将报表中的利润数据用于分配时，需要履行由英格兰及威尔士特许会计师协会（ICAEW）以及苏格兰特许会计师公会（ICAS）等民间会计组织发布的一系列利润调整措施，以消除“真实公允观”下未实现损益对可分配金额带来的影响。总体而言，此类调整措施包含以下三个方面的情形：其一，将会计上记为收入但公司法目的下认为未实现的收入剔除；其二，将会计上记为损失但并非公司法目的下的损失的金额剔除（例如公司法下认为是所有者权益但会计规则下记做负债的优先股，其资本返还会在会计规则中记为利息费用，这部分费用需要在计算可分配金额中剔除）；其三，将符合公司法目的下的收入但不符合会计下收入确认的部分计入（例如未计入股本和资本公积的出资）。^{〔40〕}总体来说，结合相应的会计准则，英国公司法关于利润调整的关注重点在于相应的（收入或费用导致的）资产或负债的变化是否以现金的形式或容易转换为现金的形式。^{〔41〕}

总体来说，英国通过会计利润调整措施相对较好地平衡了资本维持规则与“真实公允”会计规则下的理念冲突，但这套规则成本高昂，且英国有其发达而庞大的职业会计师团体和历史悠久的会计理论和制度基础，整体而言难以为我国所借鉴。

六、两种基本路径背后的价值选择

资本维持和清偿能力两种模式代表了公司立法价值取向对于债权人保护的两种选择。回到

〔38〕 参见前引〔7〕，KPMG文，第62页。

〔39〕 See Rolf Uwe Fülber, Malte Klein, Balancing Past and Present: Impact of Accounting Internationalization on German Accounting Regulation, 20 (3) *Accounting History*, 342-374 (2015).

〔40〕 参见前引〔7〕，KPMG文，第127页。

〔41〕 参见〔英〕艾利斯·费伦：《公司金融与法律原理》，罗培新译，北京大学出版社2012年版，第249页。

我国的情形，如果结合本文所探讨的资本维持模式核心内容，可以发现，我国公司法包含了一个相对完善的资本维持规则：公司立法时选择了维持资本而非面额；减资条款中也包含了债权人的知情权、参与权与决定权；公司分配规则本身限制严格。当然，我国的资本维持也存在一些问题，相比其他立法例来看并不周延，连股份回购的财源限制都未包含在内，但尚未导致资本维持规则出现很大的漏洞。在资本制度相关会计规则方面，我国已经不可逆转地选择了一个与全球资本市场趋同的会计规则。这套规则本身并非出于资本维持的初衷而设立，其留给公司经营者较大的判断空间，而其背后的真实公允理念也与资本维持的理念相背离，但我们并不能完全得出资本维持将因此失效的结论。尽管我们已经偏离了作为资本维持规则移植法下最终来源的德国模式的全貌，但与我们一同挣扎在会计与法律规则矛盾背后的法域还有很多，包括日本、《二号公司法指令》下的诸多欧陆国家，目前这一问题在国际上也未有最终定论。

无论是修补不够完善的资本维持规则，还是全面转向清偿能力标准，我国公司法下资本流出制度的改革都势在必行。本文认为，立法者在进行两种模式的选择时，至少应当基于以下四个层面的问题进行判断。

资本维持与清偿能力两种价值取向背后的第一层争议是对两种模式有效性的争议。从两种制度期望实现的价值取向——债权人保护——而言，资本维持制度在这方面的表现充分体现出僵化的法律规则在应对复杂商业实践时的笨拙，要么“管得过宽”，要么“管得不够”，且还在不断受到资本市场导向下灵活会计规则的侵蚀。从表面上看，或许符合商业逻辑的清偿能力标准更加有效，但令人失望的是，清偿能力对于债权人保护与其说是“灵活规制”，毋宁说是“无为而治”，美国司法实践下不仅判例较少、基于个案，且法官最终往往转向商业判断规则，放弃对公司分配正当性的判断。对国内成文法几无借鉴价值。这似乎也反映了历史上源于法官良心且作为普通法补充的衡平法运用于成文法时的固有问题。^{〔42〕}

第二层争议是对于公司“资本”价值理解的争议。资本的价值不仅在于通过限制分配保护债权人的利益，也在于其防范股东过度冒险行为的经济意义。“有恒产者有恒心”也是类似的道理。要求股东向公司出资且不得随意抽回出资，能够促使其谨慎进行商业决策，防止其利用公司的有限责任过度冒险，也起到降低司法事后救济所带来的成本的作用。相较之下，现代公司作为一种商业组织在美国已有逾两百年的历史，其背后的一些有关商业逻辑的理念可能不再需要法律重述。

第三层争议是确定性的“规则”（rule）与灵活性的“标准”（standard）之间选择的争议。灵活性的标准若与严格的司法审查相结合可能会产生灾难性的后果，任何人都不能基于一个追溯智慧（事后诸葛亮行为）评判他人在过去的某项决策是否合理。灵活标准的背后既是赋予董事权力的公司法，也应当是给予董事信任的公司法。至少，在司法裁判的导向上，法院需要给予董事在公司分配问题上足够的宽容（引入商业判断规则），只有当真正导致某种后果时（例如欺诈性转移法下的“丧失清偿能力或者不合理的过低资本”）才能允许司法裁判介入。从这一角度来说，资本维持之所以采取事前的确定性“规则”的模式，其背后可能代表着欧陆法律传统下对董

〔42〕 参见前引〔4〕，Bayless Manning, James J. Hanks Jr. 书，第205页。

事天然的不信任。清偿能力代表的事后的灵活性“标准”则一定程度上是基于英美公司法基础下对董事商业判断的信任。那么,中国到底是希望选择一个天然信任董事的公司法还是天然不信任董事的公司法?如果我们尚且无法正面回答这一问题,也无法保证我们的司法审判机关会给予董事足够的宽容,那么至少确定性也是法律应当坚持的一项价值,也是对董事责任的一种救赎。

第四层争议则是公司法本身价值取向选择的争议。这一问题可能才是我们进行立法模式选择时的根本问题,中国的公司法到底应当是一个股东(stockholder)利益导向下的公司法,还是一个利益相关者(stakeholder)导向下的公司法?公司法需要保护的法益当中是否应当包括对债权人利益的关注?美国的实践明显代表了一个股东利益导向的范式。清偿能力模式背后的选择或许代表着美国公司法已经基本放弃了对债权人保护的法益追求,这一问题转由合同法(合同债权人自力救济)、欺诈性转移法案、劳动与社会保障法(劳动债权人)和破产法等规则来解决。相比之下,我国对于债权人保护的机制是否已经在公司法之外得以建立?至少我们没有像美国一样有力的欺诈性转移法案,对于劳动债权人的保护规则可能也不如美国完善,实践中包含了政府干预形态的破产法似乎也不能够被法官运用自如。在这种情形下,如果我们的公司法转向清偿能力测试,也许我们会得到一个对于债权人保护最为无力的法律模式。

Abstract: The limited liability, as a basic character of corporation, creates the conflict between shareholders and creditor in respect of corporate assets. Company law has developed two different solutions to control the flow of assets to shareholder in the capital transactions such as dividend or stock buyback. One is capital maintenance principle, and the other is called solvency test. The capital maintenance principle has long history but its main characteristics in regulating distribution and reduction of capital are challenged nowadays as rigid and inefficient, or even irrelevant with creditor protection. The solvency test reflect economic sense with bankruptcy insolvency and equity insolvency included. Its function, however, seems well below expectation if directors' fiduciary duty or fraudulent transferring rules absent, as the case in the U. S. showed. Further, both solutions are affected more or less by accounting rules which have changed dramatically in the past decades. From the perspective of company law revision, three factors need to be considered before the legislator make the choice, i. e., the related accounting standards, the alternative mechanisms of creditor protection, and, most importantly, whether the company law in China shall keep creditor protection as one of its fundamental values.

Key Words: distribution, capital maintenance rule, solvency test, accounting standards

论上市公司股东代理权征集滥用的规制 ——以新《证券法》第 90 条为对象

董新义*

• 172 •

内容提要：股东代理权征集对上市公司治理具有“双刃剑”的作用，其优势与弊端共存的特性使其更需严格规制以防止被滥用。从法理层面进行分析、并结合以往征集投票权实践所暴露的问题可知，新《证券法》第 90 条相比以前法律规范虽有重大进步，但仍存在对代理权征集滥用规制的不足。可以运用代理人道德风险理论、信义义务理论解释和规制代理权征集滥用行为。分析新《证券法》第 90 条规定可知，对征集人资格、条件和行使权利程序规定的不足，对征集过程中信息披露和违法征集损害赔偿责任等事项的粗放式规定都可能带来代理权征集的滥用。为了更有效地规制代理权征集滥用行为，应从限缩征集人资格和条件、确立代理权征集决策程序的内部控制机制、强制披露包括征集目的在内的法定信息披露制度和差异化信息披露制度、实施证券“看门人”见证制度等入手，进一步完善新《证券法》第 90 条规定和加强对代理权征集滥用的规制。

关键词：股东代理权征集 征集投票权 征集目的 信息披露

一、引言

股东代理权征集是证券法领域一个老生常谈的话题。2019 年 12 月 28 日修订通过的《证券法》（若无特别说明，以下出现的《证券法》均指 2019 年修订的《证券法》）以基本法律形式确立了股东代理权征集制度，使其再度成为证券法研究的一个热点。长期以来，在我国学界和实务界，股东代理权征集多被称为“投票权征集”或“征集投票权”，但依据《证券法》第 90 条规定，由于征集人征集的并不限于投票权（表决权），还包括提案权等股东权利，故今后我国宜统

* 董新义，中央财经大学法学院副教授。

本文为中央财经大学“人工智能和金融科技相关法律政策研究”项目的阶段成果。

一使用“股东代理权征集”(以下本文简称“代理权征集”),而不是“征集投票权”等其他概念。^{〔1〕}对于代理权征集的定义,依据《证券法》第90条规定^{〔2〕}可知,代理权征集是指当上市公司的股东由于某种原因不能或不愿出席股东大会,亦未选任适当代理人行使其股东权利时,上市公司董事会、独立董事、持有一定份额的股东以及投资者保护机构,自行或委托证券机构或证券服务机构,将记载必要事项的空白授权委托书交付公司股东,在股东同意授权的情况下代理该股东行使其委托授权范围内的股东权利的行为。

从制度起源来看,代理权征集制度主要是基于保护中小投资者利益和提高上市公司治理水平的目的而诞生的。一般来讲,代理权征集机制通过集中分散的中小股东的投票权,能够缓和股东之间存在的集体行动问题,^{〔3〕}有助于中小股东“抱团”维护自己利益,^{〔4〕}有利于改变上市公司股东大会的“空壳化”现象,^{〔5〕}是提高上市公司治理成效的“利器”,所以多数国家在本国证券法律中都确立了代理权征集制度。但正如“硬币具有两面”一样,代理权征集制度也可能被滥用。从国内外大量案例来看,代理权征集有可能成为大股东或控股股东攫取控制权私利、侵害其他股东权益的手段。有学者研究指出,与代理权征集机制缓和了股东集体行动困境而带来的不确定、难以测量的收益相比,征集者因其拥有的投票权与其剩余索取权并不匹配而产生代理问题却是确定的,并且以控制权的私人收益形式表现出来,从而得出代理权征集机制的负面效应是很大的,在立法上应对其进行严格限制。^{〔6〕}因此,对代理权征集的规范和监管就成为各国完善股东大会制度、改进上市公司治理、保护中小股东权益、约束控股股东攫取控制权私利的一项重要内容。

对于代理权征集的功能和价值以及对其滥用规制的重要性,哈佛大学路易斯·罗斯教授(Louis Loss)做出了最完整的论述:随着公司证券的广为发行以及随之而来的公司所有权与管理权的分离,股东大会的整个意义完全取决于投票委托书征集制度。这一制度已经成为决定我们经济体制良好与否的至关重要的力量,如不进行监管,它将助长管理层地位的永不动摇和管理层的不负责任;如适当规制,则可能成为挽救现代公司制度的利器。^{〔7〕}可见,从学术研究来看,对

〔1〕 需要特别予以说明的是,由于我国学界和实务界之前的研究成果中多使用“征集投票权”“投票权征集”“投票权代理征集”“征求委托书”等术语,因此,为保持原研究成果的原貌,本文中混用“投票权征集”“征集投票权”和“征集代理权”等概念,均为同种含义使用,并非术语不统一,请读者予以注意。

〔2〕 《证券法》第90条规定:“上市公司董事会、独立董事、持有百分之一以上有表决权股份的股东或者依照法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构的规定设立的投资者保护机构(以下简称投资者保护机构),可以作为征集人,自行或者委托证券公司、证券服务机构,公开请求上市公司股东委托其代为出席股东大会,并代为行使提案权、表决权等股东权利。依照前款规定征集股东权利的,征集人应当披露征集文件,上市公司应当予以配合。禁止以有价或者变相有偿的方式公开征集股东权利。公开征集股东权利违反法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构有关规定,导致上市公司或者其股东遭受损失的,应当依法承担赔偿责任。”

〔3〕 参见陈明添、张学文:《股东投票代理权征集制度的效用——法经济学分析》,载《东南学术》2005年第2期。

〔4〕 中小股东通过征集投票权后,获得委托代理行使投票权实现“抱团”,对股东大会决议施加影响。例如现代投资(000900)2012年第一次临时股东大会上,大股东因关联交易回避表决,中小股东的共同反对致使重大资产重组方案未获三分之二以上同意通过,而相同情形下的可立克(002782)董事会就《关于受让及增资湖南中车时代电动汽车股份有限公司股份暨关联交易的议案》征集投票的案例中,回避表决的关联股东持股比例达75%,董事会所征集的投票权虽只占公司总股份的0.2239%,但占出席股东大会所持有表决权的股份总数的78.72%,就能决定股东大会的表决结果。

〔5〕 日本学者奥村宏认为,随着上市公司股权的日益分散,股东对公司的控制力日益减弱,中小股东对出席股东大会主张自身权利逐步失去信心,股东投票权利不被重视、股东大会空壳化似乎成为一种全球倾向。参见〔日〕奥村宏:《股份制向何处去——法人资本主义的命运》,张承耀译,中国计划出版社1996年版,第131页。

〔6〕 参见前引〔3〕,陈明添、张学文文。

〔7〕 See Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*, Little Brown&Co., 1988, p. 450.

于代理权征集制度，除了要研究其积极功能和价值，也要积极研究对代理权征集滥用的规制。

在我国，从20世纪90年代中叶起至今，随着代理权征集规范（当时法律规范多称“征集投票权”或“投票权征集”）的出台以及上市公司实践的增加，学界和实务界对投票权征集的相关研究就未曾中断过，亦产生了大量的研究成果。但这些研究成果的视角均集中于如何更好行使投票权征集，以更好保护中小投资者利益和加强上市公司治理，对代理权征集滥用的规制却鲜有研究。本次《证券法》将代理权征集制度安排于第六章“投资者保护”之中，立法意图显而易见，笔者也完全认同代理权征集制度的积极功能和价值。但笔者更想强调的是，一个制度往往是一把“双刃剑”，因此我们须保持谨慎乐观的态度，在赋予权利的同时也应警戒权利的滥用。一个完美的代理权征集制度应当同时包括“代理权征集的保障”以及“滥用规制”两个方面，二者相辅相成，不可偏废。鉴于有关代理权征集积极功能和价值的研究不胜枚举，本文不再赘述，仅以《证券法》第90条之代理权征集规定为研究对象，以代理权征集滥用的规制为研究目标，通过分析代理权征集滥用的规制法理，结合规制不足在实践中导致的问题，以征集人资格、条件和内部控制程序以及信息披露等为抓手，完善代理权征集滥用的规制体系，以为证券法制度建设贡献绵薄之力。

二、代理权征集滥用应受规制的理论检视

（一）代理人风险控制理论

在代理权征集中，征集人通过公开征集，发出股东委托代理行使股东权的要约，一旦股东接受要约并出具委托书即为承诺，双方委托关系即成立。可见，从私法关系分析，代理权征集仍属于委托代理关系范畴，因此民法上委托代理的一般理论同样适用于代理权征集。“委托书征集，源于民法上的代理理论，是指公司及公司外的人将记载有必要事项的空白委托书交付于公司股东，劝说股东选任自己或者第三人代理其行使表决权的商事行为。”^{〔8〕}如前所述，尽管各国（地区）学界和实务界对代理权征集的称谓不一，^{〔9〕}但从本质来讲，代理权征集制度是指上市公司或公众公司的征集主体，通过劝说股东授予其代理权，由征集人在股东大会上代为行使股东权的法律制度，是股东权与代理制度相结合的产物。

“在代理权征集成功后，征集人（被指定为代理人）代表被征集人（其他股东、被指定为委托人）行动，他们之间就产生了一种代理关系。”^{〔10〕}即征集人（代理人）通过征集行为取得股东（被代理人）代理权的授权，代为行使提案权、表决权等股东权。代理制度之最初价值在于本人行为能力的扩张，投票代理权比投票权本身更具有实质意义。^{〔11〕}但在股东或他人借助代理机制代行表决权，从而对现行管理层施加压力和影响方面，投票机制比表决权本身更具有实际意义，这也是阻止股东大会日益流于形式的重要法律手段。^{〔12〕}

〔8〕 梁上上：《论股东表决权——以公司控制权争夺为中心展开》，法律出版社2005年版，第190页。

〔9〕 “代理权征集”在美国被称为“委托书竞争”（proxy contests）或“委托书大战”（proxy fights），在韩国被称为“表决权代理行使之劝诱”，在中国台湾地区则被称为“征求委托书”，这些说法没有本质上的区别，只是写作人的翻译及习惯不同而已。

〔10〕 汪青松：《股份公司股东异质化法律问题研究》，光明日报出版社2011年版，第16页。

〔11〕 参见江平主编：《新编公司法教程》，法律出版社2003年版，第206页。

〔12〕 参见梅慎实：《现代公司机关权力构造论——公司治理结构的法律分析》，中国政法大学出版社1996年版，第126页。

但事实上,公司经营者(董事会、独立董事)与公司或股东之间、大股东与中小股东之间却存在着利益异质性,征集人(代理人)和股东(被代理人)还会出现目标不一致的问题,作为被代理人的股东的目标是获得最大的剩余价值,而征集人的目标是使自己利益最大化。而且在信息不完全和不对称的情况下,由于代理权征集是征集人通过公开程序劝诱其他股东授予其代理权,其他股东是在知悉披露信息、受到征集人的影响之后才做出是否授予征集人代理权的意思表示的,如果征集人滥用代理权征集,做出欺诈、误导等恶意征集行为,被征集人股东就容易做出意思表示不真实的授权委托。由于征集是公开进行的,其危害的是公众投资者。另外,征集人还存在利用提案权、投票权等股东权的代理行使,干扰上市公司正常经营甚至敲诈公司及现任管理层的道德风险。上市公司的经营者(董事会、独立董事)、大股东通过其利益代表董事、监事作为公司“内部人”,已在事实上或法律上掌握了公司的控制权,其出于自身利益的考虑,往往会在代理权征集过程中,隐瞒真实信息,着眼短期行为或进行过度投机,这些都可能损害公司或其他中小股东的利益。“代理权征集会带来经济权利与参与权利的割裂,就会带来道德风险。例如,以较小的经济代价却取得较多的控制权力,其可能在决策中会倾向于高风险,因为一旦失败,其所付出的经济代价有限,而一旦成功却有高的收益,反而会危害股东民主。”^[13]正是由于代理权征集可能使得征集者以较小的代价获取公司控制权,容易引发恶意征集,因此,一些国家和地区对征集人资格、征集程序、信息披露乃至委托书的内容和格式都做出了规定,以尽量减少代理权征集带来的负面影响。因此,依据代理人风险控制理论,对代理权征集滥用的规制,要重点从完善征集人(代理人)的资格和条件制度、加强对征集人(代理人)征集行为启动程序的内部控制、增强征集人(代理人)和被征集人(被代理人、股东)之间信息的完全性和对称性三个方面着手。这是通过控制征集人作为代理人的道德风险,防止滥用代理权征集制度的理论基础。

(二) 信义义务理论

信义义务(fiduciary duty)理论也可用于解释代理权征集滥用的规制。已经形成共识的是,在公司法和证券法领域,普遍存在信义义务,如董事、监事、高级管理人员对公司的义务,以及控股股东对中小股东的义务均可解释为信义义务。信义义务是英美法系中的重要概念,最初源于英美法系的信托义务与大陆法系的善良管理人义务,英美法系中受信人负有为委托人最大利益服务的义务,大陆法系中管理人管理被管理人事务时负有如对待自己事务一样的注意义务。^[14]可见信义义务是一种利他性的义务,它存在于信义关系(fiduciary relationship)中。但在英美法学界,权威学者均认为信义关系并不存在一个统一的定义。^[15]《布莱克法律词典》在界定信义关系(fiduciary relationship)概念时认为,信义关系是指对于一定关系范围内的事项,一方为了另一方的利益负有行动或提出建议的义务时,即在该两当事人之间存在信义关系。^[16]信义关系是指

• 175 •

[13] 李博翔、吴明辉:《论股东表决权征集制度的立法完善》,载《证券法苑》第20卷,法律出版社2017年版,第165页。

[14] 参见范世乾:《信义义务的概念》,载《湖北大学学报》(哲学社会科学版)2012年第1期。

[15] See Len Sealy, *Fiduciary Relationships*, 20 (1) *Cambridge Law Journal* 69 (1962); Len Sealy, *Some Principles of Fiduciary Obligation*, 21 *Cambridge Law Journal* 119 (1963); Paul Finn, *Fiduciary Obligations*, Oxford University Press, 1977, pp. 3-4.

[16] See *Restatement (Second) of Trust* (1979) 2; *In re Karmey Estate*, 468 Mich 68, 74, n 2 (2003), citing *Black's Law Dictionary* (7th ed).

在委托人信赖受信人并且将自己的财产或者权利托付给受信人时所形成的法律关系，在此关系中，委托人处于相对弱势地位，受信人处于相对强势地位，为另一方利益负担义务的一方被称为受托人或受信人（fiduciary），相对方可以被称作委托人或受益人（beneficiary）。^{〔17〕}法律为了保护受益人或委托人的利益，防止受信人滥用其权力，以确保双方的信任，就要求受信人对受益人或委托人负有信义义务。^{〔18〕}

在代理权征集实务中，通过公开征集，被征集人（股东、受益人）信赖征集人（受信人）并且将自己的提案权、投票权托付给征集人，在二者所形成的法律关系中，作为被征集人的股东处于相对弱势地位，征集人处于相对强势地位，二者之间的法律关系符合信义关系，因此征集人应当对被征集人承担信义义务。在不同类型的代理权征集实务中，不同类型的征集人所追求的利益是存在差异的，有的是为了公司利益，有的是为了巩固控股股东地位，有的是为了维护中小投资者利益。代理权征集在实践中又被称为“投票权争夺”“控制权、投票权大战”，由于对公司决策事务的最终决议是由多个股东表决权集合而成的，表决权的行使必然会牵扯到公司和其他股东的利益，所以表决权争夺归根结底意味着不同主体间的利益冲突。代理权征集制度正是基于经营层与公司、控股股东与公司以及与中小股东利益的非同一理论，并利用其利益冲突，集合利益共同体投票权等股东权，对控股股东形成外部制衡与约束，从而构筑上市公司外部治理机制。这是代理权征集制度欲实现的正常价值和功能，应予以保障。

但是，滥用代理权征集这种工具，为自己牟取私利甚至从事违法犯罪的行为也并不少见。非股东人士或者短期持股的股东甚至是投机的股东，若掩盖自己的真实意图，通过代理权征集这种工具获得公司控制权，由于其与上市公司并无息息相关的利益关系，往往会关注短视的投机行为，会仅为牟取私利而置公司长远利益于不顾，进而就会损害其他股东的利益。董事会在作为征集人时，正常情况下可能会更多地倾向于通过说服股东委托自己代为参与股东大会，来决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，审议批准董事会的报告、议案等。但在一些非正常情况下，董事会可能会希望通过征集活动，获得其他股东委托授权从而在股东大会中表决支持现任董事的连任、薪酬的提高等议案，而不论自己之前的公司经营业绩与考评状况如何。

由于征集人和被征集人利益追求的不同，征集人和被征集人必然存在利益冲突，作为信义法核心的忠实义务规则则以利益冲突禁止和图利禁止作为核心规制内容。因此，以利益冲突的防范和规制为连接点，代理权征集活动与信义法规制对象存在天然的契合性，代理权征集活动应受信义法的规制，这具有正当性、普适性与必然性。美国信义法权威 Tamar Frankel 教授认为，与其他法律规则一样，信义义务的设定是基于对人性和对人类先前行为的了解而产生的综合假说——受信人在履行受托职责的过程中趋于为维护自己的利益而侵害他人利益。^{〔19〕}在美国，整体而言，利益冲突的法律规制，主要是通过信义义务设定和业务隔离安排这两个方面来加以落实的。^{〔20〕}

既然征集人要对被征集人承担信义义务，而信义义务的内容包括忠实义务（duty of loyalty）

〔17〕 参见倪受彬、张艳蓉：《证券投资咨询机构的信义义务研究》，载《社会科学》2014年第10期。

〔18〕 参见张开平：《英美公司董事法律制度研究》，法律出版社1998年版，第151-152页。

〔19〕 See Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford Press, 2010, p. 101.

〔20〕 参见王彬：《美国金融中介利益冲突法律规制演变及启示》，载《证券市场导报》2013年第6期。

与注意义务 (duty of care)。那么, 首先, 忠实义务要求征集人不得将自己的利益置于与被征集人的利益相冲突的状态, 应该为被征集人的利益而非自身的利益行为。这就要求征集人在接受股东委托后, 应该监督、审核信息披露的真实、准确、完整, 而不是为了获取高额的报酬, 滥用职权与上市公司共同进行虚假陈述。其次, “注意”指小心谨慎, 尤其要求受信人在处理受益人的事情时要小心谨慎。征集人的注意义务也要求其在怀有善意、像一个正常人在相似处境下应有的谨慎心态下去处理受托事务, 并且当从事证券业务时, 应采取合理的方式依法运用自己的专业知识和技能达到某种标准。^[21] 简言之, 要求征集人在代理权征集活动中, 不仅要忠实于被征集人的利益, 而且也要在服务时勤勉尽责。因此, 依据信义义务理论对征集人的代理权征集活动进行规制, 就要重点从完善信息披露规则入手, 强制征集人充分披露征集目的等相关信息, 通过使征集人充分知悉征集人是否履行忠实义务和注意义务的信息, 来增强对代理权征集滥用的规制。

三、《证券法》第 90 条代理权征集制度中滥用规制之评价

从法律规范沿革来看, 在《证券法》确立代理权征集制度之前, 代理表决权制度 [现为《公司法》(2018 年修改) 第 106 条]^[22] 其实可以被认为是征集投票权制度的“母法”。之后, 国务院行政法规、中国证监会证券监管规则和自律管理指引等均规定了征集投票权规则 (为代理权征集制度的一部分), 随后上市公司依据这些规范开始逐步开展征集投票权实践。

(一)《证券法》引入代理权征集制度之前滥用规制的评价

早在 1993 年 4 月, 国务院颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》就初步规定了征集投票权。其中第 65 条规定: “股票持有人可以授权他人代理行使其同意权或者投票权, 但是, 任何人在征集二十五人以上的同意权或者投票权时, 应当遵守证监会有关信息披露和作出报告的规定。” 2005 年 10 月 19 日, 《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》明确规定, 建立征集投票权制度, 以提高上市公司治理质量, 规范上市公司运作。中国证监会颁布的《上市公司股东大会规则》(最新版为 2016 年修订) 第 31 条第 4 款, 以及《上市公司章程指引》(最新版为 2019 年修订) 第 78 条第 4 款也都规定了征集投票权^[23]制度, 而且两个规范规定的征集投票权规则完全相同。两者都明确规定了征集主体为“公司董事会、独立董事和符合相关条件的股东”, 而且两个规范都规定“禁止以有偿或者变相有偿的方式征集股东投票权、公司不得对征集投票权提出最低持股比例限制”。但对于为何做出这样的禁止性规定, 并未做进一步说明。《上市公司股东大会规则》(2016 年修订) 第 46 条第 2 款规定: “公司控股股东、实际控制人不得限制或者阻挠中小投资者依法行使投票权, 不得损害公司和中小投资者的合法权益。”这一条款明确了控股股东、实际控制人的信义义务要求。从这些规范的立法目的来看, 更多的是鼓励股东等人征集投票权, 以提高上市公司治理质量。尽管存在“禁止以有偿或者变相有偿的方式征集股东投票权”“公司不得对征集投票权提出最低持股比例限制”等规定, 体现了对投票权征集滥用一定程度的

• 177 •

[21] 参见董新义:《资产管理业者的信义义务: 法律定位及制度架构》, 载《求是学刊》2014 年第 4 期。

[22] 《公司法》第 106 条规定: “股东可以委托代理人出席股东大会, 代理人应当向公司提交股东授权委托书, 并在授权范围内行使表决权。”

[23] 《上市公司股东大会规则》和《上市公司章程指引》这两个规范中, 都使用了“征集投票权”这样的术语。

规制，但是从整体来看，对滥用的规制并非当时制定征集投票权制度的主要目的。

（二）《证券法》对代理权征集滥用规制的进步与不足：基于实践的评价

一个制度是否优良完善，除了在理论、逻辑上可被论证外，实践本身就是一把最好的标尺。自 20 世纪 90 年代起我国开展征集代理权实践以来，已经暴露出多起滥用征集投票权的事件，而这些滥用情形仍未在《证券法》第 90 条规定中得到有效规制。

1. 缺乏对征集人资格和条件以及启动征集程序的规制

《证券法》第 90 条第 1 款增加了“持有 1% 以上有表决权股份”作为股东成为征集人的限制条件，将之前规范中“符合相关条件”明确化，并删除了以前规范中的“公司不得对征集投票权提出最低持股比例限制”，这比《公司法》第 102 条第 2 款规定的行使提案权的股东须单独或联合持股 3% 以上的持股条件有大幅度的降低。应当说，这一规定充分考虑了我国上市公司持股结构的国情，我国上市公司股权较为集中，大股东和中小股东之间持股比例相差悬殊，第一大股东往往持股比例较高，中小股东持股比例相对较低。1% 的持股比例的规定有利于真正让小股东“用手投票”，通过征集代理权行使股东权利，积极参与公司治理，具有很大的进步性。当然，如果是征集了提案权，在得到其他股东委托行使提案权时，须满足《公司法》第 102 条第 2 款的持股比例要求。

但令人遗憾的是，对股东成为征集人的限制仅有 1% 以上持股比例的条件，既没有规定该比例是单独持股还是合计持股，也没有规定代理权征集之前的连续持股期限、之后的继续持股期限，而有些股东正是利用这一漏洞滥用了征集行为。如在 2019 年 4 月梅雁吉祥（600868）征集投票权案件中，梅雁吉祥原大股东烟台中睿（及其一致行动人，占比 5.53%）和广东能润（占比 4.99%）为争夺控制权，在续聘审计机构，以及选举独立董事、非独立董事、监事等议案上的意见完全相反，意图在 2019 年 4 月 30 日股东大会期间通过全体股东投票表决一战定胜负。但在摆出一副与对手势不两立、控制权大战一触即发的态势后，原大股东烟台中睿及其一致行动人却在发出征集公告的 13 日内即 4 月 29 日，且已收到两份符合委托要求的股东投票权的情况下，趁股价高位悄然减持离场，最后引发上海证券交易所向其发出监管问询。^{〔24〕}另外，在天神娱乐（002354.SZ）一案中，大股东 Newest Wise Limited（占比 7.2%）于 2019 年 9 月 23 日公告征集投票权，以公司原董事会未尽忠实义务和勤勉义务为由，号召股东就对天神娱乐于 2019 年 9 月 27 日召开的临时股东大会的议案中要表决的多数董事、监事人选提出反对的动议赋予其投票权。^{〔25〕}但在 2019 年 9 月 26 日，自提起征集程序后仅两日，其即公告要求撤销本次公开征集投票权，撤销公告中也未陈述任何理由。可见，行使公开征集投票权和撤销征集投票权在实践中非常随意。另外，也存在个别股东信用缺失、完全追求自身利益最大化的情况。如果征集到足够多的投票权数量，征集人则出席股东大会并代理行使表决权；如果因特殊原因，征集到的投票权数量无助于自己意图的实现，征集人则随意放弃投票表决权，无视被征集股东的利益。

还需重点关注的是，现有规定缺乏对董事会和独立董事作为征集人滥用代理权征集行为的规制。从以往我国征集投票权实践来看，独立董事和董事会是征集投票权的主流。本文仅就深圳证

〔24〕 参见《梅雁吉祥原大股东争夺控制权“明修栈道”减持离场“暗度陈仓”》，载 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1632223693029603879&wfr=spider&for=pc>，最后访问时间：2020 年 3 月 3 日。

〔25〕 参见深圳证券交易所公告，载 <http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?24bcb4b8-b8b0-490c-9e56-5dede679ac69>，最后访问时间：2020 年 3 月 5 日。

券交易所上市公司中公开征集投票权的情况进行实证考察。笔者首先进入深圳证券交易所官网“www.szse.cn”，在搜索栏中，选择输入关键词“征集投票权”（统计截止到2020年3月5日），发现深交所共披露4044个案例，其中最新的一个征集投票权的案例发生在2019年12月25日。在此状态下，再分别输入关键词“董事会征集投票权”“独立董事征集投票权”“股东征集投票权”，分别搜索出384起、3290起、22起案例。可见，董事会、独立董事作为征集人的案例比例分别为9.5%、81%，二者共计超过90%。在我国，公司董事会的绝大多数成员（包括独立董事）实质上都是大股东、控股股东、实际控制人利益的代表，鉴于这一特殊国情，董事会、独立董事都有可能滥用征集人地位，为大股东、实际控制人谋取控制权和其他不当利益，也有可能成为未拥有管理权的股东扰乱公司正常运转程序的工具。所以，除了应对股东滥用代理权征集进行规制以外，《证券法》也应当对董事会、独立董事的代理权征集行为进行规制。

2. 现有信息披露要求不能规制代理权征集的滥用

“阳光是最好的防腐剂，街灯是最好的警察。”^[26]毋庸置疑，信息披露是投票权征集制度中的核心组成部分。《证券法》第90条第2款规定了“征集人应当披露征集文件，上市公司应当予以配合”的内容，这无疑具有重大意义。但该规则仅为原则性规定，不具操作性，应当披露哪些内容、披露方式和披露程序、违反披露应承担何种法律责任等基本内容，尤其是对征集目的披露的要求，均未在该条中予以规定，这一条款对征集投票权滥用的规制并无实际用处。在我国征集投票权的长期实践中，征集人或多或少均在规避披露自己的征集目的以牟取不当利益，例如在2000年3月胜利股份（000407）投票权征集一案中，其第二大股东通百惠（占比16.67%）以“向网络产业发展”为由，向流通股股东征集代理权，掩盖其与第一大股东胜邦（占比17.35%）争夺控制权的实质目的，让蒙在鼓里的其他股东为自己充当“帮手”。如果不要求披露征集目的，征集人就可能会掩盖自己的真实意图而进行代理权征集。再如在2011年6月21日振兴生化（000403）的股东王秀爱征集投票权案例中，虽然王秀爱作为中小股东征集投票权的努力值得肯定，但是征集人既未披露自己的征集目的，又未披露其对公司年度股东大会将要审议的九个大类议案持赞成还是反对的态度及其理由，也未披露征集人推荐的四位董事和三位监事候选人的基本情况，更未披露自己、公司与这四位董事候选人之间的关系，显然这些信息均属于影响被征集人作出应否授予征集人股东代理权判断的重大信息。^[27]

可见，在以往的征集投票权实践中，虽然形式上也在进行信息披露，但是信息披露并不规范，主要存在以下问题：首先，对于信息披露的信息范围和材料内容没有明确规定，导致监管缺乏标准，降低了信息披露活动的公信力；其次，未具体规定信息披露的标准、方式以及程序，以致出现多样的实践操作；最后，只是笼统规定了征集代理权违法的损害赔偿赔偿责任，但对违法进行征集信息披露是否应承担此种赔偿责任并不清楚。无责任即无约束，没有对违法进行征集信息披露的法律责任进行规定，在事实上也就变相为征集人违法征集行为开了“绿灯”，征集人就更有可能会滥用代理权征集，以达到自己的不正当目的。可见，《证券法》第90条第2款仅原则性地要求披露征集文件，不利于制约征集人对代理权征集的滥用。

[26] 叶俊南：《现代证券法学》，浙江大学出版社1996年版，第88页。

[27] 参见《欲派自己人入选董事会 S*ST生化小股东征集投票权》，载 <http://finance.eastmoney.com/news/1354,20110621143654068.html>，最后访问时间：2020年3月2日。

3. 委托证券专业机构进行征集方式的新设规定难以控制利益冲突

《证券法》第90条第1款明确了征集人可以“自行或委托证券公司、证券服务机构，公开请求上市公司股东委托其代为……”这无疑是一个具有重大意义的规定。其实，这在实践中已有先例，早在2001年五粮液股份有限公司中小股东委托北京君之创证券投资咨询机构征集投票权时就开启了先河。这至少有两大方面的重要意义。第一，增加证券经营机构、证券服务机构作为受托人征集代理权，能够发挥证券经营机构、证券服务机构的专业化技能，利用该证券经营机构、证券服务机构在证券场所具有的信息、知识、资源、渠道等市场力量，会更加有利于代理权征集的成功运行，更有利于保护投资者。第二，有利于满足新时期证券市场高质量发展和证券服务转型发展的需要。我国证券经营机构、证券服务机构的服务由过去的重融资业务转向重投资者服务，证券经营服务机构的核心竞争力能否提升，将以为投资者服务的能力大小和素质高低为决定性因素，受托进行代理权征集正是投资者服务模式转变的一种体现。但是，如果证券专业机构作为征集人的受托人，与股东大会议案所涉事项存在利害关系，那么其很有可能会与征集人恶意串通损害其他股东利益，或者滥用自己的受托人地位，损害征集人的利益，因此需要对其加以规制。

（三）《证券法》对代理权征集滥用规制的理论评价

以上是对照我国实践中所暴露的代理权征集滥用问题，对《证券法》第90条规定存在的进步和不足进行的分析。同时，对于有些还没有在我国实践中表现出来的滥用行为，根据域外规制理论和经验，《证券法》第90条规定还可能存在其他规制不足的问题。

1. 我国缺乏对代理权征集行为概念的界定以及豁免规定

对代理权征集行为的准确定义，关系着该制度的适用范围界定，也是对其进行监管的前提。虽然各国基于不同的证券市场发达程度、上市公司经营特点、证券监管模式等，对代理权征集有不同的界定，但在我国立法规制不足的情况下，仍具有重要的借鉴意义。

在美国，《1934年证券交易法》第14条对代理权征集作了原则性的规定，而美国证券交易委员会（SEC）根据该条文授权，制定了实施细则。其中规定 Regulation 14A（Solicitation of Proxies）就是与代理权征集相关的规则。根据 SEC Regulation 14A 下属规则 14a-1（f）的界定，“委托书”（proxy）是指任何代理书、同意书或授权。在“征集”行为（solicitation）的界定上，美国经历了从宽泛弹性解释到修正界定的过程。起初，根据 SEC 规则 14a-1 的界定，征集行为包括以下行为：任何授予代理权的请求；行使或不行使或撤销代理权的请求；任何向股东提供的能够合理导致获得、保留或撤销代理权的代理书格式或其他沟通方式等。也就是与证券持有者进行的提供委托表格或其他形式的交流，只要这种交流可以合理地推定将导致取得、保留或撤销一项投票委托，^[28] 就可以被认定为征集行为。美国联邦法院也认为，征集行为应包括那些对管理层批评的报纸广告、关于公司财务困难的报道、对非竞争者的投票建议、对取得股东清单的授权等诸如此类的事物或行为。法院甚至认为股东正常的交流行为，如收入通告、公开新产品或新程序的行为也可能属于征集行为，只要管理层认为该行为使其处于一种竞争境地即可，尤其是当这种交流以不同寻常的方式进行时。^[29] 例如在 Studebaker Corp. v. Gittin 一案中，法院主

[28] 参见高如星、王敏祥：《美国证券法》，法律出版社2000年版，第224页。

[29] 参见伏军：《公司投票代理权法律制度研究》，北京大学出版社2005年版，第25页以下。

张为了征集投票代理权,股东之间联合要求取得一份股东名录的行为,便可构成投票代理权征集。^[30]如此严格的规定,使股东交流困难重重。而且遵守该规则会产生过高的成本,使股东在征集投票权时处于不利地位,股东只能花自己的钱征集投票权,只有取得胜利之后才能得到成本补偿,而管理层却可以利用公司资金从事代理权征集活动,这削弱了股东参与公司治理的积极性。鉴于这些问题,1992年SEC对之前征集的宽泛定义作出了修正,根据修订后的规则14a-1(1)(1),投票征集行为包括:第一,任何附带或者不附带的(whether or not accompanied),或者被包含在代理权表格(a form of proxy)中的请求;第二,任何实施(execute)或不实施,或者撤销(revoke)表决代理书的请求;第三,向股东提供征集表决代理权的表格(the furnishing of a form of proxy)或者其他方面的交流,而这些交流又可能不合理地导致取得、阻止或者撤销代理权。与此同时,规则14a-1(1)(2)还反面规定了以下情形不属于征集行为:(1)证券持有人之间以公开演讲、新闻发布或通过广播媒体、报纸、杂志或广告等方式就投票倾向或理由进行的交流;(2)与表决权证券信托义务人之间的交流;(3)提供豁免的交流行为方面的信息。^[31]其中在豁免方面尤其强调了“公开宣布自身投票决定的行为(declaration of voting decision in public),尤其是对于那些颇具影响力的机构投资者而言,虽然会对其他股东的投票决定产生重要影响,但并不构成征集行为”^[32]。此外,根据SEC的规定,如果征集行为的对象在10人以内,征集行为将被豁免填报投票委托说明书的义务。以上豁免为那些没有提出代理权要求、在征集中不享有利益的人提供了安全港,允许股东间进行更为广泛的私人交流,机构投资者也可以就代理权以及公司管理事务达成私下协议。^[33]

我国台湾地区将使用委托的情况分为两种,分别是公开征求和非属征求。“所谓公开征求,是指以公告、广告、牌示、广播、电传视讯、信、电话、发表会、说明会、拜访、询问等方式取得委托书,藉以出席股东会之行为。”“所谓非属征求,是指非以上述方式而受股东之主动委托取得委托书,代理出席股东会之行为。”^[34]换言之,在非属征求中,代理人权限的获得并非其主动争取,而是由股东自行委托于之,而公开征求之代理人则是通过劝诱股东授权的方式主动攫取代理权。基于此种区分,委托书规则对公开征求和非属征求在主体资格、数量限制、行为规范等方面的要求也各不相同。^[35]

2. 损害赔偿相关原则性规定不利于规制滥用行为

民事责任具有填补损害的补偿功能、阻止违法的威慑功能、协助执行法规和管理市场的效益功能以及完善监管体系的功能等,《证券法》第90条第4款之民事法律责任规定能敦促征集人在进行代理权征集活动时,遵守法律、行政法规和国务院证券监督管理机构的有关规定。但《证券法》第90条第4款只是原则性地规定了“导致上市公司或者其股东遭受损失的,应当依法承担

[30] 参见殷召良:《公司控制权法律问题研究》,法律出版社2001年版,第176页。

[31] See Electronic Code of Federal Regulations, available at https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?amp;node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114a_61, last visited on Mar. 5, 2020.

[32] 苏虎超:《我国上市公司委托书征集立法研究》,载《政法论坛》2001年第6期,第36页。

[33] 参见前引[29],伏军书,第26页以下。

[34] 吴光明:《公开发行股东会委托书之管理》,载赖源河编:《商事法争议问题研究》,五南图书出版公司2000年版,第82页。

[35] 参见李进:《委托书征集法律制度研究》,暨南大学2006年硕士学位论文,第6页以下。

赔偿责任”，对“依法承担赔偿责任”究竟属于侵权责任，还是违约责任，如何请求损害赔偿，都没有具体规定。其实，从征集投票权中可能涉及的法律关系来分析，既可能是违约责任，又可能是侵权责任。违约责任产生的事由主要是征集人违反与股东前述授权委托书，或者不履行、超出授权范围或改变履行方式等。侵权责任主要产生于征集人在代理权征集公告中进行虚假陈述的行为。从法理来讲，征集人此时属于《证券法》上的信息披露义务人，应当按照《证券法》第五章的规定履行信息披露义务。

3. 新增投资者保护机构作为征集人，但缺乏对其进行规制的规定

《证券法》第90条新增了投资者保护机构^[36]作为征集人的规定。应当说，这一规定充分考虑了目前中小投资者比较分散和弱小的现状。由投资者保护机构这样的专门机构征集投票权，能够有效利用其专业性和权威性，一方面有助于中小股东增强对其的信任，加强投资者对征集投票的信心，提高少数股东在股东大会中的主动地位，另一方面，还能对上市公司形成强有力的威慑，有助于公司完善治理。这也是《证券法》对我国投资者保护机构在中小投资者保护实践中产生的积极效果所给予的充分肯定。例如，2014年12月5日，中国证监会批准设立的中证中小投资者服务中心有限责任公司（俗称“投资者服务中心”）就是这样的投资者保护机构。它通过行使持股行权、证券期货纠纷调解、诉讼与支持诉讼职能，对中小投资者权益保护发挥了重大作用。^[37]投资者服务中心于2019年5月15日也发布了《持股行权工作规则（试行）》，对投资者服务中心的持股行权作出了规范，具有重大意义。其中第19条第3项规定：“……公开征集委托共同行权的事项，经行权立项会决策后认为可以行权的，向中国证监会投资者保护局报备后实施。”虽然该规定对代理权征集行使的程序有所规范，具有积极意义，但其仅为原则性规定，不具操作性。另外，在目前投资者保护机构数量有限、缺乏有效竞争的情况下，作为一个公益性机构，依据“监管俘获”或“监管寻租”理论，投资者保护机构能否始终保持其独立性地位，能否依职权征集代理权，如何启动代理权征集程序，法律需要进一步明确。否则，投资者保护机构完全有可能滥用自己的地位征集投票权，并且很难对其进行监督制约。

• 182 •

四、对代理权征集滥用规制的完善方案

通过对我国《证券法》第90条存在的不足进行分析，结合我国实践中所暴露出来的多种问题，笔者认为，应当从以下四个大的方面来完善代理权征集制度，如此才能更好地加强对代理权征集滥用的规制。

（一）通过界定代理权征集行为与确立豁免规则来规制滥用征集行为

根据上述关于代理权征集行为界定与豁免规则的理论分析以及域外经验的介绍，《证券法》第90条也应对“征集”行为做出界定，笔者认为可从以下几点加以区分和界定：

[36] 《证券法》第90条第1款中规定的“投资者保护机构”必须是依照法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构的规定设立的投资者保护机构。

[37] 参见邢会强主编：《证券法学》，中国人民大学出版社2019年版，第八章第四节部分。

1. 区分非劝诱征集行为 (non-solicitation proxy) 和经由征集取得委托的行为

非劝诱征集也被称为表决权代理, 由于不涉及“征集”行为, 股东通常会委托自己比较信任或与自己属同一利益共同体的人代为行使表决权, 其代理目的与被代理股东目的趋于一致, 股东不会过度受到代理人的影响, 因此它属于私法自治领域, 应按照民法一般委托代理行为加以规制, 不应纳入代理权征集制度的规制范围, 以防止规制范围过大。但是在征集代理权行为中, 股东是由于受到劝诱而被动选任代理人, 其与征集人 (后成为代理人) 之间一般没有紧密关系, 双方间并没有太多情感利益或信任利益。征集人通常“本着影响公司的经营决策甚至改组公司决策阶层的动机”〔38〕而进行股东权代理的征集, 因此被代理股东与征集人之间的利益并不总是趋于一致, 征集人征集股东代理权的终极目的并非总是追求被征集股东的利益最大化, 在某些情况下也会危及被代理股东或公司利益。这一区分有利于防止将征集投票代理行为伪装成为非劝诱征集 (表决权代理) 行为以规避代理权征集制度的规制。

2. 区分征集行为与公开宣告自身投票决定的行为 (declaration of voting decision in public)

鉴于美国此前对“征集”行为宽泛界定带来的诸多不利影响, 我国应对代理权征集行为作出明确的界定, 同时可以借鉴美国“公开宣告自身投票决定行为不属于征集行为”的规定, 该例外规定对于机构投资者具有重要的现实意义。根据该规定, 机构投资者可以公开表明自己的提案或董事提名, 且无须考虑承担任何责任。显然, 即使没有征集委托, 机构投资者的一举一动对其他机构投资者和广大中小股东的投票决定也会有重要影响, 而公司管理层对此无可奈何。〔39〕因此应将两者进行区分, 并将公开宣告自身投票决定行为纳入“征集行为”的豁免范围。从理论上讲, 机构投资者的投资行为相对理性化, 投资规模相对较大, 投资周期相对较长, 因此机构投资者的参与将有利于证券市场的健康稳定发展, 同时也有利于发挥我国证券市场机构投资者在投资决策运作、信息搜集分析、上市公司研究、投资理财证券投资方面的“专家”效应, 引导广大中小投资者理性投资、积极参与公司治理。这在我国具有重要的现实意义, 今后我国《证券法》对此应做出引导性规定。当然, 为了防止机构投资者等滥用公开宣告自身投票决定以影响他人投票的行为, 应以信息披露规制为核心手段, 对其虚假陈述行为进行严厉打击。

3. 区分公开征集行为和非公开征集行为

借鉴上述美国和我国台湾地区经验, 应将征集行为区分为公开征集行为和非公开征集行为。非公开征集行为主要指针对特定人数 (多以 10 人以下) 的征集行为, 由于只涉及少数主体利益, 其在信息披露等规则方面应当与涉及不特定广大投资者利益的公开征集行为的规定不同, 证券法不宜对其予以规制, 征集人与被征集人之间的法律责任应依据民法 (合同法和侵权责任法) 处理。当然, 公开与非公开的标准也可以参照《证券法》第 9 条规定的证券公开发行的标准来界定。此时, 就要防止征集人滥用非公开征集行为进行变相公开征集。

(二) 通过完善征集人资格、条件和征集程序加强对代理权征集滥用的规制

1. 对拟成为征集人的股东的资格和条件进行限制

如前所述, 对于股东作为征集人的情形, 存在规制“空白地带”: 仅规定 1% 以上的持股比例

〔38〕 罗培新:《股东会委托书征求制度之比较研究》, 载《法律科学》1999年第3期, 第110页。

〔39〕 参见前引〔8〕, 梁上上, 第199页。

限制，未规定代理权征集之前的连续持股期限，也未规定征集之后的继续持股期限。为了维持股东权益保护、公司正常高效治理与防止代理权征集滥用的平衡，应当排除仅为了征集代理权而短期持有或一时持有的“投机行为”，所以我国证券法有必要对拟征集代理权的股东的持股期限作出规定。为此，可以借鉴美、韩、日公司法中有关股东行使提案权时需要6个月以上连续持股的规定。因为代理权征集本身包含征集提案权，我国《证券法》第90条修改时可以规定“至提出代理权征集之日止，股东之前应连续持股6个月以上”。当然，对于何为“连续持股”，有学者认为：“在认定符合连续持有要件的股份数额时，应以在该段时间内，该股东所持股份最少之时的数量为准。”^{〔40〕}同时，为了遏制股东短期套利、获取违法或不当利益的代理权征集行为，维护公司整体利益和其他股东的合法权益，还需对股东在公开代理权征集后继续持股的期限作出规定。为此，可借鉴我国上市公司股东股份转让“锁定期”制度，笔者认为，应规定代理权征集股东在公告期间至股东大会结束后的一定期间，例如可以规定自股东大会决议之日起一个月内，须继续持股，不得转让股份或者做出其他任何处分行为，以防范股东假借代理权征集实现违法交易股份（如操纵市场、内幕交易、短线交易等）、牟取不正当利益之企图。

2. 对独立董事代理权征集启动程序的内部控制程序作出限定

首先，从资格上予以约束。独立董事拟作为征集人，必须不能有违反证券法的重大违法行为和重大失信行为，未涉及与经济纠纷有关的重大民事诉讼或仲裁，本人与其主要直系亲属未就本公司股权有关事项达成任何协议或安排，与本公司董事、高级管理人员、主要股东及其关联人之间以及与本次征集事项之间不存在任何利害关系。其次，将独立董事拟征集代理权的行为纳入内部程序进行控制。独立董事提出代理权征集动议时，应当按照上市公司董事会专门委员会的规定，将代理权征集动议作为议案提交公司审计委员会进行审议，议案中必须说明征集目的、理由和根据、征集方式和程序等，并将各位委员的审议、表决情况做好会议记录；若审计委员会未予以批准，在独立董事有理由认为仍然应当征集代理权，且在承担违法代理权征集责任的情况下，仍可通知上市公司启动独立董事代理权征集决定，公司应做好独立董事代理权征集的充分信息披露。将独立董事作出的代理权征集动议纳入审计委员会事前审议范围，有利于审计委员会对独立董事代理权征集进行事前监督，在一定程度上能够制约独立董事的滥用代理权征集行为。

3. 将董事会作为征集人的代理权征集动议作为董事会会议议案予以控制

同样，应当将董事会作为征集人的代理权征集动议作为法定的董事会审议事项予以规定。为此，可由公司法、证券法规范或者《上市公司股东大会规则》等规范作出规定，董事会在提出代理权征集动议时，也应将之作为一个独立的议案，交由董事会会议做出决议，并规定在董事会会议审议代理权征集议案之前，应按照上市公司董事会专门委员会的职责安排，由相应的专门委员会分别对分管议案进行事前审议，如提名委员会（审议董事、监事候选人和高管报酬等议案）、经营战略委员会（审议公司经营方针和计划、董事会报告等议案）、关联交易委员会（审议关联交易等议案）等。只有经过相关专门委员会决议后，方可提交董事会会议进行审议，董事会决议通过后才能正式进行代理权征集活动。通过这样的内部控制程序，可以防止个别董事借董事会之名征集代理权为自己牟取不当利益，进而损害公司和其他股东利益。

〔40〕 刘胜军：《论我国上市公司股东提案权——以美国法为借鉴》，载《河北法学》2016年第9期，第165页。

4. 完善投资者保护机构的代理权征集活动的规制

作为一种新的法定征集主体,为更好地发挥其公益机构的功能,防止其滥用征集权,投资者保护机构的代理权征集活动应受到规制。一是要进行目的控制。由于投资者保护机构被定位为保护中小投资者利益的公益性机构,只有出于保护中小投资者的公益目的,投资者保护机构才能进行代理权征集行为,并且它不能与上市公司的大股东、实际控制人、董事、监事等有着任何利害关系,不能参与个别股东的控制权争夺。二是内部程序控制。首先要对启动程序进行控制,一般情况下,投资者保护机构不能依职权提起代理权征集,只能在单独或合计持股1%以上5%(不含本数)以下的中小股东、独立董事或者公司监事会(监事本身是公司的监督机关)申请时,方可启动审批程序;特殊情况下,只有在国家机关(包括证监会、司法机关)要求或者证券交易所、其他证券投资者保护机构或其他依法成立的公益机构移送的情况下才能依职权启动。其次,应制定和实施相应的内部决策规则。可以在投资者保护机构内部设立由证券学者、律师、会计师、市场专业人士等人员组成的决策委员会,^[41]按照会议程序进行决策后方可启动代理权征集,以防个别人员的肆意专断。三是信息披露规制。投资者保护机构作为征集人,也应当按照证券法律规范进行信息披露,并承担违法征集代理权的相应法律责任。

(三) 细化信息披露规则规制代理权征集的滥用

虽然证监会认识到代理权征集中的信息披露存在很多问题,并在《上市公司股东大会规则》和《上市公司章程指引》中也规定过征集股东投票权应当向被征集人充分披露具体投票意向等信息,且在实际的征集投票权公告中,还应注意披露征集投票权事项所对应的股东大会相关情况,以及本次征集投票权的征集人、征集对象、时间、程序和步骤、相关议案等具体信息。^[42]但是,这些规定还需细化,以防止代理权征集的滥用。

1. 明确信息披露内容的最低要求,尤其是要强制披露征集目的

美国 SEC 颁布的 Regulation 14A 规定“除非所有被征集者均同时得到或先前已经得到依照表格披露信息的征集材料及委托投票授权书,否则不得实施任何征集活动”,明确了信息披露是征集的先决条件。规定强制性信息披露,可以防止信息披露过程中的随意性和选择性。其中 SEC 规则 14a-3 (Information to be Furnished to Security Holders),详细地规定了委托书征集应披露的法定信息内容。在我国,笔者认为,尤其是征集目的,应被规定为必须披露的内容,因为征集目的的披露,有利于接受信息披露的其他股东对是否授予征集人委托权做出准确的判断,减少征集人和被征集人信息沟通的成本,增加市场的透明度和公开度,因此征集目的的披露是代理权征集信息披露中至关重要的内容。正如前述胜利股份(000407)和梅雁吉祥(600868)大股东征集投票权案件中,征集人未披露征集目的,就误导了其他股东对征集人授予委托权的判断和决策,甚至可能被认定为对其他股东成立欺诈。是否披露征集目的可以作为认定是否存在重大虚假陈述的标准,此外还要明确违反信息披露规则的虚假陈述责任。

为此,可以参照《证券法》第66条对要约收购报告中载明事项“(四)收购目的”的规

[41] 作为一种尝试,尽管投资者服务中心建立了持股行权专家委员会,但其仅为专业咨询机构或技术支持机构,并不具有决策权。参见投资者服务中心《持股行权工作规则(试行)》第21条的规定。

[42] 参见证监会对“上市公司某股东作为征集人向其他股东征集投票权,相关信息披露有何规定”的答复,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/guangdong/xxfw/tzsyd/201611/t20161109_305673.htm,最后访问时间:2020年3月3日。

定，在《证券法》第90条第2款中规定“征集文件中应载明下列事项：……征集目的……”。另外，在我国实践中，征集人披露信息标准不统一、内容不充分，是征集所涉及被征集人权益的关键问题。^{〔43〕}例如：（1）对代理权是否可撤销缺乏说明；（2）异议股东权利保障性程序缺乏；（3）对征集成本的承担未予以披露；（4）对征集活动参与人以及利益相关人缺乏披露。这并不利于对中小投资者的保护，无法使征集投票权发挥成效。在信息公示的充分程度上，应借鉴德国的“扶手椅规则”，即通知的读者，一个有理性的股东，尽管不一定能充分了解情况，却能够坐在扶手椅上阅读并作出明智的决定。^{〔44〕}

2. 确立差异化披露原则，可以针对不同的征集人和征集事项，披露不同的信息内容

美国 SEC 规则 14a-11 对有关选举或更换董事的委托书征集作了特别的披露要求：14a-3 (b) 要求任何此种委托书必须事先或同时附有关于发行公司运作情况的年度报告。另外，规则 14a-11 对委托书竞争的信息披露进行了规定。^{〔45〕}此外，2003 年 1 月 23 日，SEC 批准了两份关于基金公司和投资顾问公司的信息披露的建议。其要求注册投资管理公司应当披露代理投票制度与代理投票记录；投资顾问公司则应披露代理权政策。^{〔46〕}因此，根据征集人身份和投票表决事项的不同，强化有关利益冲突事项和对征集人不利事项的披露，是征集投票信息披露的关键。

3. 完善披露形式、途径、程序等，保障效率

委托书格式化是目前的趋势，格式化要求应是在确保公开、公正、充分、真实的披露基础上，对征集人的基本信息、征集人对每一表决事项的投票态度、征集时间、征集程序及股东对于股东大会所载议案是否同意的意见等都应详细列明，以保障效率。美国规则 14a-4 规定了委托书本身的形式，它要求必须用粗体字表明该份委托书是否以发行公司管理层的名义征集，委托书应向被征集者提供投票支持或反对提议的机会（管理层还应表明哪些提议是它所支持的）。规则 14a-5 对委托书陈述的撰写和呈递提供指导。如果征集资料有任何变动或补充，改动后的征集资料的复印件必须在改动资料送交股东的两个工作日内递交证交会备案。但是这一要求不适用于征集者对股东咨询有关信息所做的答复。^{〔47〕}我国缺乏这种程序性规定，建议委托书和公告的格式由证券交易所统一制定，由征集者按统一的格式来制作，同时对于披露信息的内容变更补充规定相应的程序。在国外的实践中，征集委托书的方式是多种多样的，除了在报刊上刊载之外，还有诸如登门拜访、电话联系、邮寄和新兴的网上征集等多种方式，这些都受到委托书征集规则的约束。我国在委托书征集立法中应考虑实践发展的需要，同时根据我国的具体国情，将除惯例做法外的邮寄和网上征集委托书的方式均确认为合法的征集方式一并加以规范，这是目前的大势所趋，也是提高征集效率的要求。^{〔48〕}

（四）建立实施征集投票权过程中的第三方见证制度规制滥用行为

很多上市公司信息披露文件依赖于中介机构提供的专业信息披露文件，例如会计师和律师的

〔43〕 前引〔29〕，伏军书，第139页。

〔44〕 参见石旭雯：《表决权代理制度研究》，载《甘肃政法成人教育学院学报》2003年第3期。

〔45〕 参见史志宏：《委托书征集信息披露法制研究》，中国政法大学2007年硕士学位论文，第33-35页。

〔46〕 参见前引〔29〕，伏军书，第137页。

〔47〕 参见前引〔45〕，史志宏文，第33页。

〔48〕 参见苏虎超：《我国上市公司委托书征集立法研究》，载《中国政法大学学报》2001年第6期。

文件。因此,对会计报表和律师的法律意见书,应从委托书信息披露管制的角度提出要求,并要求专业人士承担相应的责任。如我国台湾地区1995年修改的“委托书规则”,将服务机构也纳入管理范围,强制性地规定委托书征集人应当聘请第三方专业机构对其征集行为及有关信息披露内容的合法性和有效性出具意见,以供被征集人参考,第三方制衡能够更好地保障征集行为的有效性。另外,第三方也可以对征集行为、过程、计票等进行全程见证,不仅可以保证公平、公开、公正,还可以防止滥用代理权征集的行为,有利于建立健全高效的投票机制。

而我国《证券法》第90条并未规定公开代理权征集时必须接受律师事务所、会计师事务所等证券市场“看门人”的见证,而我国实践中有不少律师事务所进行见证的案例。在深圳证券交易所网站,在首页右上角搜索栏中输入关键词“征集投票权”,深圳证券交易所共披露4044起案例,最近一个案例是2019年12月25日,光迅科技独立董事作为征集人的征集投票权案例。而在输入关键词“征集投票权法律意见书”后,从2003年9月30日到2018年11月22日,仅有52起案例,^[49]约占“征集投票权”案例总数的1.29%;而输入关键词“征集投票权 会计事务所”,则未出现一例。目前见证行为尚属上市公司的自愿行为,建议今后可以分阶段地将代理权征集活动的见证法定化。对于股东大会案中涉及对公司经营战略和经营计划持反对意见的、涉及对董事、监事候选人人选1/2以上均持反对意见的、多数征集人之间意见严重对立的议案提出代理权征集的实行强制见证制度,应由公司汇总、相关征集人请求相关见证机构进行见证后,才能提交公司进行公告。

当然,为了防止征集人滥用征集行为,上市公司还应当进一步健全完善网络、远程视频投票机制,为中小投资者参与表决提供物质保障。网络投票能降低投票成本、体现对股东投票权的尊重,此外,通过增加中小投资者的投票便利性来增大投票股份比例,也可以在一定程度上防止代理权征集滥用行为的发生。

• 187 •

五、结 语

当然,对于代理权征集的滥用,还有民事责任规制与证监会、证券交易所规制等方式,限于文章篇幅,本文略去不谈。在“现代的股东会其实只是委托书征求的过程”^[50]的时代背景下,随着代理权征集制度在我国《证券法》的正式确立,其独立价值将日益凸显。然而,也应充分认识到代理权征集制度是一把“双刃剑”,我们在发挥该制度积极作用的同时,也要高度警惕它被滥用从而损害广大中小股东利益,扰乱证券市场秩序。本文对代理权征集滥用规制的探讨,并不是否定和降低代理权征集制度的功能和价值,相反,是希望通过对违法的、不正当的代理权征集行为的控制,使征集人正当地、合法地、忠实勤勉地利用这一制度工具,更好地发挥其保护中小股东利益、改善上市公司治理水平的重要作用。法律“乃是一种发展的工具,而不仅仅是对发展

[49] 参见深圳证券交易所官网,载 <http://www.szse.cn/application/search/index.html?keyword=征集投票权 法律意见书&r=1583324247572>,最后访问时间:2020年3月3日。

[50] 转引自前引[38],罗培新文,第101页。

的一种回应”^{〔51〕}，随着证券法实践的增加和理论研究的进一步深入，一个既能保护中小投资者利益又能防范滥用投票权的征集制度必将会完善发展。

Abstract: The solicitation of proxy has a “double-edged sword” effect on the governance of listed companies. The coexistence of advantages and disadvantages makes it more essential to strictly regulate so as to prevent its abuse. From the perspective of jurisprudence and combining with the problems exposed in the practice of soliciting voting rights in the past, it can be seen that although article 90 of the Securities Law has made significant progress compared with previous legal norms, there are still deficiencies in the regulation of abuse of proxy solicitation. The moral hazard theory and fiduciary duty theory can be used to explain and regulate the abuse of proxy solicitation. From the analysis of article 90 of the Securities Law, it can be found that the inadequacy of the requirements for the qualifications, conditions, executing procedures of the solicitor and the cursory provisions of information disclosure during the solicitation process and the liability for damages for illegal solicitation may all lead to abuse of proxy solicitation. In order to regulate the abuse of proxy solicitation more effectively, we should start with the restrictions on solicitor qualifications and conditions, the establishment of the internal control mechanism of the decision-making process for the proxy solicitation, the establishment of statutory information disclosure system and differentiated information disclosure system including the purpose of solicitation, the implementation of securities gatekeeper witness system and these will further improve the provisions of article 90 of the Securities Law.

Key Words: solicitation of shareholders' proxy, solicit voting rights, solicitation purpose, information disclosure

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)

〔51〕 John Henry Merryman, Comparative Law and Social Change : On the Origins, Style Decline & Revival of the Law and Development Movement, 3 *the American Journal of Comparative Law*, 462 - 463 (1997). 转引自公丕祥：《法制现代化的理论逻辑》，中国政法大学出版社1999年版，第41页。

科创板上市公司双层股权结构中的日落条款

樊 健 朱 锐*

内容提要：在双层股权结构下，上市公司创始人所拥有的特别表决权股的表决权数要远多于普通股。因此，创始人即使拥有少量的股份，依旧能够控制公司。该结构有助于创始人抵御敌意并购，实现公司的长期价值，达成创始人的愿景。与此同时，该结构也可能增加公司的治理成本，损害普通股股东的利益。日落条款的制定，有助于平衡创始人与普通股股东之间的利益冲突。我国规定了多种类型的日落条款，包括董事不能履职、创始人失去对特别表决权股的控制、公司控制权发生变更以及创始人持股比例低于10%等，但是还有完善空间。从实际情况来看，目前规定时间型日落条款的时机尚不成熟。创始人只有同时担任董事职务才能拥有特别表决权股的规定并不合理。当创始人将特别表决权股转让给其他创始人时，该股份不应当转换为普通股。公司章程可以规定，当创始人将特别表决权股转让给子女等近亲属（或子女等近亲属继承）或者转让给家族信托时，该股份不转换为普通股。对于因创始人委托他人行使表决权而发生股份转换的事由要做限缩解释，只有当委托人将特别表决权永久性地、不可撤销地委托给他人（非其他创始人）行使时，委托人所拥有的特别表决权股才转化为普通股。

关键词：双层股权结构 创始人 愿景 日落条款

• 189 •

一、问题之提出

在我国，关于是否应当允许上市公司设置双层股权结构（dual class share structure，也有翻

* 樊健，上海财经大学法学院助理教授；朱锐，北京国枫（上海）律师事务所管理合伙人。

译为双重股权结构)^{〔1〕}的争论,由来已久。^{〔2〕}尤其是当大量科技创新企业的创始人为了保持对上市公司的控制力,不得不远赴美国或者我国香港地区上市,以获得双层股权结构的时候,要求我国允许上市公司设置双层股权结构的呼声也就越发强烈。

关于双层股权结构的利弊得失,境外学者也存在针锋相对的观点,^{〔3〕}众多实证研究的结论也是不尽相同。^{〔4〕}在全球范围内,证券交易所(或国家/地区)之间为了应对日益激烈的竞争压力,吸引尽可能多的公司来到本交易所(或本国/本地区)上市交易,越来越多的证券交易所(或国家/地区)改变了原来“一股一权”(one share one vote)的上市规则,允许上市公司设置双层股权结构。最近的例子就是香港联交所重新修订上市交易规则,允许高科技上市公司设置双层股权结构。

在此背景下,证监会和上海证券交易所分别出台了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》(以下简称《实施意见》)和《上海证券交易所科创板股票上市规则》(以下简称《上市规则》),明确允许在上海证券交易所科创板(以下简称“科创板”)上市交易的公司设置双层股权结构。^{〔5〕}实践中,在科创板上市的优刻得科技股份有限公司成为我国证券市场上首个设置双层股权结构的上市公司。^{〔6〕}基于科创板的示范效应,如果科创板上市公司的双层股权结构实施效果良好,则极有可能所有上市公司,甚至包括“新三板”在内的所有公众公司等都将允许采用这种股权结构。^{〔7〕}

那么双层股权结构究竟有何魅力,使得如此众多科技创新企业的创始人“竞折腰”?双层股权结构又会产生何种问题,损害到普通股股东的利益?作为解决这些问题方法之一的日落条款(sunset provisions),即基于一定的事由,特别表决权股转化为普通股,甚至双层股权结构终止的条款,在我国的规定和实际运作又是怎样的?其又存在何种问题?如何解决这些问题?国内对此进行专门研究的文献尚不多见,^{〔8〕}本文将结合《上市规则》和《优刻得招股说明书》,在借鉴

〔1〕按照《实施意见》第5条的规定,双层股权结构是指,上市公司依照《公司法》第一百三十一条的规定发行具有特别表决权的类别股份,每一特别表决权股份拥有的表决权数量大于每一普通股份拥有的表决权数量,其他股东权利与普通股份相同。本条所指的其他股东权利主要是指财产性权利,例如分配股利和分配剩余财产的权利等。

〔2〕有学者从尊重公司自治、解决股东异质化等角度出发,认为我国应当引入双层股权结构,例如蒋学跃:《公司双重股权结构问题研究》,载《证券法苑》2014年第4期;金晓文:《论双层股权结构的可行性和法律边界》,载《法律适用》2015年第7期;冯果:《股东异质化视角下的双层股权结构》,载《政法论坛》2016年第4期;刘胜军:《新经济下的双层股权结构:理论证成、实践经验与中国有效治理路径》,载《法学杂志》2020年第1期。也有学者从我国证券市场的投资者结构、公司治理的实际情况等角度出发,认为我国目前尚不宜引入双层股权结构,例如李尚桦:《双层股权结构之法律评析——兼论其在我国之适用性》,载《金陵法律评论》2014年第2期;刘彦沅:《双重股权结构目前不适合中国》,载《董事会》2017年第4期。

〔3〕支持双层股权结构的学者,例如 Bernard S. Sharfman, A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs, 63 Vill. L. Rev., 1 (2018); 反对双层股权结构的学者,例如 Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, 103 Va. L. Rev., 585 (2017)。

〔4〕关于国外实证研究的总结,参见 Yvan Allaire, The Case for Dual-Class of Shares, 载 <https://ssrn.com/abstract=3318447>, 最后访问时间:2021年4月11日; Anita Anand, Governance in Dual Class Share Firms, 载 <https://ssrn.com/abstract=3104712>, 最后访问时间:2021年4月11日。

〔5〕参见《实施意见》第5条;《上市规则》第四章第五节。

〔6〕参见《优刻得科技股份有限公司招股说明书》(申报稿)(以下简称《优刻得招股说明书》)。

〔7〕目前,深圳证券交易所创业板已经允许上市公司设置双层股权结构。此外,2020年11月1日起施行的《深圳经济特区科技创新条例》第99条规定:“在本市依照《中华人民共和国公司法》登记的科技企业可以设置特殊股权结构,在公司章程中约定表决权差异安排,在普通股份之外,设置拥有大于普通股份表决权数量的特别表决权股份。……”该条款允许非上市公司设置双层股权结构。

〔8〕参见沈朝晖:《双层股权结构的“日落条款”》,载《环球法律评论》2020年第3期。

境外经验的基础上回答这些问题。

二、双层股权结构的功能与弊端

双层股权结构对于公司的创始人具有非常重要的价值，其能够保证创始人在公司上市之后依旧享有对公司的控制权，从而抵御敌意收购行为，实现公司的长期价值，最终达成其对公司的愿景（idiosyncratic vision）。按照戈申（Goshen）和哈姆达尼（Hamdani）教授的理论，创始人的愿景是指创始人确信如果其商业计划等能够得到恰当的执行，其能够（为普通股股东）创造出高于市场的回报。^{〔9〕} 创始人愿景能够成功的主要原因在于，创始人拥有更多关于公司的内部信息，可能是由于该信息的保密性，或者投资者无法准确地对该信息进行估价，只有当创始人获得公司的控制权时，其才能有效地利用该信息，从而为普通股股东创造出更大的价值。如前所述，普通股与特别表决权股在财产性权利方面，并无差别。

同时，由于该种股权结构也会增加公司治理成本，其可能会损害普通股股东的利益。由于相关文献对于双层股权结构的利弊分析已经很多，^{〔10〕} 本部分仅就与本文主题紧密相关的内容进行分析。

（一）双层股权结构的功能

1. 公开发行股票并上市后，公司创始人所面临的挑战

科技创新企业的创始人在公司股票公开发行之后的持股比例一般都会被稀释，包括私募基金在内的机构投资者和公众投资者将持有公司绝大多数股票。公司的创始人由于无法再确保其对公司的控制权，将会面临两大挑战：

第一，公司一旦成为上市公司，理论上所有的投资者都能购买公司的股份。投资者所拥有的股份数量越大，其对于公司的控制权也就越大。这样当外部投资者获得公司 50%，甚至 30% 以上股份的时候，公司的控制权就会发生变更，由公司的创始人转移至外部投资者。^{〔11〕} 迫于新控制人的压力，不少创始人会离开公司。由于我国上市公司抵御敌意收购的反收购措施极为有限（例如无法实施“毒丸计划”），如何抵御敌意收购是创始人在公开发行时首先要想办法解决的问题之一。例如，“宝能系”收购完南玻集团之后，在新控制人的压力下，南玻集团的管理层集体辞职。^{〔12〕} 这样，创始人关于公司的愿景，因控制权的变化而无法达成。

第二，在资本市场无情的压力下，公司创始人将被迫放弃对于公司的长期（long-term）价值创造和愿景，更加注重公司短期（short-term）（如每个季度）内的股价变化。^{〔13〕} 有实证研究

〔9〕 See Zohar Goshen, Assaf Hamdani, Corporate Control and Idiosyncratic Vision, 125 *Yale L.J.*, 560, 577 (2016).

〔10〕 例如陈若英：《论双层股权结构的公司实践及制度配套：兼论我国的监管应对》，载《证券市场导报》2014 年第 3 期；Shen Junzheng, The Anatomy of Dual Class Share Structures: A Comparative Perspective, 46 *Hong Kong L.J.*, 477 (2016)；Zoe Condon, A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy, 68 *Emory L.J.*, 335 (2018).

〔11〕《上市公司收购管理办法》第 84 条规定：“有下列情形之一的，为拥有上市公司控制权：（一）投资者为上市公司持股 50% 以上的控股股东；（二）投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过 30%；……”

〔12〕详情参见林金冰：《“宝能系”入主南玻调查》，载《财新周刊》2016 年第 46 期。

〔13〕 See Leo E. Jr. Strine, One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term, 66 *Bus.Law.*, 1 (2010)；Lucian A. Bebchuk, The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value, 113 *Colum.L.Rev.*, 1637 (2013).

表明,股东短期利益压力引起的管理者短视偏差会显著影响企业投资行为。^[14]这是因为,如果公司创始人忽视证券市场对于公司股价短期内的期待,则公司的股价会下跌。此时,敌意收购方可能会出现并获得公司控制权。

2. 双层股权结构的价值

面对这两大挑战,如果没有适当的保护措施,科技创新企业很可能不公开发行股票,转而通过私募基金或者银行贷款来获得资金,这对于公司创始人和普通股投资者来说,可能都是损失。因为,公司的创始人将以比较高的成本来获得资金,而普通股投资者则失去了宝贵的投资机会。

为了解决这一问题,双层股权结构便应运而生。这种股权结构能够使科技创新企业的创始人在拥有公司少量股份的情况下,依旧保持对于公司的控制权。根据《优刻得招股说明书》,其三位共同创始人所拥有的设置特别表决权的股份合计为97688245股A类股份,扣除A类股份后,公司剩余266343919股为B类股份。因此,三位共同创始人的实际持股比例为26.84%。由于A类股份的表决权数是B类股份的5倍,^[15]经折算后三位共同创始人合计拥有的表决权比例为64.71%。很显然,即使在公司上市之后,三位共同创始人依然能够控制公司,实现所谓的“上市公司治理有限责任公司化”^[16]。

通过双层股权结构,公司的创始人能够牢牢地掌握公司的控制权,不用担心敌意收购行为的存在,也不用在意股价在短期内的波动情况,能够集中精力关注于公司的长期价值创造,^[17]从而达成其对公司的愿景。事实上,有学者认为,该种股权结构减少了股东(委托人)的治理成本(例如股东之间的合作成本),^[18]是一种有效率的公司治理结构^[19]。最终,创始人将“蛋糕”做大之后,相比于未设置双层股权结构,普通股股东将获得更大的回报。正如优刻得公司在招股说明书上所说的那样,“特别表决权的引入系为了保证公司的共同控股股东及实际控制人对公司整体的控制权,从而确保公司在上市后不会因实际控制权在增发股份后减弱对公司的生产经营产生重大不利影响,从而保护发行人全体股东的利益。公司A类普通股股东作为公司的创始人及核心管理团队能够集中公司表决权,从而能够使公司治理效率提升”^[20]。不少实证研究也表明了双层股权结构公司的优异业绩表现。例如,有实证研究表明双层股权结构公司比单层股权结构公司运营得更久,规模更大以及效益更好。^[21]也有实证研究表明,实施双层股权结构的公司与其申请专利的数量正相关。创新性的加强抵消了创始人控制权对公司的消极影响。^[22]

[14] 参见王海明、曾德明:《管理者短视偏差对企业投资行为影响研究——一个基于股东短期利益压力视角的实证》,载《财经理论与实践》2013年第1期。

[15] 根据《上市规则》,特别表决权股的表决权数不能超过普通股的十倍。

[16] 前引[3],Sharfman文,第31页。

[17] See Bradford Jordan et al., Growth Opportunities, Short-Term Market Pressure, and Dual Class Share Structure, 41 *J. of Corp. Fin.*, 304 (2016).

[18] See Zohar Goshen, Richard Squire, Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance, 117 *Colum. L. Rev.*, 767 (2017).

[19] See Dorothy S. Lund, Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance, 71 *Stan. L. Rev.*, 687 (2019).

[20] 《优刻得招股说明书》。

[21] See Ronald Anderson et al., The Dual Class Premium: A Family Affair, available at <https://ssrn.com/abstract=3006669>, last visited on Apr. 11, 2021; Martijn Cremers et al., The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation, available at <https://ssrn.com/abstract=3062895>, last visited on Apr. 11, 2021.

[22] See Lindsay Baran et al., Dual Class Share Structure and Innovation, available at <https://ssrn.com/abstract=3183517>, last visited on Apr. 11, 2021.

（二）双层股权结构的弊端

双层股权结构一方面能够使创始人掌握公司的控制权，另一方面也可能会损害普通股股东的利益。^{〔23〕}主要表现在三方面：^{〔24〕}

第一，双层股权结构具有强大的反收购功能，将使得公司的创始人不受资本市场力量的约束。当创始人损害普通股股东利益的时候，资本市场的约束将不会有任何效果（例如即使公司业绩再差，也不会被敌意收购方收购）。^{〔25〕}普通股股东只能通过诉讼等手段维护权利，这样的维权成本将极高，对于普通股股东很难有实质性的保护。^{〔26〕}

第二，双层股权结构使得创始人在公司的经济利益（持股比例）与其对公司的控制力（表决权比例）极不相称。创始人完全可能通过其对公司的控制权来获得私人利益（更多的薪酬或者没有效率的合并等），从而损害普通股股东的利益。^{〔27〕}例如 Sun-Times Media Group 的前 CEO 康瑞得·布莱克（Conrad Black）虽然仅拥有 30% 的股份，但是通过双层股权结构，却拥有公司 73% 的表决权。据此，他将好友选为公司董事，通过各种名目的费用和奖金等来掏空公司，普通股股东对此却鲜有能力保护自己的利益。最后，经过了三年多的纠纷，康瑞得·布莱克才承认自己从事了欺诈行为。^{〔28〕}

第三，经过一段时间后，创始人的愿景可能无法达成，又或者，在 IPO 阶段，创始人确实能够为普通股股东带来巨大的回报，但是随着时间的流逝，创始人的身体状态、创新精神和判断力等都会改变，甚至下降，难以保证其还会为普通股股东创造价值。^{〔29〕}在这种情况下，如果还允许创始人拥有控制权，显然与当初赋予其特别表决权股的目标不符。更有甚者，当创始人不能适当行使表决权，而成为所谓的“价值减损领导者”（value decreasing leaders）时，对普通股股东

• 193 •

〔23〕 在 IPO 阶段，虽然普通股投资者可以将双层股权结构对普通股价值的影响考虑在内，从而给出一个合理的对价，这样双层股权结构的治理成本可以通过市场机制而内在化（参见前引〔3〕，Sharfman 文，第 25-31 页），但是，双层股权结构的企业存在着非常显著的信息不对称性，所以投资者是否可以准确估价是个问题。即使在 IPO 阶段可以准确估价，但是之后创始人还有可能损害普通股股东利益，即存在道德风险（See Jeffrey N. Gordon, Dual Class Common Stock: An Issue of Public and Private Law, available at <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/02/dual-class-common-stock-an-issue-of-public-and-private-law/>, last visited on Apr. 11, 2021）。

〔24〕 有学者还认为，双层股权结构违反一股一权的证券市场基本原则，违反股东民主精神（shareholders democracy），因为创始人拥有的表决权数要远远多于普通股股东。然而，这种说法并不太具有说服力。股东民主的真意并非像选举民主那样一人一票，而是根据持股比例来行使表决权。因此，持股比例多的股东其表决权也就越多。这样，既然公司表决权并非按照最公平的人头原则来分配，则偏离一股一权的表决权结构很难说是不民主的，只要普通股投资者同意该种表决权安排。（See David J. Berger, Why Dual Class Stock? A Response to CII's Petition to Nasdaq For Mandatory Sunset Provisions, available at <https://ssrn.com/abstract=3365154>, last visited on Apr. 11, 2021；前引〔4〕，Allaire 文，第 2 页。）

〔25〕 See Daniel R. Fischel, Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock, 54 *U. Chi. L. Rev.*, 119, 141 (1987)。

〔26〕 在我国，就上市公司而言，股东为了维护公司利益而提出派生诉讼的案例只有一起。（参见黄辉：《中国股东派生诉讼制度：实证研究及完善建议》，载《人大法律评论》2014 年第 1 辑。）

〔27〕 这已被诸多研究所证实。（See Ronald W. Masulis et al., Agency Problems at Dual-Class Companies, available at <https://ssrn.com/abstract=1080361>, last visited on Apr. 11, 2021；Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, The Perils of Small-Minority Controllers, available at <https://ssrn.com/abstract=3128375>, last visited on Apr. 11, 2021；Henrik Cronqvist, Mattias Nilsson, Agency Costs of Controlling Minority Shareholders, available at <https://ssrn.com/abstract=418461>, last visited on Apr. 11, 2021.）

〔28〕 See Blair Nicholas, Brandon Marsh, Dual-Class: The Consequences of Depriving Institutional Investors of Corporate Voting Rights, available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/17/dual-class-the-consequences-of-depriving-institutional-investors-of-corporate-voting-rights/>, last visited on Apr. 11, 2021.

〔29〕 参见前引〔3〕，Bebchuk、Kastiel 文，第 602-606 页。

而言,更是灾难性后果。在美国,经常被学者提到的例子就是“雷冬石现象”。雷冬石(Sumner Redstone)通过双层股权结构,虽然仅仅持有 Viacom 和 CBS 两家公司 8%的股份,但是掌握了近 70%的表决权。他现在已经 94 岁了,法庭的诉讼显示,其已经不能站立、走路、书写或者完整地说话。^[30] 像他这样的情况,显然已经无法有效地行使其控制权来为普通股股东创造价值。

(三) 创始人愿景与普通股股东利益之间的平衡

一方面,双层股权结构有助于公司的创始人抵御证券市场敌意并购的威胁和短期压力,达成其愿景,为普通股股东带来巨大回报。另一方面,双层股权结构也会极大地增加上市公司中的治理成本,可能会损害普通股股东的利益。对此,良好的制度安排应该是,既能实现公司创始人采用双层股权结构的目标,但又要适度;同时,能妥善地保护好普通股股东的利益,给予其一定的话语权,但又不至于直接干涉公司的经营管理。^[31] 对此,《实施意见》和《上市规则》制定了不少条款,以实现法律制度除弊兴利的功能,例如详细的信息披露、^[32] 保证普通股股东的表决权不会减少^[33] 以及涉及公司重大决策时的平等投票权^[34] 等。除此之外,《实施意见》和《上市规则》也制定了多种类型的日落条款来解决或缓解双层股权结构所产生的问题。正如有学者正确地指出,日落条款“对防止超级表决权的固有性是非常有意义的”^[35]。

三、我国日落条款的规定与分析

如前所述,所谓日落条款是指规定当法律或者公司章程规定的事由出现时,特别表决权股东所拥有的股份自动转换为普通股,或者双层股权结构终止的条款。在美国等境外发达证券市场,设置双层股权结构的公司 IPO 时,同时制定日落条款是比较常见的,例如在 2000 年之后在美国上市的公司中,有 64%的公司制定了日落条款。^[36] 本文认为,制定日落条款的主要理由有二:

第一,当双层股权结构的目标不能实现(例如公司控制权发生变更)时,就没有必要再赋予创始人特别表决权股。

第二,当双层股权结构的弊端显著增加(例如创始人的持股比例极低)时,如果依旧允许其拥有特别表决权股,则极有可能会损害普通股股东的利益,此时就应当考虑终止双层股权结构。

本部分,结合《上市规则》和《优刻得招股说明书》,来分析我国日落条款的法律规定(参见表 1)和实践情况。

[30] See Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, The Lifecycle Theory of Dual-Class Structures, available at <https://ssrn.com/abstract=3300841>, last visited on Apr. 11, 2021.

[31] See Andrew William Winden, Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures, 2018 Colum. Bus. L. Rev., 852, 906 (2018).

[32] 参见《实施意见》第 5 条。

[33] 参见《上市规则》第 4.5.6 条。

[34] 参见《上市规则》第 4.5.10 条。

[35] 朱慈蕴、〔日〕神作裕之:《差异化表决制度的引入与控制权约束机制的创新——以中日差异化表决权实践为视角》,载《清华法学》2019 年第 2 期,第 23 页。

[36] 参见前引〔31〕,Winden 文,第 870 页。

表 1 我国关于日落条款规定

事由	相应条款	效果
创始人不能履行董事职责	《上市规则》第 4.5.9 条（一）	该股东所持特别表决权股转换为普通股
创始人丧失对持股主体的控制权	《上市规则》第 4.5.9 条（二）	该股东所持特别表决权股转换为普通股
创始人将特别表决权股转让给他人	《上市规则》第 4.5.9 条（三）	该股东所持特别表决权股转换为普通股
创始人委托他人投票	《上市规则》第 4.5.9 条（三）	该股东所持特别表决权股转换为普通股
公司控制权发生变更	《上市规则》第 4.5.9 条（四）	双层股权结构终止
全体创始人持股比例低于 10%	《上市规则》第 4.5.9 条（一）	双层股权结构终止

（一）双层股权结构的目标不能实现

双层股权结构的目标是让公司创始人通过控制权来为普通股股东创造价值，实现创始人的愿景。因此，如果创始人无法行使控制权或者失去控制权，则让其继续拥有特别表决权股即无必要。具体而言，这种日落条款在我国的规定是：

1. 创始人不能履行董事职责

由于上市公司的日常经营权掌握在董事会手中，^{〔37〕} 创始人只有担任公司董事时，才能具体地去规划和实施其对公司的愿景。所以，如果其不能履行董事职责，赋予其特别表决权股的目标也就不能实现了。据此，《上市规则》第 4.5.9 条（一）规定，持有特别表决权股份的股东不再符合该规则第 4.5.3 条规定的资格和最低持股要求，或者丧失相应履职能力、离任、死亡时，其所持有的特别表决权股转换为普通股。《上市规则》第 4.5.3 条规定的资格（有学者称之为日落条款，sunrise provisions）^{〔38〕} 是，对上市公司发展或者业务增长等作出重大贡献，并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体。

如果董事死亡或者离任，显然其不能履行董事职责，此时按照《上市规则》其所持有的特别表决权股应当转换为普通股。但是，所谓丧失相应履职能力应如何理解，即成为问题。本文认为，首先，如果创始人符合《公司法》第 146 条的禁止性规定，其当然失去了相应的履职能力。由于年纪等原因，当董事从具备完全民事行为能力变成限制行为能力甚至无民事行为能力时，按照《民法典》第 24 条第 1 款的规定，公司作为利害关系人可以向人民法院提出申请。其次，如果公司所处的行业规定对董事有专门的任职要求，创始人不能满足该任职要求时，其即不能担任董事职务。^{〔39〕} 再次，如果创始人被证监会实施市场禁入的行政监管措施，则其在禁入期内不能担任董事职务。最后，如果创始人被上海证券交易所认定为不适当人选，则其也不能担任董事职务。^{〔40〕}

2. 创始人失去对特别表决权股的控制

当创始人将特别表决权股转让给他人或者丧失对该股份的实际控制时，理论上其就不能通过行使表决权来决定或影响公司的经营决策，因此赋予其特别表决权股的目标也就无法达成。理由

〔37〕 虽然，学界普遍认为，我国《公司法》体现的是股东会优位主义，公司的重大决策应由股东会作出。但是，由于上市公司股权相对比较分散，股东大会不可能频繁召开，因此相比于有限责任公司，上市公司的董事会权力更大。（参见许可：《股东会与董事会分权制度研究》，载《中国法学》2017 年第 2 期。）

〔38〕 参见前引〔31〕，Windén 文，第 863-869 页。

〔39〕 例如《证券公司董事、监事和高级管理人员任职资格监管办法》第 9 条。

〔40〕 参见《上海证券交易所纪律处分和监管措施实施办法》（2019 年修订）第 8 条第 3 项。

在于,公司之所以赋予创始人特别表决权股,正是看中了该创始人个人(或者全体创始人)的能力、性格和品行等,以及未来其对公司可能做出的贡献。从公司的角度来说,赋予创始人特别表决权股也是一种将创始人牢牢地绑定在公司的方式。据此,特别表决权股与创始人之间具有较为紧密的人身依附关系。新的股权所有人或者实际控制人显然无法满足该要求,所以这些主体无法与创始人一样拥有特别表决权股。按照《上市规则》,具体而言分为三种情况:

(1) 创始人丧失对持股主体的控制权

根据《上市规则》4.5.3条的规定,享有特别表决权股的股东,除了创始人兼董事之外,还可以是该创始人兼董事实际控制的持股主体,包括公司、合伙企业以及信托计划等。《上市规则》4.5.9条(二)规定,创始人失去对相关持股主体的实际控制时,该持股主体所拥有的特别表决权股转换为普通股。实践中,如果持股主体是公司或者合伙企业等企业形式,通常以实质重于形式的要求,通过层层穿透来确定最终的实际控制人。如果是通过信托计划等非企业形式来实现控制,如何界定实际控制将会成为问题。在通常情况下,信托是由受托人来管理,因此,除非创始人兼董事担任信托受托人,否则其难以控制该信托计划。当然,创始人兼董事可以在信托合同中保留对于受托人的指示权。但是,如果这种指示权范围过大,以至于剥夺了受托人对于信托财产(股权)的管理权,则可能被认为是名义或者消极信托而无效。^[41]

(2) 创始人将特别表决权股转让给他人

《上市规则》4.5.9条(三)规定,持有特别表决权股的股东向他人转让所持有的特别表决权股,则该股份即丧失特别表决权。如前所述,由于特别表决权股与创始人之间存在紧密的人身依附关系,一旦创始人将特别表决权股转让给他人,该他人就不能继续享有特别表决权。在股份让与担保的情况下,通常认为担保权人仅仅是股份名义上的所有人,其表决权的行使会受到一定的限制。^[42]因此,股份让与担保并不属于本条规定的“转让”。此外,对于本条规定的“转让”应做广义的解释,除了自愿性地卖出之外,应该还包括因司法强制执行程序以及继承等特别表决权股归属发生变更的情况。但是,如何理解“他人”,则存在较多的问题,待后文详述。

(3) 创始人委托他人投票

《上市规则》4.5.9条(三)规定,持有特别表决权股的股东将表决权委托他人行使的,该股份应当转换为普通股。本规定的理由在于,如果创始人将表决权委托给他人行使,则该表决权体现的是他人意志而非创始人意志。如前所述,赋予创始人特别表决权股的理由就是普通股股东信赖创始人的个人能力(对产品、公司未来发展的判断等),因此当特别表决权表达的非创始人意志时,该受托人就不能像委托人那样继续享有特别表决权。由本事由导致创始人的特别表决权股转换为普通股所存在的问题较多,待后文详述。

3. 公司控制权发生变更

《上市规则》4.5.9条(四)规定,当公司的控制权发生变更时,上市公司已发行的全部特别表决权股均应当转换为普通股。由于公司发行了足够多的普通股,稀释了创始人的表决权等原

[41] 参见〔日〕新井诚:《信托法》,刘华译,中国政法大学出版社2017年版,第105页。

[42] 例如“王绍维与赵丙恒等股东资格确认纠纷再审申请案”[最高人民法院(2015)民申字第3620号民事裁定书]。另可参见蔡立东:《股权转让与担保纠纷裁判逻辑的实证研究》,载《中国法学》2018年第6期。

因，其他投资者可以通过购买普通股而获得公司控制权。此时，由于公司的重大决策等事项已经由其他投资者来决定，公司创始人已经不能再控制公司，通过赋予其特别表决权股而实现抵御敌意并购、达成创始人愿景的目标也就不能完成，因此所有创始人所拥有的特别表决权股都将转换成普通股。换句话说，在此情形下，双层股权结构将终止。

（二）双层股权结构的弊端显著增加

不少学者认为，如果特别表决权股的所有人拥有的股权比例过低，则其极有可能利用其表决权来谋取私利，公司治理成本将大大增加。^{〔43〕} 为了在一定程度上防止此类损害普通股股东利益的情况发生，^{〔44〕}《上市规则》第4.5.9条（一）规定，持有特别表决权股份的股东不再符合本规则第4.5.3条规定的资格和最低持股要求时，特别表决权股应该转换为普通股。《上市规则》第4.5.3条第2款规定，持有特别表决权股的股东在上市公司中拥有权益的股份合计应当达到公司全部已发行有表决权股份的10%以上。需要注意的是，此处的持股比例是全体创始人共同的持股比例，而非个别创始人的持股比例。这样，如果是全体创始人共同的持股比例低于10%，则该公司的双层股权结构将终止。

由于创始人必须至少拥有10%的股份，如果其作出有损于普通股股东利益的行为，至少也会承担10%的损失，通过这种“共担风险”的规定，可能会在一定程度上防止创始人做出侵害普通股股东利益的行为。但是，如果创始人从关联交易等行为中获得的收益大于该损失，其还是有经济上的动力去从事损害普通股股东利益的行为。所以，本条规定对于防止创始人从事损害普通股股东利益行为的作用有限。^{〔45〕}“实践中，稀释型日落条款的触发率低，很少有上市公司是因为触发该类日落条款而从双层股权结构恢复到一股一权结构，而是否触发该条款，则依赖于高投票权股东是否主动放弃上市公司控制权。如果高投票权股东不放弃上市公司控制权，则此类条款缺少被触发的可能性。”^{〔46〕}

本文认为，为了增加此类日落条款的有效性，《上市规则》应当采用所谓的“稀释条款”（dilution provisions），即当创始人的表决权比例低于30%时，双层股权结构终止。因为，此时公司的创始人已经无法确保其对公司的控制权，公司随时有可能发生控制权变更。此时终止双层股权结构的考虑基本上与控制权发生变更相同，只不过此时创始人可以通过购买普通股等方式来维持自己的表决权，从而防止触发本条款。通过这种方式能够较为动态地缓解因持股比例降低而产生的双层股权结构的问题，不至于像现在所规定的10%的最低持股比例那样，较为机械，无法适应每个公司不同的情况。^{〔47〕}

四、我国日落条款存在的问题及完善建议

根据第三部分的分析，我们可以看出，相对而言，《上市规则》考虑到了公司创始人与普通

〔43〕 参见前引〔27〕，Bebchuk、Kastiel文，第4-17页。

〔44〕 参见前引〔27〕，Bebchuk、Kastiel文，第46-47页。

〔45〕 参见前引〔3〕，Bebchuk、Kastiel文，第620-621页。

〔46〕 前引〔8〕，沈朝晖文，第76页。

〔47〕 相同主张，参见前引〔4〕，Allaire文，第20-21页。

股股东利益平衡的问题,设置了多种类型的特别表决权股转化为普通股或者双层股权结构终止的日落条款,以达到兴双层股权结构之利(加强创始人的控制力、实现其愿景)、除双层股权结构之弊(经济利益与持股比例不匹配、创始人丧失创造愿景的能力等)的立法目标。

然而,由于日落条款所涉及的情形和利益考虑较为复杂,我国之前对此尚无法律规定和实践经验可供参考,制定《上市规则》的时间也较为紧迫,《上市规则》关于日落条款的规定还存在不少问题,有相当大的完善空间。

本部分将分析以下四个问题,即是否应当增加时间型日落条款、特别表决权股控制人必须担任董事职务的合理性、转让给他人是否应当有例外规定以及对于创始人委托投票的限缩解释,并提出完善建议,以供上市公司、保荐人、律师或者上海证券交易所等参考。

(一) 是否应当增加时间型日落条款

如前所述,双层股权结构能够使公司创始人专注于公司的长期价值(例如新产品的研发与商业化),实现其愿景,因此,创始人所拥有的特别表决权股的存续时间应当足够长,才能实现该目标。例如优刻得公司就设置了永久性的双层股权结构(perpetual dual class share structure),“除非经发行人股东大会决议终止特别表决权安排,发行人特别表决权设置将持续、长期运行”。

但是,这种永久性的双层股权结构安排,可能会产生两个负面效果:第一,如果新产品的研发或者商业化失败,公司创始人无法实现其既定目标,那么再让其拥有特别表决权股就与当初授予其该股份的目标相违背。第二,即使公司在一开始的表现良好,但是随着创始人年纪的增加,其创新精神、判断力等也会下降,此时让其继续拥有特别表决权股可能会反而损害普通股股东的利益。^[48]有实证研究表明,实行双层股权结构的公司,其运营的前期表现会好于单层股权结构的公司,但是当公司成熟时,其表现会弱于单层股权结构公司,公司的代理成本会增加。但是,内部人不愿意在公司成熟之后取消双层股权结构,因此作者建议应当在事前就制定日落条款来解决该问题。^[49]对此,美国的机构投资者顾问(Council of Institutional Investors)^[50]建议纽交所和纳斯达克应当在上市规则中规定,双层股权结构的存续期最长不得超过七年。七年之后,可以再延长七年,但是应当由普通股股东来决定是否继续设置双层股权结构,否则即不允许此类公司上市交易。^[51]在美国,也有越来越多的公司采用这种时间型日落条款,例如,在2017年的美国IPO市场上,有23家上市公司设置了双层股权结构,其中有六家公司采用了时间型日落条款。^[52]

但是,这种“一刀切”(one-size fits all)的建议,也会产生以下三个问题:第一,具体存续时间的设定比较专断,无法保证七年的规定适合于所有公司。例如,有些新产品的研发与商业化开发

[48] 对此问题,参见 Robert J. Jackson, Jr., Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty, 载 <https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty>, 最后访问时间:2021年4月11日。

[49] See Hypotenuse Kim, Roni Michaely, Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Structures, available at <https://ssrn.com/abstract=3145209>, last visited on Apr. 11, 2021.

[50] 该组织由超过140家公共或私人养老金机构组成。(参见前引[3], Bebchuk、Kastiel文,第597页。)

[51] See Bernard S. Sharfman, The Undesirability of Mandatory Time-Based Sunsets in Dual Class Share Structures: A Reply to Bebchuk and Kastiel, available at <https://ssrn.com/abstract=3368476>, last visited on Apr. 11, 2021.

[52] See Council of Institutional Investors, Dual-Class IPO Snapshot: 2017—2018 Statistics, available at <https://www.cii.org/files/Board%20Accountability/2018Q1%20IPO%20Stats%20for%20Website.pdf>, last visited on Apr. 11, 2021.

需要十年，甚至更长的时间，因此创始人应当拥有至少十年以上的控制权来保证该产品的成功。^[53] 第二，具体存续时间的规定，可能产生负面激励，例如创始人在时间到来前，就将公司控制权以高溢价卖给他方。当然，相关法律可以规定，发生这种情况时，他人应当以相同的价格来购买普通股股东的股份，以保护其利益。但是，公司创始人可能以其他更隐蔽的方式来获得私人利益。^[54] 第三，公司的普通股股东显然并不愿意双层股权结构的存在，因此当其拥有机会否决双层股权机构时，其是否会继续支持设置双层股权结构，诚有疑问。^[55]

正反双方的观点都有一定的道理。双层股权结构，尤其是科技创新企业的双层股权结构，对公司业绩究竟有何影响，实证研究尚缺乏一致的结论，因此，很难讲到底是哪方观点占优。因此，本文认为，从我国的实践情况来看，由于双层股权结构刚刚起步，其具体会对公司产生什么样的影响，尚未可知，而且，每个公司的情况并不相同，一刀切地设定双层股权结构的存续时间，显得较为专断，也并无充分的合理性。^[56] 因此，本文建议，交易所等暂且无需对双层股权结构的存续时间进行规范，等取得一定实践经验之后，再对此进行规定（或不规定）。^[57] 当然，公司可以根据自己的情况来决定是否采用时间型日落条款。^[58]

（二）特别表决权股控制人必须担任董事职务的合理性存疑

从理论上讲，一般情况下公司的创始人都会担任董事职务。通过担任董事职务，创始人能对公司的日常经营活动产生影响力。如果创始人不能影响公司的日常经营活动，则公司授予其特别表决权股的目标也就不能实现，其所拥有的特别表决权股应当转换为普通股，这可能也是《上市规则》规定创始人只有在担任董事职务的情况下才能拥有特别表决权股的理由。

然而，本文认为，除了担任董事职务对公司产生影响力之外，创始人还可以通过在股东会上行使特别表决权来实现其影响力，尤其是重大性、战略性的影响力，例如选举认同其经营理念的董事，表决公司的重大决策等。通过在股东会上行使特别表决权对公司的影响程度显然要远大于创始人在董事会上对公司的影响。因此，《上市规则》强制要求创始人只有在同时担任董事职务的条件下才能够拥有特别表决权股，显然有失偏颇。有时，这样的规定反而会损害普通股股东的利益。例如，创始人身体欠佳，不适合担任董事职务，此时如果强行规定其所拥有的特别表决权股转化为普通股，则只能迫使其“带病上阵”。此时，该董事是否还能完成公司法 and 公司章程所规定的义务，实在值得怀疑。另外，公司创始人可能会被选为政府官员^[59] 或出任其他社会职

• 199 •

[53] See Jill E. Fisch, Steven Davidoff Solomon, The Problem of Sunsets, at 16 - 17, available at <https://ssrn.com/abstract=3305319>, last visited on Apr. 11, 2021; Zohar Goshen, Against Mandatory Sunset for Dual Class Firms, available at <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/02/against-mandatory-sunset-for-dual-class-firms/>, last visited on Apr. 11, 2021.

[54] See John C. Coffee, Jr., Dual Class Stock: The Shades of Sunset, available at <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/11/19/dual-class-stock-the-shades-of-sunset/>, last visited on Apr. 11, 2021.

[55] 参见前引 [53], Fish、Solomon 文，第 19 - 20 页；前引 [4], Allaire 文，第 18 页。

[56] 参见前引 [4], Allaire 文，第 17 - 18 页。

[57] 反对意见认为，《上市规则》“没有引入期限型日落条款也是比较遗憾的”。（前引 [35]，朱慈蕴、神作裕之文，第 23 页。）

[58] 参见前引 [8]，沈朝晖文。

[59] 我国公务员法 [《公务员法》第五十九条（十六）] 规定政府官员不能从事经营活动，因此，根据下文建议，应当允许创始人委托其他创始人投票或者在创始人委托他人投票的情况下，仅仅是在委托期内，特别表决权股转化为普通股。

务,如果强行规定其所拥有的特别表决权股转化为普通股,绝大多数创始人可能就拒绝从事这类职务,结果是剥夺了创始人更好地服务于国家和社会的机会。

因此,本文建议,《上市规则》等不应当强行规定创始人只有同时担任董事职务时才能拥有特别表决权股。在美国等境外市场,也罕见类似的日落条款。^[60]当然,如果上市公司确实有这方面的需求,可以自行在公司章程中作出规定。

(三) 转让给他人是否应当有例外规定

由于特别表决权股与创始人之间具有极强的人身依附关系,一旦创始人转让其股权,受让人所拥有的股份即不能再享有特别表决权。但是,当该受让人具有特殊身份时,该理由是否还能成立值得讨论。

1. 受让人是其他创始人

《上市规则》以全体创始人的持股比例来计算双层股权结构的存续条件,因此创始人之间是以团队身份来共同控制公司的,《优刻得招股说明书》也明确规定创始人共同行使表决权。对于普通股投资者来讲,创始人团队因素也是其决定是否投资该公司的重要考虑之一。例如,投资者正是信赖 Snap 公司的创始人埃文·斯皮格尔(Evan Spiegel)和罗伯·特墨菲(Robert Murphy),才去投资 Snap 公司的。^[61]如果是创始人之间互相转让股权,由其他创始人继续享有转让创始人所拥有的特别表决权股,除了能够继续使创始人保持对公司的控制权之外,也与公司在 IPO 时设置双层股权结构的目标不相违背,同时也没有损害普通股投资者的合理信赖。

因此,本文认为,当创始人将特别表决权股转让给其他创始人时,其他创始人所拥有的该股份依旧能够享有出让创始人的特别表决权。该例外规定,也是美国实施双层股权结构公司的普遍做法。^[62]

2. 受让人是创始人的子女等近亲属或者家族信托

创始人希望能把企业做成一家百年老店,但是实现该愿景并非一代人所能完成,考虑到我国“子承父业”的传统,创始人希望子女能够掌管公司实现其愿景的需求是非常迫切的。有学者指出,在加拿大,实施双层股权结构公司的主要目的之一就是使家族来控制该公司。^[63]加拿大的实证研究显示,在 43 家家族控制的上市公司中,有 63% 的公司(27 家)设置了双层股权结构。^[64]或者创始人希望公司保持其独立的特色或者传统(尤其当该公司属于出版或者娱乐行业时),只有其后人或者由遵从其指令的家族信托来继续拥有特别表决权股,方能实现创始人的这一愿望。

基于上述考虑,如果创始人将其特别表决权股转让给子女等近亲属(或者由子女等近亲属继承),或者将该股份转让给家族信托,由专业的受托机构遵循创始人的指示来行使表决权,则其原来所拥有的特别表决权股不应当转换为普通股。在美国,虽然不少上市公司在章程中限制了创始人对外转让特别表决权股,但是一般都不禁止将该股份转让给子女等近亲属(或者由子女等近

[60] 参见前引 [31], Winden 文, 第 863-869 页。

[61] 参见前引 [3], Bebchuk、Kastiel 文, 第 589 页。

[62] 参见前引 [31], Winden 文, 第 863-869 页。

[63] See Anita Anand, Offloading the Burden of Being Public: An Analysis of Multiple Voting Share Structures, 10 Va. L. & Bus. Rev., 395, 400 (2016).

[64] 参见前引 [4], Allaire 文, 第 5 页。

亲属继承)。^{〔65〕} 境外的实证研究表明, 由家族控制的双层股权结构公司能够为普通股股东带来更多的回报(高出平均回报率 35 个基点)。^{〔66〕} 也有实证研究表明, 家族控制的双层股权结构公司不仅业绩表现优良, 而且经营得更久, 表现出更多元的公司目标, 能够抵御投机性股东的压力和短期社会经济形势对公司的影响。^{〔67〕}

需要注意的是, 当创始人通过双层股权结构将公司的控制权不断地在家族系统中继承时, 不少上市公司可能会一直由某个或若干个家族控制, 成为现代社会中的“门阀世家”, 这样可能会对社会的平等性和公平性造成一定的冲击。^{〔68〕} 本文认为, 此点涉及较为宏大的社会问题, 对此的详细分析和建议超出了本文的范围。但是, 从双层股权结构中日落条款的设计角度而言, 可以规定特别表决权股经过三代继承后转换为普通股或者信托存续时间超过一定年数后, 特别表决权股转化为普通股。^{〔69〕} 当然, 如果我国将来引入时间型日落条款, 对此无需过于担忧。

综上, 本文建议, 《上市规则》应当允许公司章程规定, 创始人将特别表决权股转让给子女等近亲属(或由子女等近亲属继承)或者家族信托时, 受让人或该家族信托继续享有特别表决权股。如果公司在章程中对此进行了明确规定, 投资者会有合理预期。并且, 基于我国重视家族传承的传统文化, 投资者对于此类章程条款也不会感到意外。

(四) 对于创始人委托投票的限缩解释

本文认为, 对于委托情形下的特别表决权股转化为普通股, 须做限缩解释。^{〔70〕} 首先, 如果创始人对受托人如何行使表决权给出了明确的指示, 受托人行使表决权体现了委托人意志, 此时特别表决权股不应当转化为普通股。其次, 如果创始人之间互相委托行使表决权, 如前所述, 此时并未改变特别表决权股与创始人之间的人身依附关系, 特别表决权股也不应当转化为普通股。最后, 如果创始人将特别表决权在一定时间内(例如一年)全权委托给他人(非其他创始人)行使, 该特别表决权股也仅仅是在该特定时间内转换为普通股。期限届满, 创始人所拥有的股份还依旧享有特别表决权。

综上, 只有创始人将特别表决权永久性地、不可撤销地委托给他人(非其他创始人)行使, 此时创始人所有的特别表决权股才转化为普通股。

五、结 论

双层股权结构有助于创始人牢牢掌握对于公司的控制权, 抵御敌意并购, 实现公司的长期价值, 达成其愿景。与此同时, 该股权结构也可能增加公司治理成本, 损害普通股股东的利益。日

〔65〕 参见前引〔31〕, Winden 文, 第 863-869 页。

〔66〕 See Ronald Anderson et al., The Dual Class Premium: A Family Affair, available at <https://ssrn.com/abstract=3006669>, last visited on Apr. 11, 2021.

〔67〕 参见前引〔4〕, Allaire 文, 第 11-13 页。

〔68〕 参见前引〔48〕, Jackson 文。

〔69〕 就信托领域的该争议, 参见 Scot Andrew Shepard, Which the Deader Hand: A Counter to the American Law Institute's Proposed Revival of Dying Perpetuities Rules, 86 *Tul.L.Rev.*, 559 (2012)。

〔70〕 在美国等境外市场, 很少有此种类型的日落条款。(参见前引〔31〕, Winden 文, 第 863-869 页。)

落条款的规定,有助于平衡创始人与普通股股东之间的利益冲突。

我国《上市规则》规定日落条款的主要理由是双层股权结构不能实现授予创始人特别表决权股的目标与公司治理成本显著增加。具体而言,包括董事不能履职、创始人失去对股权的控制、公司控制权变更以及创始人持股比例低于10%等,但是也存在相当大的完善空间。

从实际情况来看,由于我国刚刚实施双层股权结构,相关经验尚不充分,规定时间型日落条款的时机尚不成熟。《上市规则》强制要求创始人担任董事职务才能拥有特别表决权股,并不合理。只要创始人拥有特别表决权股,其就能行使特别表决权,与其是否在公司担任董事(或者其他)职务无关。当创始人将特别表决权股转让给其他创始人时,特别表决权股不应当转换为普通股。公司章程可以规定,创始人将特别表决权股转让给子女等近亲属(或由子女等近亲属继承)或者转让给家族信托时,该股份不转换为普通股。对于创始人委托他人行使表决权,特别表决权股就转化为普通股的事由要做限制解释。如果创始人对如何投票作出明确指示、将投票权委托给其他创始人行使,特别表决权股不转换为普通股。创始人将特别表决权在一定时间内全权委托给他人(非其他创始人)行使,该特别表决权股只是在该特定时间内转化为普通股。期限届满,委托人所拥有的股份依旧享有特别表决权。只有创始人将特别表决权永久性地,不可撤销地委托给他人(非其他创始人)行使时,创始人所拥有的特别表决权股才转化为普通股。

• 202 •

Abstract: In dual classes share structure, the voting rights vest on founders through special shares are more than those of ordinary shares, thus even founders hold a few shares, they can control the corporations. Such structure helps founders to resist hostile takeovers, realize the long-term value of corporations and fulfill their idiosyncratic visions. At the same time, such structure may add the agency costs of corporate governance, and hurt the interests of ordinary shareholders. The sunset provisions are useful to balance the interests of founders and ordinary shareholders. In China, we have several types of sunset provision, such as directors losing their capability to manage corporations, founders not controlling the special shares, the shift of corporate control and the ratio of founders' shares less than 10%, but there is room to improve. From a practical standpoint, it is not good time to enact time-type sunset. It is unreasonable to allow founders to enjoy super voting rights only when they act as directors. When founder transfer the special shares to other founders, special shares shall not be changed to ordinary shares. Charts can allow the founders to transfer the special shares to their heirs or family trusts. Only founders permanently and irrevocably authorize others (not other founders) to vote, their special shares shall be changed to ordinary shares.

Key Words: dual classes share structure, founder, idiosyncratic vision, sunset provisions

(责任编辑:朱晓峰 赵建蕊)

欺诈市场理论在公司债券虚假 陈述纠纷中的适用

樊 健*

内容提要：“11 超日债”案是我国公司债券虚假陈述民事侵权诉讼第一案，从目的性限缩的角度看，该案不能直接适用《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》。法院应当对本案进行实质、全面和充分的说理。这样不仅能令当事人信服，也能为将来相同或者类似案件的处理提供重要参考。借鉴美国法院在相似案件方面的司法经验，在充分把握公司股票与公司债券区别的基础上，从交易场所、换手率、分析师数量、发行规模与利息、机构投资者数量、信用评级、股价波动对债券的影响以及债券价格对新信息的反映八个条件来看，欺诈市场理论能够适用于“11 超日债”虚假陈述案。本案投资者的全部（或绝大部分）损失与虚假陈述无关，而是源于债券发行人内外部条件的剧烈变化。

关键词：欺诈市场理论 公司债券 11 超日债 虚假陈述

• 203 •

一、问题的提出

2014 年 3 月 4 日，上海超日太阳能科技股份有限公司（以下简称“超日股份”）宣布发行总额高达 10 亿元人民币的“11 超日债”^{〔1〕}无法全额兑付到期利息，这标志着我国公司债券市场所隐含的“刚性兑付”第一次被打破。^{〔2〕}“11 超日债”事件是我国公司债券市场第一起违约案件，债券投资者因“11 超日债”虚假陈述所提起的民事侵权诉讼，也成为我国公司债券市场上第一

* 樊健，上海财经大学法学院助理教授。

〔1〕 根据《公司债券发行与交易管理办法》（以下简称《办法》）第 2 条第 3 款之规定，公司债券，是指公司依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息的有价证券。

〔2〕 参见岳品瑜等：《“超日债”违约：打破中国式刚兑》，载《北京商报》2014 年 3 月 6 日，转引自 <http://bond.hexun.com/2014-03-06/162764783.html>，最后访问时间：2020 年 1 月 15 日。

起因债券虚假陈述而引发的民事诉讼。^{〔3〕}“11 超日债”事件的“双重第一”属性，对于我国公司债券市场化和法制化进程有着重大的意义。^{〔4〕}

“11 超日债”事件中的违约责任，应当按照《合同法》的相关规定予以解决，对此理论界和实务界已达成共识。^{〔5〕}但是，如何处理因“11 超日债”虚假陈述所引发的民事侵权责任，目前国内的研究尚不多见。这不仅是理论研究中的重点问题，^{〔6〕}也是司法实践中的难点问题。在“11 超日债”案中，被告认为“11 超日债”并非《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（以下简称《若干规定》）所规范的对象，因此《若干规定》的条文不能直接适用本案。对此，法院仅是形式化地以“11 超日债”是《证券法》所规定的证券，且其在深圳证券交易所交易而直接适用《若干规定》，本文并不认同。法院的问题在于没有充分把握公司股票与公司债券的差别、通过全面和充分地分析“11 超日债”的交易特点（例如分析师数量和信用评级等）、来实质性地论证为何“11 超日债”能够适用《若干规定》。

鉴于“11 超日债”案是我国公司债券市场虚假陈述第一案，法院实质、全面和充分的说理，不仅有助于让当事人接受裁判结果，更有利于为以后公司债券虚假陈纠纷的处理树立一个极具参考价值的裁判。令人遗憾的是，本案的法院错失了这样的机会。随着我国证券市场产品的不断丰富，例如公司债券、存托凭证、权证、优先股、资产证券化产品以及资管产品的相继推出，当这些证券产品在发行与交易的过程中出现虚假陈述时，法院如何进行裁判，也必将成为未来司法实践中的难点问题。^{〔7〕}

本文拟对公司债券虚假陈述民事侵权诉讼中最重要的问题，即欺诈市场理论（fraud on the market theory）是否能够在公司债券虚假陈述案件中适用，结合“11 超日债”案进行研究。该问题的重要性在于：首先，如果欺诈市场理论能够在公司债券虚假陈述诉讼中适用，那么债券投资者就无须举证其确实相信了债券发行人的虚假陈述而进行了投资，此时债券投资者的信赖被法律所推定。这在很大程度上会减轻债券投资者的举证责任，同时也将极大增加其获胜的可能性。^{〔8〕}其次，就公司债券虚假陈述民事责任构成中的重大性要件和损失要件，债券投资者也可以通过欺诈市场理论较为便利地证明。例如，在有效市场上，当“诱多型”虚假陈述被揭示之

〔3〕 例如协鑫集成科技股份有限公司与柯虹证券虚假陈述责任纠纷上诉案，参见江苏省高级人民法院（2018）苏民终201号民事判决书（以下简称“11 超日债”案）。超日股份在破产重组后更名为协鑫集成科技股份有限公司。

〔4〕 参见陈秧秧：《公司债券发行缘何半途折戟？——“11 超日债”违约与兑付警示录》，载《证券法苑》第17卷，法律出版社2016年版，第224-239页。

〔5〕 就公司债券违约的处理，我国学者讨论甚多，例如窦鹏娟：《新常态下我国公司债券违约问题及其解决的法治逻辑》，载《法学评论》2016年第2期；冯果、段丙华：《债券违约处置的法治逻辑》，载《法律适用》2017年第7期。

〔6〕 例如洪艳蓉教授认为：“……目前基于股票发行与交易特点而规定的内幕交易、操纵市场等行为模式，可能无法涵盖借助债券进行的违法违规行。”洪艳蓉：《〈证券法〉债券规则的反思与重塑》，载《证券法苑》第17卷，法律出版社2016年版，第48页。美国学者认为，公司债券市场的有效性并没有被充分理解。See Michael Hartzmark et al., Fraud on the Market Analysis of the Efficiency of the Corporate Bond Market, 2011 Colum. Bus. L. Rev., 654, 656 (2011).

〔7〕 根据《证券法》（2019年修订）（以下简称“新《证券法》”）第2条，存托凭证、资产证券化产品以及资管产品被规定为证券，这些产品将来极可能出现欺诈发行或者虚假陈述的情况，对此法院应当如何裁判？在境外发达证券市场，关于这些产品的虚假陈述案件甚多，例如针对优先股的讨论，see Michael L. Hartzmarkt, H. Nejat Seyhun, Understanding the Efficiency of the Market for Preferred Stock, 8 Va. L. & Bus. Rev., 149 (2014).

〔8〕 参见于莹、潘林：《证券虚假陈述侵权责任中信赖推定之证成——欺诈市场理论局限性的克服》，载《法制与社会发展》2011年第2期。

后，通常债券价格会下跌，通过事件分析法能够测算出该下跌的部分中有多少是由虚假陈述因素所导致，从而算出投资者损失。^{〔9〕}最后，如果欺诈市场理论能够在公司债券虚假陈述诉讼中适用，则债券投资者之间能够形成共同诉讼（因为他们被推定为共同信赖了被告的虚假陈述），这样多位原告可以推举代表人参加诉讼。更为重要的是，鉴于我国证券侵权纠纷示范性诉讼机制试点的推开^{〔10〕}和《证券法》（2019年修订）第95条第3款所规定的证券集团公益诉讼，如果债券投资者都能被推定为信赖了债券发行人的虚假陈述，那么投资者即能够适用示范判决的判决结果或者成为公益诉讼的受益人，这将会极大地减少投资者的维权成本，也有利于阻却虚假陈述等违法行为的发生。

二、“11 超日债”虚假陈述侵权责任纠纷案

（一）基本案情

超日股份于2010年11月在深圳证券交易所中小企业板上市，主营业务为太阳能电池及相关组件生产销售。“11 超日债”的发行日期为2012年3月7日，于2012年4月20日在深圳证券交易所上市，债券代码112061，发行规模10亿元，为固定利率债券，票面利率为8.98%，发行价格为每张100元，期限5年，附第3年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元资信”）出具了“11 超日债”信用评级报告，评定“11 超日债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。信用等级为AA反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。由于超日股份在2011年、2012年以及2013年连续三年亏损，按照《深圳证券交易所公司债券上市规则（2012年修订）》等有关规定，“11 超日债”于2014年5月30日起终止上市。

超日股份的具体虚假陈述行为包括：（1）未按规定披露在海外收购光伏电站项目的情况；（2）未按规定披露下属公司超日卢森堡向国家开发银行贷款过程中相关股权质押情况；（3）未及时披露公司与境外合作方签订的《电站公司管理协议》；（4）虚假确认销售收入163461538.43元，导致2012年半年报、第三季度营业收入和利润总额虚假记载；（5）提前确认销售收入238759628.28元，导致2012年第三季度报告营业收入、利润总额虚假记载；（6）未及时公告对已售太阳能组件调减价格的情况。

本案的虚假陈述实施日为2011年12月16日，揭示日为2013年1月23日，基准日为2013年2月7日，基准价为77.56元/张。^{〔11〕}

（二）争议焦点

结合本文所要研究的主题，本案的争议焦点为：由“11 超日债”虚假陈述所引发的民事侵

〔9〕 See Allen Ferrell, Atanu Saha, The Loss of Causation Requirements for Rule 10b-5 Causes of Action: The Implications of *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 63 *Bus. Law.*, 163 (2007).

〔10〕 参见《上海金融法院关于证券纠纷示范判决机制的规定》。

〔11〕 根据《若干规定》第20条规定，虚假陈述实施日，是指作出虚假陈述或者发生虚假陈述之日。虚假陈述揭示日，是指虚假陈述在全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体上，首次被公开揭露之日或者指虚假陈述行为人在中国证券监督管理委员会指定披露证券市场信息的媒体上，自行公告更正虚假陈述并按规定履行停牌手续之日。根据《若干规定》第33条第1款规定，基准日是指虚假陈述揭露或者更正后，为将投资人应获赔偿限定在虚假陈述所造成的损失范围内，确定损失计算的合理期间而规定的截止日期。

权责任纠纷是否可以适用《若干规定》的规定。如果是,那么欺诈市场理论^[12]就可以适用本案,债券投资者被推定为信赖了“11超日债”发行人的虚假陈述。如果否,则债券投资者需要证明其确实相信了债券发行人的虚假陈述从而买入了“11超日债”,^[13]这对于机构投资者而言可能并无多大问题,但是自然人投资者的投资决定可能是基于朋友的推荐,或者是看了财经媒体的报道,很难说他们是由于相信了债券发行人的虚假陈述而进行的投资。此外,如果欺诈市场理论能够适用于本案,那么就可以根据事件分析法,通过虚假陈述被揭示后“11超日债”的价格变动来计算投资者损失。

1. 被告的观点

被告认为公司债券的虚假陈述不能直接适用《若干规定》,主要理由是:

(1)《若干规定》生效的时间为2003年,该司法解释制定及生效时还没有公司债券这种金融产品,因此本案不适用该司法解释。

(2)《若干规定》第29条^[14]和第30条^[15]条文中,和“证券”相对应的词语是“股款”,并没有提到“债款”的字样,因此,该司法解释只适用于股票投资者,对债券投资者不适用。

(3)没有以虚假陈述为由起诉上市公司胜诉的案例,进一步证明了债券投资者不是虚假陈述案件的适格当事人。

(4)债券投资者对超日股份享有的权利是债权,法律关系主要受合同法调整;股票投资者对超日股份享有的权利是股权,法律关系主要受公司法调整,股权和债权性质截然不同,原告作为超日股份的债权人,并不是《若干规定》规定的适格主体。

2. 法院的观点

法院并不同意被告的主张,法院认为:

(1)“11超日债”系由超日股份发行的公司债券。《证券法》(2005年修订)第2条规定:“在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;……”故涉案债券在证券法规制的范围内。而《若干规定》系依据《证券法》(2005年修订)等相关法律法规为正确审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件制定的司法解释,是对证券法的完善和补充。

(2)《若干规定》调整范围为证券市场的虚假陈述行为引起的民事赔偿法律关系。《若干规定》第2条规定:“……本规定所称证券市场,是指发行人向社会公开募集股份的发行市场,通过证券交易所报价系统进行证券交易的市场,证券公司代办股份转让市场以及国家批准设立的其他证

[12] 《若干规定》依据欺诈市场理论来推定投资者信赖了虚假陈述行为人所披露的信息,也即虚假陈述与投资行为之间交易上因果关系成立的推定,参见樊健:《我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题》,载《中外法学》2016年第6期。

[13] See Amgen Inc. v. Conn. Ret. Plans & Trust Funds, 133 S. Ct. 1184 (2013).

[14] 《若干规定》第29条规定:“虚假陈述行为人在证券发行市场虚假陈述,导致投资人损失的,投资人有权要求虚假陈述行为人按本规定第三十条赔偿损失;导致证券被停止发行的,投资人有权要求返还和赔偿所缴股款及银行同期活期存款利率的利息。”

[15] 本条并未使用“股款”这一词汇。倒是《若干规定》第34条规定:“投资人持股期间基于股东身份取得的收益,包括红利、红股、公积金转增所得的股份以及投资人持股期间出资购买的配股、增发股和转配股,不得冲抵虚假陈述行为人的赔偿金额。”

券市场。”依据《证券法》（2005 年修订）的规定，证券在种类上包括股票和公司债券等，同时案涉债券系在证券交易所上市竞价交易，不属于《若干规定》明示排除的对象，应当属于该司法解释调整的范围。

（3）债券虚假陈述中的“投资差额损失”这一概念，并非指证券的价值不能实现而导致的损失，而是指投资人受虚假陈述行为的影响，以不真实的价格买入证券后，在虚假陈述行为被揭露，证券价格回归正常价格时产生的差额损失。故在客观上，对投资差额损失的确认应根据有关证券的交易价格来认定。“11 超日债”作为在证券交易所上市交易的公司债券，和股票一样存在市场价格波动，同样存在受虚假陈述行为影响而产生的投资差额损失问题。^{〔16〕}

（三）本文分析

被告的第三和第四个理由显然不成立，不能因为本案是公司债券虚假陈述第一案就认为《若干规定》不适用于本案，两者之间不存在因果关系。此外，公开发行的公司债券不仅受公司法的调整，也受到证券法的调整。因此公司债券发行人如有虚假陈述，按照《证券法》（2005 年修订）第 69 条或《证券法》（2019 年修订）第 85 条的规定，同样需要承担民事责任。第一和第二个理由有道理。本文从形式与实质两个层面来分析双方的观点：

从形式上看，由于“11 超日债”是在深圳证券交易所公开交易的公司债券，从形式适用《若干规定》的角度看，“11 超日债”应当适用《若干规定》，因此欺诈市场理论能够适用于本案，法院的裁判理由粗看具有合理性。但是，本文认为被告的观点更有道理。首先，从体系分析的角度看，《若干规定》第 29 条、第 34 条的用词是“股款”或者“股东身份”，这确实表明《若干规定》所欲规范的对象是公司股票而非公司债券。其次，从历史分析的角度看，《若干规定》生效的时间是 2003 年，而我国第一只公司债券的发行时间是 2007 年。^{〔17〕}这能够进一步证明《若干规定》所欲规范的对象是公司股票。因为，司法解释是针对司法实践中的疑点和难点问题解释，以便于法院的审理和统一裁判。公司债券在 2003 年都不存在，不可能有纠纷发生，这样就没有制定司法解释予以规范的现实需求。最后，《若干规定》起草者所撰写的解释书都是以公司股票作为分析的对象（例如虚假陈述对股价的影响和投资者损失的计算等），并没有提到公司债券。^{〔18〕}基于这些理由，本文认为从目的性限缩的角度看，^{〔19〕}《若干规定》的规范对象确实不包括公司债券。

从实质上看，即使认为《若干规定》并不能直接适用于本案，法院也可以从“11 超日债”的交

• 207 •

〔16〕《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要（征求意见稿）》（以下简称《纪要》）没有明确指出投资者的信赖是否可以直接被推定还是需要投资者证明其确实信赖了虚假陈述。《纪要》所涵盖的对象包括了公司债券、非金融企业债务融资工具、企业债券等债券品种，交易场所包括了银行间债券市场和交易所市场，交易方式包括了竞价交易、协议交易等，如果都适用信赖推定，显然并不合理。

〔17〕参见李扬、王芳：《中国债券市场：2018》，社会科学文献出版社 2019 年版，第 182 页。

〔18〕参见李国光主编：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社 2015 年版；李国光、贾伟编著：《证券市场虚假陈述民事赔偿制度》，法律出版社 2003 年版。

〔19〕将公司债券排除在《若干规定》的规范对象之外，已经超出了目的解释的范畴，进入了通过目的性限缩填补法律漏洞的阶段。所谓目的性限缩，是指“法官在适用法律时，发现有关法律规范适用于某个特定案件，不符合法律调整目的的要求，则可以将该案件排除在法律规定的适用范围之外，从而追求法律适用的目的”。王利明：《法律解释学》，中国人民大学出版社 2016 年版，第 373 页。

易特点来分析欺诈市场理论是否适用于本案,从而拓展《若干规定》的适用范围。值得肯定的是,法院明确意识到了公司股票和公司债券的差别,并且公司债券的价格也会受到虚假陈述的影响。^[20]然而,也正是由于两者的差别,虚假陈述对于公司股票和公司债券的影响并不一定是同向的。有些虚假陈述可能会影响到股价,却不会影响到债券价格,只要这种虚假陈述不对公司的履约能力产生直接影响(例如分红)。^[21]有学者认为,“影响债券收益率的主要因数是无风险收益率,一般指国债收益率;公司资产价值的变化,可能会对股票和债券价格产生影响,但首先影响的是股票价格”^[22]。此外,公司股票与公司债券在价格影响因素、是否存在增信或担保机制等方面存在着不小的差别,因此欺诈市场理论是否能够适用于交易所公开交易的公司债券,要做仔细甄别。^[23]

总之,本文认为,公司债券并非《若干规定》的规范对象,因此法院直接适用《若干规定》予以裁判并不能令人信服。法院应该从欺诈市场理论的适用条件、公司股票与公司债券的差别以及公司债券的交易特点等方面,来实质、全面和充分地论证为何欺诈市场理论能够适用于本案。当然,这样的要求肯定会增加法院的工作量,并且从专业性的角度而言,法院也不一定能够从事这样的工作。^[24]但是,该项工作可以通过专家证人来完成(例如会计师事务所或者中证中小投资者服务中心),这也是最近证券侵权司法改革的重要措施之一。针对本案这类新颖案件,法院的说理和分析工作多做一点,是非常值得的。因为,实质、全面和充分的案件分析,不仅有利于个案当事人接受法院的裁判,更重要的是,对于后续的公司债券虚假陈述等新型证券虚假陈述侵权责任纠纷的解决将具有重要的参考意义。

• 208 •

三、欺诈市场理论的适用条件：美国的司法经验

在 Basic 案^[25]中,美国联邦最高法院第一次采用了欺诈市场理论来推定投资者信赖了被告的虚假陈述而进行了投资,即所谓的信赖推定或者交易上因果关系的推定。^[26]该院认为,欺诈市场理论是基于以下一种假设:在一个公开和发达的市场上,公司的股票价格取决于现有的关于公司及其运营的所有重要信息。因此,误导性信息会欺诈购买股票的投资者,即使其没有直接地依赖这些误导性信息。^[27]其中,公开市场是指所有人至少绝大多数人都能买卖证券的市场。发

[20] 《证券法》(2019年修订)第81条规定了债券发行人的临时信息披露义务,其所需披露的内容与股票发行人的披露内容有相当大的不同。

[21] See *In re HealthSouth Corp. Secs. Litig.* 261 F. R. D. 616 (2009).

[22] 吴念庆、钱一鹤:《公司债券和股票的收益率相关性实证研究》,载《经济研究导刊》2014年第13期,第152页。

[23] Coffee教授就认为,公司债券市场没有效率,因此欺诈市场理论不能够适用于公司债券虚假陈述侵权案。See John C. Coffee Jr., *Litigation Governance: Taking Accountability Seriously*, 110 *Colum. L. Rev.*, 288, 328 (2010).

[24] 在 Basic 案中,持有反对意见的法官认为法院没有能力判断经济理论的有效性。See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224 (1988)。但是,对此并不用于担心,因为在绝大多数证券虚假陈述案件中,原、被告双方都会聘请专家证人提供专业意见,这能够弥补法院的专业性不足。参见樊健:《论证券虚假陈述投资者损失计算的“事前观点”》,载《清华法学》2017年第3期。

[25] *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224 (1988).

[26] 在 *In re Salomon Analyst Metromedia Litigation* [544 F. 3d 474 (2008)] 案中,法院解释 Basic 案的适用条件为被告:(1)公开作出;(2)关于重大信息的虚假陈述;(3)股票在非个人的、发达(有效率)的市场交易。如果满足以上条件,那么投资者对于虚假陈述的信赖可以被推定。

[27] 参见焦津洪:《“欺诈市场理论”研究》,载《中国法学》2003年第3期。

达市场是指市场交易比较活跃，交易信息（例如价格和数量）的传播面较广的市场，一般指交易证券的二级市场。通常情况下（但不是必须），这个市场具有连续性和流动性，即有能力完成较大规模的交易但不会造成价格大幅度波动。一个有效的市场会非常快速地将新的信息反映到价格上。总之，一个发达的市场总是公开的市场，而有效的市场总是发达的市场。^{〔28〕} 此处所谓的有效市场，一般是指信息有效（informational efficiency）而非价值有效（fundamental efficiency）市场，即该市场能够快速消化新信息并将之反映到证券价格上，至于该价格是否一定反映了公司的价值或基本面，则在所不问。^{〔29〕}

虽然，有很多学者质疑了欺诈市场理论是否符合证券市场的实际，例如有学者从行为经济学的角度来论证证券市场的非理性，^{〔30〕} 有的学者则认为证券市场并不像法院所设想的那样有效率，^{〔31〕} 有的学者则从证券法的体系解释角度认为投资者应当自行证明其信赖了虚假陈述，^{〔32〕} 并且美国联邦最高法院在 2014 年的 *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.* 案^{〔33〕} 中，也一度考虑是否应当废除欺诈市场理论^{〔34〕}。但是，目前多数的学者和联邦法院都还是支持欺诈市场理论，并将之运用到证券侵权诉讼中。^{〔35〕}

美国联邦最高法院认为在公开和发达的市场上可以采用欺诈市场理论，然而何谓公开和发达的市场，则没有提供具体的线索。对此，下级法院在 *Cammer v. Bloom* 案、^{〔36〕} *Krogman v. Sterritt* 案^{〔37〕} 以及 *In re PolyMedica Corp. Secs. Litig.* 案^{〔38〕} 中确立了诸多具有可操作性的条件，来判断市场是否具有效率，一般被统称为 *Cammer factors*。^{〔39〕} 虽然前述案件所涉及的是某只特定的股票是否具有效率的争议，但是由于这些条件提供了非常全面和切合实际的分析工具，因此不论是理论还是实务，也都会用这些条件来检验公司债券市场的效率。^{〔40〕} 大体上，这些条件被分为两大类：一类是关于公司运营方面的条件（operational factors），另一类是证券价格敏感性方面的条件（price-related factors）。^{〔41〕}

〔28〕 See *In re HealthSouth Corp. Secs. Litig.* 261 F. R. D. 616 (2009).

〔29〕 See *In re PolyMedica Corp. Secs. Litig.*, 453 F. Supp. 2d 260 (2006); Bradford Cornell, *How Efficient is Sufficient: Securities Litigation post Halliburton*, pp. 6 - 7, available at <https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2014/08/How-Efficient-is-Sufficient.pdf>, last visited on Jan. 15, 2020.

〔30〕 参见宿玉海、邢起超：《从行为金融理论角度质疑有效市场假说》，载《财经科学》2007 年第 5 期。

〔31〕 See Paul A. Ferrillo et al., *The Less than Efficient Capital Markets Hypothesis: Requiring More Proof from Plaintiffs in Fraud-on-the-Market Cases*, 78 *ST. John's L. Rev.*, 81 (2004).

〔32〕 See William W. Bratton, Michael L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 *U. Pa. L. Rev.*, 69 (2011).

〔33〕 134 S. Ct. 2398 (2014).

〔34〕 See Donald C. Langevoort, *Judgment Day for Fraud-on-the-Market: Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton*, 57 *Ariz. L. Rev.*, 37 (2015).

〔35〕 See E. g. Ronald J. Gilson, Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, 28 *J. Corp. L.*, 715 (2003); Ronald J. Gilson, Reinier Kraakman, *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs*, 100 *Va. L. Rev.*, 313 (2014).

〔36〕 711 F. Supp. 1264 (1989).

〔37〕 202 F. R. D. 467 (2001).

〔38〕 453 F. Supp. 2d 260 (2006).

〔39〕 参见前引〔6〕，Michael Hartzmark et al. 文，第 663 页。

〔40〕 See *Teamsters Local 445 Freight Div. Pension Fund v. Bombardier Inc.*, 546 F. 3d 196 (2008).

〔41〕 参见前引〔6〕，Michael Hartzmark et al. 文，第 663 页。

(一) 公司运营方面的条件

1. 每周证券的换手率或交易量 (average weekly turnover or trading volume)

换手率或者交易量比较高的话,说明投资者对这只证券比较感兴趣,这意味着,当有新消息出现时,投资者会将这些信息快速地反映到证券价格上。就股票而言,通常每周2%的换手率就能够表明这只股票是有效率的。^[42]如果一只证券在全国性的交易所进行公开交易,一般可以认为该证券的市场是有效率的。^[43]但是,这并非是确定该市场是否有效率的关键因素,因为即使在交易所交易的证券,如果不满足其他条件的话,例如没有分析师分析等,也可能被认为没有效率。

2. 分析师的分析、评论以及推荐 (the coverage of the securities by investment professionals)

一只证券受到越多的分析师分析、评论以及推荐的话,则投资者能够做出投资决定的信息也就越多,^[44]投资者所面临的信息不对称问题将得到极大改善。这样,分析师的分析和评论在有利于投资者做出投资决策的同时,也有助于证券价格快速地反映发行人所披露的新信息。当然,一只证券具体被多少分析师分析、评论以及推荐,才被认为是有效率的,并无客观和具体的标准,有的法院认为只要有1个分析师就可以,^[45]有的法院则认为2个分析师以下没有效率,^[46]有的法院则认为存在3个分析师就能够证明该证券具有效率性^[47]。当然,除了分析师之外,媒体报道等也都能为投资者提供有用的信息。

3. 做市商或者交易商的数量 (the number of market makers or dealers)

做市商或者交易商有助于证券市场的竞争机制,它们的数量越多,就越有可能把公司的新信息快速地反映到证券价格上。^[48]

4. 是否向美国证券交易委员会提交 Form S-3 文件

通过向美国证券交易委员会 (SEC) 提交 Form S-3 文件,发行人就被允许通过参照的方式披露之前的信息 (to incorporate those previous filings by reference),^[49]通常只有大型、知名的公司才会向 SEC 提交 Form S-3 文件。它们需要符合以下条件:(1) 按照美国证券交易法的规定,向 SEC 提交文件已经超过 36 个月;(2) 非关联人持有的流通股份价值为 1.5 亿美元或者非关联人持有的流通股份价值为 1 亿美元并且每年的成交量至少为 300 万股。^[50]按照 SEC 的观点,这些公司向 SEC 提交文件的同时,有关信息已经被市场所消化。^[51]

5. 证券的发行规模 (the cumulative face value)

一般而言,投资者倾向于投资发行规模比较大的证券。^[52]而且,发行规模越大,通常换手

[42] See 711 F. Supp. 1264 (1989). 有学者认为,换手率或者与之相关的交易量是表明市场是否有效的最明显证据。See Victor L. Bernard et al., Challenges to the Efficient Market Hypothesis: Limits to the Applicability of Fraud-on-the-Market Theory, 73 Neb. L. Rev., 781, 805 (1994).

[43] See In re Rentway Securities Litigation, 218 F. R. D. 101 (2003).

[44] See In re Xcelera. com Sec. Litig., 430 F. 3d 503 (2005).

[45] 参见前引 [44]。

[46] See Krogman v. Sterritt, 202 F. R. D. 467 (2001).

[47] See In re DVI_Inc. Sec. Litig., 639 F. 3d 623 (2011).

[48] See In re PolyMedica Corp. Secs. Litig., 453 F. Supp. 2d 260 (2006).

[49] 参见前引 [29], Bradford Cornell 文, 第 5 页。

[50] 参见前引 [6], Michael Hartzmark et al. 文, 第 664 页。

[51] See In re HealthSouth Corp. Secs. Litig., 261 F. R. D. 616 (2009).

[52] See Krogman v. Sterritt, 202 F. R. D. 467 (2001).

率或者交易额也就越高。

6. 持有该只证券的机构投资者数量 (the proportion of institutional holdings)

持有这只证券的机构投资者 (例如私募基金、共同基金或者券商的自营部门等) 数量越多, 这只证券的市场也就越有效率。因为, 机构投资者基于其分析能力与持有量, 能够依据公开的信息快速地做出投资决定, 从而将这些信息反映到证券价格上。

7. 存在套利空间 (opportunities for arbitrage)

例如做空交易 (short selling) 的成本较低,^[53] 存在套利空间, 那么一旦新信息出现, 套利者就会立即做出反应, 从而将新信息反映到证券价格上。^[54]

8. 买价和卖价的价差 (bid-ask spread)

如果价差过大, 则说明市场没有效率, 因为这表明证券交易的成本过高。^[55]

9. 多数证券是否由外部投资者持有

由于内部人的证券交易受到诸多限制 (例如短线交易和减持的限制等), 因此其不能将公开的信息快速地反映到证券价格上。所以, 内部人持有越多的证券, 该证券就越没有效率。

10. 是否有信用评级

此外, 就公司债券而言, 是否存在具有资质的评级机构对其进行信用评级也是非常重要的条件。评级机构依据公司债券发行人所有公开或者非公开的信息对其发行的债券进行评级, 并且评级机构也会对公司债券进行持续跟踪评级, 因此一旦发行人有新信息出现, 并且这种新信息会对公司履约能力产生影响的话, 那么评级机构也会相应地更新评级结果。这样, 投资者能够依据更新后的评级结果来进行交易。所以, 有评级机构进行评级, 说明该公司债券是有效率的。^[56]

(二) 证券价格敏感性方面的条件

1. 就发行人出现的新信息, 证券价格是否能够做出快速的反应 (cause-and-effect relationship between news and price movement)

这是判断证券市场是否有效的本质 (核心) 条件 (essence of an efficient market)。^[57] 就股票交易而言, 股价对新消息做出反应的时间一般在一天以内, 最长不会超过两天。当然如有存在跌停板制度的话, 则需要更长的时间来消化新信息。所以, 通过事件分析法来检测新信息与股价之间的关系时, 一般都会分析新信息出现后, 一天内价格的波动, 甚至是更短时间内的价格波动。事实上, 在程序化交易 (或者高频交易) 大行其道的当前证券市场中, 证券价格对于新信息的反应时间可能在几秒之内, 甚至更短。^[58]

2. 是否能够通过过去的价格变动来预测现在的价格走势 (autocorrelation)

如果能够通过过去的价格变动来预测现在的价格走势, 则说明这个市场没有效率, 处于弱势

[53] See Rajeev R. Bhattacharya, Stephen J. O'Brien, Arbitrage Risk and Market Efficiency - Applications to Securities Class Actions, 55 *Santa Clara L. Rev.*, 643, 645 (2015).

[54] 参见前引 [6], Michael Hartzmark et al. 文, 第 665 页。

[55] See *In re HealthSouth Corp. Secs. Litig.*, 261 F. R. D. 616 (2009).

[56] 参见前引 [55]。

[57] See *Cammer v. Bloom*, 711 F. Supp. 1264 (1989).

[58] See Jeffrey A. Busse, T. Clifton Green, Market Efficiency in Real Time, 65 *J. Fin. Econ.*, 415 (2002).

有效市场 (weak-form efficiency) 阶段。而欺诈市场理论适用的场合是半强势有效市场 (semi-strong form efficiency)。

(三) 多种条件的综合判断

在 Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. 案中, 美国联邦最高法院认为有效市场并非是一个非此即彼的问题, 而是一个程度的问题。^[59] 因此, 判断市场有效性的关键问题就是, 面对这么多的适用条件, 当市场满足哪些条件之后, 就能够大体上表明该市场是有效率的, 从而能够适用欺诈市场理论。对此问题, 学术界和实务界也并无一致意见。^[60] 有学者认为, 换手率或交易量和分析师数量是最重要的两个条件, 其他条件与市场效率性之间并没有明显的相关性。^[61] 有学者则认为, 发行规模、机构持有者数量与市场效率性之间有非常重要的关系。^[62] 有实证研究分析了 Cammer v. Bloom 案中的五个条件 (即本文所分析的公司运营方面条件的前四个和证券价格敏感性条件方面的第一个) 后认为, 如果一个案件能满足三个条件或者更多, 尤其是比较高的换手率和股价对于新信息的快速反应, 则能够证明该市场具有效率。^[63] 本文认为, 相对而言, 证券价格对新信息的反应速度是较为重要的条件, 因为其他的条件都是有效市场运作的基础, 而价格对新信息的反应则是有效市场运作的结果, 该结果最能直观和全面地反映市场的效率性, 在 Cammer v. Bloom 案中, 法院也认为这是有效市场的本质。^[64]

四、公司债券市场效率性的分析: 以“11 超日债”虚假陈述案为例

本部分, 依据第三部分所归纳的判断市场效率性的条件, 以“11 超日债”虚假陈述案为例, 来分析公司债券市场的效率性。

由于公司股票与公司债券之间存在着较大的差别, 因此有些判断股票市场效率性的条件, 并不适合用来判断公司债券市场的有效性。首先, 公司债券的持有人一般为公司外部人, 所以外部人持有比例这一条件就不能适用于债券。^[65] 其次, 由于“11 超日债”是在深圳证券交易所按照集中竞价进行交易的, 因此做市商、买卖价差条件, 也并不适用于“11 超日债”。最后, 由于“11 超日债”并非融资融券的标的, 本文不对套利条件对债券市场效率性的影响进行研究。

由于“11 超日债”受到了鹏元资信的评级, 本文会分析评级机构对公司债券效率性的影响。此外, “11 超日债”发行人的股票也在深圳交易所上市, 债券投资者可能会从股价波动中获得一些无法在债券市场获得的信息, 以弥补公司债券信息披露不足的问题, 从而有助于加强“11 超

[59] See 134 S. Ct. 2398 (2014).

[60] 有学者认为, 目前我们无法科学地计量市场有效性的程度。参见前引 [29], Bradford Cornell 文, 第 11 页。

[61] See Brad M. Barber et al., The Fraud-on-the-Market Theory and the Indicators of Common Stocks' Efficiency, 19 J. Corp. L., 285, 310 (1994).

[62] 参见前引 [53], Rajeev R. Bhattacharya, Stephen J. O'Brien 文, 第 667 页。

[63] See David Tabak, Do Courts Count Cammer Factors? available at https://www.nera.com/content/dam/nera/publications/archive2/PUB_Cammer_Factors_0812.pdf, last visited on Jan. 15, 2020.

[64] See Michael L. Hartzmark et al., The Curious Incident of the Dog That Didn't Bark and Establishing Cause-and-Effect in Class Action Securities Litigation, 6 Va. L. & Bus. Rev., 415 (2012).

[65] See In re HealthSouth Corp. Secs. Litig., 261 F. R. D. 616 (2009).

日债”的效率性。因此，本文也将研究股价波动与公司债券之间的关系。

接下来，本文将从公司股票与公司债券的差别入手，通过分析“11 超日债”的交易场所、换手率、分析师数量、发行规模与利息、机构投资者数量、资信评级、与股价波动的关系、价格对新信息的反映八个条件，^{〔66〕}来研究“11 超日债”的效率性。需要说明的是，虽然本文已经穷尽各种方法查阅相关数据，但是基于客观条件所限，有些数据是通过估算所得，本文也会在相关部分予以提示。

本文研究的时间范围为，从“11 超日债”的上市交易日 2012 年 4 月 20 日开始至“11 超日债”案的基准日 2013 年 2 月 7 日为止。虽然，“11 超日债”案的虚假陈述实施日是 2011 年 12 月 16 日，早于本研究的开始时间，但是，这对本文的研究没有影响。理由在于，证监会并未认定“11 超日债”欺诈发行，^{〔67〕}故 2012 年 4 月 20 日之前的虚假陈述行为，对于“11 超日债”本身的发行和交易并无影响（但会对超日股份的股价产生影响），只有在 2012 年 4 月 20 日之后发生的虚假陈述，才可能会对“11 超日债”价格产生影响。

（一）公司股票与公司债券的差别：以价格决定因数为例

公司股票与公司债券最大的不同之处在于，公司股票的收益无法确定，而公司债券的收益是可确定的。以“11 超日债”这种按年付息的公司债券来说，其价格的计算公式为： $P = \sum_{t=1}^n \frac{c}{(1+r)^t} + \frac{v}{(1+r)^n}$ ，其中 P 表示债券价格， c 表示债券利息， v 表示债券面值， r 表示同期银行利率， n 表示债券年限。^{〔68〕}该公式中的 c 、 v 、 r 以及 n 在债券发行时即已确定，因此该债券的价格在存续期内都能被确定。正是由于公司债券收益的确定性，如果没有影响债券发行人履约能力的事件发生，其价格也不会发生波动。这样，公司债券的交易相对而言也就不那么活跃。公司债券投资者大多数都会长期持有该债券，因而公司债券的换手率要远低于股票的换手率。^{〔69〕}

虽然公司债券具有收益确定性、价格稳定性和交易相对平淡的特点，但是作为投资产品，其当然也有风险存在。公司债券的投资风险可以用所谓的信用利差来衡量。所谓信用利差是指同期限的公司债券与国债收益率之间的差值，信用利差通常被认为反映了投资者对于信用产品违约风险、流动性风险等风险的补偿要求。信用利差包括了信用风险（预期违约风险）、预期违约损失、税收、流动性因素、系统性因素等。^{〔70〕}其中，最重要的风险是预期违约风险。^{〔71〕}

据此，只有当公司债券发行人的虚假陈述直接影响到发行人的履约能力时，该虚假陈述才会对债券价格产生影响，从而虚假陈述行为人才应当承担赔偿责任。^{〔72〕}“11 超日债”在 2012 年 4 月 20 日至 2013 年 2 月 7 日之间所进行的虚假陈述是否会影响债券价格，值得讨论。首先，超日股份的海外收购是正常的投资行为，并不会对其履约能力产生影响。其次，虚假陈述的第二、三

〔66〕 有学者认为，就公司债券而言，在 Cammer 条件的基础上，应当进一步分析其换手率、分析师数量以及债券价格对新信息的反应速度。参见前引〔6〕，Michael Hartzmark et al. 文，第 666-667 页。

〔67〕 学者观点亦同，参见前引〔4〕，陈秧秧文。

〔68〕 参见霍文文：《证券投资学》，高等教育出版社 2013 年版，第 223 页。

〔69〕 参见前引〔6〕，Michael Hartzmark et al. 文，第 665 页。

〔70〕 参见张戡、李飞鹏：《财务信息、市场信息与公司债券信用利差》，载《财务与金融》2018 年第 5 期。

〔71〕 参见郑玉仙：《中国公司债券利差影响因素研究——基于评级信息的分析》，载《财经论丛》2016 年第 2 期。

〔72〕 相关分析参见 James J. Park, Bondholders and Securities Class Actions, 99 Minn. L. Rev., 585, 589-598 (2014).

项,经由2012年10月17日超日股份发布的《关于行政监管措施决定书的说明及整改报告的公告》而公开。该公告的主要内容是:上海证监局认为,超日股份签署的《电站公司管理协议》未按规定履行必要的审议程序并及时信息披露;超日公司公告的对海外电站项目提供担保额度事项未说明境外公司不受公司控制,导致股东表决时的决策信息不完整。通过观察“11超日债”在2012年10月17日前后各一天的价格变化情况,发现价格保持平稳,没有发生波动。这在一定程度上能够说明,债券投资者并不认为这些虚假陈述会影响到发行人的履约能力。最后,被法院认定的其他三项虚假陈述,即虚假确认收入和调减价格,也仅仅会对当年的利润等产生影响,从而影响股价,但是,其对“11超日债”价格的影响十分有限。理由在于,“11超日债”的存续长达5年,并且发行人还有其他资产做履约保障,评级机构的评级也说明该债券具有相当高的安全性,所以这种跨期的财务操作和价格调整,不一定会对“11超日债”发行人的长期履约能力产生影响。总之,本文认为,法院所认定的超日股份的虚假陈述对于其履约能力的影响有限,不一定会影响到“11超日债”的价格,这是由公司债券本身的特点所决定的。

(二)“11超日债”的交易场所

如果公司债券在证券交易所通过集中竞价的方式进行撮合交易,那么不论是从公司债券的交易速度、交易费用,还是交易信息(价格和数量等)的获得等方面看,这种公司债券的效率是比较高的。当然,如前所述,发生侵权诉讼的并非是整个市场中所有的公司债券,而是其中的一种债券。因此,在判断市场效率性时,主要是看某只特定公司债券的交易情况,并不排除虽然整个公司债券市场是有效的,但是某只特定的公司债券却是没有效率的,或者相反,当然这种情况可能并不多见。就“11超日债”而言,其是在深圳证券交易所通过集中竞价的方式公开交易的,就此而论,可以做出初步的判断,“11超日债”具有效率性,但是还要通过其他条件来充分验证这一点。

当然,有研究利用2008年8月至2013年3月期间沪深交易所的公司债券价格信息,认为:“无论是AA一级、AA级、AA+级公司债券市场,还是信用级别相对较高的AAA级公司债券市场,均尚未达到弱式有效,公司债券价格对历史信息集的反映不够充分。”^[73]有实证研究认为:“我国公司债券在历史价格和无风险利率方面的信息有效性很低,在宏观经济方面的信息有效性不能判断,在公司基本面方面的信息有效性则较高。”^[74]当然,这种市场无效性的局面也在改善之中,例如有学者认为:“2006年以来,……交易所公司债券市场流动性整体逐步改善,尤其是2009年以来流动性改善趋势明显。以换手率衡量,年均增长率保持在50%以上。这一方面与债券市场规模扩容有关,另一方面与债券市场交易群体有所增加、交易相对活跃有关。”^[75]据此,即使认为在深圳证券交易所公开交易的公司债券市场没有效率,我们还可以通过其他条件来判断“11超日债”的效率性。

(三)“11超日债”的换手率

由于公司债券具有收益确定性、价格稳定性和交易相对平淡的特点,一般而言公司债券的

[73] 卞琪、张茂军:《基于随机游走模型的公司债券市场有效性研究》,载《桂林电子科技大学学报》2016年第1期,第65页。

[74] 高强、邹恒甫:《企业债券与公司债券的信息有效性实证研究》,载《金融研究》2010年第7期,第99页。

[75] 吕双江:《公司债券市场流动性有效衡量及实证检验》,载《金融发展研究》2013年第11期,第74-75页。

换手率要远低于股票的换手率。有实证研究表明，2012 年我国公司债券的月平均换手率为 12.36%，算下来周换手率为 3.09%。^[76] 查阅“11 超日债”在 2012 年 4 月 20 日到 2013 年 2 月 7 日期间的交易额约为 60.12 亿元，发行规模为 10 亿元，按每年 50 个交易周计算，周换手率大约为 12%，远远高于同类债券的平均换手率。从周换手率的条件看，“11 超日债”具有效率性。

（四）“11 超日债”的分析师数量

通常而言，公司债券的分析师数量越多，则这只债券的信息传播也就越充分，该公司债券也就越具有效率。例如，有实证研究以 2008—2015 年 A 股上市公司数据作为样本，来研究分析师公司预测信息含量及其构成对上市公司债券市场发行融资成本的影响。研究发现，分析师公司预测的总体信息含量能够对上市公司债券融资成本产生显著的影响。^[77] 虽然，本文无法确切地获知“11 超日债”的分析师人数，然而通过查看同花顺软件，发现在 2012 年 4 月 20 日到 2013 年 2 月 7 日期间，至少有六家机构对“11 超日债”作出了分析、评价或者推荐。^[78] 这还不包括为数不少的机构投资者自身行研团队所做的研究报告（这些报告当然不会公开）。因此，从分析师数量的条件看，“11 超日债”具有效率性。

（五）“11 超日债”的发行规模与利息

一般而言，公司债券的发行规模越大，其流动性也就越好，其市场也更有效率。然而，有研究认为，在我国，“公司债券的流动性和债券的发行规模成负相关关系，发行量越大，流动性越小。这主要是由于中国公司债券的发行规模普遍偏小，发行量集中在 10 亿元以下，且大部分是在 2011 年发行的，发行时间越短的债券流动性越强，因此造成发行量小的债券反而交易频率比较大，流动性较强”^[79]。从“11 超日债”的情况来看，其发行规模为 10 亿元，每张 100 元，公开发行 1000 万张，发行规模属于中等，应该属于流动性比较好的公司债券。此外，就利率而言，“流动性和息票率之间的关系非常明显，正相关关系很显著，随着息票率的增加流动性也在逐渐升高。票面利率从 3% 上升到 9%，流动性也从 0.18 增加到 0.93”^[80]。“11 超日债”的利率高达 8.98%，显然具有较高的流动性。因此，从“11 超日债”的发行规模与利息条件来看，其具有效率性。

（六）“11 超日债”的机构投资者数量

公司债券的投资者数量多，尤其是机构投资者数量多的话，该公司债券则具有效率性。本文无法确切地获得在 2012 年 4 月 20 日到 2013 年 2 月 7 日期间，“11 超日债”的机构投资者数量。但是，有报道显示，“11 超日债”的持有人数量为 6465 人，^[81] 而“交易所债券市场中个人投资者的持债占比不足 0.4%”^[82]，因此大体可以算出，“11 超日债”机构投资者人数约为 6430 家。

[76] 参见巴曙松、姚飞：《中国债券市场流动性水平测度》，载《统计研究》2013 年第 12 期。

[77] 参见钱乐乐：《分析师公司预测信息与企业债券融资成本——基于我国上市公司数据的研究》，载《海南大学学报》（人文社会科学版）2017 年第 3 期。

[78] 这六家机构包括了第一创业、国泰君安证券、申万宏源证券、中投证券、华泰证券、中金公司。

[79] 王晓翌等：《公司债券流动性影响因素的实证分析》，载《金融论坛》2012 年第 6 期，第 64 页。

[80] 前引 [79]，王晓翌等文，第 63 页。

[81] 参见辛国奇：《操盘者披露 深度起底超日中国铁物债务危机过程》，载 <https://finance.sina.com.cn/money/bond/research/2019-01-07/doc-ihqfskcn4872714.shtml>，最后访问时间：2020 年 1 月 15 日。

[82] 左永刚：《证监会 59 个问答柔性解读公司债》，载《证券日报》2016 年 11 月 17 日，转引自 <https://m.hexun.com/bond/2016-11-17/186925886.html>，最后访问时间：2020 年 1 月 15 日。

因此，从机构投资者数量条件看，“11 超日债”具有效率性。

（七）“11 超日债”的信用评级

公司债券的发行一般都会聘请专业的评级机构进行评级，债券评级的高低对于债券利率的高低和投资者的决策具有较大影响力。有研究显示，“债券信用评级与债券融资成本存在显著负相关性，这说明债券信用评级在一定程度上已得到债券市场的认同”^{〔83〕}。有实证研究以我国债券市场上 27 只信用评级有所调整的公司债券样本为研究对象，运用事件研究法对公司债券信用评级调整所产生的公告效用进行了分析。研究表明，“在所研究的事件窗口中，信用评级变化的公司债券会产生显著的负的公告效应，在公告发布之后的月度累积异常收益率为负。这种现象说明我国债券市场投资者对公司债券信用评级会充分关注，对信用评级变化的债券会及时地做出市场反应”^{〔84〕}。

在“11 超日债”的发行和交易过程中，由鹏元资信对其进行评级，发行的评级为 AA，表明了较好的安全性。随后由于超日股份财务状况的变化，在 2012 年 4 月 20 日到 2013 年 2 月 7 日期间，鹏元资信对“11 超日债”的评级不断下调，由 AA 负面下调至 AA-。对于为何由 AA 负面下调至 AA-，鹏元资信的解释是由于光伏行业景气度持续低迷，超日股份应收账款回收风险、资金压力和偿债压力继续加大。^{〔85〕}由于鹏元资信的评级，“11 超日债”的投资者能够从评级机构的评级变化中，判断发行人的履约能力，^{〔86〕}因此从公司债券评级的条件看，“11 超日债”具有效率性。^{〔87〕}鹏元资信对“11 超日债”评级调整情况请见表 1。

• 216 •

发布日期	信用评级	评级展望	变动方向	评级方式
2011 年 7 月 13 日	AA	稳定	首次	发行人委托
2012 年 6 月 28 日	AA	负面	增持	发行人委托
2012 年 12 月 27 日	AA-	负面	调低	发行人委托

（八）“11 超日债”发行人的股价波动与“11 超日债”的关系

“因为企业用于偿还债务的是现金，而非账面利润，且债权人不能分享企业盈利增长带来的额外收益，只能享受固定的票息，所以信用分析与股票分析不同，看重企业现金流的充沛程度和稳定性，而不是未来盈利的成长性。但盈利对于信用分析也不是完全不重要，如果企业盈利持续恶化，现金流也不可能独善其身。”^{〔88〕}有实证研究认为：“发生债务违约的上市公司在过去一年内股票价格走势显著弱于对应的行业和大盘指数，说明股票价格（能）能够在一定程度上反映企业

〔83〕 李新：《公司治理、债券信用评级与债券融资成本》，载《财会通讯》2016 年第 6 期，第 92 页。
 〔84〕 刘鹏飞、晏艳阳：《投资者会关注债券信用评级吗？——基于公司债券信用评级变化的公告效应研究》，载《金融理论与实践》2016 年第 7 期，第 51 页。
 〔85〕 参见超日股份：《关于评级机构将公司主体长期信用等级及“11 超日债”信用等级下调并列入信用评级观察名单的公告》，2013 年 1 月 8 日。
 〔86〕 See In re HealthSouth Corp. Secs. Litig., 261 F. R. D. 616 (2009).
 〔87〕 有学者认为，对于公司债券市场的效率性问题，欺诈评级机构即可以表明欺诈了所有投资者。参见前引〔72〕，James J. Park 文，第 639 页。
 〔88〕 杨芳：《“超日债”违约事件对企业债风险评价的启示》，载《新经济》2014 年第 23 期，第 67 页。

的债券违约风险。”〔89〕

由于“11 超日债”的发行人同时也是上市公司，因此“11 超日债”的投资者可以从公司股价波动变化中，来获得评估“11 超日债”价值的信息，从而在一定程度上可以弥补公司债券信息披露不足的问题。有实证研究也显示：“超日股份股价波动率与超日债券信用利差呈现正相关关系，并且系数显著。一方面，股价波动率的加大，超日股份股价的急速下跌加剧超日公司的违约风险；另一方面，超日股份股价波动率作为公司资产价值的代理变量，资产价值波动率越大，债券信用利差越大。”〔90〕因此，超日股份股票同时上市交易的条件也能促进“11 超日债”的效率。

（九）新信息的出现与“11 超日债”价格变化

如果公司债券的价格能对公司披露的新信息做出快速的反映，则说明该债券有效率的。在 2012 年 12 月 20 日至 2013 年 1 月 31 日期间，“11 超日债”由于发行人有重大信息需要披露而停牌，在 2013 年 2 月 1 日开始复盘。复盘当日，“11 超日债”早盘以 93.527 元大幅跳空低开，最低探至 80 元，后在 83.5 元附近暂企稳，跌幅仍接近 20%。那么这么大的跌幅是不是 2013 年 1 月 23 日虚假陈述被揭示后所产生的后果呢？“11 超日债”案的法院并没有进行全面和深入的分析，就直接得出了肯定的答案认为“从案涉虚假陈述行为与债券市场价格波动之间的联系来看，因‘11 超日债’系固定利率的 5 年期公司债券，正常的市场价格应以债券的原始购买本金与预期利息为基础，故 2012 年 5 月至 11 月的价格在 101 元至 106 元之间波动。但虚假陈述揭露日之后的债券价格跌至 80 元左右，已经低于原始购买本金，由此可以说明案涉虚假陈述行为确实影响了投资人对于‘11 超日债’市场价格的判断，并实际导致了投资差额损失的发生，投资人有权向虚假陈述行为人主张赔偿”〔91〕。

• 217 •

那事实真是如此吗？如前所述，在法院认定的六个虚假陈述行为中，只有后三个虚假陈述行为可能会对“11 超日债”发行人的履约能力产生影响，但是如果发行人的其他财产足以清偿到期利息，并能够在四年后支付本金与利息的话，也不会影响发行人的履约能力。即使有影响，后三个虚假陈述行为也不会造成高达 20% 的跌幅。那么究竟是什么原因造成“11 超日债”在复盘后价格大跌呢？主要原因其实是在 2013 年 1 月 17 日，超日股份宣布公司大幅修正 2012 年全年业绩，将归属母公司净利润由此前预告的盈利 0.1~0.35 亿元大幅修正为巨亏 9~11 亿元，亏损原因仍然主要是应收账款坏账准备，以及正常经营亏损。诸多研究普遍认为，正是由于该信息的披露，才导致“11 超日债”在复盘后价格大跌。〔92〕因为该信息不仅极有可能导致“11 超日债”发行人不能清偿到期债务，甚至还有可能导致“11 超日债”被停牌甚至被退市。面对此种风险，大量机构投资者抛售“11 超日债”，从而造成其价格的大幅下跌。

由于停牌原因的存在，我们无法准确地判断新信息的出现与“11 超日债”价格对之反应的

〔89〕 易团辉：《股票价格能提前反映公司债券违约风险吗？——基于 A 股债券违约的案例研究》，载《财会学习》2018 年第 35 期，第 219 页。

〔90〕 金辉、骆永芳：《基于结构化模型的公司债券信用利差分析——以“11 超日债”为例》，载《杭州电子科技大学学报》（社会科学版）2015 年第 4 期，第 33 页。

〔91〕 江苏省高级人民法院（2018）苏民终 201 号民事判决书。

〔92〕 在此期间，并无影响“11 超日债”价格下跌的宏观因素（例如利率增加）情况的出现。

速度。但是，从复牌当日的价格下跌幅度和交易的规模来看，至少对于新信息，“11 超日债”的价格作出了充分的反应，一定程度上能够说明该只债券具有效率性。

(十) 综合分析

通过前述分析可知，从“11 超日债”的换手率、分析师数量、发行规模与利息、机构投资者数量以及资信评级机构五个重要条件来看，“11 超日债”具有效率性。由于有学者认为深圳交易所公司债券市场缺乏效率性，本文认为“11 超日债”在深交所交易这一条件，有助于表明该债券具有效率性，但并非是决定性的证明。同时，由于超日股份也是上市公司，其股价的波动（尤其是下跌）也能给“11 超日债”投资者一些信息，从而有助于“11 超日债”效率性的提升。由于停牌因数存在，本文无法准确判断虚假陈述揭示后，“11 超日债”价格的变动情况，但是从复牌后的“11 超日债”价格巨大跌幅来看，市场对于“11 超日债”发行人所披露的影响其履行能力的信息，能够做出充分的反应，这也能间接地说明“11 超日债”具有效率性。在本文所分析的八个条件，“11 超日债”至少满足五个。此外，在交易所上市、复盘后的价格巨幅下跌两个条件也能够一定程度上表明“11 超日债”具有效率性。而“11 超日债”发行人的股票同时上市，能够促进“11 超日债”的效率性。综上所述，本文认为“11 超日债”具有效率性。“11 超日债”效率性分析请见表 2。

表 2

“11 超日债”的效率性分析

序 号	条 件	是否能够表明具有效率性	说 明
1	交易场所（深圳证券交易所）	<input type="checkbox"/>	有学者认为深交所的公司债券市场整体缺乏效率
2	换手率（周换手率约 12%）	<input checked="" type="checkbox"/>	远远高于公司债券的平均换手率
3	分析师数量（至少 6 个）	<input checked="" type="checkbox"/>	
4	发行规模与利息（10 亿，8.98%）	<input checked="" type="checkbox"/>	
5	机构投资者数量（至少 6430 家）	<input checked="" type="checkbox"/>	
6	资信评级（鹏元资信）	<input checked="" type="checkbox"/>	
7	与股票价格波动的关系（有一定关系）	<input type="checkbox"/>	“11 超日债”投资者能从股价波动中获得一些信息，从而有助于其效率性的提升
8	新信息与价格的变化（复牌后价格巨幅下跌）	<input type="checkbox"/>	新信息披露之后，公司债券交易停牌，因此无法准确判断

表 2 中如具有效率性用√表示，如不具有效率性用×表示，如果不能确定则用□表示。

由于“11 超日债”具有效率性，因此可通过查看虚假陈述被揭示后，“11 超日债”的价格波动来计算投资者损失。从前述分析来看，虽然虚假陈述因素可能会造成投资者的一定损失，但是投资者的绝大部分损失（甚至全部损失）是由于发行人出现巨额亏损而产生的，这个结论与法院的裁判结果不同。

五、结 论

从目的性限缩的角度看，“11 超日债”并非《若干规定》所规范的证券。但是，法院依旧可

以借鉴美国法院的经验，从公司股票与公司债券的差别入手，实质、全面和充分地分析“11 超日债”的交易场所、换手率、分析师数量、发行规模与利息、机构投资者数量、信用评级、公司股价波动与债券的关系及债券价格对于新信息的反映情况等，来判断欺诈市场理论是否可以适用于“11 超日债”案。对此，本文认为答案应当是肯定的。这一结论虽然与法院的裁判结果相同，但是论证过程却截然不同。

在“11 超日债”具有效率性的前提下，虽然在虚假陈述被揭示之后，“11 超日债”的价格出现巨额下跌，但是，下跌的主要原因并非是虚假陈述行为，而是发行人宣告发生了巨额亏损。所以，投资者的全部（绝大部分）损失乃是由于“11 超日债”发行人所面临的内外部风险的剧烈变化，例如应收账款的迅速增加以及光伏产业本身的下行周期等，与虚假陈述无关。^{〔93〕}

虽然，基于专业性和工作量的考虑，实质、全面和充分地分析“11 超日债”的效率性以及造成投资者损失的真正原因会增加法院的审判难度，但是，该问题并非不能克服。就专业性问题，可交由专业机构（例如会计师事务所或者中证中小投资者服务中心）来完成。基于实质、全面和充分的说理，涉案当事人由于不满裁判而提出上诉的可能性会随之降低，这样在一定程度上会减少法官的工作量。更为重要的是，由于“11 超日债”案是我国公司债券虚假陈述侵权诉讼第一案，实质、全面和充分的说理对于将来相同或者类似案件的裁判具有重要的参考价值。

Abstract: 11 Chaori Bond case is the first corporation bond fraud civil suit in our country. According to purposive limiting methodology, corporation bonds are not the direct subjects of “several judicial rules”. Therefore, essential, complete and full reasoning of the court can not only persuade parties but also provide important references for handling same or similar cases in the future. Learning from judicial experience of the U.S. courts and grasping the difference between share and bond, the fraud on the market theory is applicable in 11 Chaori Bond case based on the exchange place, turnover rate, the amount of analysts, face value and interest, the amount of institutional investors, credit rating, the relationship between share price and bond and the price reaction to new information. The investors losses (or most of the losses) are not caused by the fraud but are the result of the big changes of issuer’s inside and outside conditions.

Key Words: fraud on the market theory, corporation bond, 11 chaori bond, securities fraud

（责任编辑：朱晓峰 赵建蕊）

〔93〕《纪要》第 23 条规定，在计算债券投资者损失时，应当排除“利率风险、政策风险等与欺诈发行、虚假陈述内容无关的其他因素”，“11 超日债”发行人内外部情况的剧烈变化所导致的投资者损失，显然与欺诈发行、虚假陈述无关。

债券投资者司法救济规则建构论纲

冯 果 刘 恽*

内容提要：债券纠纷的恰当处理直接关系到投资者权益保护和金融市场的整体稳定，不仅要考虑个体纠纷的妥善解决，还要着眼于群体性权利受损的整体救济。当前司法救济机制在债券市场的运行不畅，一方面源于行政权与司法权的纠结关系还未完全理顺，另一方面在于主要基于股票交易模型形成的证券法律责任体系，难以满足当前债券纠纷责任追究的现实需求。面对司法救济规则碎片化和司法实践标准不一的现状，亟须厘清债券纠纷相关主体之间的角色定位和责任的边界，系统性建构一套结合债券自身特点的标准化司法救济规则，解决当前规则混乱和程序迟滞的问题。

关键词：债券纠纷 虚假陈述 司法救济 责任追究 规则建构

伴随债券市场市场化进程的加快，债券违约风险不断加大，如何畅通债券投资者的司法救济渠道以保障债券市场相关主体的合法权益，不仅是债券持有人关注的核心问题，也是债券市场违约处置机制走向健全所必不可少的一环。鉴于当前对债券纠纷的研究存在碎片化现象，本文拟在分析现有司法实践和政策的基础上，结合债券的自身特点，就债券投资者司法救济做一较为全面的梳理，以期对我国债券纠纷的解决有所助益。

一、问题检视：违约债券司法救济的现状审视

（一）司法介入情况总览

伴随债券市场化法制化的推进，以往过度依赖行政的刚性兑付问题被打破，债券市场信用在市场机制引导下趋于正常化，债券违约相关纠纷的司法裁判数量逐年增加，一定程度上反映出投资者面对债券违约积极维权的主动态度。对于债券投资者的司法救济主要包括普通民事诉讼和破

* 冯果，武汉大学法学院教授；刘恽，武汉大学法学院博士研究生。

产诉讼两种方式。非破产民事案件方面,具体包括债券违约触发的合同纠纷和欺诈发行、虚假陈述行为引发的赔偿纠纷两类。前者的诉求在于本息偿付,争议焦点集中在诉讼主体资格确认、案件管辖、违约事实认定等多个方面。后者的诉求则在于损失赔偿,争议焦点集中在虚假陈述行为的认定和因果关系的判断。不同于一般民事诉讼,债券发行金额通常以亿元起步,债券相关诉讼标的额也普遍较大,涉诉地区多在北上广深等经济发达地区,相关案件通常由中级人民法院审理。

破产诉讼方面,发行人破产重整的数量及其涉及的债券规模近年来不断攀升。截至2019年12月,先后进入破产重整的发债主体已有31家。这一数量的增加,不单因为破产诉讼成为债券违约后的主要处置方式之一,也因为破产诉讼本身是致使债券违约的重要原因。^{〔1〕}发行人在尚未有债券违约时进入破产重整程序,往往会导致所有存续期债券违约,例如山东金茂纺织化工集团有限公司、沈阳机床(集体)有限责任公司和青海盐湖工业股份有限公司等,都曾出现这一情况。一般情况下,破产重整不是债券持有人在债券违约之时寻求司法救济的首选方式。只有当自主协商解决无效并且债务人资不抵债或者明显缺乏清偿能力时,债券持有人才会选择以破产申请寻求自身权益的法律救济。这不单是因为破产诉讼的提起需满足法律规定的特殊条件,还因为公司信用类债券在缺乏抵质押担保情形下与普通债权无异。债券投资者虽人数众多,但破产程序并未对其与普通债权人加以区别,并给予特别保护,其在破产程序中地位较为被动,债券回收水平整体不高。此外,并非所有破产重整均能走向成功,破产诉讼的程序耗时和不确定因素都较民事诉讼更多。例如,广西有色金属集团有限公司、富贵鸟公司均被法院裁定终止重整,走向破产清算。即便最终完成破产重整,各重整案例的个体回收差异很大,清偿方案各不相同,对债券持有人权益保护的作用有限。但是,鉴于债券通常不具有担保增信的实务状况,面对已有多笔债务逾期且明显缺乏清偿能力的债券发行人,对于启动违约诉讼较晚或者已失资产保全先机以及所持债券到期较晚的债券持有人而言,提起破产诉讼反而能够提高其受偿几率和金额。

• 221 •

(二) 司法救济实效反思

债券市场司法救济规则的系统建构,一方面是基于债券市场秩序的公权保障必要,另一方面是出于债券契约运行的私权救济需求。债券是一种基础性证券品种,债券纠纷的及时化解是保障债券市场稳健运行的必然要求。作为市场秩序公权保障的重要组成部分,司法救济需充分适应债券群体纠纷的特点及需求,从个案思维转向系统思维,实现对众多受损权利的整体性救济效果,防止风险扩散蔓延引发系统性风险。而就单个债券契约而言,其本质是关于约定期限内本息偿还的债权债务凭证。债券持有人的权利实现很大程度上取决于发行人的客观偿债能力和主观偿债意愿。司法救济的运行逻辑在于依托法律强制力保障,不仅能够有效查找债务人的财产线索,还能够强制债务人利用现有资源清偿债权,在偿债能力和偿债意愿两方面对债券投资者予以针对性救济。债券市场现有司法救济机制的实效情况,主要存在三方面问题:

1. 司法介入的“疏离化”

以往政府行政权对债券违约的“过度介入”,使得债券市场的风险防范一直处于“强行政、

〔1〕对于存续期债券而言,除本息逾期偿付之外,债务人处于破产申请或者进入破产清算程序也属于实践中通常的约定违约情形。

弱司法”的整体配置之中，司法处置机制一直处于被动地位，司法本应发挥的能动作用被持续抑制。尽管目前债券市场推行市场化法制化体系构建，但行政权和司法权功能的重新定位仍存在一个适应和调整的期间，债券违约的行政处置机制与司法处置机制的关系和界限有待进一步理清。目前司法体系对于债券违约纠纷的救济效果并不理想，司法救济机制整体呈现出学界所称的“司法疏离化”现象，其根源在于司法权与行政权在违约债券处置中的纠结关系。^{〔2〕}加上法律应对现实变化所固有的滞后性，以及违约处置相关的配套制度不健全，共同使得司法在介入债券违约过程中表现乏力，阻碍了司法救济效果的发挥。

2. 债券管理中的诉权不清

债券市场投资者的权益保护是债券市场发展的核心问题，而确保自身诉权得以行使是解决这一问题的前提条件。结合现行规定和实务做法，债券相关诉讼主要有两种行权模式：一是自行起诉，由债券持有人自行向发行人提起诉讼或仲裁；二是集体行权，主要表现为债券受托管理人被全部或部分授权以自己的名义向发行人提起诉讼或仲裁。从债券的契约属性来看，分散的各个债券持有人都是独立的债权人，对债券发行人享有独立的债权请求权，具有诉讼实施权，自然可以成为适格的当事人。但在债券纠纷中，权利主体与诉讼主体的分离态势使得原本清晰的诉权行使变得更为复杂，存在主体资格不清和诉权冲突等问题，直接影响司法救济实效。究其根源，在于我国债券持有人会议制度和债券受托管理人制度之间衔接不畅，制度规定过于笼统，背后的法理逻辑和角色定位不够明晰。

3. 程序方面的规则混乱

目前大部分债券发行文件中的债券持有人利益保护条款过于简单，“交叉违约”“加速到期”等保护性机制缺失，直接影响债券违约的后期司法处置和债券持有人权益保护。^{〔3〕}加上司法层面应对违约债券处置的程序规则尚未形成体系，实体法与程序法之间的体系衔接和联动欠佳，规则混乱和规则缺失加剧了司法程序的迟滞。同时，目前债券规则多年未作改动，且处于依附于股票规则的边缘化状态，无法满足法治化债券市场建设的要求，也难以为债券违约处理提供坚实的法制基础。^{〔4〕}这些因素共同造成了司法救济机制在债券市场实效不显的结果。无论是债券诉讼还是破产诉讼，不仅回收周期较长，而且违约债券回收率也不高。除去硬性支出各项司法费用支出之外，对于以跨时间、跨空间的价值交换为核心的金融市场，司法救济方式在程序耗时中产生的隐形成本支出不容小觑。整体看来，司法救济机制的现实运行，仍需要明确和细化程序性规则予以保障。

二、行动旨归：债券纠纷的责任追究

民事责任追究是债券市场相关主体信用约束的重要手段，也是司法救济机制的重要组成部分

〔2〕 参见李安安：《公司债券违约的司法救济：规范分析与体系建构》，载《中国应用法学》2019年第5期。

〔3〕 参见霍伟、陈新平：《对经济新常态下债券持有人利益保护及债券违约争议解决机制的研究与对策建议》，载《北京仲裁》2017年第1期。

〔4〕 参见窦鹏娟：《新常态下我国公司债券违约问题及其解决的法治逻辑》，载《法学评论》2016年第2期。

分。债券违约只是投资者向相关责任主体追究债券民事责任的触发点。统观债券市场相关纠纷,合同之债与侵权之债时有竞合之处。随着经济发展内外环境的变化,债券违约数量和规模近年来不断增长,并出现发行人虚假陈述、欺诈发行、恶意逃避债务,以及中介机构不尽责等违法违规行为。加上发行人偿付比例和偿付效率的持续走低,债券投资者对于违约债券求偿的关注点正从发行人及担保人扩展到以承销商为核心的其他第三方参与主体,以实现获赔效果最大化。〔5〕

(一) 责任认定的重要构成

债券市场与股票市场在信息披露制度、价格形成机制、投资获利模式、投资者构成方面均存在很大差别。以往基于股票交易模型所建构的法律责任体系,对债券的针对性制度供给严重不足,难以满足目前债券市场纠纷责任追究的现实需求。

1. 发行人违约事实的具体认定

发行人的违约事实,是债券持有人发起违约求偿诉讼的前提,双方争议主要聚焦于预期违约的认定,即清偿期尚未届满的存续债券能否提前到期。预期违约制度最早起源于英国法院 1853 年审理的霍切斯特德·拉图尔一案,在我国《合同法》中主要体现在第 94 条和第 108 条的规定,具体包括明示和默示两种情形。关于具体运用预期违约还是不安抗辩权问题,司法实践中有不少法院在债券交易纠纷裁判中将发行人偿债能力下降或者丧失兑付能力与不安抗辩权行使关联起来,但实际上对于债券交易纠纷而言,投资者在支付完票据价款之后即已履行完债券契约的约定义务,没有尚待履行的其他义务。在此情形下,发行人即便存在经营状况恶化,资产被查封冻结等主观或客观履行不能的情况,也不属于不安抗辩权的涵摄范围,只是预期违约的规范范畴。〔6〕

• 223 •

但是,预期违约的认定也并非易事。现行法律中对此没有规定明确的认定标准,司法机关也尚未形成统一的司法裁量标准,且在认定标准上存在一定的地域差异。考虑到债券违约事件可能引发的“链式反应”,法院一般会结合合同双方的具体约定和预期违约的具体构成要件,并考虑事件发生的具体情形等因素进行综合判断。结合债券市场目前为数不多的预期违约相关公开判例来看,法院对预期违约的审查较为严格。除非发行人明确表示其发行的债券不能按期足额偿付,否则债券持有人需要进行大量事实调查以举证证明发行人的行为达到默示拒绝履行或不能履约的程度,包括关注发行人及债券评级变化、涉诉或财产保全状况、发行人其他债券履约进展等,但事实上债券发行人通常不会明确地作出拒绝履行的意思表示。在对债券提前到期无明确约定的情形下,法院一般会进一步区分是否存在利息违约,以证明发行人是否达到不能履约程度。有法院认为,如果涉案债券已有利息违约的情况,且发行人在多宗债券出现实质违约的情况下仍拒绝为涉案债券提供增信措施或者担保等补救措施,那么可认定其通过行为表明不履行合同主要义务,

〔5〕 例如,协鑫集成公司自从于 2015 年因其前身超日公司的虚假陈述行为被处罚后出现了国内首例公司债券虚假陈述索赔案件的投资者胜诉案件;2016 年,华创证券因其承销的私募债“13 圣达威 01”“13 圣达威 02”发生违约被起诉;2019 年,广州证券因承销的债券违约被债券持有人宁夏银行起诉;五洋建设自被证监会以欺诈发行进行行政处罚以来,债券持有人开始向五洋建设及其债券承销商、中介机构提起证券虚假陈述民事赔偿诉讼。

〔6〕 参见曹明哲:《债券发行人预期违约的司法判定》,载《金融市场研究》2019 年第 2 期。

构成预期违约，可追究其违约责任。^{〔7〕}

但若仅以发行人的其他债务违约而主张预期违约，一般很难得到法院的认可。例如，保定天威“11 天威 MTN1”债券预期违约纠纷，系首起债券持有人在债券尚未到期时起诉发行人要求其承担违约责任的证券纠纷。该案裁判要旨明确指出，公司发行多项债券的，每一项债券的发行和兑付均是发行人的独立履约行为，仅发行人在其他债券项下的违约事实不足以构成对标的债券合同义务的默示拒绝履行。^{〔8〕}

此外，债券的品种特性也会影响裁判机关对于债券违约的具体审查。例如，对于可以递延付息、无固定到期日的永续债这类新型债券品种，有法院结合永续债持有人的投资目的和获利方式，对发行人存在怠于履行相关披露义务等行为，足以影响持有人出卖债券获益的可能性的，即认定构成根本违约。^{〔9〕}

对于债券纠纷，债券契约的基础约定和合同法的相关规定仍是司法裁判的重要依据。如募集说明书等债券契约文件中已有合同解除或者加速到期条款，债券持有人根据合同条款进行相应主张即可，无须大费周章地举证证明预期违约，这样不仅案件争议较小，而且举证成本和诉讼周期也大为降低和缩短，例如大连机床发行的 16 大机床 SCP003 短期融资券触发交叉违约条款而被法院认定提前到期。^{〔10〕}能够触发债券加速到期的交叉违约条款在境外市场已经十分普遍，但在我国境内债券市场的运用仍处于初期阶段。自 2015 年我国发行首只附交叉违约条款的债券，以及银行间市场交易商协会在 2016 年发布的《投资人保护条款范例》中提供了交叉违约条款的范例以来，债券市场中才开始逐渐运用交叉违约条款。随着债券违约纠纷的日益增加，交叉违约条款的重要性逐渐受到投资者重视，交叉违约条款也正成为债券投资决策的重要考量因素，预期违约制度的具体认定标准也有待于在立法和司法层面进一步明晰和统一。

2. 虚假陈述的因果关系确认

2019 年修订的《证券法》第 85 条、第 163 条已将发行人和证券服务机构等相关主体在虚假陈述民事责任中的归责原则统一为过错推定责任，因果关系直接架起了虚假陈述行为与投资者损失之间的逻辑纽带。投资行为在经济学上的本质是风险和收益之间的博弈。证券市场的投资决策受诸多因素影响，虚假陈述案件的因果关系呈现出“间接、主观、轨迹模糊”^{〔11〕}的特点，致使其认定较一般侵权案件更为复杂，这也是司法救济机制在责任追究方面的主要难点。

（1）交易因果关系

交易因果关系是用以揭示虚假陈述行为与投资者交易行为的条件关系，属于责任成立的定性问题。投资者若非基于对债券虚假陈述信息的信赖而作出投资决策和交易行为，自然不可将损害结果归责于虚假陈述行为人。以信赖推定原则为基础构建的市场欺诈理论，是《最高人民法院关

〔7〕 参见北京市高级人民法院（2017）京民初字第 54 号民事判决书；北京市高级人民法院（2018）京民终 410 号民事判决书；上海市高级人民法院（2018）沪民终 448 号民事判决书。

〔8〕 参见上海市浦东新区人民法院（2015）浦民六（商）初字第 4310 号民事判决书。

〔9〕 参见上海市第二中级人民法院（2018）沪 02 民终 3136 号民事判决书。

〔10〕 参见常州市中级人民法院（2017）苏 04 民初字第 135 号民事判决书。

〔11〕 翁晓健：《证券市场虚假陈述民事责任研究——美国证券法经验的反思与借鉴》，上海社会科学院出版社 2011 年版，第 107 页。

于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(以下简称《虚假陈述若干规定》)的重要借鉴,这一理论在交易因果关系的信赖认定上采取推定主义。投资者接受某种价格作出投资决策本身即推定其已受到其内在信息的影响,只要证明其所投资的证券价格受到了瑕疵信息的影响而不公正,即可认定存在交易因果关系。^[12]

具体在债券违约领域,交易因果关系主要体现为对虚假陈述信息“重大性”的要求和投资者对有关信息的合理信赖。根据信赖推定和“谁主张谁举证”原则,虚假陈述行为对市场产生的诱导投资者买入的影响被推定始于虚假陈述实施日,终于虚假陈述揭露日,投资者无须自证其投资决策是否被虚假陈述信息所实际影响,推翻这一法律推定的举证责任将由虚假陈述行为人承担,如证明投资者信赖不合理或者投资者明知或应知真实情况,方能阻断交易因果关系的成立。

(2) 损失因果关系

损失因果关系是分析虚假陈述行为与投资者损失的近因关系,属于责任范围的定量问题,其实质在于“合理界定虚假陈述责任人的损害赔偿范围,避免因果关系链条的无限延伸或者其他因素的介入而使责任人承担不合理的赔偿责任”^[13]。对于虚假陈述民事赔偿责任案件,认定损失因果关系采用推定原则,但行为人有证据证明投资者全部或部分损失的形成存在与欺诈发行、虚假陈述内容无关的其他致损因素,应当根据原因力的大小将该致损因素导致的损失剔除在赔偿责任范围之外。其中,系统风险是实务中使用较多的致损排除因素。以往证券市场虚假陈述责任纠纷多以股票为主,法院通常将大盘指数、行业板块指数或两者相结合作为系统风险计算的依据,部分法院还会参考同行业同类型个股价格的波动情况。^[14]对于系统风险的精准计算问题,目前已有不少理论探索与实践尝试,但学界尚未对测定方法形成共识。随着金融科技的发展,亦有学者提出利用人工智能算法对系统风险进行精准量化,或许其实践长路漫漫,但不失为解决该司法认定难题的一种思路。^[15]

另外,“债”的属性决定了债券投资风险更多源于信用违约和发行人偿债能力的实际变化,受证券价格波动的影响不如股票那般强烈。以证券价格的波动作为主要依据来计算投资者损失的传统方法,对于债券投资者定损存在一定的不适应。并且,不同于股票模型下侧重以股票价格受大盘综合指数和行业板块指数整体影响作为抗辩,在债券违约情形下,虚假陈述责任人的抗辩更多是从宏观经济形势与金融信贷环境、发行人所处行业的整体经营性风险,具有重要影响的政策与行政命令、突发事件等角度,主张发行人偿债能力的丧失是由其不能控制的客观因素导致,与虚假陈述之间不存在损失因果关系。^[16]因此,面对债券纠纷数量和规模日益增加的趋势,对致损风险的模糊规定和以往以股票为预设模型的裁判经验已不能满足在债券虚假陈述责任纠纷中对

[12] 参见石一峰:《违反信息披露义务责任中的交易因果关系认定》,载《政治与法律》2015年第9期。

[13] 于莹:《证券法中的民事责任》,中国法制出版社2004年版,第178页。

[14] 参见王军旗、王肖倩、孙鸿:《上市公司虚假陈述民事赔偿司法实务探讨——以因果关系认定为视角》,载《上海法学研究》第6卷,上海市法学会2019年,第145-152页。

[15] 参见张保生、朱媛媛:《证券虚假陈述责任纠纷中运用人工智能算法精准量化系统风险的研究》,载《证券法律评论》2019年卷,中国法制出版社2019年版,第191-206页。

[16] 参见邓晓明、卞舒雅:《债券违约中的承销商虚假陈述责任及其诉讼风险应对》,载 <https://mp.weixin.qq.com/s/IShhEqIJyhKF7EYTP4oDdA>,最后访问时间:2020年1月2日。

责任损失因果关系的认定适用。

（二）相关主体的责任界限

欲对中介机构的行为形成有力约束，不仅要建立市场化的声誉约束机制，更要施以外部职责规范，压实其法律责任。无论是债券违约还是欺诈发行、虚假陈述，发行人是毋庸置疑的第一责任人，中介服务机构亦将因其具体角色和履职情况，承担不同的法律责任。中介机构违法违规行为的出现，究其根源主要在于中介机构的角色错位与迷失。实践中，“委托—代理”关系的畸形、声誉约束机制失灵和违法违规成本低廉三方面原因，共同导致证券中介机构不仅未能做到勤勉尽责、阻遏市场不当行为，反而成为发行人侵害投资者权益的帮凶。在制度设计上明确债券市场各类参与主体承担法律责任的归责原则，在债券违约处置中合理划分彼此之间的责任边界，是落实责任机制的前提。

1. 勤勉尽责的认定

专业规范的执业行为是中介机构获取市场信赖的前提，勤勉尽责义务则是中介机构的主要问责基础，不实专业报告或意见书等文件的制作与出具是其行为失范的主要表现。在《证券法》第163条已确定适用过错推定责任的情形下，是否突破勤勉尽责义务的最低限度，是司法实践中认定中介机构是否承担民事责任的前提。现有法律及规则对勤勉尽责具体内容和范围的规定过于原则和笼统。结合现有案例来看，由于此前“行政处罚作为前置程序”的规定，裁判机关一般依据证监会作出的行政处罚决定，认定中介机构未能勤勉尽责，其制作、出具的专业报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，具备承担民事赔偿责任的事实基础。^{〔17〕} 尽管目前证监会对“勤勉尽责”以及相关问题的阐释，呈现出一定的“准司法化”趋势，^{〔18〕} 但行政责任与民事责任构成要件不同，审查标准也存在一定差异，被行政处罚的行为并非必然构成民事侵权。对于中介机构是否承担民事赔偿责任，法院还是应当结合现有规定及具体案情进行独立认定。

2. 责任范围的区分

中介服务机构在证券市场的责任配置是一个利益平衡的过程，既要体现过错与责任相当原则，也要符合责任风险与报酬收益对等原则。结合证券市场目前的实践状况，中介服务机构被追究法律责任，大部分是在证券虚假陈述责任纠纷中。中介服务机构的虚假陈述行为将直接影响债券投资者的价值判断和投资决策，应当对造成的投资者损失承担民事赔偿责任。在具体责任范围方面，承销商在不能证明自己没有过错的情况下，就虚假陈述行为对投资者造成的损失承担连带赔偿责任。但是，对于专业中介机构应承担连带赔偿责任还是补充赔偿责任，以及是否需要设定最高责任限额，存在一定争议。在责任范围方面，立法总体趋向严苛。依据《虚假陈述若干规定》第24条、第27条和《最高人民法院关于审理虚假陈述侵权纠纷案件有关问题的复函》，无论故意或过失，只要主观具有过错，客观造成他人损失，专业中介机构就应对其负有责任的部分承担民事责任；在知道或应当知道发行人或上市公司虚假陈述，而不予纠正或不出具保留意见时，专业中介机构则构成共同侵权承担连带赔偿责任，但责任范围仍限于其负有责任的部分。

〔17〕 参见上海市高级人民法院（2019）沪民终220号民事判决书；成都市中级人民法院（2019）川01民初3673号民事判决书；云南省高级人民法院（2019）云民终324号民事判决书。

〔18〕 参见程金华、叶乔：《中国证券律师行政处罚研究——以“勤勉尽责”为核心》，载《证券法苑》2017年第5期。

同一时期的《证券法》对此保持着一致的规定。但是,自2005年修订《证券法》以来,对于制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,在不能证明自己没有过错的情形下,证券服务机构的责任范围从“就其负有责任的部分承担连带责任”修订为“承担连带赔偿责任”,并一直延续至今。

以上可以看出立法方面对于中介机构责任的严厉姿态,不仅没有对主观方面的故意和过失作进一步区分,而且扩大了其承担连带责任的范围。除对虚假陈述民事责任的整体规定外,2007年《最高人民法院关于审理涉及会计师事务所审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》(以下简称《审计侵权若干规定》)对会计师事务所的民事责任进行了特别的限缩规定,按照故意和过失的主观不同区分了责任承担方式:在主观故意情形下,会计师事务所承担连带赔偿责任;在主观过失情形下,则按过失大小承担补充赔偿责任,具体责任以不实审计金额为限。但是,司法实践依据该文件判定承担补充赔偿责任的案例并不多见,这一文件甚至会被法院以《证券法》未作故意和过失的区分为由拒绝适用。^[19] 连带责任看似既能达到对中介机构的威慑目的,又能增加受损投资者获得赔偿的可能,但是,不加区分地适用连带责任,实际并不利于遏制虚假陈述行为,最终责任等同反倒可能鼓励中介机构为追求更高违法收益而实施违法行为。对于特定中介机构的责任承担而言,这不仅与“责任与过错相匹配”的理念相冲突,而且与“不相同之事件,应为不相同之处理”的理念相背离。综合来看,更宜采用与过错类型相对应的责任区分,以及依据过失程度不同承担不同比例赔偿数额的“比例责任”。^[20] 即便中介机构适用连带责任原则,也应明确免责事由,限缩“共同侵权”的适用。^[21] 对于不同中介机构之间的责任划分而言,在均被认定未尽勤勉尽责义务情形下,不区分责任分配主次,对不同中介机构施以统一处罚力度,而不考虑其具体角色地位和职责特殊性,实则缺乏公平性考量。对于中介机构的责任划分,应当建立在独立判断和分工明确的基础上,采取“共同且有区别的责任”,按照各自尽职履责的标准承担不同程度的责任,明确各自责任边界,从而有利于形成相互制约和监督的局面。^[22] 此外,债券与股票具有一定的差异性,中介机构在固定收益类证券(债券)发行中的责任是否与其在权益类证券(股票)发行中完全相同,也是一个值得进一步研究的问题。

• 227 •

三、诉权配置:以原告适格性的扩张为中心

(一) 债券违约下权利主体与诉讼主体的分离

债券相关诉讼中,因对同一发行人基于同期债券所享有的权利,债券持有人内部具有某种共通的利害关系,加之各自利益诉求的高度同质化,使得集体行权存在可能。同时,基于债券投资的涉众性和主体分散性,作为当事人一方的债券投资者通常数目众多且处于相对弱势,此类诉讼

[19] 参见上海市高级人民法院(2019)沪民终220号民事判决书。

[20] 参见杨志国、李阿敏:《会计师事务所虚假陈述民事赔偿责任承担方式研究》,载《中国注册会计师》2019年第9期。

[21] 参见郭雳:《证券市场中介机构的法律责任配置》,载《南京农业大学学报》(社会科学版)2011年第1期。

[22] 参见赵梓轩、杜明鸣:《改革开放四十年与中介机构的法律责任研究》,载《金融服务法评论》第10卷,中国法制出版社2019年版,第327-345页。

往往超越个人的利害关系，具有一定的公共性，诉争利益也表现出集合性和扩散性。集体行权方式不仅能够切实降低债券持有人的维权成本，提高审判效率，还因适应证券侵权群体性纠纷的特点，更能针对同类权益受损事实达到整体救济效果。现代的诉讼政策，不是把民事诉讼目的完全局限于争议的相对解决或者个人解决，而是应当顾及争议的整体解决。^{〔23〕}目前，“以集中起诉为原则，以个别起诉为补充”的债券纠纷司法审判趋势正在形成。对于债券纠纷的集体行权方式，《证券法》已有专门规定：对于债券未能按期兑付的，受托管理人可以通过接受委托代表债券持有人统一行使诉权；对于虚假陈述等证券民事赔偿诉讼，债券持有人在符合一定条件的情形下还可以通过推选代表人或通过投资者保护机构进行集体行权。

债券相关诉讼中权利主体与诉讼主体相分离的客观结果，不仅出现在集体行权模式，也可能发生在自行起诉之中。根据《公司债券发行与交易管理办法》第14条所列举的七类合格投资者资质条件，金融机构面向投资者发行的各类理财产品虽然可作为合格投资者认购债券从而成为债券持有人，但从司法裁判实践来看，当发生法律纠纷之时，往往是以各类产品管理人的身份作为诉讼主体参与诉讼或仲裁活动。因此，即便债券持有人采取自行起诉的行权方式，其自身基于主体类型也可能造成权利主体与诉讼主体之间分离的结果。造成这一现象的直接原因在于，在金融领域各类资管产品中，投资人把资金托付给专业的第三方管理、运用，以获得投资收益。投资人与管理人的角色分离，使得各类金融产品计划的性质实际属于财产的集合，在民法上不具有独立人格属性，不能作为民事主体。同时，我国现行《民事诉讼法》及其司法解释对不具有独立民事主体资格的“产品”并未明确赋予其诉讼当事人的法律地位，使得各类产品尚不具备诉讼主体资格，无法以自己名义向法院直接提起诉讼。^{〔24〕}我国《证券投资基金法》第19条、《证券公司客户资产管理业务管理办法》第32条、《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第11条、《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第8条分别赋予了基金管理人和资管产品管理人以管理人名义代表基金份额持有人或者投资者利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为的职责和权利，司法实践对其诉讼主体资格也普遍认可。此外，产品管理人通常同时管理着多个金融产品计划，不仅可能存在不同产品投资同一债券的情况，也可能存在同一产品投资同一发行人的不同债券的情况。对于上述产品计划的债券认购情形，尽管如前所述分散的债券持有人都享有独立的债权人身份，但是也有司法实践允许管理人在债券违约的情形下代表多个产品就同一债券统一起诉和代表同一产品就发行人发行的不同债券统一起诉。^{〔25〕}

（二）受托管理人原告资格的法理分析

我国的公司债券受托管理人制度引自英美法系，在设立初期所依据的文件效力层级不高，主要为证监会发布的部门规章和证券业协会的行业规定。尽管《债券发行与交易管理办法》将“勤勉处理债券持有人与发行人之间的诉讼事务”和“接受委托代表全部或部分债券持有人以自己的

〔23〕 参见张卫平：《程序公正实现中的冲突与衡平》，成都出版社1993年版，第136页，转引自齐树洁：《兼论公益诉讼当事人适格之扩张》，载《河南财经政法大学学报》2013年第1期。

〔24〕 我国《民事诉讼法》第48条已明确民事诉讼的当事人仅为公民、法人和其他组织。结合《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52条关于“其他组织”的定义，可以认为各类理财产品并不具有当事人能力。

〔25〕 参见上海市高级人民法院（2018）沪民初82号民事判决书；北京市高级人民法院（2019）京民终155号民事判决书；最高人民法院（2019）最高法民辖终336号民事裁定书。

名义提起民事诉讼”作为公司债券受托管理人应当履行的职责，司法实践中受托管理人代表债券持有人提起诉讼的行为也被大部分裁判机构所认可，但是，在我国民事诉讼法的现行框架下，受托管理人既不符合“与案件有直接利害关系”的原告资格要求，也不属于法定的诉讼代理人范围。《立法法》亦有规定诉讼和仲裁制度只能以法律形式制定，因此部门规章对受托管理人原告资格的创设不足以构成对民事诉讼法的特殊适用。虽然饱受诟病的文件层级效力问题经《证券法》2019年的修订得以解决，首次在法律层面明确了债券受托管理人的诉讼主体资格，允许其在发债主体未能按期兑付债券本息之时，接受全部或部分债券持有人的委托，以自己的名义代表债券持有人进行民事诉讼或参加清算程序，但在寥寥数笔的法律规定背后，债券受托管理人与债券持有人的法律关系性质仍有待进一步厘清，这不仅涉及其原告资格成立的法理基础，也关乎其在债券管理过程中权利义务的界定。

1. 当事人适格与诉讼担当制度

代理公司债券持有人管理公司债券，保护公司债券持有人的利益，是公司债券受托管理人的核心功能。^{〔26〕}但在合同法框架下，债券契约系在债券持有人与发债主体两者之间达成，债券受托管理人并非涉诉债权债务关系的当事人；在侵权法语境下，虚假陈述和欺诈发行等侵权行为所影响的是债券持有人的投资决策，并使其蒙受损失，受托管理人并非侵权行为的受害方；从诉的利益来看，无论是违约之诉还是侵权之诉，所指向的都是债券持有人的利益，并非受托管理人的利益。然而，无论是《证券法》的法律规定，还是《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（征求意见稿）（以下简称《座谈会纪要》）对案件审理达成的一致意见，均认可债券受托管理人在全部或部分授权下以自己的名义为债券持有人利益提起诉讼的原告适格性。在诉讼法框架下，此类情形属于诉讼担当制度。以诉讼方式维护实体权利的先决条件是当事人的适格，即在特定的诉讼中，某一主体对于发生争议的民事法律关系有诉讼实施权，可以自己的名义成为诉讼当事人。传统当事人适格理论通常将民事诉讼中的正当当事人范围限于民事实体法律关系的权利人或义务人，若根据传统理论，则债券受托管理人并不能成为适格原告。但伴随诉讼权利与实体权利的分离，实体权利义务归属主体在一些特殊情形下可以在保留其实体权利义务的基础上，依法将其诉讼实施权移转至形式当事人，使得与诉讼不具有实质利害关系的第三人亦能拥有适格当事人的资格。

2. 诉讼实施权配置的正当性基础

凭借法律直接规定和权利主体依法授权，都是某类主体成为诉讼担当人的手段形式，并非法律将其纳入诉讼担当人范围的深层次原因。受托管理人既不具备债券持有人的实体权利主体资格，亦非自然人身份，却能代表部分或全部债券持有人统一行使诉权，绝非仅仅出于对群体性纠纷的维权成本考虑，亦有着系统性解决群体性纠纷的裁判考量。为防止诉讼担当制度的滥用，在欠缺法律明文规定和相关法理基础的情形下，仅依靠双方合同安排并不能对诉讼主体的法定资格进行任意设定和转让。^{〔27〕}只有存在足够充分且正当的事由，法律方能允许将诉讼实施权配置给

• 229 •

〔26〕 参见汪文渊：《公司债券受托管理人制度困境的根源与法理探寻》，载《私法》2018年第1期。

〔27〕 上海市高级人民法院在（2019）沪民初字第27号民事裁定书中指出，当事人之间的民事合同并不必然能使得相关主体成为诉讼原被告。

非实体权利义务主体，并使之成为适格当事人。^{〔28〕}

一般来说，管理权或处分权是给付之诉当事人适格的基础。^{〔29〕}考虑到一般委托代理关系并不能支撑受托人以自己的名义代表被委托人行使诉权，受托管理人与债券持有人之间的法律关系无法被认定为“委托代理关系”。英美法系中的债券受托管理人制度根植于其深厚的信托文化和法制背景，是依照信托法律关系中的受托人角色进行界定的。虽然我国的信托规则欠缺此信托文化的支撑，但引入债券受托管理人制度的初衷就是对债券持有人设立组织化保护，并将该制度视为“传统信托制度在现代金融领域的发展和延伸”^{〔30〕}，所对应的信托财产应为依附债券之上的债权及担保权利。依照信托关系中受托人对信托财产的管理权和处分权，其以自己名义进入诉讼程序，属于对信托财产的管理行为，具备法律基础。在不同的债券阶段，我国债券受托管理人负有的义务与职责不同。尽管债券受托管理人具有原告资格的前提是发生债券发行人未能按期兑付债券本息的情形，但不能依此认定债券受托管理人与债券持有人之间的法律关系是专以诉讼或讨债为目的设立的信托，并据此认定信托无效。但与传统信托关系不同的是，债券受托管理人所担负的受托人角色是受到严格限制的。例如，受托管理人具有诉讼主体资格须经过债券持有人的授权，且债券持有人始终保有债权人的地位、拥有债券权利。结合目前司法实践，债券受托管理人和资产管理产品管理人的原告资格均已获得法院的普遍认可。与债券受托管理人不同的是，资管产品管理人根据相关规定或者资产管理文件的约定即可拥有行使诉权的原告资格，无须产品投资人的专门授权。

（三）债券管理中的诉权冲突及其解决

作为投资者进行自治管理的非常设会议团体，债券持有人会议主要是针对关系全体债券持有人的共同利害关系事项对外进行意志表达，其决议事项和会议规则由债券募集说明书自行规定，所形成的有效决议对全体债券持有人发生约束力。持有人认购或持有债券的行为本身视为接受债券交易文件中对债券持有人会议的赋权承诺和对会议相关规则的认可，各债券持有人将其个体所拥有的债权权能部分让渡给债券持有人会议，以便于凝结集体力量弥补个体的分散性，从而维护债券持有人的整体利益。在大多数债券实践中，债券持有人会议采取绝对多数决方式形成决议，此种集体意志的形成必然无法兼顾全部个体意志，往往产生权利冲突问题。具体在债券违约的司法救济方面，主要表现为债券持有人会议的决议效力与各债券持有人的诉权冲突。

首先，债券持有人行使权利与召开债券持有人会议的关系。尽管债券持有人会议的有效决议能够约束同期债券持有人，但这种约束力仅是发生在债券持有人群体内部，除非债券发行人知晓且参加债券持有人会议并就债权债务关系作出承诺，否则该决议对债券发行人不直接发生效力。如前文所述，虽然个体单独起诉既不利于债券持有人群体获得同等的司法救济，又不利于裁判机关对群体性纠纷的系统解决，但是各个分散的债券持有人作为独立的债权人本身拥有在权益受损时寻求司法救济的权利。债券持有人作为债权人向债券发行人及其担保主体主张权利、追索债权

〔28〕 参见黄忠顺：《诉讼实施配置论——以群体性诉讼中的当事人适格问题为中心》，载《东方法学》2014年第6期。

〔29〕 参见常廷彬：《民事判决既判力主观范围研究》，中国人民公安大学出版社2010年版，第47页。

〔30〕 蒋莎莎：《债券受托管理人的角色定位与功能发挥》，载《西南金融》2018年第12期，第69页。

甚至提起诉讼,都不以债券持有人会议作出相关决议为行权前提。

其次,债券持有人会议的决议效力与其他债券持有人的诉权行使之间的关系。从合意授权的角度,如债券持有人会议作出的决议是授权受托管理人或者推选部分债券持有人代表部分无异议债券持有人行使权利,则其他债券持有人当然可以另行单独或共同提起诉讼。《座谈会纪要》第6条存在类似规定,司法实践也认可任何债券持有人对受托管理人的授权,不影响其他债券持有人以自身名义采取相关行动。但是,如债券持有人会议作出的决议是授权受托管理人代表所有债券持有人行使权利,甚至是放弃或限制债券持有人的诉权行使,则存在异议债券持有人和未参会债券持有人的个体意志与集体意志的冲突。《公司债券发行与交易管理办法》规定债券持有人会议形成的有效决议对全体债券持有人均有约束力。从文义的一般理解来看,其中的“全体债券持有人”包括异议债券持有人和未参会的债券持有人。如前所述,债券持有人会议是债券持有人内部形成共同意思表示的自治机构,其会议权限来自于债券持有人的个体授权,但其决议能够越过债券持有人的个体意志,直接对未参会和异议表决的债券持有人发生效力,此效力依据应从证券群体性纠纷的涉众性和公共性进行理解。作为债权管理制度重要构成,债券持有人会议的立足点在于债券持有人的整体利益,这就不难理解其在决议效力上表现出集体意志高于个体意志、个体行为不得与集体决议相矛盾的价值判断。债券持有人会议作出的关于放弃或限制诉权以及代为起诉的决议,本质上都属于对当事人诉权的处分行为,涉及对异议债券持有人和未参会债券持有人自由行使诉权的限制。但是,诉讼权利不是可被任意处置的权利,而是属于人权范畴,具有绝对性和不可放弃性。一方面,作为公权力的诉权,其义务主体是国家,不能以当事人合意的方式予以放弃。^[31]另一方面,诉讼契约应当在实体法律关系双方当事人之间形成。债券持有人会议决议的性质是债券持有人内部达成的合意,而不是债券持有人作为债权人与债券发行人之间达成的合意。即便债券持有人全体达成了诉权行使的一致意见,该决议对于债券持有人个体而言也只是构成对其他债券持有人的一种承诺,债券发行人不得以债券持有人会议决议为由对债券持有人的起诉进行抗辩。

• 231 •

再次,受托管理人的诉权与债券持有人的诉权之间的关系。如前文所述,债券受托管理人构成债券持有人的任意诉讼担当人。根据诉讼担当制度,实体请求权人享有诉讼实施权不能成为反对创设形式性实体请求权(如不作为请求权)的理由,而且形式性实体请求权所对应的集合性诉讼实施权会对个别性诉讼实施权构成限制。^[32]如果债券持有人已将诉权赋予受托管理人代为实施,那么其自身诉权就会受到限制。但这并不意味着债券持有人诉讼主体资格的绝对丧失,在受托管理人怠于行使诉权的情形下,债券持有人仍然有权自行向法院起诉。《座谈会纪要》对此种情形作出了程序性要求,须债券持有人会议以受托管理人怠于行使职责为由作出自行主张权利的有效决议,这一决议可视为对债券受托管理人原有授权的撤销。另外,根据《座谈会纪要》第5条规定,对受托管理人的授权文件包括债券募集文件、债券受托管理协议或者债券持有人会议决议。就债券受托管理协议而言,该协议条款由双方当事人债券发行人与债券受托管理人协商订

[31] 参见吴英姿:《论诉权的人权属性》,载《中国社会科学》2015年第6期。

[32] 参见黄忠顺:《再论诉讼实施权的基本界定》,载《法学家》2018年第1期。

立，所形成的法律关系并非是债券持有人与债券受托管理人就债券管理事务的委托法律关系。若允许债券受托管理人依照债券受托管理协议的约定代表债券持有人进行诉讼活动，就对合同以外的债券持有人构成了诉权行使的实质干预，有悖于合同相对性原则。债券持有人的授权是债券受托管理人在债券违约后具备诉讼主体资格的前提条件，债券受托管理协议的约定并不能构成债券持有人对债券受托管理人的诉讼事务授权，现行立法也没有赋予债券受托管理人可通过债券受托管理协议的约定代表债券持有人参与民事诉讼、破产重整等法律程序的资格。因此，将债券受托管理协议纳入法院认可的授权文件范围是对该协议当事人的误读。

四、程序管理：以标准化救济程序为进路

（一）案件管辖的具体确定

1. 违约求偿案件的法定管辖问题

债券持有人与发行人之间达成的契约安排是债券纠纷处理的基本遵循。目前主流裁判观点认为，债券违约引发的债券交易纠纷在性质上属于证券交易合同纠纷，应适用合同纠纷诉讼的管辖规则。结合《民事诉讼法》第23条规定，基于参与诉讼便利、财产保全效率和避免法院地方保护主义等因素的考虑，债券投资者通常会避开被告住所地法院，选择有利于自己诉讼的合同履行地法院提起民事诉讼。以约定地点为准是确定合同履行地的基本原则，但公司债券的募集说明书等债券交易文件一般不会对此明确约定。如募集说明书等文件中同时存在诸如“债券登记托管机构在发行结束后负责债券代理兑付”和“持有所发行的融资券，视同自愿接受本募集说明书对各项权利义务的约定”等类似规定的，结合该债券交易的实操方式，上海地区法院存在认可该债券登记托管机构所在地为当事人约定的债券交易履行地的案例，认为该地法院具有管辖权。^{〔33〕}经案例整理发现，涉案债券品种包括银行间债券市场发行的短期融资券、超短期融资券和中期票据，暂未发现公司债券的债券交易诉讼以登记托管机构所在地为合同履行地的司法案例。

在债券交易合同对履行地点没有约定或约定不明的情形下，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》（以下简称《民诉法司法解释》）第18条的规定，程序法上的合同履行地应按照争议标的类型确定，此种划分来源于实体法中《合同法》第62条在程序法上的延伸，同时与实体法上合同履行地的确定在内涵、功能和表现上又有所区别。对于民事诉讼中的争议标的，应将其理解为诉讼标的，即当事人所争议的民事实体法律关系或实体权利。^{〔34〕}因债券交易纠纷的基础法律关系是借贷债权债务关系，债券发行人的实体义务和原告投资者的主要诉求都是按约兑付债券本息，案件争议类型应属于“给付货币”类型，则接收货币一方所在地即为合同履行地。司法实践中，最高人民法院和上海、广东、浙江等地方高级人民法院

〔33〕 该类案例可参见上海市高级人民法院的系列民事裁定书：（2017）沪民辖终2号、（2017）沪民辖终27号、（2017）沪民辖终51号、（2016）沪民辖终152号。

〔34〕 参见刘文勇：《再论合同案件管辖规范中合同履行地规则——〈民诉法解释〉第18条第2款规定的反思》，载《时代法学》2018年第4期。

曾在公司债券交易纠纷案件审理中多次认可原告债券持有人所在地为合同履行地。^[35]此外,在基金产品计划的管理人提起债券交易纠纷诉讼的情形下,亦可将管理人所在地认可为合同履行地。^[36]

级别管辖方面,根据《最高人民法院关于调整高级人民法院和中级人民法院管辖第一审民商事案件标准的通知》,按照当事人住所地和涉诉金额大小确定不同级别的法院管辖。债券受托管理人代表多个债券持有人统一提起的债券交易纠纷民事诉讼,是按照各债券持有人单独持有的债券违约金额还是合计持有的债券违约金额确定级别管辖,是司法实践中的一个争议点。对此,最高人民法院曾在案件审理中采取驳回被告管辖权异议的做法,指出是否应由债券持有人分别提起诉讼并据此确定级别管辖,应经对债券受托管理人是否具备原告主体资格进行审理并作出相应认定,但受托管理人是否为案件适格原告,依法应由受理案件的法院经审理作出裁判,不属于管辖权异议案件的审理范围。^[37]

2. 债券侵权案件的法定管辖问题

无论是债券欺诈发行还是虚假陈述引发的民事赔偿纠纷,在民事案由上都归属于证券虚假陈述责任纠纷。级别管辖方面,《虚假陈述若干规定》第8条规定:“虚假陈述证券民事赔偿案件,由省、直辖市、自治区人民政府所在的市、计划单列市和经济特区中级人民法院管辖。”这排除了基层人民法院和一般中级人民法院的管辖权。地域管辖方面,尽管欺诈发行和虚假陈述归属于侵权行为,但案件管辖并不是按照一般侵权案件处理。因证券市场民事侵权行为地不具有唯一性且存在认定难度,《虚假陈述若干规定》第9条采取“原告就被告”原则,排除了侵权行为发生地法院的管辖,并按照案件被告的不同类型进行了管辖区分。如前文所述,债券虚假陈述行为的实施主体不仅包括债券发行人和上市公司,还可能牵涉董事、监事、高级管理人员以及相关证券中介机构等其他虚假陈述行为人。对于多个被告的情形,具有管辖权的法院范围受到一定限定,原则上由发行人或者上市公司所在地有管辖权的中级人民法院管辖,只有投资人仅针对发行人或者上市公司以外的虚假陈述行为人提起诉讼的,方由被告所在地有管辖权的中级人民法院管辖。

关于移送管辖,债券投资者在向法院起诉时仅以其他虚假陈述行为人作为被告的,根据《虚假陈述若干规定》第10条,在当事人申请或者原告同意追加被告的情形下,将发生案件移送发行人或者上市公司所在地法院管辖的结果。出于保障原告选择管辖的诉权考虑,如法院在未获原告同意的情形下依照职权追加共同被告,这是为了解决私权纠纷行使公权力,这种结果不是出于原告自愿选择因而不能强行由原告承担,故不能移送发行人或者上市公司所在地法院管辖,属于不告不理原则的延伸。^[38]但该条款在面对“未获原告同意而被告申请追加共同被告”情形之时,存在对“当事人”的理解分歧,进一步延伸出被告是否有权追加共同被告的问题探究。从文义本

• 233 •

[35] 参见最高人民法院(2019)最高法民辖终333号民事裁定书;广东省高级人民法院(2019)粤民辖终446号民事裁定书;上海市高级人民法院(2018)沪民辖终1号民事裁定书;北京市高级人民法院(2017)京民辖终371号民事裁定书;浙江省高级人民法院(2017)浙民辖终147号民事裁定书。

[36] 参见上海金融法院(2019)沪74民辖终349号民事裁定书。

[37] 参见最高人民法院(2018)最高法民辖终336号民事裁定书。

[38] 参见李国光主编:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》,人民法院出版社2015年版,第156页。

身来看，条款中的“当事人”应是民事诉讼法层面上一般意义的当事人概念，即包括原告以外的其他当事人。就目前司法实践来看，北京、杭州和深圳中级人民法院也采用此种不限于原告的“当事人”一般理解，对于被告申请追加共同被告的，在依法追加共同被告后将案件进行移送审理。^{〔39〕}同时，最高人民法院于2019年11月正式发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》第79条也在一定程度上反映出最高人民法院对于被告有权申请追加共同被告的认可态度。^{〔40〕}但是，从管辖制度的设计意图来看，选择管辖可以理解为调整当事人之间成本分担的一种操作性手段，旨在向着有利于原告的方向与保护被告利益的价值保持某种平衡。^{〔41〕}在面临共同管辖情形下，原告有权选择由对自己的案件最为有利的管辖法院进行审理，是选择管辖制度在原告利益保护方面的一个重要保障。如将“当事人”概念作一般认定，则作为其他虚假陈述行为人的被告无论是出于自身免除责任的利益考虑还是拖延诉讼时间的考虑，都必然会提出申请追加共同被告并进而提出管辖权异议。^{〔42〕}在此情形下的案件移送管辖，不仅会架空原告的管辖选择权，还与此前法院依据职权追加共同被告的同时仍尊重原告选择管辖权利的思路相背离。故在没有其他受诉法院先行立案的情形下，应当对“当事人”作目的性限缩解释使其仅限于原告，即便允许被告申请追加共同被告，但案件移送管辖仍应以原告申请或原告同意为要件。

3. 约定管辖条款的效力问题

在债券发行与认购过程中通常存在多个交易文本，争议解决事项的约定方法通常是在债券交易文件中设置法院管辖条款或仲裁条款。实务操作应注意募集说明书、债券认购协议等配套文件在争议解决事项约定上的一致性，避免相同事项的条款之间相互矛盾，导致约定无效或约定不明影响条款效力。结合《民事诉讼法》第34条的规定，对于合同或者其他财产权益纠纷，当事人可约定的管辖法院所在地包括被告住所地、合同履行地、合同签订地、原告住所地、标的物所在地等与争议有实际联系的地点。受托管理人虽不是债券交易法律关系的实体当事人，但实践中存在将债券受托管理人住所地法院作为约定管辖法院的做法。最高人民法院曾在案件审理中对此予以认可，主要是基于涉案债券的债券受托管理人同时也是债券主承销商的情况。由于债券主承销商是债券发行人与持有人的中间人，对债券交易起到桥梁纽带作用，应认为其住所地与案件争议有实际联系，所以法院认为以债券受托管理人所在地法院为管辖法院的约定合法有效。

结合目前实践状况，债券交易文件中的争议解决事项约定主要是针对三类情形：第一，发行人与债券持有人之间就债券交易法律关系产生的争议或纠纷；第二，发行人与债券受托管理人之间就受托管理法律关系产生的争议或纠纷；第三，就债券持有人会议的召集、召开、表决程序及决议合法有效性产生的争议或纠纷。在具体适用上，不同类型争议或纠纷涉及的法律关系、权利

〔39〕 参见北京市第一中级人民法院（2017）京01民初635号民事裁定书；深圳市中级人民法院（2019）粤03民初2405号民事裁定书；杭州市中级人民法院（2018）浙01民初4894号民事裁定书。

〔40〕 《全国法院民商事审判工作会议纪要》第79条规定：“原告以发行人、上市公司以外的虚假陈述行为人为被告提起诉讼，被告申请追加发行人或者上市公司为共同被告的，人民法院应予准许。人民法院在追加后发现其他有管辖权的人民法院已先行受理因同一虚假陈述引发的民事赔偿案件的，应当按照民事诉讼法司法解释第36条的规定，将案件移送给先立案的人民法院。”

〔41〕 参见王亚新：《民事诉讼管辖：原理、结构及程序的动态》，载《当代法学》2016年第2期。

〔42〕 参见曹明哲：《证券虚假陈述责任纠纷中的选择管辖与移送管辖——兼议〈虚假陈述民事赔偿规定〉第10条的解释与管辖设计》，载郭锋主编：《金融服务法评论》第10卷，中国法制出版社2019年版，第349页。

义务和当事人构成都不一样,针对三类情形的争议解决条款仅适用于各自明确约定的争议或纠纷,不能混同。例如,如果争议解决条款是针对受托管理协议引起或与之相关的争议或纠纷,则仅适用于债券发行人与债券受托管理人之间因债券受托管理协议引发的纠纷,不适用债券违约引发的债券交易纠纷,对债券持有人也不具有约束力。^[43] 同样,就债券合同纠纷约定的前述三类争议解决条款,不仅对证券中介机构不具有约束力,也不能适用于发行人和证券中介机构涉及的欺诈发行或虚假陈述责任纠纷的管辖问题。^[44] 但是,对于债券持有人与发行人之间的债券兑付纠纷,相关管辖约定不仅适用于代表资产管理产品起诉的管理人,也适用于代表债券持有人起诉的受托管理人。这并非是管辖约定的混同适用,而是这两类主体虽能代表债券持有人以自己的名义提起债券违约之诉,但案件实质仍是债券持有人与发行人之间的证券合同争议,因此,仍应按照债券持有人与发行人之间就债券交易纠纷约定的协议管辖条款判断法院是否具有管辖权。

(二) 案件受理的前置程序

证券虚假陈述民事赔偿案件受理的前置程序是否保留问题,一直是争议焦点之一。债券发行和管理中的欺诈发行和虚假陈述行为引发的民事赔偿诉讼,案由归属于证券虚假陈述责任纠纷。按照《虚假陈述若干规定》第6条的规定,有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书是这类案件的受理前提。依照第11条的规定,即便法院已经受理该赔偿案件,前置条件的后续状态亦会对诉讼程序的推进产生影响。^[45] 在我国证券市场发展之初,虚假陈述行为司法审查和认定的经验尚不充足,通过行政前置程序的有效过滤,可有效避免滥诉行为的发生。但是,诉讼前置程序的设置毕竟是对当事人诉诸法院行使权利的一种限制,虽能在一定程度上降低投资者在实体审理阶段对于虚假陈述违法性的举证难度,但也提高了投资者的起诉难度门槛,使其诉权行使完全受制于行政机关的作为。民事赔偿诉讼中关于民事责任的认定和追究与行政责任、刑事责任有着鲜明的界分,不同的法律责任所承载的功能和认定的标准都各有不同,应承担民事责任的行为未必就达到应接受行政处罚或刑事处罚的程度,这种对法律责任标准的混用表现出“司法权自愿退缩、受行政权的约束和限制”^[46],不利于司法救济机制充分发挥效用。另外,“自然人、法人或者其他组织的身份证明文件”以及“进行交易的凭证等投资损失证据材料”,从理论上已足以证明投资者为正当原告。如将行政处罚或刑事处罚文件视为起诉条件,要求投资者在起诉时通过证明证券虚假陈述行为事实的存在来证明自己是正当原告,则是混淆了程序上原告与正当原告的概念。^[47] 因此,自《虚假陈述若干规定》出台以来,理论界对于此前置程序的设置一直有着诸多质疑。

合理规范民事赔偿诉讼的受理条件,是加强金融消费者权益保护的重要内容。我国案件受理

• 235 •

[43] 参见上海市高级人民法院(2019)沪民辖终11号民事裁定书;上海金融法院(2018)沪74民初1169号民事裁定书。

[44] 参见浙江省高级人民法院(2019)浙民辖终114号民事裁定书。

[45] 《虚假陈述若干规定》第11条规定:“人民法院受理虚假陈述证券民事赔偿案件后,受行政处罚当事人对行政处罚不服申请行政复议或者提起行政诉讼的,可以裁定中止审理。人民法院受理虚假陈述证券民事赔偿案件后,有关行政处罚被撤销的,应当裁定终结诉讼。”

[46] 王建敏:《证券民事诉讼的形式以及前置程序分析》,载《政法论丛》2005年第4期,第72页。

[47] 参见谭秋桂:《证券民事赔偿案件诉讼程序若干问题分析》,载《现代法学》2005年第1期。

制度从立案审查制向立案登记制转变以来，呈现出简化立案程序、保护诉讼权利的趋势，避免案件实质审理前置立案受理阶段。最高人民法院于 2015 年在《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》中进一步体现出证券虚假陈述民事赔偿责任纠纷案件开始取消受理前置程序的司法倾向。^{〔48〕}但是，裁判请求权属于基本权利范畴，民事诉讼前置程序的设置必须由法律予以规定，该文件的性质仅为法院系统的内部工作文件，并不具有实质性的法律效力。在目前司法实践中，各个法院在受理证券虚假陈述民事赔偿责任纠纷案件时对于前置程序的适用大致有三种做法：认可、不认可和部分不认可，主要争议点集中在法律适用上。一方面，尽管《虚假陈述若干规定》已施行十余年，目前市场实践已有变化，但现行立法没有对前置程序予以明文废除或修订，《虚假陈述若干规定》目前仍然具有效力。不少法院仍依照该司法解释的规定，将行政处罚决定或刑事裁判文书作为民事赔偿诉讼案件立案受理的法定前置条件。尽管在立案登记制实施后，法院进行登记立案时不当然审查原告是否提交相关行政处罚决定或刑事裁判文书，但案件受理后如经审查发现当事人不能依法提供前述法律文件，法院仍将以不符合起诉条件为由裁定驳回起诉。^{〔49〕}另一方面，也有部分地方高级人民法院认为，应当依照 2015 年《最高人民法院关于人民法院登记立案若干问题的规定》（以下简称《立案若干规定》）审查原告起诉是否符合民事诉讼法规定的起诉和受理条件。其中第 20 条明确规定：“以前有关立案的规定与本规定不一致的，按照本规定执行。”在立案登记制背景下，只要符合《民事诉讼法》第 119 条规定的起诉条件，即属于法院受理民事诉讼的范围，法院依照《虚假陈述若干规定》的案件受理前置规定，在原告不能提交行政处罚决定和刑事裁判文书的情形下裁定驳回起诉，系适用法律不当，应当继续案件实体审理。^{〔50〕}另外，会计师事务所作为证券市场中重要的专业中介机构，也是证券虚假陈述行为的责任追究主体之一。《审计侵权若干规定》并未规定案件受理须有前置程序。因此，也有法院认为，关于案件受理条件的法律适用要结合案件的被告情况确定。对于请求审计机构承担证券虚假陈述侵权赔偿的民事案件，《虚假陈述若干规定》难以作为特别规定予以适用，且《审计侵权若干规定》的出台晚于《虚假陈述若干规定》，故案件的起诉受理无须满足行政处罚或刑事裁判的前置条件，不得以行政处罚或刑事裁判的前置条件为由驳回起诉，应当继续案件实体审理。^{〔51〕}

近年来，随着债券违约的常态化，债券侵权案件的数量和规模日益增加。结合上述司法实践情况，案件立案和受理的法律适用问题仍未有统一的裁判意见。目前，就债券纠纷尚未有体系化的专门法律予以规范，现行《证券法》和《民事诉讼法》没有对证券案件受理作出特别规定，最高人民法院发布的《虚假陈述若干规定》虽专门针对证券虚假陈述民事赔偿责任纠纷进行了规范，但出台多年相比市场实践变化存在滞后之处，且与其后出台的其他文件存在不一致之处。为更好化解债券违约纠纷和统一法律适用，2019 年 12 月底召开的全国法院审理债券纠纷案件座谈

〔48〕 最高人民法院在该文件中指出，根据立案登记司法解释规定，因虚假陈述、内幕交易和市场操纵行为引发的民事赔偿案件，立案受理时不再以监管部门的行政处罚和生效的刑事判决认定为前置条件。

〔49〕 参见最高人民法院（2018）最高法民申 266 号再审民事裁定书；杭州市中级人民法院（2018）浙 01 民初 607 号民事裁定书；上海市高级人民法院（2017）沪民终 390 号民事裁定书。

〔50〕 参见浙江省高级人民法院（2017）浙民终 72 号民事裁定书；安徽省高级人民法院（2016）皖民终 412 号民事裁定书。

〔51〕 参见广东省高级人民法院（2016）粤民辖终 110 号民事裁定书。

会再次明确,对于债券欺诈发行和虚假陈述引发的民事赔偿诉讼,符合《民事诉讼法》第119条规定的,法院应当予以受理。但与此前《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》一样,本次会议纪要不是司法解释,不具备法律效力,虽能体现当前司法倾向,但不能作为裁判依据直接援引,不足以达到统一法律适用的实质效果。

总体来看,对于证券虚假陈述民事赔偿案件的立案和受理,司法实践出现的法律适用混乱问题归根结底在于缺乏匹配目前证券市场发展实际的位阶较高的统一规定,未来可通过法律修订或者新法颁布的方式,真正实现前置程序的取消。但是,即便取消案件受理前置程序,生效的行政处罚或刑事裁判将仍是案件实体审理中认定虚假陈述行为的重要依据,对证券虚假陈述民事责任的追究影响重大。

五、结 语

无救济,无权利。投资者的司法保护是证券市场永恒的话题。债券纠纷既不同于一般的债务纠纷,又有别于股票纠纷。我们不能单纯地依靠合同法规则来处理债券纠纷,也不能简单地将股票纠纷的审理逻辑加以套用,我们需要立足债券市场自身的特点,积极完善相应的司法审判规则,探索和创新出一套符合债券市场发展规律的群体性纠纷审判机制。

Abstract: The proper settlement of bond disputes is directly related to the protection of investors' rights and the overall stability of the financial market. It should not only consider the proper settlement of individual bond disputes, but also focus on the general relief of impaired mass rights. The current judicial relief mechanism in the bond market does not operate in a smooth way. One reason is that the unhealthy relationship between the administrative power and jurisdiction power has not been fully rectified. Another reason is that the current securities liability system, which is mainly based on the stock trading model, is difficult to meet the realistic demand of liability investigation in bond disputes. The current problems manifest mainly as the fragmentation of rules and the lack of unified standard in judicial practice. In order to solve the current problems of chaotic rules and procedural delay, it is urgent to clarify the role positioning and responsibility boundary between the relevant parties involved in bond disputes, and to systematically construct a set of standardized judicial relief rules combining the characteristics of bonds.

Key Words: bond disputes, false statement, judicial relief, responsibility investigation, rule construction

规则、原则和实施证券法的竞争

[美] 詹姆斯·帕克 著 薛前强 译*

内容提要：证券执法可分为规则执法和原则执法。与原则执法相比，规则执法成本较低且争议较少。因为特定规则倾向于反映行政制度的技术要求，而原则则反映更为广泛的社会价值观。行业执法者可能会根据行业价值来狭义地解释原则。相反，公共价值的维护者倾向根据社会价值观进行原则执法，但有时也会因其政治抱负的原因超出、偏离既定目标。企业家类执法者更倾向于支持原则执法，但会因个人逐利原因而产生颇富争议的案件结果。在集中式执法与分散式执法之间的选择从根本上表征的实际是在与证券执法有关的价值一元论和价值多元论之间的抉择。证券集中执法论背后的动机是消除反映不同价值观的执法方法之间的冲突。但采用集中执法的代价是抹杀了执法人员多样化所带来的优势。通过识别不同执法者的特殊优势而非专注于是否产生最佳执法量，分散执法是最合理的执法方式。

关键词：证券执法 规则强制执行 原则强制执行 证券交易委员会

一、绪 论

毫无疑问，尽管美国证券交易委员会（SEC）是证券法的主要执法者，但其光芒经常被其他证券法执法者所掩盖。各州检察长和集体诉讼律师在证券执法方面更为积极、更具创新性且更有能力。联邦检察官经常通过引人注目的定罪来抓住执法机会。尽管 SEC 坐拥优渥资源和专业优势且每年都发起数百例执法行动，但其常常被批评为消极怠工甚至是无能的。故一些法律学者认

* 詹姆斯·帕克，加州大学洛杉矶分校法学院教授；薛前强，中央民族大学法学院讲师。

本文为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事件法律机制研究”（2021QNPY60）、国家社科基金一般项目“公司资本制度改革实效评估与再改革研究”（16BFX113）的阶段性成果。

经原作者同意，译者在此省略了注释。

为,多个执法者可以通过与 SEC 竞争,促使其采取更积极的行动,帮助其防止、改善在证券法方面的执法不力。

另一方面,存在一个强有力的外部推动以巩固证券执法者的数量和向 SEC 集中更多的执法权力。直到最近金融危机爆发之后,人们才开始担心美国的证券监管过于激进和缺乏可预测性,部分原因就在于执法系统的分散性。执法者之间的竞争曾被批评为可能导致各部门的执法努力受欢迎的同时缺乏约束力。此外,不断有批评认为,私人执法人员可能滥用证券法来谋取私利。对于一些法律学者来说,现行制度导致了非生产性竞争和多个执法者之间的冲突,最终走向过度执法之局面。故这些学者建议,SEC 作为一个专业的行政机构,应该控制执法活动,以反映政策的统一性和一致性。

围绕这场辩论的文献在很大程度上集中在证券执法的经济理论之上,其一直侧重于是否产生了正确执法的数量而对执法案件的类型不加区分。这种方法的局限性在于缺乏一种有意义的方法来确定何种程度(级别)的证券执法是最佳的。此外,如果假设证券强制执法本质上是一种统一的产品,这就意味着强制执法者是可替代的,可产生相同的产出,并且单个强制执法者可以独立地、充分地生产该产品,那么这一假设就将这场辩论逐渐引向支持集中(统一)执法。

证券执法的效率不仅仅取决于执法工作的完成数量,更取决于执法工作的质量。常规例行执法事项对那些处于最前沿的执法案件有着不同的影响。虽然一些执法者可能满足于追求简单的案件,但其他执法者可能愿意接受涉及更大成本和更富争议的挑战性案件。如果想要充分了解分散性执法体系的特点,就必须了解有哪些制度性因素在影响着执法活动。不同的执法者存在对不同类型的案件产生相异影响的倾向和能力。

• 239 •

本文通过提供一个将不同类型法规区别对待的证券执法的定性描述,从而使读者能更好地理解围绕证券执法所展开的辩论。本文将证券执法一分为二:规则强制执行(rule enforcement)和原则强制执行(principle enforcement)。事前规则(ex ante rules)在要求方面是具体的、特定的;事后原则(ex post principles)在本质上则是一般性的。这二者之间的区别是对法律进行分类的基本方法不同。在证券监管语境下,规则(rules)倾向于监管政策的实施技术,而原则(principles)则反映了更为广泛的价值观。诚然,规则和原则之间的区别是模糊的,最优的策略是将二者描述为一个统一连续体。本文则提供一个框架以用于区分两种执法方式。

具言之,规则执法和原则执法的区别表现在执法成本和执法争议两个方面。首先,规则执法的成本通常低于原则执法的成本。规则有明确的内涵,并且易应用于特定的情况。相反,原则的定义是模糊的,若想实施则需要投入大量的调查成本和诉讼成本。其次,规则执法比原则执法所引发的争议更小。规则执法倾向于针对违反监管计划的技术行为,不太可能导致道德谴责和对违规者的重大制裁。与此相反,原则执法涉及适用含义有争议的宽泛措辞条款,以坚决制裁违反公共价值的行为。

执法者在原则执法的承担成本、争议解读以及影响原则执法的价值观方面各不相同。自律组织(self regulatory organizations,简称 SROs)等行业从业者更倾向于注重规则的实施,根据行业价值狭义地理解证券法原则,并看重可预见性和对行业标准的依赖性。像 SEC 这样的监管执法者会发现很难积极地原则执法,因为原则执法必须与更广泛的监管政策保持一致以反映出监管

工作的客观性和专业性。如联邦检察官和州总检察长等公共价值观的执法者有很大的可能根据公共价值观而积极的注重原则的实施，与 SEC 相比也更有可能会受到政治因素的影响。如集体诉讼律师等这类企业式执法者，有经济动机去大力支持原则执法并且有动机提起疑难案件以从中获利。

尽管 SEC 的专业知识反映了一种执法方式，但 SEC 并不是唯一合法的声音。行业标准、监管政策和公共价值观都在界定证券执法方面发挥着一定的作用。虽然这些价值观之间有时可能是和谐共存的，但也有发生冲突的可能。在证券集中执法和分散执法之间作出选择，不仅是为了产生最优的执法数量，而且是从根本上在一元论（one monistic）和多元论（pluralistic）这两种不同的证券执法理念之间作出选择。

本文在合并式（consolidated）、监管式（supervisory）以及分散式（decentralized）三种执法模式的背景下评估了这一选择。每种模式都反映了不同程度的集中监管和不同程度的多元化。合并模式的优点在于减少执法人员之间的冲突，但同时也减少了执法人员数量，而这些被减少的执法人员往往比专业执法者在表达公共价值方面更为积极主动。监管模式力求保留多元执法人员且同时通过监督加以控制的优势，但目前尚不清楚的是，监管模式是否将大大增加法院在审查行为是否无责方面的工作量。分散模式的优点在于依赖在监管方法和监管能力上各不相同的执法者，但缺点是可能造成冲突且代价高昂。

本文认为，证券法的多元执法最优结果是通过强调这些执法人员的相对优势来加以说明，而不是侧重于是否产生了最大执法数量。行业自律组织和监管执法者最擅长规则执法，而公共价值观和企业式执法者最擅长原则执法。即使一个执法者可以同时扮演上述两个角色，但对于该执法者来说，将精力集中在它最擅长的工作上可能会更有效果。SEC 的专业知识性使其在执法框架中扮演特殊角色，但同时也阻止其有效地扮演所有角色。故需要进行改革，以更好地确定不同执法者的监管重点，减少各个执法者之间的冲突。为减少多元执法者之间可能产生的冲突，可采用的方法是将证券执法人员划分为两类群体：一类关注规则执法，另一类则关注原则执法。

本文共分六个部分。第一部分对支持和反对证券集中执法的观点进行总结。第二部分介绍了规则执法与原则执法的区别。第三部分描述了执法者在原则执法上的差异。第四部分论述了影响证券执法的不同价值及其表现形式。第五部分分析了三种执法模式，并反映对执法价值多元化的不同容忍度。第六部分认为，依赖于多个执法者的执法制度应当强调不同执法者在处理某些类型案件时的比较优势。

二、集中式证券执法

本部分讨论当前关于证券执法结构的争论。评论家们认为，由于有些执法者有着过度执行证券法的倾向，故合并模式执法或者监督模式执法非常可取。而分权执法论的拥护者则回应认为执法者之间的竞争可以防止被俘获的监管者不遵守证券法。但当聚焦于何者才能产生最佳执法量时，这两种方法的解释力都是有限的。

（一）过度执法的问题

对分散式证券执法的批判很大程度上是由过度执法问题引起的，即一些执法者提起更多案件的趋势与社会最优相悖。以执法者激励为研究重点的经济分析发现，某些执法者可能存在过度执法动机。支持集中式执法学者认为应当由具有公德意识的执法人员替代或者监督那些具有过度执法倾向的执法者，前者更有可能在某些情况下行使自由裁量权而选择不进行证券执法，而私人执法者更有着过度执法的动机。正如史蒂文·沙维尔（Steven Shavell）所指出的那样——依靠私人行动者来执行法律的根本问题是他们并没有将执法的社会成本内部化。如原告不承担被告的费用，而该费用可以表现为律师费及应诉费用；辩护诉讼也并未权衡提起诉讼的成本及原告从中可能获得的金钱利益。结果是私人执法者有着强动机来提起更多与社会最优相左的诉讼。

与私人执法者相比，公共执法者更愿意为公共利益而行动。因为他们经常要承担公共使命，具有对公共利益敏感的文化。结果是，即使公共执法者不直接承担诉讼的社会成本，公共执法者也更有动力去平衡其成本。因此，在社会成本很高的情况下，不太可能提起可疑的诉讼。公诉人在赢得诉讼时也不会获得个人金钱收益，从而降低了提起使公诉人受益但损害社会的案件的动机。当然，那些担任公共执法人员的人也会从中获取工作培训、职业发展以及提起执行案件的兴奋等丝丝个人利益，但是总的来说，公共执法者更有动力去促进、维护社会利益。

解决私人过度执法问题的一种潜在解决方案是赋予公共执法者更多的执法权力。私人执法者会毫不犹豫地扩大法规适用范围。即使可以这样做，公共执法者更喜欢行使其自由裁量的权力，不针对可疑案件提起诉讼。公共执法人员在领域可能具有特殊的专业知识，可以使其最好地决定是否需要对特定案件开展证券执法。与提起具有边际优势的案件相比，公共执法者更愿意酌情决定不提起诉讼。

（二）提议证券执法的集中化

证券执法集中化在经济上是有利的这一观点被提出。正如下面讨论所表明的那样，尽管说州总检察长的积极执法是一个因素，但证券执法集中化的主要推动力是对日渐兴起的证券集体诉讼所做出的反应。本节描述了一些有关证券执法集中化的学术提议，范围从加强对执法者的监督到巩固执法人员的数量。这些提议最终得出的结论是，证券执法应由具有正确经济动机的专家实体进行控制。

1994年，在对私人证券集体诉讼施加各种限制的《私人证券诉讼改革法》（the Private Securities Litigation Reform Act，简称 PSLRA）通过之前，约瑟夫·格兰德斯特（Joseph Grundfest）发表了一篇颇令人兴奋的文章，认为 SEC 应加强对私人证券执法的控制。他以与证券买卖欺诈相关的 10b-5 规则为靶向，认为法院对反欺诈条款的宽泛解读不仅使私人原告获得隐含的诉权，而且也长期以来被认为是私人证券诉讼泛滥的根源。格兰德斯特认为，SEC 有权力削弱（至少部分削弱）私人原告根据 10b-5 规则提起证券集体诉讼的权利。SEC 可以通过其规则制定权来更精确地定义规则要素，在撤销动议阶段将那些无意义的案件筛选出来，从而限制私人滥用 10b-5 规则进行诉讼索赔。SEC 通过缩小 10b-5 规则的适用范围，可以降低过多的私人诉讼成本。

格兰德斯特观点的言外之意是，由于 SEC 在证券法方面具备专业知识，因此与私人机构相比，SEC 是更好的证券执法者。对于格兰德斯特而言，SEC 体现了公共执法者的精神，而公共执法者将根据具体情况酌情决定不提起证券诉讼。他还提议认为，对 10b—5 规则的缩小解释将仅适用于私人诉讼且不会降低 SEC 的证券执法能力，相反使其获得更多的证券执法权力。

在某种程度上，美国最高法院接受了 SEC 是更好的证券执法者这一论点。在大量的案件中，法院限制了证券集体诉讼原告针对次要行为者（例如证券欺诈行为的辅助者和教唆者）追讨的能力。法院的做法至少部分受到私人过度执法问题的影响。法院指出，其裁决不影响 SEC 对次要行为者采取强制行动的能力，这暗示 SEC 比私人原告更受信任。

尽管格兰德斯特的提议侧重于 SEC 在实施更为集中的执法方面解读、解释实体法的能力，但阿曼达·罗斯（Amanda Rose）最近提出的一项建议则依赖于 SEC 对案件的直接审查以监督私人执法。罗斯提议以对私人集体诉讼的案情进行另一层次审查的方式而非缩小私人原告适用 10b—5 规则的范围来规范私人证券欺诈诉讼。在提出索赔之前，“被推定的私人执法者……在联邦法院提起 10b—5 规则集体诉讼之前，可能需要将其提交给 SEC 进行审查”。SEC 可以选择的审查结果有三：允许私人原告继续索赔、介入案件本身以及决定不允许进行私人诉讼。与格兰德斯特的提议一样，罗斯的论点同样是基于证券执法集中化的假设，即以利润为驱动力的私人执法人员过度执法是一个重大问题。该提议“将依靠……SEC 进行使其专家自由裁量权，以防止过度的证券诉讼”。同样，证券执法集中化这一观点同样深信 SEC 的特殊专业知识将使其能够以优于私人执法者的最佳方式实现最佳执法。尽管格兰德斯特和罗斯的建议主要旨在限制私人证券执法，但被限制的对象还可以扩展到其他证券执法者，正如罗斯后来建议应将联邦、州和私人执法机构权力收归于 SEC。

但是，并非所有证券执法集中化的立论基础都集于公共执法者的优点之上。亚当·普里查德（Adam Pritchard）提出执行证券法反欺诈规定的权力应该在很大程度上由诸如证券交易所之类的自律组织集中管理，并受到 SEC 的监督。像格兰德斯特和罗斯一样，普里查德也关注执法者的激励问题。证券交易所具有减少影响市场流动性的证券欺诈的动机。如果股票市场充斥着欺诈行为，那么交易的个人将减少，交易所将获得的佣金亦会减少。因为交易所承担了过度执法的成本，所以它们比集体诉讼律师等其他执法者更有动力去检查过度执法。普里查德甚至曾断言，证券交易所可能是比 SEC 更为优秀的证券法强力执行者，因为后者往往受政治动机所左右。

另外一个证券执法集中化的有趣提议来自阿米泰·阿维拉姆（Amitai Aviram），他注意到证券执法倾向于加剧公众关于欺诈与经济动荡有关这一认知。在经济不景气的情况下，执法人员会感受到公众施加压力要求提起证券执法诉讼，而此举反过来也会增强公众在经济下滑时期非理性地抨击证券业的趋势。阿维拉姆认为，最佳的执法政策应该是反周期的，也就是说在经济危机时期，证券执法人员应受到更多的约束，以遏制公众反应过度的趋势。当注意到存在多个执法者会造成周期性执法问题后，阿维拉姆建议在 SEC 中集中执法权或允许多个执法者并行，但给予“专家大陪审团”对案件的筛选权。

伴随着外国证券市场和监管制度的兴起,证券执法集权化这一观点在政策领域也得到发展。在最近的金融危机之前,那些抨击美国证券系统的批评者指出,具有集中监管系统的外国股票市场为发行人提供了比美国分散式执法系统更可预测(或更友好)的监管。这些批评家认为,集中化对于维持美国在全球资本市场中的地位是必要的。有大量的提议与合并证券监管相关,而在其中最引人注目的是美国财政部颁布的《现代化金融监管结构蓝图》。

综上所述,关于证券执法集中化的提议很普遍,倾向于对证券执法进行经济分析并提出两个论点:其一,一些证券执法者有过度执行证券法的动机;其二,应该将执法权力更多集中在诸如SEC这类专家执法者手中,他们没有前述过度执行证券法的经济动因。

(三) 作为竞争性观点的证券执法权力下放理论

对集中化论点的回应虽然没有得到充分发展,但总体上有两点。首先,像SEC这样的专家执法人员容易被行业团体俘获并受到资源限制,这可能会导致执法力度降低。其次,多个执法者可以与专家执法者竞争,从而监督证券法的执法不力。

长期以来,公共选择理论一直挑战着公共执法者才德兼备这一传统认知。该理论认为公职人员并非总是为了公共利益才采取行动,有时他们也会为自己谋求私利。支持公共选择理论的人认为公职人员会受到自己私心的利益驱使,例如将来在私营部门就业。当私人利益俘获公共执法者时,可能的结果是证券执法的不足。例如,大型公司利益可能会影响监管机构,使其相信该行业的判断,而不是积极执行证券法。因此证券法的公共执法可能仅限于针对规模较小、影响力不大的公司。

此外,公共执法人员可能会因资源有限而执法不足。从理论上讲,排他性公共执法可能比依赖私人执法者更为理想,但事实是有限的资源主要分配给了公共执法部门,使得私人执法长期以来一直被视为对公共执法的“补充”。受经济收益激励的检察长会发现,调查和执行证券法有利可图,使公共执法人员能够将其资源集中在其他任务上。

很多学者曾认为,分散式执法将有助于执法者间进行竞争,以监督执法不足。约翰·科菲(John Coffee)和希拉里·塞勒(Hillary Sale)注意到执法竞争的好处,并注意到“州总检察长在起诉证券欺诈中发挥了积极作用,并促使SEC在自身的执法工作中更加活跃”。蕾妮·琼斯(Renee Jones)则指出,执法方面的监管竞争可以帮助减少监管俘获并使监管对公众的关注更加敏感。学者们还认为,美国强有力的证券执法系统(包括国家和私人两个层面的执法努力)可以阻止欺诈行为,因此有助于其市场的流动性和透明度。

(四) 聚焦于产生最佳执法量所带来的问题

当前的讨论在解释力上是受到限制的,因为其狭隘地聚焦于如何实现最佳执法量。不论是证券执法集中化的支持者还是批评者,都倾向于根据执法的经济分析来进行立论,着眼于执法“过度”或执法“不足”。这种方法的明显局限性在于缺乏有意义的标准来衡量什么是“最佳执行量”。即使存在一个可供量化的指标,但其所能传达的有关执法效力的信息也是有限的。例如对于执法效果的经济分析,往往借助诸如执法资源支出之类的投入与提起诉讼或收取罚款之类的产

出来进行。但当关注资源投入时，可能存在的问题是执法资源被错配或者未得到充分使用。同样，当将重点放在执法产出上时，虽然可以粗略估计执法活动的收益，但其并未提供有关所提请案件类型的详细信息。证券执法间的不同不仅仅表现在数量上，更体现在质量上。当将证券执法视为一种产品类产出时，虽然此方法将分析简化并极具吸引力，但这种定量分析手段未体现出案例之间的重大性质差异。显然，有大量证券集体诉讼已被证明是证券执法过度，但支持者可能会辩解说在针对诸如安然公司和世通公司之类的公司诉讼中，证券集体诉讼的优点很值得关注。虽然 SEC 提起了大量证券执法诉讼案件可被视为公共执法者勤勉尽责的证据，但批评家可能会回应认为这些常规案件中的大多数都很琐碎，以至于 SEC 错过了提起更重要诉讼案件的机会。当然，对于案件质量的衡量并不容易，因此未来的替代性方案必须提供一个具有可操作性的质量控制方法。

如果仅关注执法案件数量的话，那么证券执法集中化这一论点就有着很强的合理性。当执法者的产出一致时，那么将执法权集中在一个主体手中就不会带来过多成本。当然，集中化的支持者实际上并不认为执法工作是完全统一的，但是他们对执法的分析并不能区分执法工作的类型。要了解多个执法人员的角色，就需要研究其执法方式的差异性，而这是由重大制度间的差异所决定。分散式证券执法的好处可能并不在于执法数量的增加，而是不同执法者提起执法案件的质量将有所差别。

• 244 •

三、证券法规则执法与证券法原则执法

本部分借助将证券执法简要区分为规则执法和原则执法，从而为理解证券执法提供另外一种路径，这一路径的框架清晰简要。与大多数法律领域一样，证券监管受反映特定技术要求的狭义规则和可以解释为反映公共价值的宽泛原则的双重约束。一般而言，确定的规则执法比模糊的原则执法成本要小，更不容易引发争议。虽然说执法的质量/效果可以通过多种方式加以衡量、区分（如标的额大的案件与标的额小的案件、知名案件与非知名案件、政治案件与非政治案件、民事案件与刑事案件）。但规则执法与原则执法二者的分野被文献资料关注已久，与传统的将证券执法视为统一产出的经济分析相比，这一区分方式使证券执法更为立体化/形象化。

（一）证券法规则与证券法原则间的区分

人们习惯于根据特定化程度的强弱来将法律分门别类。很多文献都探讨了以规则（rules）、标准（standards）及原则（principles）为要素对不同法律条款进行分类。虽然上述三者作为术语并没有精准的定义，但相互间仍存在着一些显著的差别特质。而本文着重于在规则与原则之间进行更为清晰的区分，原因是规则 and 标准之间的区别并未体现出原则必不可少的道德要素。

文献中最常见的是将规则与标准之间进行区分。二者的特定化程度不同，通常规则有着更为具体的要求，而标准则更为普遍。如“每小时 55 英里”是对速度的一种限速规则表述，而“以合理的速度行驶”则是对速度的标准描述。由于存在不同的特殊性，监管者往往更青睐于规则执

法,因为标准执法要求监管者付出更大的判断力。规则的内容在很大程度上是通过行政或立法程序事前确定的,而标准的内容在很大程度上是通过诉讼并在法院的监督下事后确定的。规则的特殊性在于限制监管者做出某些超出规则范围的不当行为的权力。标准的普遍性使监管者可以自由决定是否采取立法者没有特别设想的行为。

由于通常对标准采用一般化的定义方式,因此法院和执行者通常会利用外部因素或考虑其他因素来解释标准。那些由政策定义的标准和由价值或原则定义的标准之间的不同逐渐趋于明显。在定义什么是合理的标准时,政策法依赖的是诸如成本效益分析、行业标准或惯常做法。限速中合理的速度可以看作是策略驱动的标准,可以通过查看驾驶员的平均速度来定义。随着时间的流逝,当执法者就合理速度值达成共识时,这样的速度限制就逐渐规则化。

有些标准有时也有可能借助政策背景来进行定义,同样一些原则也有可能勉强通过诸如成本收益分析这种政策考量因素进行定义。这些原则可能反映了各个社区或整个社会的基本价值。重新回到限速的例子,如果以原则的形式进行限速,那么其含义可能等同于禁止以危险的速度行驶。与确定“合理驾驶”这一概念相比,确定什么是“危险”可能涉及更为困难的价值判断。不能仅通过对平均速度的科学计算来确定危险性,而需要仔细考虑违反者的主观意图,而这就需要结合具体案件情况进行分析判断。尽管在一些案件中,“危险性”很容易判断——如在醉酒时故意沿着错误的方向驶下街道,但在另外一些案件中,确定是否构成“危险”则显得十分困难。因为“危险”反映了对公共价值观的严重无视,而行为人被发现危险比被发现以不合理的速度行驶将受到更严厉的制裁。

• 245 •

在整篇文章中,笔者将原则执法视为标准执法的简称,而这种标准执法主要是根据原则而不是政策来进行解释。换言之,本文侧重讨论的是那些看起来更像是危险性标准而不是合理性标准的标准。笔者之所以把原则作为讨论对象,是因为规则和原则之间的差异性比反映政策的标准和规则之间的差异性更为明显。虽说规则和标准之间的主要区别是特定性的不同,但规则和原则之间的区别也实际反映出法律规定背后价值观间存在实质性差异。尽管反映政策考虑因素的标准执法也会引起争议,但其中最困难的证券执法还当属涉及竞争价值的情景。此外,证券监管类文献的内容通常提及的也是原则执法而非标准执法。笔者的写作目标不是在规则、标准及原则的三者讨论中开拓新的领域,而是强调证券法实施方式间的粗略区别。在对执法类型性质进行区分时,困难案例与简单案例之间的差异可以借助规则与原则之间的差异来体现。

(二) 证券监管中的规则与原则

与大多数法律一样,证券法中贯穿着规则与原则。近些年,关于证券监管应主要是以原则为基础还是以规则为基础的讨论变得白热化,这也促使学者更加重视证券监管原则的研究。但正如劳伦斯·坎宁安(Lawrence Cunningham)所观察到的,这一论战的意义可能不大,因为事实上的美国证券监管是规则与原则相结合。一个合理的证券执法体系必须考虑到对规则执法与原则执法的同时开展。

在规则执法方面很容易就能举出与证券监管相关的示例:如有规则要求跨州发行证券的公司

必须提交注册声明；当持股人持有上市公司5%以上的证券时，其必须进行备案；上市公司需定期备案；券商必须登记注册；对证券交易经纪人有专门的资本要求；公司内部人六个月内短线交易所获利益归公司所有等等。这些规则概念清晰，并反映出监管体系的技术要求。

近些年，证券监管的实际运行中践行了多种原则。如所有的证券执法者都禁止与证券欺诈行为相关的变相欺诈，而这一举措就带有原则执法的特点。欺诈的概念被高度概括，而若要发现欺诈行为，则需要对是否出于欺诈目的进行虚假陈述进行价值判断。确认一项证券行为是否属于欺诈很难归结为一种政策判断，而是需要对具体行为进行评估，但由于执法者个人观点的不同，最终判断结果的差异性可能很大。换言之，反欺诈原则看起来更像是“危险”标准而非“合理”标准。

虽然很多原则执法都规制股票发行人的虚假陈述行为，但在很多其他场景下，证券原则执法同样也很重要。在针对证券分析师、证券经纪商以及共同基金经理不当行为提起的证券原则执法中，牵涉到的不仅包括反欺诈原则，而且还涉及更为广泛的信托责任和不当得利原则。这些案件不仅涉及对联邦法律的援引，而且还涉及对自律组织监管规则和州法所反映出的原则的运用。

当然，有很多法律条文并不适合在规则、原则的二分法则内进行归类。许多法律规定处于二者的交叉射程之中。但对法律规定进行二分处理的做法并不是简单地将证券法归类为规则或者原则，而是强调二者背后实际表征了两种截然不同的执法方式。

（三）界分证券法规则执法与证券法原则执法

可以至少基于两个相关理由来区分规则执法和原则执法。首先是执法成本。与原则相比，规则的执法成本通常较低，因为规则的含义难以引起争议。第二是执法方面的争议。规则执法主要涉及直接的技术问题，而原则执法通常涉及有争议的价值观。

1. 执法成本

在对规则和原则的经济分析中，路易斯·卡普洛（Louis Kaplow）从监管者的角度观察到，一项规则的成本是在该规则发布前产生的，而一项原则的成本是在执法过程中产生的。这种基本区别是思考规则执法与原则执法之间区别的基础。

（1）规则执法的成本

规则的成本通常是预先产生的。换句话说，是规则的颁布者而非执行者承担了立法的大部分费用。规则制定存在特定的要求，因而必须从规则的内容和形式上加以仔细考虑。制定不当的规则可能会造成严重的破坏。由于规则不像原则那样有一定的灵活性，这就导致被监管者在处理有问题的规则方面可能并无回旋余地。因此，在起草规则时，了解规则的成本和收益及其与其他规则的关系至关重要。

尽管规则可能很复杂，但是如果被精心设计，那么在执行时就很少引发争议。尽管在某些情况下，是否适用某一规则可能存在争议，但是在大多数情况下，对于执法者来讲，规则的适用都是简单清晰的。比如经纪公司是否满足其资本要求，证券发行是否已注册，经纪人是否注册，公司是否已在所需时间段内保存其账簿和记录，公司是否将首次公开募股中的股票分配给了禁止的个人。

又比如,当一家上市公司未遵循基本报告要求时,执法者很容易找寻到规制此问题的法律规则。正如亨利·弗兰奇(Henry Friendly)法官曾经指出的那样,“提交年度报告的要求没有任何含糊或不确定性……一旦确定公司适用某一规则时,那么该规则对公司行为的期待也是清楚的”。唯一的问题是可能存在多个规则的交叉适用问题。当一条规则模糊不清时,监管者可以对该规则进行解释或者利用其权威性对规则含义进行最终确定。

由于规则通常针对的是失范行为,而随着时间的流逝,这种不当行为往往会以类似的方式重复出现,故执法人员可以建立起丰富的知识储备和实践专长以提高在执行规则时的胜诉可能性。通常,执法人员可以开发常用的诉讼模板、制定律师培训计划并将资源投向可以降低平均执法成本的措施。因此,规则执法本质上可以简化等同为具有低管理成本的例行程序。

(2) 原则执法的成本

与规则相反,原则要求的前期投入较少,但实施成本更高。由于原则的含义广泛,所以该原则的发布者可能希望其他人可以整理出具体纹路。换句话说,一项原则的起草者将立法的成本分摊给未来的执法者。一些原则旨在传达已达成广泛共识的抽象价值观,另外一些原则因须与立法相协调,故意采用模棱两可的表述。

语义广泛的原则比规则更容易引起关于含义和适用性的争议。原则的内容可能不清楚,因为它可以应用于各种预见到的和未曾预见的事实。当对某一行为进行原则执法规制时,监管者必须实施大量的自由裁决。被执法对象可能会争辩说,监管机构正在不公平地扩大该原则的适用范围,使其超出其预期的含义。此外,原则执法中通常需要确认被执法人主观上有过错,因而原则执法需考察非常具体的事实,进行大量的调查和案例研判。当枪没有正在冒烟或者被执法人未主动供认的情况下,执法者必须以可能引起争议的间接证据为案件处理根据。

尽管原则的应用似乎很简单,因为原则比规则适用于更广泛的行为,开发可行的原则执法案例的成本通常比制定规则执法案例的成本高得多。原则执法通常涉及一组独特的事实。结果,强制执法者必须从本质上重新审理每一个案件。因此,以往案件的经验可能未必会降低执法成本。为了获得成功,执法者将需要收集有责意图的证据,这往往需要昂贵且及时的大量材料审查。

2. 执法争议

规则执法和原则执法也可以根据其执法过程中所引起的争议加以区分。所谓争议,是指对规则或原则适用于有关行为的适当性所存在的分歧。争议和成本的不同之处在于,争议是提起诉讼后引发的。规则和原则所引起的执法争议有所不同,二者往往具有不同的表达意义。规则通常反映特定技术要求,而执法人对这种技术有着高度的共识,但原则却常常反映出在应用中可能引起争议的价值观。

(1) 规则执法的意指

至少在证券监管的语境下,规则主要反映出一种技术要求。规则的实质由专家监管机构 SEC 通过规则制定过程定义,而规则制定过程通常需要进行成本效益分析。通过一项可能会给公司带来沉重负担的特定要求是存在风险的,因而规则倾向于反映监管机构和行业之间所达成的共识。

有了这样的共识，规则的执法就不太可能引起争议。

一旦违反规则的事实被人知晓，违反者不太可能有许多法律途径来抵制执法。违反者可以否认违规行为的存在，也可以找到减轻处罚的借口，但是只有在极少数情况下，违反者可以反对规则执法的合法性。确实，违规可能只是一个错误，违规者仍想遵守该规则。

根据其技术内容，违反规则不一定反映道德上应受谴责的行为。规则通常被无意中违反，因为它们复杂性或因为经营大型组织的困难。例如，如果经纪交易商因疏忽未能留存一定数量资本，这无疑违反了规则，但是很难说经纪交易商在以道德上应受谴责的方式行事。违反规则可能说明经纪交易商遵守监管计划的能力有限，但这并不一定意味着经纪交易商已经触犯了根深蒂固的社会价值观。规则执法的优点是可以应用技术术语来描述，以避免有争议的道德辩论。规则执法者无需在行业行为上表示道义上的愤慨，而可以简单地宣称其有权按照所确定的“游戏规则”执法。规则执法可能也不会引起争议，因为它可以与任何执法系统的“威慑”这一基本目标相关联。

向被执法人员发布通知（notice）是产生威慑力的重要组成部分，因为它使执法者可以清楚地表明执法可能性及其成本。一致的规则执法向企业提供有关执法可能性及执法成本的通知，从而有助于威慑目标的实现。借助将执法案件定性为仅是阻止违反规则的技术问题，规则执法者可以避免艰难而有争议的价值判断。

此外，由于违反规则通常反映出技术上的失误，而不是道德上的失误，与原则执法相比，规则执法不太可能涉及施加重大处罚的情形。对于那些道德上应当谴责的行为施加较大的罚款/制裁是妥当的，而适度的行政罚款更可能反映出业务成本。实际上，规则执法中所实施的禁令或承诺仅要求违法者今后不违反规则。违法者可以简单地解决违反问题，而不必争论规则的适用问题，故可以以使争议最小化的方式来进行规则执法。

（2）原则执法的意指

与规则执法相反，原则执法可以吸引执法者参与有争议的价值辩论。尽管执法者对于抽象的原则可能存在共识，但对于指导原则应用的价值观可能存在重大分歧。关于原则的含义和应体现的价值，不同的执法者有着不同的观点。

原则执法通常针对的是困难的案件，并在复杂的环境中进行价值判断。例如会计欺诈要求参考措辞广泛的会计准则以评估财务报表的编制。即使财务报告明显是虚假的，但对于欺诈的识别还考察其是否存在故意，也就是说，欺诈意图是一种类似于原则的要素，因为它被广泛定义并反映出道德上应受谴责的行为。根据 10b-5 规则，无欺诈故意则不构成虚假陈述，有欺诈故意则构成虚假陈述。法院一直在努力定义任何形态的欺诈，并就特定事实是否构成欺诈可能存在合理的分歧。因此可以预见到的是，在原则执法方面存在显著的执法差异。

由于原则执法常常涉及主观意图不当的指控，被告有更大的抗辩理由。毕竟自认违规将产生重大的声誉损失。与违反简单的证券法规则相比，执法者更有可能就违反证券法原则的行为施以实质性制裁。结果是，违反证券法原则的行为人可能有着更强烈的经济动机去积极提起诉讼来对抗证券执法。

同理，顽固的被告可能更抵制证券法原则执法。被告通常可以辩称，鉴于交易的复杂性，其不知道自己行为是错误的。被告同样可以声称，鉴于证券法原则的模糊性，他不知道有关行为是被禁止的。尽管违反证券法原则的被告可能无法成功说服监管机构放弃诉讼，但抵制行为会导致执法行为碎片化，甚至最终出现和解的局面，使反映的行为看起来不如最初所指称的那么严重。

原则执法要求执法者在几乎没有共识的情况下支持自己所主张的价值分歧，这从而也引发更多争议。原则执法是否能适用于那些对于被广泛认定为“商业实践”的失范行为？所欲规制的行为是过于贪婪还是不道德？还是说仅仅因行为人在富有竞争性的行业中做了些什么？首席执行官是在欺骗投资者，还是只是对公司的前景感到乐观？如果受害者是老练的投资者，那么保护具有评估交易风险工具的个人是否合适？这些问题很难回答，而且永远不可能通过统一的政策完全解决。

执法者也可以谨慎地向失范者提起证券欺诈诉讼。禁止欺诈行为的开放性被认为是使监管机构能够规制各种各样的道德上应受谴责的行为的手段。但是一些执法者可能不希望在追求原则执法时涉足道德辩论。对于执法人员来讲，针对违反技术性规则的失范行为提起指控可能更加安全。

当然，在某些情况下原则执法不是有争议的。如某些行为可能已经严重违法，以至于其毫无疑问地违反了证券法原则。惩罚某些庞氏骗局等欺诈行为是没有争议的，因为这些行为无疑是欺诈行为。当要处理的案件已明显违反证券法原则时，原则执法所产生的争议与规则执法所产生的争议就会相似。事实上，许多违反证券法原则的行为也会明显违反证券法规则，并且对于既违规则又违反原则的案件提起诉讼所产生的争议较少。

• 249 •

与规则执法不同，许多原则执法案件的特殊性质导致原则执法可能更难以与威慑效果联系在一起。由于原则通常要求对各种考虑因素进行复杂且个性化的评估，相比于规则，很难预测原则的执法模式。虽然在过去的原则执法中规制的某些行为显然是错误的，但原则执法所针对的许多行为都位于灰色地带，如果不深入分析事实和法律，监管者就无法断定该行为是非法的。结果是，从事可疑行为的证券从业者可以使自己的情况与之前原则执法所针对的情况略有不同，从而逃脱法律制裁。因此，原则执法在阐明法律并就未来可执法行为提供预警方面是无力的。

另一方面，如果原则执法变得有迹可循，那么可能会提示行业参与者在评估其行为时采取先发制人的行动。遵守原则就要求受监管的个人和实体做出大量判断。与简单的遵守、运用规则不同，合规性要求行为人预测监管者将如何把证券法原则应用于新颖的证券交易行为之上。原则执法的危险在于它可能产生寒蝉效应，即各方担心监管者事后认定某行为不当实施处罚而过于谨慎行事。原则执法比规则执法成本更高且更富有争议，这就要求执法者在案件提起诉讼和应诉过程中承担一定的风险。

（四）执法策略

规则执法与原则执法之间的区别表明执法者可能会选择不同的执法策略。此外，原则执法者所寻求表达的价值也会有所不同。执法者所带来的规则执法和原则执法的案例混合数也会不同。一个强调规则执法的执法策略会对那些寻求提起量大、影响低且低成本诉讼案件的执法者颇有吸引力。执法者可能会选择不进行原则执法，因为他们试图节省成本并最大程度增加诉讼案件数量。反之，一个强调原则执法的执法策略会对那些试图寻求提起量少、影响力大且执法成本高的

诉讼案件执法者有吸引力。这类执法者可能没有资源来处理大量案件，但愿意投入精力并忍受争议，去解决一些影响力大的案件。

原则的措辞含义在本质上是广泛的，这会导致原则执法间的差异性远大于规则执法间的差异性。一些证券执法者对原则进行扩大解释从而积极的应对那些行业失范行为。其他执法者将遵循行业标准并狭义地解释原则，这时原则更像是发挥着规则的功能。由于对于原则的应用很大程度上取决于案件事实的选取，故原则执法可以根据执法者所提请的案件事实以不同的方式进行。

当一个证券执法者希望将与证券原则执法相关的成本或者争议最小化时，那么他往往会选择性执法。例如，执法者可以选择仅对没有力量进行抗辩的各方进行原则执法。这样一来，执法者可以将原则执法的成本和争议降至最低。但有野心的执法者可能只选择会引人注目的案件进行原则执法，其愿意为此投入资源、精力并承担更大的风险以换取案件可能产生的重大影响。

最后，一些执法者可能会通过原则执法的动议，但在某种程度上，又将对于原则的违反视同仅应受到名义制裁的对于规则的违反。在对原则进行技术性执法过程中，执法人员不会采取重大制裁措施，这类诉讼的成本是相对琐碎的行政成本。即使这样的执法者在技术上进行原则执法，但其也不能被认为是该原则真正的执法者。

四、证券执法的趋势

执法人员在选择使用的规则执法和原则执法组合方面会有所不同。一些执法者比其他执法者更有能力承担原则执法的成本和争议。执法者在原则执法中还受到不同价值观的影响。考察这些趋势可以洞悉当前的证券执法情况。本部分研究了行业协会、监管者、公共价值维护者以及企业家等不同类型的证券执法者，并根据规则执法与原则执法之间的区别来描述其实施证券法的方法。

（一）行业协会执法者：自我监管的组织

大量证券监管已委派给自我监管组织（SROs）进行。在 SEC 监督下的自律组织主要监管证券交易所的交易和经纪交易商的行为。晚近，规范交易所和注册经纪交易商特定行为的权力被集中在一个自律组织手中——金融业监管局（the Financial Industry Regulatory Authority，简称 FINRA）。自律组织通常积极参与证券执法，监管市场活动和经纪交易商的不当行为。他们在证券执法方面有着多重动机。虽然有一定的独立性，但 SROs 执法部门多由其成员资助，倾向将执法成本最小化，尤其是在经济困难时期。此外，积极、高调的执法工作可能会突出不当行为，从而给自律组织带来不便与尴尬。但在另一方面，SROs 又有着执法渴望，因为人们普遍认为如果经纪交易商和证券交易所可以在不受制裁的情况下从事不法行为，那么市场可能会遭受损失。

当把资源的有限性和执法动机的复杂性结合在一起时，一个结论正逐渐清晰，即与原则执法相比，SROs 更可能偏爱规则执法。规则执法对 SROs 颇具吸引力，因为它可以以低成本的方式实施且不太可能引起重大争议。相反，如果 SROs 专注于复杂的原则执法工作，则它可能会花费不成比例的有限资源来起诉可能对业界造成重大声誉损害的案件。实际上，SROs 执法往往涉及相对较小的罚款，这表明许多 SROs 案件仅涉及简单的规则违反。

SROs 原则执法与行业密切相关，因此很可能反映行业价值观。实际上，SROs 的规则强调

了行业执法标准。例如,《2010年FINRA规则》要求FINRA成员按照高标准的商业荣誉和公平公平的交易原则行事。当执行《2010年FINRA规则》中所确立的证券法原则时,SROs在评估是否提起诉讼时会参考业界的期望。当涉及有影响力的行业成员的不当行为时,SROs的执法活动可能是被动的,而非主动的。SROs执法人员不太可能进行道德上的讨价还价并运用原则执法来积极改变行业行为。相反,他们将更有可能利用其规则制定权力来解决新形式的系统性不当行为。通过将不当行为归结为对技术的违反,SROs可以帮助确保将违规行为视为内部行业纠纷,而不是值得公众关注的事情。由于是由行业资助并且可能会受到行业价值观的影响,SROs没有动力去关注原则执法,反而最有可能追求规则执法。

(二) 作为监管者的执法者:美国证券交易委员会

SEC是主要的证券监管机构。可以说,它独立于证券业,资金充裕,而且很大程度上是出于公共利益来执行证券法。因此,我们可以预期,与SROs相比,SEC将在强调原则执法方面做更多的工作。但另一方面,SEC存在着制度约束,可能会阻止其充分追求原则执法。SEC官僚机构的庞大规模以及SEC作为专家监管者的角色可能会鼓励其将更多精力放在规则执法上。从而,有时SEC可能无法提供足够的证券执法活动。

1. SEC的官僚属性

SEC通常被认为是低效的执法者,因为它是一个庞大的官僚机构。官僚机构往往由严格的等级制度支配,规避风险并依靠广泛的正式程序来控制决策。与官僚结构一致,SEC的执法受到广泛审查程序的约束。直到最近,发出正式传票以展开调查的决定还必须得到SEC专员的批准。而且,经过调查,执法行动的潜在目标可能会收到韦尔斯通知(Wells Notice),告知采取执法行动的可能性以及有机会准备韦尔斯申请(Wells Submission),来争辩指控的无根据性。当SEC执法人员完成调查后,委员会成员必须批准执法人员在花了很多时间来阅读材料以了解案例后所做的任何执法决定。

美国政府问责局2009年的一份报告指出,SEC的“执法人员认为内部案件审查系统的负担减慢了案件处理速度,并形成了规避风险的文化”。随着执法案件必须经历SEC审核流程的每个步骤,监督人员必须花时间了解此案并将有机会提出异议。在此期间,会经常发生人员更替,由于新员工需逐步熟悉此案,这就会导致额外的时间延误。评估复杂案件所花费的时间可能会降低案件的发展势头,而使名义上的解决方法成为最有吸引力的选择。过度的拖延会减少工作人员的主动性,并最终减少执行案件的影响力。与官僚机构打交道的挫败感致使SEC很难吸引和留住最有能力处理创新性原则执法的精英律师。

经常有人指责SEC倾向于规避风险,而判断依据部分源自其所提起的执法案件数量。鉴于其规模和管辖权相对较大,SEC有望产生一定数量的执法成果。通过提起规则执法案件,SEC可以轻松制造大量案件。虽然重大的原则执法行动可能会产生很大的威慑力,但行动的效果可能尚不清楚。故当考虑到原则执法所涉及的风险和时间成本后,SEC将执法重点放在简单明了且可能很快解决的规则执法案件上就显得十分合理。

但需要承认的是,SEC的官僚化结构并不仅仅是负面的。实际上,基于SEC的使命,其许多安排其实都有着一一定的必要性。而SEC之所以庞大,是因为它有责任去监管全国性市场。SEC

的规模和资源使其可以组建各个方面无与伦比的证券监管专家小组。对案件进行多层次审查有助于确保执法手段的统一性并能够反映 SEC 的专业知识。同时，一些学者指出，审查过程可以减少可能影响 SEC 人员的认知偏见。

同时，这种结构限制了 SEC 快速果断采取行动的能力，这也许会导致 SEC 有时倾向于将重点放在规则执法上而不是原则执法上。由于其简单性，规则执法的案例更有可能幸免于多层审查。即使存在案件处理延误或者原始处理者中途离开的情况，但规则执法案件也不会很难转移到其他人员手中。鉴于 SEC 的官僚化结构和工作使命，其有时可能会合理地选择将重点放在规则执法而非原则执法上。

2. 作为专家的 SEC

除了规模问题和官僚主义外，SEC 还扮演着行政角色，这使得根据富有争议的价值观原则采取激进行动就变得困难。SEC 是一家独立机构，并被期待是保持无党派状态的。作为专业的监管机构，它有望散发出胜任力和专业精神的光环。除了执行职责外，SEC 还发挥着市场监管职能，而市场健康状况对国家经济至关重要。必须将执法的任何好处与该行业的执法成本进行权衡。为了履行其使命，SEC 的监管方法必须平衡并扎根于专业知识。结果是，对于那些很有可能引发争议的价值判断行为，SEC 将承担重大的执行风险，这也降低了其进行原则执法的意愿。

如前所述，公共选择理论的拥护者认为 SEC 是代理机构捕获的受害者。SEC 被迫对具有政治影响力的大公司做出回应。SEC 执法人员可能希望建立联系，以促进未来私人部门的就业，且不想疏远有权有势的行业成员。这些趋势可能会通过主要针对小型新兴的以及没有资源来实现复杂合规要求的公司采取突发性执法行动来影响 SEC 保护大型公司免受竞争威胁。

不可否认的是，SEC 承受着政治压力，而公共选择理论也仅仅讲述了故事的一小部分。SEC 是一家独立的机构，拥有强大的文化，可以使其在某种程度上抵制政治压力。很难说执法律师可以在不积极进行证券执法的情况下为自己赢得声誉。确实，SEC 具有悠久的实施开创性证券执法的历史。此外，公众会仔细审查 SEC，因此执法力度不佳可能使其容易受到批评。

虽然 SEC 必须在强大行业的约束下采取行动，但有时行动迟缓很可能是由于专业知识的谨慎性而不是被行业腐败俘获所导致的。由于其作为专家行政监管者的角色，SEC 必须权衡成本和收益以使其决策更具合法性。市场稳定性问题可能与采取积极的执法行为相冲突，SEC 更是要必须同时解决这两个问题。结果是，SEC 有理由避免创新性的原则执法而将精力集中在争议较小的规则执法之上。

3. SEC 的执法时期

由于其官僚机构的局限性以及专家监管者的作用，SEC 执法通常以重要的原则执法时期为特征，其后的时期是其体制局限性限制了执法工作。本小节简要介绍了 SEC 执法的一些主要时期。SEC 在成立初期通过在两个主要领域的原则执法建立了基本的执法框架：内幕交易和反海外腐败贿赂。禁止内幕交易需要扩大 10b-5 规则的禁止欺诈的范围，以涵盖不符合普通法对欺诈定义的市场交易行为。10b-5 规则中禁止内幕交易的第一个官方声明来自 SEC 对 Cady Roberts 公司的行政命令。SEC 在 SEC 诉 Texas Gulf Sulphur Co. 一案中寻求并获得了 10b-5 规则的解释权，多年来，其不断突破内幕交易法的界限。

1970年代,SEC成立了新的执法部门追查公共公司向外国官员支付的可疑且未在公开信息披露文件中所反映出来的款项。尽管没有SEC规则直接禁止此类付款,但SEC辩称这些款项违反了充分准确的信息披露原则。SEC的努力引起争议,因为这些小恩小惠显然并不重要,至少它们不足以显著影响财务业绩。而且,此类实践可以说与行业惯例是保持一致的,而SEC的原则执法行为无疑挑战了行业的既有价值观。

这些早期的原则执法工作引起了强烈反响,因为一些著名批评家强调了SEC以“执法推动监管”的方式来助推原则执法。评论家坚持认为,SEC在制定法律时应更多地依靠规则制定而非执法行动。他们认为,原则执法并没有向工商业提供一个预测,即哪些行为是被禁止的。也许是警惕到这种批评的存在,如下所示,可以说SEC在原则执法上变得更加谨慎。毕竟,与其提起会引起争议的创新型案例,SEC可以简单地通过一项规则,禁止在未来实施此类行为。

尽管采取了创新性的执法措施,但在其大部分历史中,SEC通过原则执法来实施重大制裁的能力是受到限制的。多年来,SEC只能寻求禁令救济和小额罚款,导致一位评论员将其工作人员描述为“抖抖手腕”。因此,即使SEC所实施的法规措辞较为宽泛,但SEC的执法看起来更像是有争议的规则执法,而不是有争议的原则执法。

自1990年获得对违反证券法行为实施民事罚款的一般权力之后,十年来,SEC对大公司只零星地使用了此项权力。一项研究发现,从1997年到2002年,SEC执法行动中公司的市值要远低于证券集体诉讼的公司市值。SEC可能一直将重点放在相对较小的公司,这些公司更有可能实施明显的违反规则行为且抵抗力较弱。

SEC长期以来以和解案件金额相对较低而臭名昭著,对于这些案件的处理要么很快,要么经过多年的不确定性调查。这种方法反映了以类似于规则执法的低风险方法来实施原则执法。随着时间的流逝,涉诉案件逐渐变得模糊不清,被告更有可能同意和解。与其通过冗长的诉讼来确定嫌疑对象是否出于故意行事,SEC可能会将不当行为定性为违规行为,这仅需名义上的罚款。最近,随着2000年早期开始的金融欺诈浪潮,SEC开始针对更大的公司施加更多重大处罚。但是,新的原则执法时代是SEC经常对纽约总检察长提起的原则执法诉讼做出的被动反应。经过一段时间的加强执法后,SEC发现自己所实施的严厉处罚经常受到批评,作为回应,SEC试图限制可能受到处罚的情况。批评的结果是,这阻碍了对更复杂案件的追究,阻碍了那些新颖的法律推理方法或者具有整个行业影响力的方法的使用,转而赞成那些被认为更常规或更可能获得委员会批准的方法。换句话说,SEC从原则执法转向规则执法。执法政策的这种反复表明,SEC难以维持足够的原则执法工作。诸如SEC之类的监管执法者本愿意原则执法,但由于其机构限制,常常会发现自己无法有效执行。

(三) 公共价值的执法者

当激进的执法者指出公共价值挑战行业标准时,一些最有争议的原则执法就将产生。联邦检察官和州检察长有时依靠自己作为人民代表的权威,将个人意志注入证券执法活动。尽管这些公共价值执法者更容易受到政治影响,但他们不像SEC那样受制于人,也不受同一官僚机构的约束。

1. 联邦检察官

联邦检察官在证券执法中发挥了重要作用。在 1980 年代，联邦检察官针对著名被告提起重大内幕交易案诉讼。在 2000 年代，联邦检察官在涉及大型上市公司，例如安然、世通和阿德菲亚的证券欺诈诉讼中成功应对，并最终使个人定罪。同时，一些最冒险、最重要的原则执法就是通过联邦检察官起诉发生的。

联邦检察官有能力去追求（实施）原则执法，因为许多刑事法律措辞都是宽泛的。此外，联邦检察官在证券法范围内从事规则执法的能力有限。联邦检察官只能针对能够证明犯罪意图的最恶劣行为提起证券诉讼。对规则的无心之过不足以构成诉讼条件，因为与证券法有关的联邦诉讼将始终涉及对被告的动机进行密集的事实调查。

由于没有像 SEC 那样对证券市场制定规则的权力，联邦检察官无法通过简单的规则制定来增加对不当行为的处罚。故联邦检察官对监管框架的投入不大，并较少受以下论点的约束：对不当行为的适当补救措施可以简单地通过一条规则加以实现。当然，联邦检察官可能会觉得有必要尊重 SEC 的专业知识，但是当有明确证据表明违法者行为恶劣时，这种尊重就不再可能。实际上，SEC 经常将案件移交给联邦检察官，因为他们认识到后者有能力寻求更大的制裁，并且具有审理案件的技巧。

与 SEC 相比，联邦检察官更少被俘获。联邦检察官没有证券业不断施加压力的负担，也没有全国性的证券监管责任。他们没有负担鼓励资本形成和照看行业稳健性的压力。联邦检察官比 SEC 更加多元化，因为其成功并不仅仅取决于他们是否被视为公平的证券监管专家。此外，联邦检察官具有不受政治影响的独立文化。尽管有些联邦检察官有政治野心，但当他们确定自己有案件可以在审判中胜诉时，在大多数情况下，联邦检察官只对程序特别关注。但这并不是说联邦检察官不会越轨，大量证券欺诈调查引起的妨碍司法公正的刑事定罪被翻转就证明了这一点。

由于专注于证券执法的部门很小，联邦检察官比 SEC 更为灵活。较小的群体可能会从成功执行案件中获得更多好处，因此联邦检察官可能更愿意调查和制定原则执法行动。规模较小的组织可能等级较低，使员工、律师可以快速访问决策者，并对寻求有趣案件的律师更具吸引力。确实，联邦检察官以寻求处理涉及精英被告的案件而闻名，这些案件案情复杂，颇具挑战性和职业价值，他们可能会采取更加有力的辩护。如果该小组以提出有趣且重要的案件而闻名，那么它可以招募最有能力进行原则执法的精英律师。

依靠刑法的力量，联邦检察官可能会专注于维护公共价值观，而不是遵守行业标准。尤其是刑事法规通常在各种禁令中表达公共价值观。刑事法规往往用词过于笼统，它们赋予联邦检察官在打击严重不当行为方面拥有重大酌处权。因此，联邦检察官经常将自己视为代表人民执行法律的律师。

尽管与自律组织或者 SEC 相比，联邦检察官可能更愿意进行原则执法，但刑事责任的高标准极大制约了联邦检察官原则执法的能力。因此对刑事不当行为的制裁可能很高，联邦检察官在没有最明显过错证据的情况下行使权力的能力是有限的。证券法案件往往涉及复杂的事实，这就很难将某些案件向陪审团解释清楚。因此，联邦检察官只能追究数量有限的原则执法案件。

当然，刑事制裁的严厉性会导致被告，尤其是公司被告进行辩诉交易。过于激进的联邦检

官则可以利用这种手段不公平地向规避风险的被告进行“敲诈”。另一方面，个别刑事被告人有通过审判对刑事案件进行抗辩的动机，因为即使是和解也可能需要服刑。证券欺诈往往涉及富有的人，有充足的资源去反抗定罪。尽管刑事标准很高，但联邦检察官还是愿意受理棘手的证券执法案件，以维护公共价值，即使在审判中存在重大的败诉风险。在承担这种风险时，联邦检察官仍表明自己是原则执法者。

2. 州检察总长

在不同的时期，州总检察长都提起过重要的证券执法案件。纽约总检察长在2000年代针对研究分析师和共同基金行业采取的原则执法行动是众所周知的，并且在更早的原则执法中存在颇为努力的先例。正如亨利·曼恩（Henry Manne）在1966年写道：纽约总检察长根据最简单、最简短的证券法规则行事，而SEC则在最复杂、最详细的系统下运行，以起诉欺诈性股票操纵者，二者之前经常发生竞争。

州检察长在证券执法的许多方面都类似于联邦检察官。像联邦检察官一样，州检察长没有制定规则的权力，并且很大程度上依赖于措辞广泛的反欺诈法规，例如纽约州的《马丁法案》。像联邦检察官一样，州检察长也不是主要从事证券监管业务，很少被证券行业俘获。像联邦检察官的内部证券监管部门一样，州检察长的内部证券执法部门往往相对较小，与分层式官僚机构中的执法部门相比，行动速度更快，但也承担着更多的风险。像联邦检察官一样，州检察长将自己视为寻求正义的人民律师，而不是管理规章制度的专家。

也许联邦检察官和州检察长之间的区别主要在于州检察长有能力通过民事诉讼进行原则执法。结果，他们负担得起的费用比联邦检察官刑事案件的原则执法受到更大的限制。因为制裁是民事的，而不是刑事的，减少的举证责任使州检察长可以拥有更大的自由裁量权起诉那些证据可争议的案件。

由于州检察长经常面临选举问题，因此他们比联邦检察官更容易受到政治因素的影响。原则执法可能比常规规则执法更有效地获得宣传。在民粹主义情绪高涨的时代，州检察长可以通过积极对那些不受欢迎的公司实施执法活动来迎合公众。同时具有提起刑事和民事诉讼的双重能力，可能导致州检察长利用刑事制裁的威胁来勒索民事解决方案的通过。政治执法者将从成功的执法行动中获得政治利益，而不一定承担原则执法的所有成本。另一方面，州检察长在追究原则执法案件时可能因自身的政治野心而变得过于谨慎。如果证券业在州政治格局中颇有影响力，那么该州的司法部长可以选择不与该行业进行对抗。

州检察长的意愿就像联邦检察官一样，并且有能力进行原则执法。州检察长更有可能承担比联邦检察官更高的风险，因为他们有能力提起民事诉讼，但也确实比联邦检察官更容易受到政治影响。

（四）企业家类实施者：证券集体诉讼律师

许多证券执法，特别是欺诈执法，是通过私人集体诉讼发生的。集体诉讼律师是企业家的执法者，愿意投入资源来追求不当行为的创新理论。出于可能收取较大额外费用之原因，集体诉讼律师比公共执法者更愿意承担复杂的原则执法诉讼费用和争议。许多企业家执行者还认为自己在捍卫公共价值观，尽管获利动机有时会导致他们不公平地假定被告以最黑暗的动机行事。

企业家类执法者通常能够迅速而积极地采取行动。尽管一些集体诉讼中的律师事务所规模很大，但大多数集体诉讼律师都是为小型律师事务所工作的，通常不必通过多层官僚机构来提起诉讼。由于企业家类执法人员通常只有在胜诉后才能获得报酬，并且没有传票权，他们无法在提起诉讼之前找到“冒烟的枪”（指直接证据），从定义上讲，他们几乎都是风险偏好执法者。与公共执法者不同，公共执法者的激励动机可能是为了公共利益，而企业家类执法者则受经济利益驱动。的确，证券集体诉讼律师往往因竞逐寻找下一个案件而臭名昭著。

利润动机的社会效益是企业家类执法者愿意承担成本来弄清事实并为一个原则执法案件提起诉讼。企业家类执法者会从较高的和解或判决中获得很大一部分，这使他有动机提起诉讼，直到对方屈服、妥协为止。相比之下，政府证券执法者可能对快速和解方案感到满意，即使该和解方案对于政府部门来说收益较小，因为后者不会从更高的和解方案中获得金钱利益，收益大小主要根据所解决的案件数量多寡来判断。

在某些情况下，愿意对案件进行多年诉讼直到达成重大和解方案的意愿对于有意义的原则执法来讲可能是必不可少的。诚然，几乎所有集体诉讼均已得到和解，但证券诉讼和解未必能传达出明确的信息表明所争议的行为违反了一项证券法原则。但是，和解金额的确传递了一种有关违规性质的信号。快速、名义上的证券和解往往传达出的信号是不端行为仅是技术上的违规。另一方面，重大和解可能意味着指控是有根有据的，且同时很可能违反了一项原则。关于安然公司和世通公司数十亿美元的证券集体诉讼就是和解的典型例子，这些和解花费了数年的时间才得以实现，表明了基本索赔的价值。当然，某些和解之所以重大，部分原因是与案件价值无关的因素，例如潜在的赔偿金额或希望摆脱拖延了多年的案件，但鉴于和解规模的广泛分布，那么确定一个案件是否重大的一个因素可能就是案件的价值。

企业家类执法者不仅将大量资金收入囊中，而且还提起了试探法律界限的诉讼。集体诉讼律师试图根据 10b-5 规则将集体诉讼责任扩大到“守门人”被告身上的努力遭到了挫败，但这也导致了数十亿美元的和解。在世通案中，集体诉讼律师赢得了一项裁决，在储架发行注册情况下对承销商尽职调查义务施加了高标准，最终在一个鲜有诉讼的领域建立了规则。

同时，更为重要的是要认识到集体诉讼律师会以自己的方式规避风险。企业家类证券执法者有动机以最少的价格去解决案件，以免案件被驳回时一无所获。企业家类执法者也可能选择涉及明显支出的案例。例如，集体诉讼律师经常提起的私人诉讼与 SEC 等公共执法人员提起的早期指控相类似。

尽管可以说企业家类执法行为部分表达了公共价值，但利润动机所衍生的缺点是它刺激了对被告施加不合理高标准行为的动机。故主要问题不再是企业家类执法者是否会提起完全没有根据的案件，而是企业家类执法者几乎永远不会将怀疑所带来的好处交给被告。企业家类执法者有经济动机去假设，任何欺诈证据都支持着最坏的事实，因此可以强迫被告去进行和解。当执法人员对某一行业的动机总是进行猜测时，那么执法人员有动机把任何错误都视为表明存在欺诈，并以此为由来审查该行业的证券行为，最终的结果是企业经营难以维系。

相较于 SEC、联邦检察官和州检察长等政府执法人员，企业家类证券执法人员也处于不利地位，因为他们无权在提起诉讼之前调取文书。结果是，在他们所提起的诉讼过程中，更容易存在重

大错误的风险。从本质上讲,许多案件是在驳回动议阶段决定的,那时案件事实还未得到充分发展,驳回动议被拒绝后达成的解决方案可能仅反映了避免诉讼成本的经济决定。与和解结果相伴而生的是,除了表明存在欺诈的可能性外,集体诉讼对原则执法可能没有多大作用。利润使集体诉讼律师有动机去专注于那些资源密集型案例,但也会激励人们在审查行业行为时对人性过分悲观。

五、证券执法中的竞争性价值观

正如第四部分所明确指出的那样,不同的价值观激励着执法者和影响他们实施原则执法的方法。当前的多个执行者体系反映了多元化的方法。本部分进一步确定、描述和对比了影响证券执法的价值观,并讨论了这些价值观之间的潜在冲突。

(一) 执法的价值

至少有三类价值观可能影响并通过证券强制执行来表达:(1)行业价值;(2)监管价值;(3)公共价值。尽管任何分类都是人为的,但检验这些价值应该有助于诠释原则执法的不同方法。

1. 行业价值

行业可能会对监管计划产生重大影响。一个行业对其内部实践的了解要远比外部监管者强很多。由于行业具有专业知识且将某些监管职能委派给该行业可能具有成本效益,故监管机构将在某些问题上正确地服从该行业。一个行业有动机去执行、制定游戏规则,以定义可接受的行为。植根于行业价值的执法方法将在定义原则执法时,既重视可预测性,也重视对行业标准的遵从。

(1) 可预测性

证券监管框架应尽其所能地具有可预测性。公司需要知道哪些行为会被禁止,以便他们可以相应地组织其行为。大多数公司都遵守法律,并希望避免与监管机构发生冲突。如果监管体系变得不可预测,那么行业参与者可能不愿承担必要的风险。因为在经济危机时期,他们经常被当作替罪羊,公司将发现可预测的特定法规限制了雄心勃勃的监管者的自由裁量权,使其具有吸引力。

执法系统可以通过专注于规则执法来实现可预测性目标。公司可以通过投资合规性措施并认真关注规则的特定要求来增加其行为符合规则的可能性。如果不时有失误,制裁也将相对温和,并且可以看作是做生意的正常成本。虽然合规对企业而言是一个负担,但对于高度受监管的证券业而言,合规是必不可少的。只要还可以预测,公司就可以容忍此种成本。

相比之下,原则执法可能会引起业界的不信任,因为它具有潜在的不可预测性。如前所述,在什么行为是被允许的方面,原则比规则给予更少的指引。广泛定义的原则可使监管机构有能力针对灰色地区的行为建立案例。雄心勃勃的监管机构可以运用原则执法来迫使公司进行大数额和解——原因在于上市公司几乎永远不会冒险审判。行业将倾向于定义广泛但未强制执行的原则,不喜欢处理构成实质性惩罚基础的原则。因此,一个行业很可能会推动制定特定的、可预测的规则,或者将其与未强制执行的原则相结合。

在一定程度上需要原则执法的情况下,从行业的角度来看,宁愿以可预测的方式解释原则。例如,虽然《2010年FINRA规则》要求FINRA成员按照“高商业荣誉标准和公正公平的贸易原则行事”,但在某些人看来,它是一项应主要与特定规则结合执行的规定而不是建立了一项独

立的责任基础。此观点反映了可预测性的行业价值。

(2) 行业标准

除了可预测性之外，行业还更喜欢根据行业标准判断的执法体系。任何有名望的行业参与者都将了解这种做法，并告知其可接受或不可接受的内容。那些局外人看似不能理解的行为，从行业的角度来看可能实际上是必要的或符合经济性的。符合行业标准还可以作为可疑行为不能反映欺诈意图的证据。以行业价值为指导的原则执法很可能会遵循行业惯例。

规则执法对行业具有吸引力，不仅因为它更容易预测，还因为它经常反映出行业惯例。规则解决与行业相关的特定问题，并且通常受行业影响。一旦采用，规则就可以成为该行业特殊语言的组成部分。诸如公司何时必须提交注册声明，经纪人何时必须获得许可以及经纪人的资本储备等问题，基本上是那些参加或计划加入该行业的人所关心的。很少有证券业以外的人士对了解此类规则的具体内容感兴趣，而违反这些规则对外部人士而言也不会引起太大兴趣。

规则规定了行业参与者应了解并遵循的明确要求，而规则执法有助于确保被规制对象总体上遵循证券法规则。作为区分胜任者和不胜任者的一种方法，证券法规则体系可能对更强大的行业参与者具有吸引力。尽管在某些情况下，规则可能是维持行业垄断权的一种机制，但在许多情况下，规则还可能助推行业行为的高标准。

新型治理文献强调了行业标准在定义监管方案中的有用性。正如克里斯蒂·福特（Cristie Ford）所描述的那样，“新治理方法的基本组成部分是监管，它是由私人行为者自下而上、分散化、水平横向的实践过程所告知和支持的”。新治理学者认为，当行业与监管机构之间的协作利用行业的专业知识时，监管将更加有效。长期以来，对行业标准的依赖一直是证券监管的一部分，并应继续产生影响。

受行业价值影响的证券执法方法不会完全消除有意义的原则执法。原则执法的方式反映出对于把持行业专业水平做法之关注。例如，经纪交易商要遵守措辞广泛的适用性要求，要求他们评估客户的需求。如前所述，2010年规则表明了对“高商业荣誉标准和公正公平的贸易原则”的关注。承销商、董事和审计师可以对根据1933年《证券法》第11条提起的证券诉讼进行辩护，前提是他们进行了尽职调查，而这一概念就是针对行业惯例而定义的。因此，以行业价值观为指导的原则执法仍将对行业行为产生重大影响。

另一方面，当行业实践的发展方式偏离了可接受的社会规范时，由行业价值观激发的强制执法方法可能会变得不够充分。行业执法可能不够主动，无法在问题流行之前就消除有问题的行为。执法人员应警惕不法行为者以行业惯例为由而提出的防御措施，作为可疑行为免责的借口。不可避免地，在某些情况下必须根据外部价值对行业行为进行审查。

2. 监管价值

证券业受广泛的监管计划约束，而该计划是规则执法、原则执法之间的巧妙结合。监管执法的独特之处在于，监管机构不仅必须履行其执法职责，而且还必须在执法与监管计划的其他问题之间取得平衡。在执行广义的证券法原则时，监管价值方法倾向于强调两个因素，即：一致性和监管政策。

(1) 一致性

SEC等监管机构不仅负责执法,还负责使用各种工具管理全面的监管计划。监管执行者必须努力与监管制度的其他方面保持一致。此外,每个监管执法案例都应努力与其他监管执法案例保持一致。监管者的一致性反映了其专业知识和连贯的政策。

在证券监管中,原则执法发生在一系列广泛的规则中,随着时间的推移,在专家和行业的投入下构建起一套规则体系。建立规则体系是一项复杂且成本高昂的工程。行政机构必须学习与行业问题相关的专业知识,以确定需要确立一条新型规则。规则的实质内容需要经过公示和社会评议过程。行政机构必须制定规则,以反映其所积累的规则知识。

考虑到规则制定所付出的努力和过程,规则执法具有合法性,而原则执法可能没有这种合法性。原则执法的过程不受制于规则制定的公开审查程序。许多人认为在个别情况下通过执法进行监管是制定全面法律的一种错误方法。这种观点产生了以与规则的特定性质相一致的方式来狭义解释证券法原则的外部压力。该论点可能是,如果监管机构可以通过实施措辞广泛的原则来规避规则制定过程,那么拥有规则系统就毫无意义。

由于希望始终如一地适用法律,强调监管价值的方法可能不鼓励采用创新性的证券法原则。监管者可能会深陷自己过去的做法和立场,因此可能会采取过于谨慎的态度。对一致性的需求在一定程度上激发了SEC官僚化的动机。具有多个审查级别的层次结构有助于阻止监管者在其执法工作中随意采取行动。规则执法可能被认为是更客观和一致的,而原则执法则被认为是主观的和偶然的。最终,尽管对于执法人员来说一致性可能是必需的,但对一致性的关注会限制执法工作的有效性。

• 259 •

(2) 监管政策

与任何行政机构一样,SEC等监管机构很可能以反映其总体监管政策的方式来解释原则。特别是,SEC必须考虑其规则和行动是否能保护投资者并“促进效率、竞争和资本形成”。执法本身不是目的,而是可以用来塑造行业行为的一系列措施之一。与原则执法相反,规则执法几乎总是可以与监管政策联系在一起。规则的特殊性通常反映了基于监管机构与业界就理想规则进行的协商所达成的共识。通过规则执法,监管机构可以实施促使此类规则通过的政策。为了使规则体系更具有意义,规则执法是必要的。如果企业可以在不担心制裁的情况下违反或忽略这些规则,那么建立规则体系就毫无意义。

原则执法也可以服务于监管政策。通过惩处身处法律灰色地带的行为,监管机构可以向企业传达这样一个信息,即企业需做的不仅仅是遵循内容明确的法律规则。积极的证券执法实际上发挥了执行鼓励市场诚信政策的效果。另一方面,执行主体可能会争辩说,鉴于监管机构未能充分定义相关规范,更好的监管对策可能是原谅该行为并通过一项规则,明确表明将来禁止此类行为。

原则执法可能与监管机构必须考虑的其他问题紧密相关。SEC负责促进高效、健康的证券市场。捍卫执法行动的成本会消耗公司的资源并可能造成市场动荡。监管制度可能与其他制度之间发生竞争,后者可以提供较少积极性的执法手段来诱使企业。这种相互竞争产生的不良实例是SEC因通过积极执法寻求重大处罚而面临批评。批评者认为无辜的股东承担部分此类罚款的成

本，因此此类罚款的成本是没有必要的。这些政策考量也是 SEC 制定执法方法时必须考虑的。

3. 公共价值

尽管受行业和监管价值观激励的执法方法侧重于内部问题和政策，但一些执法者认为他们的工作是以可能在行业和监管体系之外的含义来实施公共价值观。一个公共价值观的执法方法要求公司预见其行为应遵循社会规范。

(1) 预期的负担

虽然行业价值观强调执法的可预测性，但大多数监管制度要求被监管者期望监管者行使其自由裁量权来应用更广泛的原则。如前所述，原则执法的成本和争议将使一些监管机构不愿进行证券执法。没有任何一个规则制度是全面的，因为构建一个全面的规制框架成本高昂，而且也将对行业施加过多的任意约束。在监管像证券市场一样复杂且日新月异的行业时，使用措辞广泛的证券法原则可能会很有用。在原则执法的框架下，证券法规则将显得简单，因为监管机构不必预测各种形式的潜在不当行为。

但是，原则执法也是有代价的。他们要求企业预见其行为是否会与措辞不一的规定相抵触，这些措辞可以根据不同的价值观进行解释。对于 SEC 前主席兼哥伦比亚大学法学教授威廉·卡里（William Cary）而言，证券法和公司法具有以下基本要素：可预期性。卡里辩称，公司及其律师不仅应接受舆论对法规的影响，而且应预见哪种行为会引起公众的强烈抗议，从而引发强烈反对。尽管一个行业宁愿按照自己的做法和它所博弈而生的监管政策来进行运作，但任何监管计划都必须受到事后强制执法的影响。卡里的方法实际就是一种可预期的方法论。

如果根据行业惯例和监管政策来解释证券法原则，则证券法原则要求的预期程度会降低。受监管的公司可以检查这些做法和政策以了解该原则的含义。当由不尊重行业规则和法规含义的执法人员来参照更广泛的价值观对证券法原则进行解释时，那么预测性就会变得困难。

(2) 社会规范

公共价值观方法不仅需要符合业界的可预测性，也将推动根据社会规范而不是仅基于行业标准来解释原则。公共价值观方法将原则视为社会常识、道德的反映，而不是复杂的监管技术框架。禁止欺诈、信托人违反职责以及自利行为不仅是证券监管的一部分，还反映了普通法中所存在的共同社会规范。公共价值观方法将原则执法视为确保社会价值观的重要途径。

此外，公共价值观方法将倾向于根据案情分别审视每个案例，而不是评估其在更广泛的监管框架中的地位。当行为人故意违反社会规范时，成本效益分析就显得不那么重要了。在某些情况下，此类规范将胜过行业标准和监管政策引发的关注。在公共价值观方法下，原则执法可以表达除了监管之外，具重要意义的某些价值，例如谴责欺诈和禁止不当得利。

通过原则执法来推行公共价值观可能会引起争议，因为它破坏了基于行业和监管价值所生的共识。民粹主义可能会助推体现公共价值观的原则执法，但这将导致不公平，因为特定群体只会选出他们认为符合行业标准的行为。另一方面，通过制裁最严重的不当行为，民粹主义也可能被消除，从而表明可以通过现行法律原则而不是改变整个监管基础架构来解决市场中的腐败问题。

(二) 平衡的难题

现在可以假设，任何执法系统都应考虑前述三种价值。但任何重视这三种价值的系统都将遇

到价值观相互冲突的情况。当原则执法面临是否提起诉讼以及调查资源的配置问题时,这些紧张关系尤其可能发生。

在许多情况下,所有人都会认可证券行为需符合行业标准、监管政策和公共价值观。我们完全可以预见,窃取客户资金会违反证券法规则和证券法原则以及行业价值观、法规和公共价值观念。对这种行为进行严厉制裁不会引起争议。确实,执法人员经常协调工作以解决大家一致认为应制裁的行为。

另一方面,在强调可预测性的方法与强调公共价值观的方法之间也存在根本张力。在某种程度上,当行业价值方法占主导地位时,人们将不再强调可预见性将如何应用于新的不当行为。在某种程度上,当公共价值观为主导的方式时,人们将不再强调建立一个稳定的制度。一个强调监管价值的方法可能身处行业价值和公共价值之间,秉持中间立场。但当考虑到监管一致性的需求时,那么可预测性与行业期待之间的冲突就无法解决。

在经济动荡时期提起执法案件的压力可能会强化价值观的分歧,但也有可能强化规制方法之间的统一性。政治压力可能会促使人们更积极地主张公共价值观反对行业行为。在不断变化的社会规范中,行业或监管路径可能被视为过于谨慎。另一方面,执法人员则最有可能同意在经济困难时期采取必要行动。

如果涉及行为发生在适用规则未明确涵盖的灰色区域中,则可能会发生执法冲突。例如,如前所述,会计准则赋予管理层在准备财务报表时的重大酌处权。会计处理可以说与该行业过去所做的事情一致,但也可能是欺骗投资者的计划。监管方法可能会询问其他监管声明是否禁止了该行为和执法是否会促进更广泛的政策。公共价值观方法将更积极地制裁与社会价值不符的行为。

在决定是否提起诉讼以及制裁的适当性方面,各种方法都可能有所不同。行业价值方法可能会争辩说,该行为与行业惯例一致,因此不应作为证券执法的对象。监管政策方法可能会认为执法仍然是适当的,但是鉴于法律的不确定性,故应仅施加最低限度的制裁。采用公共价值观的方法可能会辩称,被告应预料到该行为的错误性,因此重大制裁是适当的。

证券执法方法之间至少有两种发生冲突的方式。首先,当不同的执法者试图就同一行为提起诉讼时,直接冲突就将发生。在采取何种制裁类型才是合适的这一问题上可能会引起争议。受公共价值观方法影响的证券执法者可能会认为,与由行业价值方法指导的证券执法者相比,应采取更高的制裁措施,后者可能赞成采用更为合作的方法。其次,当一个证券执法者提起诉讼而另一个证券执法者选择不提起诉讼时,则会出现更为间接的冲突。提起诉讼的决定可能被理解为破坏了选择不行使酌情权提起诉讼的证券执法者的政策或权限。

执法方式不仅在提起诉讼的决定上有所不同,而且在调查决定方面也有所不同。很少有执法者会允许有充分证据证明存在不当行为的案件无需采取行动即可终止。原则执法可能会在决定如何部署调查资源以开发建立违反原则的必要事实方面表现出更为关键的差异性。行业价值观方法可以简单地从行业角度对价值进行解释,而无需花费大量资源来验证此类解释是否有效。监管价值观的方法将更具怀疑性,但也可能会对将调查费用强加给一个行业保持警惕。在寻找不当行为的线索时,采用公共价值观的方法可能是最积极的,但是对于就调查目标所需花费的费用也可能不太敏感。

尽管证券执法的动机不尽相同，但执法者之间是可以共存在。但在某些困难的情况下，由于执行者会受到不同价值的影响，因此也有可能无法确定适当的规制方法。在这种情况下，提起诉讼或施加制裁的决定可能会在执法者与激励其采取行动的价值观之间产生冲突，部署调查资源的决定也会发生冲突。集中式执法与分散式执法之间的选择从根本上讲就是消除、管理或允许发生此类冲突。

六、三种证券执法模型

此前，本文讨论了通过合并或加强对执法者的监督来集中证券执法的提议。可以说，目前有三种证券执法模型：综合执法、监督执法和分散执法。每个模式都反映了不同程度的集中化。在本部分中，笔者将根据规则执法与原则执法之间的区别来分析这些模型以及先前讨论的竞争性执法价值。这三种执法系统在对于多个执法价值的容忍度方面存在本质差异。

（一）综合执法模式

在综合执法模式下，由一家而非多家执法机构来进行执法。这种合并式执法的吸引力在于它创设了一种由专家进行统一处理的执法方法。侵扰性诉讼可能会被最小化，当使用公共价值来质疑行业标准或监管制度时会产生冲突的原则执法也会最小化。专家监管者将利用规则制定、规则执法和原则执法来实施一致的监管政策。任何原则执法都可以符合行业价值观或监管价值观，因此是具有可预测性和一致性的。

这种执法权限被单一执法者垄断的危险在于执法往往只表达行业价值或监管价值。当行业实践以容忍不法行为的方式发展时，这种趋势将尤其成问题。行业监管者和规则执法者的反应可能太慢。自律组织执法者很有可能会违反行业惯例。SEC 可能不太愿意遵从行业惯例，但其官僚机构和作为专家监管机构的角色必须遵守一致标准，因此可能无法采取积极执法行动。结果是，在综合执法的模式下，行业行为和监管政策很可能将重点放在偏离公共价值观的地方。

此外，任何独占的证券执法者都将受到其特定制度约束。如 SEC 会因其官僚化结构和管理监管系统的任务而负担过重。行业自律组织的缺点在于其资助来源于行业部门。合并执法可能意味着调查和执法将具有更多缺乏创造力和主动性的统一特征。较小且更灵活的执行者可以消除不当行为，但这一优势也将消失。

如果对 SEC 的执法方式进行改革，使其可以更有效地进行原则执法，那么 SEC 作为独占的监管执法者将会更具吸引力。为了回应对其执法方法的批评，SEC 已采取措施降低官僚主义色彩，从而避免扼杀创新的调查和执法方法。委员会已将发出传票的权力委托给监督执法的律师。SEC 似乎也在努力重振其作为投资者倡导者的角色。目前尚不清楚这种转变是否会有所作为，但也许 SEC 作为投资者的倡导者会不太愿意表达公共价值。

尽管进行了这些改革，但对于 SEC 来说，面向那些有争议的执法时仍然困难重重。一些人认为，SEC 针对高盛的激进执法行动没有向机构投资者披露有关复杂抵押担保的某些事实，反映出其采取了新的执法方式。该案特别有争议，因为它涉及据称接受的行业惯例，受害者是老练的投资者。SEC 传统上一直专注于保护经验不丰富的投资者，而不是老练的投资者，因此 SEC 的

案例可以说与先前的监管政策不符。此案导致了重大处罚,更具争议性的 10b—5 规则指控被撤销,和解遭到五名 SEC 专员中的两位的强烈反对。尽管取得了成功,高盛案就是监管执行者在提出被认为与行业标准和先前监管政策不一致的原则执法案件时可能遇到困难的例证。

改变十分困难的另一个例证是,SEC 通过证券执法对上市公司施加重大处罚时所遭受到的批评。我们可能会看到,较大的罚款与 SEC 的监管角色不一致,原因有两个:首先,惩罚的大小往往是任意的,因此难以按照监管政策的要求以一致的方式实施。其次,罚款会浪费上市公司的资源,从而增加了重视效率的监管系统的监管成本。结果是,SEC 本身是否能够在充分进行证券执法的同时,还忠于其客观性、专家性及前后一致性的执法者角色是值得怀疑的。

在某种程度上,SEC 进行彻底的机构改革是不现实的。SEC 难以及时实施原则执法的部分困难源自每项执法行动都要求五名专员审查和批准。故不管多么勤奋,仍很难看到五名专员每年如何及时对数百项复杂的执法行动做出有意义的决定。但是,对于 SEC 等监管执行者而言,需确保监管政策的一致性,因而这种审查无疑是必要的。实质上分化 SEC 的执法权力将使其难以充当专家、法规执行者的角色。专业知识是要付出代价的,当缺乏主动执法的能力时,创新的执法行为就必须有其他来源作为补充。

(二) 监督执法

解决多个执法人员之间冲突问题的中间解决方案不是完全合并执法,而是赋予监管执法人员更大的权力来监督执法人员,尤其是企业家类执法人员。这样一来,证券执法体制可能达致最好的图景,即能够大力实施原则的分散式执法者,同时赋予监管者更大的权力来实施一致的监管政策。

监管的一种方法可能是赋予监管执法者更大的权力来定义、管理企业家执法者的法律。回顾格伦菲斯特的提案,SEC 将更积极地制定有关私人证券集体诉讼的法律。在某种程度上,格伦菲斯特的论据基于这样一个假设,即国会不愿采取行动实施有意义的改革。在格伦菲斯特的文章发表之后,国会和法院就私人集体诉讼制定了实质性限制。最重要的是,在进行证券集体诉讼时,企业家类执法者必须对证券专家(SEC)提出“强有力的推论”,否则该案将被驳回。如此高的恳求标准限制了企业家执法者根据可疑的欺诈假设提起诉讼的趋势。

但存在的问题是,在维持 10b—5 规则的形式为原则的同时,SEC 是否可以实施其他限制。对于格伦菲斯特提出的更多工作的建议,必须相信,可以通过特定规则进一步定义 10b—5 规则,而不会丧失其禁止欺诈的本质。在实践上,尤其是在 PSLRA 通过改革之后,制定规则的策略可能唯一的重要贡献就是从根本上消除私人诉讼行动。

另一种可能性是以更直接的形式来对企业家类执法者进行监督。与格伦菲斯特的提议相比,罗斯(Rose)的提议在筛选证券集体诉讼中将更直接地发挥作用。即使不使用规则制定权力,SEC 仍有权决定证券集体诉讼是否与监管政策一致。从某种意义上说,罗斯的提议将把对 10b—5 规则的解释权从法院委托给行政机构。该提议基于这样的假设,即 SEC 在筛查无用的案件方面比法院具有实质优势。

确实,正如格伦菲斯特的建议一样,罗斯的建议是大幅降低成本,SEC 将需要制定超出法院已经颁布的限制的其他限制。是否存在这样的限制值得怀疑。如果存在筛选案件的简便标准,则立法机关和法院将已经实施了这些标准。评估案情是一项内在的艰巨任务,这不是因为法院没有

SEC 拥有的专业知识，而是因为在发现前的筛选阶段，事实不明朗。尚不清楚为什么 SEC 在预发现阶段评估案件要比法院更好。

此外，罗斯的提案需要辅以对 SEC 官僚化的其他改革。如果 SEC 在处理自己的执法工作时难以及时处理案件，再加上每年两百次左右的集体诉讼，这样做就会更加困难。如果不能消除分散式证券执法的优势，那么可能使企业家类证券执法者不再服从 SEC 的官僚化作风。监督执法的建议有一个共同的信念：一个专业的行政机构可以塑造一个措辞广泛的原则，因此它的应用可以是可预测的和类似规则的。在不将原则简化为形式主义规则的情况下，是否有可能进一步的定义是令人怀疑的。而且，专业知识的应用带来了成本，增加了决策过程的官僚化。

（三）证券执法体系的权力下放

当前的分散式执法系统具有其优势，但也有其成本。多个执法者可以通过执法活动来表达全部价值，但是意见的不统一可能会干扰监管政策并不适当地破坏行业标准。然而，此类中断的程度可能是孤立且可管理的。

具有多个执法者的系统的优点是，它允许激进的执法，同时允许诸如 SEC 之类的监管执法者保留其监管中立的声誉。乔纳森·梅西（Jonathan Macey）将公共选择理论应用于联邦先发制人的问题，有助于构筑这一论点。梅西观察到，为避免在棘手的监管问题上引起争议，国会可能有动机屈从于州或行政机构，而不是先用联邦立法来取代它们。同样，SEC 也会鼓励其他执法者积极调查证券欺诈指控，并提起可能需要数年才能解决的案件。一个由多名执法者组成的系统可使 SEC 避免手忙脚乱，同时为其他监管工作节省了政治资本。通过委托给公共价值执法者和企业家类执法者，SEC 可以保留客观性和专业知识的声誉，并将不法行为者绳之以法。

另一方面，当公共价值执法者和企业家类执法者取得巨大成功时，监管执法者很难维持其中立身份。监管类执法者可能别无选择，只能跟随自己的积极努力以维持其信誉，从而破坏一贯应用于监管政策的监管价值。结果，公共价值类执法者和企业家类执法者可能会破坏监管政策。

有理由相信，这并非一个严重的问题。加大执法力度的压力主要来自联邦检察官和州检察长等公共价值执法者。尤其是在存在政治动机的情况下，一些公共价值执法者毫不害羞地大肆宣传自己的成功并批评 SEC。另一方面，公共价值执法者的积极执法仅限于某些情况，特别是当公众的注意力集中在市场上的腐败和欺诈时。当这些时期平安渡过，联邦检察官和州检察长将逐渐变得保守，不再激进。他们的业务领域并不主要集中在证券执法，因此联邦检察官和州检察长并不总是以破坏监管政策的方式主张执法权。政府监管者也可能回应公众的关注并对过度执法表示强烈反对。这种模式似乎表明，在公共价值执法者进行了一波激烈的活动之后，SEC 再次成为主要的证券执法者。

相反，企业家类执法者不太可能投入太多要求 SEC 采取行动。大多数证券集体诉讼的解决都需要花费数年才能完成，且通常还是在其他地方引起公众注意时。结果是，直接干扰 SEC 实行政策的可能性就很小。企业家类执法者的问题虽然很重要，但问题主要表现为系统成本而不是对监管政策的重大干扰。作为企业家类执法者的集体诉讼律师长期以来一直因寻求自身利益而不是客户利益或公共利益而广受批评。与公共价值类执法者不同，企业家类执法者没有缩减其执法

活动的奢望。在某种程度上,由于需要集体诉讼律师来维持其业务运作,总会有一些可疑的案情被提起诉讼。

理想的监管政策可能会消除不必要的费用,目前尚不清楚该系统的效率低下是否会妨碍监管执法者执行其工作的能力。此外,必须将系统的任何成本与企业家类执法者愿意投入大量资源来解决多年复杂案件的利益进行权衡。与消除多个执法人员相比,采取中间措施,例如由法院进行更积极的筛选,可能是管理企业家类执法者执法成本的更好方法。这表明 SEC 一直支持私人集体诉讼,作为对公共执法的必要补充。在主要的监管执行者看来,企业家类执法者并没有显著阻碍监管政策。

七、执法系统的比较优势

在集中式执法体系和分散式执法体系之间进行选择执法从根本上实际是在执法价值的一维和多维概念之间进行选择。是应该由一名执法人员以其专业的执法方法来控制证券执法,还是应该允许多个执法人员来表达更大的价值多样性?本文的贡献不是解决这场辩论,而是以一种比当前存在的多个执法者系统更丰富或更公平的方式来进行构架。从本质上讲,到目前为止,本文的论点是提出一种执法的比较优势理论。本部分更为全面地描述了该理论,并提出了一个两层的执法体系,以更好地利用执法者的比较优势。

如前所述,关于证券强制执行结构的辩论一直集中在过度执法问题上。这种方法的主要局限性在于不足以强调执法工作的质量差异性。如果说证券执法是统一的产品,那么垄断执法者的理由要比执法质量不同时强得多。

规则执法与原则执法之间的区别表明不同的执法者将以不同的方式发挥作用。原则执法取决于有效的事实发展,这不能归结为官僚体制。创设证券执法案例并非惯例性的工作,而是需要创造力、愿意冒险的精神以及相当多的运气。很难说,在制定有说服力的原则执法案例时,SEC 采取周密、程序的方法总是比其他企业家类执法者的方法更好。

可以通过强调执法人员带来的独特优势提出多个执法人员的实施方案。尽管执法者有时会争夺同一案件的公开和控制权,但在大多数情况下,他们通常会执行自己更适合的特定任务。行业执法者制定并执行行业规范。尽管行动缓慢,但大型官僚机构,如 SEC 以制定连贯监管政策的方式执法。公共价值执法者可以充分利用其不受监管负担影响的优点,灵活地警惕破坏社会价值的最恶劣的行为形式。受利润激励的企业家类执法者愿意与公司展开激烈的战争,后者坚持认为自己没有做错任何事情,从而掩盖了他们的复杂性。多个执法者的价值不仅在于促使 SEC 通过竞争采取行动,还在于他们拥有自己的执法方法,使 SEC 难以复制。

理论上,一个执法者可以执行所有这些任务,但比较优势经济学理论建议最好将某些任务委托给专家。对于 SEC 而言,将精力集中在规则执法和监管政策上可能会更有效率,而较小的冒险者则可以将精力集中在表达公共价值的原则执行上。原则执法的成本和争议可能会分散 SEC 的监管职能。通过将精力放在最擅长的方面,SEC 将能够更好地专注于履行其制定监管政策的核心职能。

证券执法可以构造为两层系统，其中不同的执法者专注于不同种类的执法。第一层包括主要关注规则执法的行业执法者和法规执法者。第二层将包括主要关注公共价值观和企业家精神的原则执法者。在这样的双层系统下，受经济和政治环境的影响，有时一层会比另一层更加活跃。通常，也许第一层的行业和监管执法者将占主导地位，但是当丑闻爆发或腐败现象明显时，第二层将出现并发挥更大的作用。

这样的双层系统不应完全排除第一层执法者进行原则执法的可能性。在第二层执法者没有激励动机或资源辅助的情况下，第一层执法者可能仍会参与原则执法。符合这样的执法案件的一种情形是涉及对个人进行证券执法。这些个人没有煊赫的身份或雄厚的财力，无法吸引第二层证券执法者的参与。另一可能性是，第一层证券执法者可以将其原则执法工作限制在预期的救济范围内，而将经济补偿的征收权力留给第二层证券执法者。如果 SEC 的努力主要是禁令性的，并且由私人方进行昂贵且有争议的后续诉讼，则 SEC 不会因为缺乏一致性而受到批评。

当然，依赖多个证券执法者比较优势的证券执法系统仍然可能存在价值冲突。当第一层的执法者要跟随第二层的执法者成功地实施原则执法时，他们将倍感压力，尽管如果人们普遍认为第一层的执法者主要关注规则执法，这种压力可能会减轻。另一个挑战是，第二层执法者可能以干扰监管政策的方式过度扩张。

为了解决这些冲突，诸如 SEC 之类的第一级执法者可能会获得其他一些影响原则执法的权力，因此它不会偏离监管政策。科菲和希尔明智地提议赋予 SEC 权力，使国家证券监管机构的禁令救济无效，而后者会不当地干扰 SEC 的监管政策。此外，在任何执法者提起的任何证券执法案件中，SEC 均有权同时进行备案，就案件的价值及其是否与监管政策保持一致提出意见。法院和当事方可以将 SEC 的意见作为决定案件是否值得起诉的有力信号。允许 SEC 提供意见的系统可以影响其他执法者提出的案件数量，同时减少了由更正式的审查程序、机制所可能导致的某些官僚主义。最后，监管机构应继续考虑标准的统一性，这将影响他们是否提起原则执法的决定。

反对在原则执法方面限制 SEC 能力的意见可能是 SEC 在原则执法方面具有特殊的合法性。监管政策至少在某种程度上具有公共价值，而 SEC 执法通常有效地反映了公共价值观。可以通过以下事实减轻这种担忧：SEC 仍将对个人提起原则执法案件。即使在最恶劣的情况下，SEC 仍应该有可能去确定哪些可以成为被执法目标。SEC 还可以针对公司实施规则执法，并应该有足够的动力激励公共价值观或企业家类证券执法者对公司提起原则执法案件。诚然，如果 SEC 没有对公司实施原则执法，将丢失某些价值。但是，让 SEC 专注于其作为监管执法者的特殊作用所带来的好处可能会抵消这种损失。

不同的执法人员具有不同的优势，而分散的系统则允许采用专门的执法方法。多元化的执法方式是在专家和非专家、规则执法者和原则执法者、低风险执法者和冒险型执法者、官僚化执法者和企业家类执法者之间建立辩证法，并助推丰富的执法活动。当然，有时候，一层会主导另一层。在执法方面一切平静时，第一层的执法者将占主导地位。当丑闻爆发且腐败明显时，第二层将重新出现并发挥更大的作用。但在大多数情况下，规则执法和原则执法将混合在一起，双层证券执法系统可能使执法者能够更好地定义和表达其相对优势。

八、结 论

当一名外部观察员遇到美国证券执法体系后,他可能会发现体系的重复和混乱。尽管可能存在这种情况,但仍有一种解决方法并存在很大的改进空间。美国的证券执法系统反映了不同的行业价值观、监管价值观和公共价值观。不同的执法者在表达这些价值观时扮演着不同的角色。

证券执法并非是统一的产品,其执法方式因质量高低而有很大的不同。任何监管系统都需要制定、执行、定义监管计划更为细节的规则。措辞及内涵广泛的证券法原则为确保将某些价值观纳入考量范围仍富有意义。凭借原则执法,我们可以看到执法方面的最大差异。对监管可预测性和一致性的需求可能会与惩罚违反公共价值观的行为之愿望产生冲突。这种冲突促使公众选择集中式证券执法。尽管消除冲突有其好处,但消除与执法人员(如 SEC)所受约束不同的多样化执法人员的比较优势就需要付出成本。定义最佳证券执法系统的关键在于理解原则执法的动态性并认识到多个执行者的利益、优势,同时制定一个更好地定义证券执法者射程范围的系统、体系。

Abstract: Securities enforcement can be divided into two categories: rule-enforcement and principle-enforcement. Rule-enforcement is less costly and controversial because specific rules tend to reflect the technical requirements of an administrative regime while general principles can reflect a wider range of values. Industry enforcers are likely to interpret principles narrowly based on industry values. Public-values enforcers are willing to enforce principles in light of social values but may overreach because of political ambition. Entrepreneurial enforcers are most willing to invest in principle-enforcement but also have a tendency to bring questionable cases for profit. The choice between a centralized and decentralized enforcement system is fundamentally a choice between a one-dimensional and multidimensional conception of the values relevant to securities enforcement. Proposals to centralize securities enforcement are motivated by a desire to eliminate the conflicts that can arise between enforcement approaches that reflect different values. The cost of such centralization is that the advantages diverse enforcers bring to the table will be eliminated. A decentralized system is best justified by recognizing the particular strengths of different enforcers rather than focusing on whether an optimal amount of enforcement is produced.

Key Words: security enforcement, rule-enforcement, principle enforcement, SEC

(责任编辑:周游 赵建蕊)

中国版证券集团诉讼制度研究 ——以新《证券法》第 95 条第 3 款为分析对象

黄江东 施 蕾*

内容提要：新《证券法》第 95 条第 3 款确立了我国证券民事纠纷领域由投资者保护机构主导的“默示加入、明示退出”集团诉讼制度。美国律师主导的退出制集团诉讼、我国台湾地区投资者保护机构主导的加入制团体诉讼，以及我国香港地区证券监管部门主导的证券民事赔偿制度，均取得了不错的实践效果。我国证券集团诉讼作为一项新事物，存在缺乏相应的程序性设计、投保机构的性质和职责不够明确、律师在集团诉讼中的角色定位不够清晰等不足。结合域外集团诉讼经验和我国具体实际，建议细化证券集团诉讼的案件选取、适格原告登记、原告退出权公告、法院审理判决、赔偿金支付等诉讼流程，明确投保机构公益性质及其诉讼代表人职责，并鼓励律师参与集团诉讼。

关键词：证券法 集团诉讼 代表人诉讼

近二十年来，我国证券业取得了巨大的发展，为经济的高速发展提供了广阔的融资渠道，业绩斐然，但是证券领域的违法违规行为相当高发，而且有愈演愈烈之势。原因之一是公共执法监管机构（中国证监会）的人财物有限，很难做到对数千家上市公司以及其他市场参与主体进行实时监管和及时处罚；原因之二是我国法律体系一直以来存在重行政处罚、轻民事赔偿的倾向，针对证券领域违法违规行为的民事诉讼赔偿制度及其执行状况不尽如人意，违法违规成本过低，市场震慑力不足，从而导致铤而走险者数量增多。“公共和私人机制可以互相依赖而共同实现有效的证券规制”^{〔1〕}，在此背景下，探索和完善私人诉讼制度——证券集团诉讼——已是必然选择。2019 年底修订通过的新《证券法》明确规定了证券集团诉讼，但该制度影响面广、牵涉众多，而法律规定本身过于原则，且从域外成熟实施的案例来看也不乏质疑的声音，因此有必要对此进

* 黄江东，国浩律师（上海）事务所资深顾问，华东政法大学兼职教授；施蕾，国浩律师（上海）事务所律师助理。

〔1〕 Mary Condon, Rethinking Enforcement and Litigation in Ontario Securities Regulation, 32 *Queen's Law Journal*, 33 (2006).

行更加深入细致的研究，进而为该制度的更好实施提供一些有益参考。

一、新《证券法》中国版证券集团诉讼制度的内涵及意义

新《证券法》第 95 条中国版证券集团诉讼是最引人注目的亮点之一，该条亦被称作最“激进”的条款之一，^{〔2〕}该条文如下：

“投资者提起虚假陈述等证券民事赔偿诉讼时，诉讼标的是同一种类，且当事人一方人数众多的，可以依法推选代表人进行诉讼。

对按照前款规定提起的诉讼，可能存在有相同诉讼请求的其他众多投资者的，人民法院可以发出公告，说明该诉讼请求的案件情况，通知投资者在一定期间向人民法院登记。人民法院作出的判决、裁定，对参加登记的投资者发生法律效力。

投资者保护机构受五十名以上投资者委托，可以作为代表人参加诉讼，并为经证券登记结算机构确认的权利人依照前款规定向人民法院登记，但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外。”

如条文所示，新《证券法》第 95 条第 1 款规定的是人数确定的代表人诉讼，第 2 款规定的是人数不确定的代表人诉讼，第 3 款则规定了代表人诉讼制度框架下的以投资者保护机构（以下简称“投保机构”）为主导的“默示加入、明示退出”的集团诉讼制度。^{〔3〕}前两款代表人诉讼制度原本便在我国《民事诉讼法》第 53 条和第 54 条有所确立，而第 3 款则是对民事诉讼参与方式作出的变革性规定，其改变了 2002 年《最高人民法院关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》^{〔4〕}（以下简称《虚假陈述有关通知》）和 2003 年《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》^{〔5〕}（以下简称《虚假陈述若干规定》）关于诉讼方式的规定。因此，本文对第 95 条前两款不作赘述，而着重对第 3 款的内涵及适用进行分析。

第 3 款的核心是确立了“默示加入、明示退出”的诉讼参与方式，而投保机构在集团诉讼的提起和运行过程中将起到至关重要的作用。从文义角度进行解释，该制度有如下法律内涵：

1. 只有投保机构才能担任集团诉讼代表人。通常理解，这里所说的投保机构应是专业从事投资者保护的机构，目前我国仅有两家机构具有该主体资格，即中证中小投资者服务中心（简称“投服中心”）和中国证券投资者保护基金有限责任公司（简称“投保基金”）。其他机构如证券

• 269 •

〔2〕 参见《北大彭冰：证券法的立法初心在于既要促进企业融资又要保护投资者》，载 <http://money.people.com.cn/n1/2019/1231/c42877-31530442.html>，最后访问时间：2020 年 2 月 16 日。

〔3〕 若无特别说明，本文所称“第 3 款”特指新《证券法》第 95 条第 3 款。

〔4〕 《最高人民法院关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》（法明传〔2001〕43 号）于 2002 年 1 月 15 日发布。其中第四点规定：“对于虚假陈述民事赔偿案件，人民法院应当采取单独或者共同诉讼的形式予以受理，不宜以集团诉讼的形式受理。”

〔5〕 《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（法释〔2003〕2 号）第 12 条规定：“本规定所涉证券民事赔偿案件的原告可以选择单独诉讼或者共同诉讼方式提起诉讼。”

业协会,虽然其法定职责中也包括“维护投资者合法权益”,^[6]但一般认为证券业协会是证券行业自律机构,而不是《证券法》上所称的“投保机构”。此外,虽然在立法过程中曾有过提议由律师作为集团诉讼的主要发起人,且域外集团诉讼中不乏由律师作为发起主体的做法,但从第3款的表述来看,只提到了投保机构作为诉讼代表人,笔者理解,该款立法本意应是排除了律师作为集团诉讼的代表人。

2. 投保机构需得到50名以上投资者(此类投资者可称为“发起投资者”)的委托后方能启动集团诉讼。发起投资者的人数不能太多也不能太少:若人数太多,会增加集团诉讼发起的难度,有可能使该项制度难以实施;若人数太少则有可能使该项制度不够严肃,启动过于随意,再加之集团诉讼威力巨大,那就很可能放大其负面效果。与此相关的一个问题是:投保机构是主动还是被动接受发起投资者的委托。从字面理解,发起投资者主动委托投保机构,属第3款应有之意。但投保机构是否可以主动征集发起投资者,邀请投资者对其进行委托?这类类似于合同法上的要约邀请。本文认为,法律条文并没有排除主动征集的方式,再结合资本市场上中小投资者普遍存在的“搭便车”心理,应当允许投保机构主动发起征集。

3. 投保机构需向证券登记结算机构确认适格投资者名单,并向法院办理登记。投保机构接受发起投资者委托作为诉讼代表人的,需要确定潜在受害投资者名单,最高效的方式就是向证券登记结算机构申请确认。确定适格投资者名单后,需要向法院办理登记,这是适格原告身份的司法确认程序。与之相关的问题是:法院的确认是形式审查还是实质审查,是否可以拒绝确认。本文认为,证券登记结算机构具有一定公共管理职能,其提供的适格投资者名单具有较强的证据效力,只要符合必要的形式要求,法院无需对名单做实质审查。若被告提出合理质疑、抗辩,再组织双方进行质证。

4. 不愿意参加诉讼的投资者需要以明示的方式作出意思表示,即“默示加入,明示退出”。经法院登记确认后,法院应当发出公告,要求不愿意参加该集团诉讼的适格投资者,在一定期限内明示要求退出,逾期没有作出该等表示的,即视为默示加入集团诉讼。法律行为原则上要有明确意思表示,此处的“默示加入”是否合理?本文认为其应属合理,法理依据主要有两点:一是证券集团诉讼的根本目的是保护中小投资者利益,将该项制度设计为“默示加入”只会有利于、而不会损害广大潜在中小投资者的利益,因为在该项制度下中小投资者无需采取任何行动便可以“坐享”集团诉讼的成果;二是集团诉讼中适格中小投资者可能成千上万,如果仍然按照传统法律原则,要求其一一明示作出意思表示,则将导致诉讼程序旷日持久,无疑将大大降低集团诉讼的效率,使得证券集团诉讼的积极意义大打折扣。

5. 法院作出的判决、裁定将对所有参加登记的投资者发生效力。这是证券集团诉讼的题中应有之义,也是其巨大威力所在。一旦法院作出赔偿判决,被告将承担向所有适格原告赔偿的责任,甚至有可能因此倾家荡产。与此相关的问题是:投资者通过集团诉讼得到赔偿后,若认为其权利没有得到应有保护,是否还可以再行单独起诉。本文认为,投资者参加了集团诉讼,其相应

[6] 《中国证券业协会章程》于2017年6月17日在中国证券业协会第六次会员大会上审议通过,2017年6月28日民政部核准。其第8条规定:“协会依据行业规范发展的需要,行使下列自律管理职责:……(三)推动会员开展投资者教育和保护工作,维护投资者合法权益;……”

的诉讼权利即由其代表人投保机构行使，其本人不应再单独保有诉权。此外，从有效解决证券市场纠纷的角度来看，若仍允许其单独起诉，则有悖设立集团诉讼的初衷，可能使得证券市场纠纷解决机制更加纷乱复杂。因此，本文理解，在证券集团诉讼下，“默示加入”的投资者不得再单独起诉。

新《证券法》确立了以投保机构为主导的“默示加入、明示退出”的集团诉讼制度，既借鉴了域外的经验，又结合我国实际巧妙地突破了传统的诉讼方式。因此，这是一种融贯中西、适合我国国情的新的群体性诉讼制度，其成功之处在于：

一是创新了证券纠纷领域的诉讼制度，回应了现实需求。近年来，我国证券违法案件呈高发态势，以2018年为例，证监会全年作出行政处罚决定310件，同比增长38.39%，罚没款金额106.41亿元，同比增长42.28%，市场禁入50人，同比增长13.64%。^{〔7〕}新《证券法》实施后，我国的证券群体性诉讼，既可采用传统的单独诉讼和共同诉讼方式，又可采用代表人诉讼方式，并且可视情况转换为集团诉讼，实现了加入制代表人诉讼和退出制集团诉讼的巧妙融合，无疑是立法上的重大创新。

二是吸收融合了不同法系的成功经验。中国版证券集团诉讼并非简单地照搬照抄某一国家或地区的诉讼制度，而是在充分考虑我国证券资本市场以及既有司法体制的基础上，吸收了退出制集团诉讼和非营利性组织主导的集团诉讼的优点，摒弃了我国证券纠纷排除适用集团诉讼的陈旧观点，借我国法律中原有的代表人诉讼之壳植入了证券集团诉讼之实，形成了中国特色的证券集团诉讼制度。

• 271 •

二、域外证券集团诉讼制度及其实践效果

广义上的集团诉讼制度是指一方当事人人数众多，不可能同时参加诉讼，他们基于同一法律问题或事实问题，被视为一个集团，以一个或若干个集团成员作为集团代表人，代表整个集团提起诉讼。^{〔8〕}美国是最早以制定法规定集团诉讼的国家，也是发达证券市场中退出制集团诉讼运用最广泛的国家。此外，不少大陆法系国家（地区）也结合本国（地区）的实际，建立了集团诉讼制度。这些国家（地区）的法律制度以及实践效果都为我国证券集团诉讼的实施提供了参考和借鉴，本文选取证券集团诉讼中几个关键问题予以比较分析。

（一）默示加入还是默示退出

以当事人选择退出和加入为标准，集团诉讼可以分为加入制（即“明示加入、默示退出”）和退出制（即“明示退出、默示加入”）两种模式。退出制还是加入制的选择关乎集团成员的确定方式以及诉讼判决的约束范围，所以它是设计集团诉讼制度时最为关键、最具争议的问题。^{〔9〕}

美国采用的是典型的退出制集团诉讼。多年运行实践表明，退出制证券集团诉讼在补偿投资

〔7〕 参见《2018年证监会行政处罚情况综述》，载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201901/t20190104_349383.html，最后访问时间：2020年2月16日。

〔8〕 参见陈志武：《证券集体诉讼在美国的应用》，载《证券法律评论》2002年第2期。

〔9〕 See Deborah R. Hensler, Nicholas M. Pace, Bonnie Dombey-Moore, Elizabeth Giddens, Jennifer Gross, Erik Moller, *Class Action Dilemmas: Pursuing Public Goals for Private Gain*, RAND Corporation, 2000, p. 477.

者损失、提高诉讼效率、威慑违法行为以及强化实体法的实施力度等方面都有着独特的价值与功能。在补偿投资者损失方面,退出制能够保证那些碍于诉讼费用或者缺少诉讼资源而无法提起诉讼的投资者得到补偿。^[10] 在提高诉讼效益方面,退出制的功能更为突出,大量的证券集团诉讼案件的原告达到了几万甚至几十万,而且地理位置分布十分分散,若实行加入制,则要耗费很高的经济成本和时间成本,而退出制可以一次性解决具有共同争点的大量小额请求,实现权利实现的低廉化和效率化。有学者认为,相较于赔偿投资者损失,退出制证券集团诉讼对未来违法行为的规制与制止价值更为显著。^[11]

值得一提的是,退出制集团诉讼的核心内容之一是原告投资者选择退出权(opt-out right)的行使。根据美国《联邦民事诉讼规则》(Federal Rules of Civil Procedure),集团诉讼成员享有两次选择退出权:首次选择退出权是在集团诉讼的确认程序阶段,即法院对集团诉讼进行确认时,如果在一定时间内,投资者不提出退出要求,法官在进行集团界定时便自动将投资者包括在证券诉讼集团内,之后作出的判决结果也将直接适用于所有未选择退出的投资者;第二次选择退出权发生在和解阶段,《联邦民事诉讼规则》第23条(e)(3)规定:“在根据第23条(b)(3)批准的集团诉讼中,授权法院有权拒绝批准和解协议,除非和解方案给予集团各个成员一次新的请求退出机会。”正因为美国集团诉讼中集团成员享有两次选择退出权,才增强了集团成员掌控相关诉讼权利的能力,也相应提高了集团成员在诉讼中意思表示的真实性。

集团成员是否可以及时有效地行使退出权,取决于法院是否履行了通知义务。通知程序在集团诉讼制度中具有特别的重要性,其出发点是给予不出庭以及不具名的集团成员以正当程序规则的保护,一方面在更大程度上提升集团诉讼的诉讼效益,另一方面也是集团诉讼的裁判或者和解结果对集团的其他成员产生拘束力的前提。^[12] 若缺乏通知程序,集团成员的退出权则无从谈起,集团诉讼制度也会失去其独特的价值。

与美国退出制不同的是,英国、欧盟大多数国家、日本和我国台湾地区采用的是加入制集团诉讼的方式。然而,加入制证券集团诉讼在世界各国(地区)的表现普遍不佳,影响其发挥作用的重要因素在于加入制下当事人需要分别进行登记方能进入诉讼,而证券集团诉讼的当事人居住地相对分散,需要的材料或证明的事项较多,实施难度较大,且证券市场上中小投资者基于“搭便车”心理,往往怠于主动行使权利。^[13] 以英国为例,若受损投资人想成为集团诉讼的一员,其不仅需要在列表中增加自己的名字,而且需要证明自己的损失及其他起诉要件。我国证券纠纷的多数人诉讼亦是如此,按照《虚假陈述若干规定》的要求,投资人提起虚假陈述证券民事赔偿诉讼,必须提交以下证据:自然人、法人或者其他组织的身份证明文件(不能提供原件的,应当提交经过公证证明的复印件)、进行交易的凭证等投资损失证据材料,实践中,一般投资者难以或怠于将上述材料准备齐全。

[10] 参见汤欣:《论证券集团诉讼的替代性机制——比较法角度的初步考察》,载《证券法苑》第4卷,法律出版社2011年版,第199页。

[11] See John C. Coffee, Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation, 293 Columbia Law and Economics Working Paper, 1534-1545 (2006).

[12] 参见上海市第一中级人民法院课题组:《证券纠纷集团诉讼制度研究》,载 <https://biz.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/jysjs/sseResearch/2003-4/20034d.pdf>,最后访问时间:2020年2月16日。

[13] 参见章武生:《我国证券集团诉讼的模式选择与制度重构》,载《中国法学》2017年第2期。

尽管对于加入制和退出制都有支持的观点，但从世界范围内集团诉讼运行的整体效果来看，退出制比加入制在群体权利救济方面发挥着更大的作用。特别是在证券集团诉讼领域，退出制集团诉讼给被告企业（通常是上市公司）带来的威慑力足以使得企业希望尽早与投资者达成和解以“息讼宁人”。

（二）律师主导、非营利组织主导还是监管部门主导

以诉讼过程的主导者为标准，证券民事赔偿诉讼还可以分为律师主导、非营利组织主导和证券监管部门主导。从理论上讲，集团诉讼必须由权利受到损害的当事人以自己的名义并代表与自己处于相同地位的人向法院自行提出。然而，囿于投资者能力精力财力不足等原因，实践中通常由律师或者非营利组织代投资者发起集团诉讼，甚至由监管部门代投资者追偿损失。

1. 律师主导的证券集团诉讼——以美国为例

美国的证券集团诉讼往往由律师发动。原因很简单，因为启动集团诉讼需要投入较高成本，权利受到侵犯的单个当事人不愿意承担该成本，相反，律师愿意将该成本作为取得回报的投资而主动发起集团诉讼。诉讼过程中，律师在征集集团成员、提出起诉要求和起诉理由、选择起诉时机和管辖法院等实质问题上发挥着主导作用。

律师之所以有强烈的意愿和动机主导集团诉讼，与美国特殊的诉讼费用和律师酬金制度密切相关。按照美国的诉讼费用制度，败诉方原则上只需支付诉讼费用，不需要支付对方的律师费用。^{〔14〕}考虑到诉讼费用在整个诉讼成本当中占比很小，原告败诉时的实际负担主要是己方律师费。而胜诉酬金制的普遍运用，又让原告将支付己方律师费用的诉讼成本转嫁给律师。根据胜诉酬金制，律师可以与原告达成协议，约定倘若胜诉则从被告支付的赔偿金（或者和解金）中提取一定比例（通常是20%~50%）作为律师费用，败诉的话则分文不取。^{〔15〕}胜诉酬金制激励了一批活跃于证券市场的专门代理投资者进行诉讼的律师，这些律师每天关注上市公司的信息披露情况和股票的市场表现，一旦发现上市公司信息披露文件存在疑点或股价出现异常波动，就会展开专业调查，如果发现上市公司或其他机构、个人有违法的情况，就立即组织集团诉讼。美国的实践表明，律师等专业人士的积极参与，使得处于弱势地位的中小投资者权益保障更加有力，也使得民事赔偿机制在证券纠纷领域发挥出很强的威慑作用，成为对证券违法行为进行监督的强大力量。

律师主导的证券集团诉讼尽管在促使上市公司遵守法律方面发挥了重要作用，但其自诞生之初就遭到了各种批评。其中最广为诟病的就是“企业家式律师”（entrepreneurial lawyer）问题，^{〔16〕}即集团律师与集团成员的动机、目标不一致，律师为了自身的利益最大化而不惜牺牲集团成员利益。美国的风险酬金制允许律师可以进行风险代理，而诉讼周期长、诉讼费用高必然会导致代理律师前期投入大、风险大。相应地，胜诉后律师酬金当然也十分高昂。为了能迅速地获得最大化利益，有些律师在和解时往往会做出较大让步，导致被告赔偿金额不足以赔偿所有集团

〔14〕 See Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, The Plaintiffs' Attorney's Role in Class Action and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform, 1 *The University of Chicago Law Review*, 58 (1991).

〔15〕 参见前引〔14〕，Jonathan R. Macey、Geoffrey P. Miller文，第58页。

〔16〕 See Myriam Gilles, Gary B. Friedman, Exploding the Class Action Agency Costs Myth: the Social Utility of Entrepreneurial Lawyers, 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 115 (2006).

成员的损失。^{〔17〕}“滥诉”和“投机性诉讼”是律师主导的集团诉讼可能存在的最大问题。

2. 非营利组织主导的团体诉讼——以我国台湾地区为例

出于司法制度、诉讼文化等原因，东亚国家和地区多采用非营利组织主导的团体诉讼模式，^{〔18〕}我国台湾地区的团体诉讼便是其中一例。

我国台湾地区“立法”机构于2002年通过“证券投资人暨期货交易人保护法”（以下简称“投资人保护法”），并于2003年成立“财团法人证券投资人暨期货交易人保护中心”（以下简称“投资人保护中心”），另辟蹊径开创了由投资者保护中心这一非营利组织代投资人起诉的特殊模式。“投资人保护法”第28条赋予了投保机构主导团体诉讼的职权，“保护机构为维护公益，于其章程所定目的范围内，对于造成多数证券投资人受损害之同一证券事件，得由二十人以上证券投资人授与仲裁或诉讼实施权，保护机构以自己之名义，提付仲裁或起诉”。

投资人保护中心主导的团体诉讼有以下特点：第一，投资人保护中心可以对潜在的团体诉讼案件进行筛选。依据“财团法人证券投资人暨期货交易人保护中心办理团体诉讼或仲裁事件处理办法”（以下简称“团体诉讼或仲裁事件处理办法”）的规定，同一证券或期货事件发生后，投资人保护中心经初步评估后，就是否受理团体诉讼以及受理之投资人范围、资格、求偿之被告及其法律依据报请董事会核准，经董事会核准后，投资人保护中心方可启动团体诉讼。^{〔19〕}第二，投资人保护中心可以主动征集原告成员。台湾地区并未采用美国的选择退出模式，而是规定投资人保护中心获得二十名受害投资人授权便可以自己的名义提起诉讼。实践中，投资人保护中心会研究潜在的目标公司，确定拟起诉的公司名单，并将该名单公布在投资人保护中心的网站上。一旦超过二十名投资者授权，投资人保护中心将以自己的名义提起诉讼或仲裁。第三，通过配套措施保障团体诉讼的顺利进行。如，投资人保护中心在起诉前有权请求发行人、证券商、证券服务业、期货业或证券市场相关机构协助或提供文件、相关资料。又如，证券团体诉讼中投资人享受诉讼费减免机制，投资人在起诉阶段无需缴纳裁判费，也无需负担律师费，如此一来，有效避免了律师追求巨额律师费而引起的“滥诉”现象。

追求公共利益、避免“滥诉”以及配合监管部门的执法活动是非营利机构主导集团诉讼的主要优势所在。然而，其缺点也显而易见：首先非营利组织垄断证券团体诉讼带来的主要问题之一是缺乏效率；其次，公权力往往会给非营利组织资金补助甚至决定着非营利组织的人员安排，使得非营利组织的公益性和独立性受到质疑；再次，非营利组织缺乏有效监督也常为人所诟病，非营利组织进行的是公益活动，其背后缺乏有效的监督者，况且，公益活动本身就是一个模糊的概念，很难对公益活动的效果进行评估。

总体而言，美国式律师主导的证券欺诈民事诉讼利弊非常明显，犹如硬币的两面，在带来高效的私人执法的同时，也因滥诉、代理成本高、律师形象差成为美国社会批判的对象。而非营利组织主导的证券欺诈民事诉讼，虽能有效避免美国模式的“滥诉”问题，但是效率不高、独立性存疑、缺乏监督也制约着非营利组织功能的发挥。

〔17〕 参见〔美〕理查德·A.波斯纳：《法律的经济分析》（下册），蒋兆康译，中国大百科全书出版社1997年版，第780页。

〔18〕 日本和韩国以保护基金的名义为投资者提起集团诉讼。

〔19〕 参见我国台湾地区“财团法人证券投资人暨期货交易人保护中心办理团体诉讼或仲裁事件处理办法”第6条、第8条。

3. 证券监管部门主导——以我国香港地区为例

除了律师主导和非营利性组织主导两种集团诉讼（团体诉讼）主流模式外，我国香港特别行政区则采用由证券及期货事务监察委员会（以下简称“香港证监会”）直接向证券违法责任人提起民事诉讼的方式，帮助受损投资者快速获得民事赔偿。

2009 年香港证监会诉“洪良国际”欺诈上市案中，香港证监会首次依据《证券及期货条例》（Securities and Futures Ordinance，以下简称“SFO”）第 213 条请求原讼法庭颁布命令使交易各方恢复至订立交易之前的状况，香港高等法院原讼法庭同意香港证监会申请，判令“强制当事人恢复交易之前状态”，即将洪良国际上市所募集的约 10 亿元资金返还给约 7700 名投资者。^{〔20〕}

在香港证监会诉“老虎基金”内幕交易案中，监管部门再次以 SFO 第 213 条为请求依据，要求法庭颁令冻结被告相应金额的财产并判令被告向内幕交易相对人返还款项，即恢复到交易前状况。该案层层上诉至终审法院，^{〔21〕}终审法院在判决理由中强调第 213 条的立法目的是为由于市场失当行为而遭受损失的当事人提供救济，在此类诉讼中，“证监会并非充当维护公众利益的检控官的角色，而是作为因被告违法行为而受损当事人集体利益的保护者”^{〔22〕}。至此，香港证监会借助证明标准相对较低的民事诉讼，请求法院颁布冻结财产、恢复交易前状况、宣告合同无效或可撤销等法庭命令，为受损投资者提供了快捷有效的民事救济。

香港证监会作为市场监管机构直接对证券欺诈责任人提起诉讼，有其特点和独特价值。首先，提起诉讼的诉讼形式相对简单，香港证监会作为单一原告提起诉讼，大大减少了集团诉讼中大量的原告对受诉法院产生的程序负担和压力。其次，能够有效避免滥诉。香港证监会作为监管机构，其宗旨是维护投资者的集体利益、保障市场的公平和正常运行，一般不会出现为增加私人收益而滥诉的情形。实践中，香港证监会越来越灵活地运用 SFO 第 213 条提起证券民事诉讼，根据《2018—2019 年报》所述，证监会一年中共计对 101 名个人及公司提起了民事诉讼。^{〔23〕}

然而，也应当清楚地认识到，香港证监会拥有法定的调查取证权力、广泛的信息资源以及专业人才团队和丰富办案经验，这些优势使得其在民事诉讼中占据强势地位。因此，当证券监管部门不具有前述优势时，监管部门主导的民事诉讼模式是否能够效仿与推广，值得商榷。

（三）域外集团诉讼的实施效果

经考察，美国、我国台湾地区和香港地区的证券群体性诉讼实践，无论是采用退出制的律师主导的美国集团诉讼模式，还是采用加入制的非营利机构主导的我国台湾地区团体诉讼模式，实践中对不法企业产生了较强的威慑力，且在一定程度上弥补了投资者的损失。

以美国集团诉讼为例，2019 年，美国联邦法院共受理集团诉讼 433 起，这是连续第三年案件

〔20〕 See Hontex ordered to make \$1.03 billion buy-back offer over untrue IPO prospectus, available at <https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=12PR63>, last visited on Feb. 25, 2020.

〔21〕 终审法院是香港特别行政区最高的上诉法院，根据香港法例第 484 章《香港终审法院条例》及其他法例所赋予的权力，处理针对高等法院（上诉法庭及原讼法庭）的民事及刑事判决而提起的上诉及有关事项。

〔22〕 See CFA confirms SFC's broad powers - Securities and Futures Commission v Tiger Asia Management LLC, available at <http://csj.hkics.org.hk/site/2013/07/05/cfa-confirms-sfcs-broad-powers-securities-and-futures-commission-v-tiger-asia-management-llc/>, last visited on Feb. 25, 2020.

〔23〕 参见香港证监会《2018—2019 年报》，载 <https://www.sfc.hk/web/TC/published-resources/corporate-publications/annual-reports/annual-report-2018-2019.html>，最后访问时间：2020 年 2 月 25 日。

数量超过 400 起,投资者的索赔额高达 5180 亿美元。其中有三分之二以上的案件被驳回,被告无须向原告作任何赔偿,通过和解结案的总数仅为 81 例,和解结案的和解金平均数额为 3100 万美元。集团诉讼下,上市公司面临的诉讼风险日益增大,截至 2019 年 10 月,在美国主要证券交易所上市的公司有 5454 家,在截至 2019 年的 20 年间,新增证券集团诉讼案件数量与上市公司数量的比率从 2.94% 增加到 7.94%。这意味着,上市公司面临证券集团诉讼案件的几率比 20 年前增加了一倍以上。^[24]

以我国台湾地区团体诉讼为例,2018 年,投资人保护中心协助团体诉讼案件共 10 件(财报不实 3 件,操纵股价 3 件,内幕交易 4 件),赔偿金额共计 10.9 亿元新台币(约 2.3 亿元人民币),涉及投资者人数为 1900 余人。截至 2017 年底,投资人保护中心共已结案 122 件,赔偿金额共计 78 亿元新台币(约 18 亿元人民币),涉及投资者人数为 22000 余人。此外,投资人保护中心还与部分刑事被告、董监高、会计师、承销商等达成和解,截至 2017 年,历年来共替投资者取得约 49 亿新台币(约 11.3 亿元人民币)的和解赔偿金额。^[25]

三、新《证券法》中证券集团诉讼制度的若干不足分析

中国版证券集团诉讼是通过新《证券法》首次在我国证券民事诉讼中作出的尝试,并首次将投保机构确立为群体性纠纷的诉讼代表人,尽管学界此前不乏对集团诉讼的研究,但新《证券法》的规定仍过于原则,且审判实践经验尚处于空白,在这种条件下确立的中国版集团诉讼制度,难免存在缺陷和不足,有待进一步完善,下文对此展开讨论。

(一) 缺乏相应的程序性制度设计

正如新《证券法》第 1 条所述,制定该法的目的是“为了规范证券发行和交易行为,保护投资者的合法权益,维护社会经济秩序和社会公共利益,促进社会主义市场经济的发展”,退出制集团诉讼正是保护投资者权益、维护社会公益的有效方式之一。与一般意义上的以损害赔偿救济为主要目的的民事诉讼不同的是,集团诉讼除了补偿受害投资者之外,还具有威慑潜在不法者、提升公司治理、净化证券市场秩序等功能。证券集团诉讼牵涉面极广、法律关系复杂、法律流程较长,如何做好具体法律程序设计,保障证券集团诉讼的可操作性,^[26]是需要考虑的重要问题。遗憾的是,第 3 款对此只作出了原则性的规定,不具有可操作性。如前文分析,我国的集团诉讼兼具“退出制”和“投保机构主导诉讼”两方面的特点,属于诉讼制度的创新,如果不对其启动、受理、集团成员的确认等关键诉讼程序作出具体规定的话,集团诉讼在实践中将面临不少阻力,甚至不排除其沦为一纸空文的可能。

[24] See Stanford Law School Securities Class Action Clearinghouse, available at <http://securities.stanford.edu/index.html>, last visited on Feb. 20, 2020.

[25] 参见投资人保护中心《2018 年年报》,载 <https://www.sfipc.org.tw/MainWeb/Article.aspx?L=1&SNO=cETUAH> MWj7bwkiS59QXNww==, 最后访问时间:2020 年 2 月 25 日。

[26] 与此类似、可资参考的一个情况是:《证券法》(2005 年修订)中规定了内幕交易、操纵市场的民事赔偿责任,但非常简略,没有具体程序规定,缺乏可操作性;导致的结果是,自该法实施以来,实践中内幕交易、操纵市场类民事赔偿案例寥寥无几。

（二）投保机构的性质和职责不够明确

第3款的制度设计，在一定程度上突破了《民事诉讼法》项下诉讼代表人必须是当事人的限制，赋予了投保机构诉讼代表人的地位。不仅如此，综观新《证券法》全文，投保机构在证券纠纷处理中承担以下五种法定职责：一是可受托代表发行人及证券公司方与受损投资者方达成协议；^{〔27〕}二是可依发行人及证券公司方、投资者方的申请，调解其纠纷；^{〔28〕}三是可支持受损投资者方提起诉讼；^{〔29〕}四是可受50名以上投资者委托作为代表人参加诉讼；^{〔30〕}五是持股行权，如行使股东提案权、质询权、表决权等^{〔31〕}。诚然，赋予并加大投保机构法律职责，强化其参与程度，旨在更好地应对当下频发的证券纠纷，然而，多重职责之下难免引发对投保机构性质不明、地位不清的担忧。如：当投保机构既受到发行人、证券公司的委托，要求其与投资者达成协议，又受到投资者的委托，要求其作为诉讼代表人提起集团诉讼时，如何确保投保机构能够从投资者利益出发代表投资者进行诉讼？

投保机构在诉讼中的权限范围尚不够明确。投保机构是作为诉讼代表人参加集团诉讼的，然而，我国现有关于代表人诉讼的规定在一定程度上限制了诉讼代表人的处分权。《民事诉讼法》规定，代表人变更、放弃诉讼请求或者承认对方当事人的诉讼请求进行和解，必须经被代表的当事人同意。集团诉讼的特点之一便是原告人数众多（新《证券法》规定是50人以上，实际可能成千上万），如果投保机构的权限范围限于《民事诉讼法》所规定之列，集团诉讼下代表人征求被代表的当事人意见的过程将变得异常冗长，必然会影响诉讼程序的顺利进行、降低诉讼效率。

此外，对投保机构行权的监督亦不可回避。众所周知，拟制集团原告是集团诉讼具有威慑力的主要原因，我国的拟制集团原告是通过投保机构向法院登记确权主体来实现的。具体而言，经50名以上投资者委托的投保机构“可以”作为代表人参加诉讼，这就意味着投保机构可以选择作为也可以选择不作为代表人参加诉讼，当投保机构选择不担任代表人时，其自然也不用向法院进行确权登记，那么集团诉讼也将因未能拟制集团原告而“流产”。值得研究的是投保机构作出选择的依据是什么。当投保机构拒绝50人以上投资者委托的时候，投资者是否有救济措施？又或者，即使投保机构接受了投资者的委托，但其怠于行使或者滥用诉讼代表人职权时，投资者或者法院是否可以监督？

（三）律师在集团诉讼中的角色和定位不清晰

对于美国证券集团诉讼中律师的参与，有批评者认为原告集团律师在诉讼过程中有着自身的利益，而且原告集团成员对律师代理行为缺乏足够有效的监督和控制，因此律师在和对方当事人进行博弈以及和解的过程中有可能将其律师自身的利益置于首要地位。^{〔32〕}我国新《证券法》的制度设计排除了律师提起集团诉讼的可能，只有投保机构是提起集团诉讼的唯一法定主体。

尽管近年来投保机构在参与证券诉讼方面作了不少尝试和创新，然而和专门从事证券诉讼的

〔27〕 参见新《证券法》第93条。

〔28〕 参见新《证券法》第94条第1款。

〔29〕 参见新《证券法》第94条第2款。

〔30〕 参见新《证券法》第95条第3款。

〔31〕 参见新《证券法》第90条。

〔32〕 See G. Chin Chao, Securities Class Action and Due Process, 3 Columbia Business Law Review, 560 (1996).

律师相比,投保机构的专业性和内在驱动力还略显不足。本文认为,若因为律师可能存在利益驱动而否认律师在处理群体性证券纠纷中的专业性和不可或缺性,这无异于因噎废食;相反,我国证券集团诉讼的顺利有效推进离不开律师(尤其是专业能力较强的证券律师)的积极参与。在法律明确排除律师发起集团诉讼的情况下,律师是否还能参与集团诉讼、如何参与集团诉讼等,都不够明确,值得进一步探讨。

四、完善中国版证券集团诉讼制度的几点建议

(一) 完善集团诉讼的具体程序安排

综观证券集团诉讼的整个流程,本文认为,至少以下环节需予以进一步明确:

1. 集团诉讼对象的选取

鉴于集团诉讼客观上将被告(通常是上市公司及相关主体)造成极大打击,同时由于并非所有虚假陈述、内幕交易、操纵市场等证券违法犯罪的主体都会成为证券集团诉讼的对象,因此投保机构在选择集团诉讼对象时的公平公正性就成为不可回避的问题。本文建议,中国证监会和最高人民法院会商出台集团诉讼案件相关细则,明确诉讼对象的选取标准,以“座谈会纪要”等适当方式公布。^[33] 以下几个因素应当予以考虑:(1) 案件的代表性。鉴于投保机构的公共资源有限,不可能也无必要对所有的证券违法犯罪对象提起集团诉讼,故应当优先选取典型的证券违法犯罪案件,如违法(犯罪)所得金额较大、事实清楚确凿的案件。(2) 涉及投资者的多寡。在同等情况下,应当优先选取涉及投资者更多的案件,这样保护面更广,集团诉讼的效率更高。(3) 案件的社会影响。应当优先选取社会影响大的案件提起集团诉讼。^[34] (4) 案件的难易程度。由于集团诉讼在我国是一个新事物,且威力巨大,因此投保机构应当以相当审慎的态度来对待,应本着先易后难、稳步推进的原则予以实施。本文建议以证券监管部门已经作出行政处罚或者法院已作出刑事处罚为提起集团诉讼的前提。尽管我国已取消了因虚假陈述、内幕交易和市场操纵行为引发的民事赔偿案件中的行政处罚或刑事处罚的前置条件,^[35] 但将行政处罚或者刑事判决作为选取集团案件的前置条件,有利于消除集团诉讼中的不确定性,避免可能出现的反复,且有利于提高诉讼效率。

2. 请求证券登记结算机构确定适格原告名单

投保机构确定集团诉讼对象并接受(或主动征集到)50名以上投资者委托成为诉讼代表人后,应当向证券登记结算机构申请确定适格原告名单。在此,投保机构应当明确适格原告的选取

[33] 从《证券法》法条文义上看,投保机构是集团诉讼的提起主体,从法理上看,由其出台相应的集团诉讼对象选择标准并无不可,但考虑到集团诉讼需要监管部门和司法机关充分协调、配合,且在当前实践中,投保机构都是中国证监会的会管单位,其工作受中国证监会领导。从权威性和可操作性角度考虑,建议由中国证监会联合最高人民法院会商,以“座谈会纪要”等方式公布实施集团诉讼案件相关细则,再由投保机构制订更细的操作流程和标准。下文相关完善措施建议均以上述方式体现,不再赘述。

[34] 此处可借鉴投服中心选择支持诉讼案件的情况。近两年来,投服中心选取了“匹凸匹信息披露违法案”和“恒康医疗市场操作案”提起支持诉讼,这两起案件较为典型、具有较大的社会影响,其提起支持诉讼的效果也较好。

[35] 2015年12月24日,最高人民法院在《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》中提出,根据立案登记司法解释规定,因虚假陈述、内幕交易和市场操纵行为引发的民事赔偿案件,立案受理时不再以监管部门的行政处罚和生效的刑事裁判文书认定为前置条件。

标准。证券登记结算机构提供的原告数据非常重要，其一方面明确了权利人范围，即哪些投资者可以参与到该集团诉讼中，另一方面确定了投资者交易数据，据此可以计算确定投资者损失，进而在集团诉讼中主张民事赔偿。

3. 向法院起诉并请求法院予以公告

投保机构取得相应适格投资者数据后，向法院提起集团诉讼，并申请将适格原告予以登记。由于我国集团诉讼实行“默示加入、明示退出”，因此应当在程序上保障投资者有知情并退出的机会和权利。本文建议，法院受理集团诉讼后，应通过法院公告栏、《人民法院报》《中国证券报》及中国证监会指定的其他信息披露方式公告所有原告的身份，要求不愿意参加该诉讼的投资者在一定期间内向法院作出明确意思表示。当然，法院在通知中还应根据案件的情况载明对集团的赔偿总额和单位股份的赔偿额、诉讼代表人的联系信息，以及法官认为有必要载明的其他信息。

4. 法院审理并判决

法院审理集团诉讼案件时，与个人提起的同类证券民事诉讼相比，在专业问题上并不具有特殊性。在程序上可能存在一些技术性问题，比如如何高质高效地计算好成千上万原告的应获赔金额、如何更好地与证监会及相关部门沟通协助等。此外，由于集团诉讼牵涉面太广，很容易成为社会、市场关注的焦点，法院在审理时如何适当地做好舆情管理也是一个挑战。

5. 赔偿金支付给全体原告

法院判决后，若被告没有主动履行判决，投保机构应申请执行。赔偿金到位后，投保机构应请求证券登记结算机构配合，及时将相应金额准确划付到各投资者账户。

• 279 •

（二）明确投保机构的性质与法律职责

投保机构作为中国版证券集团诉讼中的重要参与主体，其行为直接影响诉讼的公正性，有必要对投保机构在诉讼过程中的地位及职责作进一步的明确。

首先，通过立法赋予投保机构更多的职权。如果新《证券法》仍完全在《民事诉讼法》的框架下运行，会带来不少问题。根据《民事诉讼法》第54条第3款，代表人变更、放弃诉讼请求或者承认对方当事人的诉讼请求，进行和解，必须经被代表的当事人同意，亦即代表人必须经登记的被代表人特别授权。而在实行退出制集团诉讼时，取得所有集团成员的特别授权显然是不现实的。但如无特别授权，投保机构又无法与被告进行调解、和解，这似乎不符合我国鼓励调解、和解，构建多元化纠纷解决机制的立法和司法态度。本文建议，新《证券法》下投保机构作为集团诉讼代表人，其职权不应囿于《民事诉讼法》的相关限制，作为“特殊的”诉讼代表人，投保机构应当享有“特殊的”职权。选定集团诉讼案件时，投保机构应当享有一定的自由裁量权，即根据案件选取标准以及投保机构的专业判断，决定是否接受投资者的委托并成为诉讼代表人。此外，投保机构承担着集团诉讼中“首席原告”的职责，其有权指定律师，有权代表全体集团成员变更、放弃诉讼请求，有权与被告进行和解，等等。甚至，还应当赋予投保机构一定的调查权，以便其获得提起集团诉讼时所需的证据材料。

其次，法院应对投保机构的诉讼活动进行监督。监督贯穿于集团诉讼的各个方面，包括投保机构是否接受委托担任诉讼代理人、是否及时向法院进行集团诉讼成员的登记、是否及时主张执行并协助向投资者划付赔偿金等等，以确保投保机构既不消极应对、也不过分行权。同时，中国

证监会作为行业监管部门也应对投保机构的诉讼行为予以指导、监督。

再次,充分发挥投保机构在定损方面的专业技术优势。以投服中心为例,投服中心在参与证券诉讼纠纷方面有着丰富的经验,从首起支持诉讼“匹凸匹”案件,到参与上海金融法院首例示范判决案件,投服中心在诉讼过程中主要承担着损失计算的职责。2019年2月,投服中心研发的虚假陈述损失计算软件已投入使用,接下来,面对集团诉讼中海量投资者损失计算问题,投服中心可利用其技术优势,精准高效地实现大规模的受损投资者损失计算。考虑到投保机构在担任诉讼代表人时代表的是原告一方利益,从理论上讲其不宜再接受法院委托在该案中从事专业辅助工作。一个较为合适且可操作的方案是,在由某投保机构担任诉讼代表人或支持诉讼角色的案件中,法院委托另外的专业投保机构从事具体技术辅助工作。当然,这些技术辅助工作的结果并不具有当然的证据效力,应像其他证据一样接受法庭审查。

(三) 鼓励律师参与集团诉讼

如前文所分析,在集团诉讼案件中,投保机构作为诉讼代表人,有权委托律师作为代理人参与集团诉讼活动,本文认为应当鼓励律师参与证券集团诉讼。近年来,随着被行政处罚的上市公司数量激增,越来越多的律师加入证券维权队伍,参与代理证券虚假陈述案,我国已涌现出一批专业能力强、证券诉讼经验丰富的律师群体。据了解,目前全国约有近百位律师专门代理投资者证券虚假陈述案件。作为“私人检察官”^[36],证券律师已形成了一套成熟的工作模式,一旦上市公司因信息披露违法被证券监管部门行政处罚,维权律师便会公开征集符合索赔区间的投资者向上市公司进行索赔,甚至在行政处罚事先告知阶段,维权律师便开始进行预征集。根据新浪股民维权平台统计,因涉嫌虚假陈述而正处于被维权律师公开征集索赔的上市公司多达几百家。^[37]

律师的参与可以弥补投保机构作为诉讼代表人在诉讼技能和积极性上的不足。面对繁杂、耗资巨大、耗时过久的证券诉讼,不少小额原告投资者往往打退堂鼓,放弃通过诉讼取得赔偿的权利。新《证券法》制度下,即便将投保机构作为诉讼代表人,限于其参与诉讼经验不足、缺乏相应的激励机制等原因,实施效果如何尚待进一步观察。而律师的参与恰恰可以弥补当前诉讼代表人制度的不足,以美国为例,集团诉讼主要是靠律师的加入得以提起和推进。律师的加入,无疑可以很好地弥补原告投资者以及诉讼代表人在专业和动力上的不足。

为鼓励律师参与集团诉讼,可适当改变公益律师的付费模式。此前投服中心在进行证券支持诉讼时,是通过聘任公益律师来代理的。公益律师代理通常是无偿的或仅须由投服中心给予适当补助。本文认为,集团诉讼不同于证券支持诉讼,证券支持诉讼仅是选取典型案件,支持个别、少数投资人进行诉讼,并非支持全部适格投资人进行诉讼,工作量和复杂程度与集团诉讼完全不同。短期试点而言,或可使用聘请公益律师的方式,但从长远来看,还是应向代理律师支付一定律师费更为合理。当然,在中国特色的集团诉讼制度下,为了避免扰诉、滥诉,避免因律师费过高导致投资者赔偿金额大为减少的问题,我们当然不能实行美国式的高比例胜诉酬金制。本文建议,10%左右的胜诉酬金是比较合理、适当的;或者可以参考最高人民法院关于破产管理人报酬的规定,实行律师收费比例累退制。胜诉酬金的比例可由法院进行审查并确认。

[36] 汤欣:《公共利益与私人诉讼》,北京大学出版社2009年版,第56页。

[37] 参见新浪股民维权平台,载 <https://wq.finance.sina.com.cn/>, 最后访问时间:2020年2月16日。

意大利著名法学教授莫诺·卡佩莱蒂曾断言：“新型社会的、集体的、分散的权利和利益，只有通过同样新型社会的、集体的、分散的救济程序才能得以维护。”^{〔38〕}我国新《证券法》首次在证券纠纷领域引入投保机构主导的“默示加入、明示退出”的集团诉讼制度，正是运用“集体性”的救济程序应对“分散的”利益损失的大胆创新与尝试。然而，徒法不足以自行，新《证券法》第95条第3款仅仅是中国版证券集团诉讼的原则性、框架性制度设计，落实到具体层面，还需要配套规则予以支撑，我们期待中国的证券监管部门和司法机关积极行使职责、运用智慧，完善中国证券集团诉讼的细则，从实体和程序两方面提高该项制度的可操作性，真正实现私人诉讼和公共执法在证券纠纷领域的良好结合，使证券集团诉讼成为一项“活”的而不是停留在纸面上的、真正能够较好保护中小投资者合法权益的、促进我国证券市场长期健康发展的制度利器。

Abstract: Paragraph 3 of Article 95 of the new Securities Law establishes the system of “implied opt-in, expressed opt-out” class action led by investor protection institutions in the field of the securities civil disputes in China. The “opt-out” class action led by lawyers in the U. S., the “opt-in” class action led by the investor protection institution in China Taiwan, and the securities civil compensation system led by the Securities and Futures Commission in China Hong Kong, all of which have achieved good practical results. As a new system, China’s securities class action lacks corresponding procedural design, the nature and responsibilities of the investor protection institutions are not clear enough, and the role of lawyers in the class action is not clear either. Combined with the experience of extraterritorial class action and the specific reality of China, it is suggested to refine the litigation process such as the case selection of the securities class action, the registration of suitable plaintiffs, the announcement of the plaintiff’s right to withdraw, the court’s judgment and verdict, and the payment of compensation, to clarify the public interest nature of the investor protection institution and its representative responsibilities, and to encourage lawyers to participate in class actions.

Key Words: the securities law, class action, representative litigation

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)

〔38〕〔意〕莫诺·卡佩莱蒂：《比较法视野中的司法程序》，徐昕、王奕译，清华大学出版社2005年版，第373页。

证券执法和解信息公开的范围及其限度 ——以证监会〔2019〕11号公告为分析对象

梁 艺*

内容提要：证券执法和解带有鲜明的制度特征，其对于行政处罚具有替代性，行政和解协议具有合意性特征。在确保证券执法和解的合法与有效之间，和解信息公开与保密的限度需要寻求平衡。可操作性地划定执法和解的公开范围，需要区分行政和解具体实施阶段的不同以及和解协议本身的内容组成。在现有“以公开为原则，不公开为例外”的政府信息公开制度框架下，弥合行政和解过程中适度的保密性较为困难，需要明确《政府信息公开条例》对证券执法和解的有限适用，同时确立投资者对执法和解案卷的阅览权。

关键词：证券执法 行政和解 信息公开

《证券法》（2019年修订）在2020年3月1日正式施行，作为强化监管执法和风险控制的重要举措，《证券法》（2019年修订）第171条正式规定了行政和解制度。^{〔1〕}而在此之前，2019年4月23日，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）发布了〔2019〕11号公告（以下简称“11号公告”），对外公布其与高盛（亚洲）有限责任公司等9名行政和解申请人就相关事项的处理达成了行政和解协议。这是自《行政和解试点实施办法》（以下简称《和解办法》）2015年施行以来，证监会与申请人达成的第一起行政和解案件。本文主要关注的是在行政和解达成后，证监会应当在何种范围内公开与行政和解相关的信息，以及公开的限度如何划定的问题。因为根据《证券法》（2019年修订）第171条的规定，证监会决定中止或者终止调查后，应当按照规定公开相关信息。这一表述相对模糊，对于和解信息的公开范围与限度有赖于相关规范的体系解释，以及今后国务院在制定专门办法时的政策考虑。

需要说明的是，之所以从信息公开的视角切入，一方面与笔者一直以来的研究旨趣有关，另

* 梁艺，浙江工业大学法学院讲师。

〔1〕 参见侯捷宁：《证监会详解新证券法十大亮点》，载《证券日报》2019年12月30日，第A2版。

一更重要的原因在于,进一步探讨和解的适用范围、和解协议的效力等实体问题的前提是外部观察的可能性。所以,作为《和解办法》首次适用的案例,证监会对外公开上述信息的唯一形式即11号公告,是考察应在何种范围内公开行政和解信息的重要切入;通过梳理该公告与当时《和解办法》等相关规范间的互动关系,不仅可以形成探讨该问题的基本框架,也是《证券法》(2019年修订)施行后相关配套新规出台时的重要参考。

一、证券执法和解保密与公开的作用基础

证监会与高盛公司等9名申请人的行政和解,发生在《证券法》2019年修订之前,彼时其中并无涉及行政和解的相关规定。所以,本文针对11号公告的相关分析将首先以《和解办法》确立的解释框架为基础。从概念上看,证券执法和解,即证监会在执法调查过程中,可以依据行政相对人的申请,与其协商签订和解协议,约定由当事人改正涉嫌违法行为,消除涉嫌违法行为不良后果,交纳行政和解金补偿投资者损失,而证监会则终止调查执法程序的纠纷解决方式。根据这一定义与《和解办法》相关条款的解读,证券执法和解带有两项鲜明的制度特征:第一,行政和解对于行政处罚的替代性;第二,行政和解协议的合意性。也正是上述两项特征左右了证券执法和解公开与保密的作用基础,成为制度设计中不可忽视的因素。

(一) 作为代替行政处罚的行政和解

根据《和解办法》的规定,行政和解的适用以证监会的立案调查为前提,但与一般情况下以行政处罚结案的案件不同,案件经过了必要的调查程序,案件事实或者法律关系尚难完全明确,出于执法效率的考量,行政和解成为了当事人可选择的方案。

应当注意的是,案件事实难以明确,并不意味着案件事实无法明确,《证券法》并未对证监会的结案期限作出规定,例如宝硕股份信息披露违法案,证监会于2006年10月18日送达立案调查通知书,直至2014年7月1日作出行政处罚决定,调查时间长达八年。^{〔2〕}另一方面,基于和解的自愿原则,如果证监会未能掌握认定违法事实的一定证据,也很难想象当事人会主动提出行政和解的请求并接受高额的和解金条款。

换言之,行政和解的达成对双方而言均是利益衡量下的理性选择。证监会虽然可以坚持调查并作出行政处罚决定,但除了耗费过高的执法成本外,还可能面临后续争议处罚败诉的风险。2018年的苏嘉鸿案打破了证监会行政处罚实体零败诉的“应诉记录”,^{〔3〕}法院不仅没有认可证监会对内幕交易违法所得的认定与计算,甚至对证监会在执法过程中开展调查的方式进行了质疑,最终撤销了其针对苏嘉鸿个人没收违法所得、罚款总计1.3亿余元的处罚决定。^{〔4〕}而对当

〔2〕 参见中国证监会〔2014〕69号《行政处罚决定书》(河北宝硕股份有限公司、周山、闫海清等10名责任人),载 http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201409/t20140919_260656.htm,最后访问时间:2019年9月2日。

〔3〕 2017年证监会行政处罚诉讼的48件案件中,法院对其中35件案件作出判决或裁定。35件案件中,原告主动撤诉5件;法院驳回再审申请1件;剩余案件无一例判决撤销或改变行政处罚决定。参见《2017年证监会行政处罚案件诉讼情况综述》,载 http://www.gov.cn/xinwen/2017-12/31/content_5252006.htm,最后访问时间:2019年9月2日。

〔4〕 参见北京市高级人民法院(2018)京行终445号行政判决书。该案系《人民法院报》“2018年度十大民事行政案件”之一。

事人而言，暂且不论证监会继续调查后是否作出行政处罚决定，根据证监会《行政许可实施程序规定》《证券发行上市保荐业务管理办法》的规定，证券中介服务机构或其从业人员涉嫌违法违规被立案调查的，其保荐业务以及同类业务的行政许可均不予受理或中止审理，这意味着调查期限延长带来的潜在损失，将可能远远超出协商后和解金的支付数额。

综上，证券执法和解的功能定位是双方在风险评估后达成的行政处罚替代方案。这也意味着，原本通过行政处罚实现的公益维护、市场秩序恢复、损失补偿等监管目的，是否能够以行政和解的方式实现，成为证成其合法性的关键。不仅如此，根据《和解办法》的规定，行政和解应当遵循公平、自愿、协商、效能原则。但上述规定仅对自愿原则的内容作了进一步阐述，即“证监会不得向行政相对人主动或者变相主动提出行政和解建议，或者强制行政相对人进行行政和解”。除此之外，尤其是如何理解“公平”原则，并非不存在讨论的空间。公平原则是否意味着证监会实施行政和解也应当受到平等原则、比例原则等行政法原则的规范，在不同的行政和解案件中是否存在执法尺度不一的现象，都是合法性要求在作为行政处罚替代之行政和解中的延伸，上述问题最终导向的基本前提是，行政和解信息公开的充分性，从而保障外部监督与问责的可能。

（二）行政和解协议的合意性确认

行政和解协议的达成以双方协商为前提，遵循自愿和解原则。《和解办法》对和解协议合意性的确认有其先进性，因为具有上述和解特征的执法方式并不仅限于证券监管领域，事实上，此前《反垄断法》与《反倾销条例》中均对经营者承诺制度进行了规定。^{〔5〕}以前者为例，在对涉嫌垄断行为的调查过程中，若经营者承诺消除影响，执法机构可以中止调查。但一直以来对于“公权不可处分性”的争议与担忧，^{〔6〕}使得经营者承诺制度在表述上始终回避“双方合意”的特征。在国家市场监督管理总局依据《反垄断法》制定的《禁止滥用市场支配地位行为暂行规定》《禁止垄断协议暂行规定》中，这一过程被表述为由经营者提出中止调查的申请，行政机关审查决定是否接受承诺，最终决定是否中止调查。^{〔7〕}也就是说，对于承诺内容的确定，看似仅为经营者一方提出，行政机关仅考虑接受与否。双方是否存在协商一致的空间，在规范层面无法得知，而以中止（终止）调查决定书而非行政协议的方式结案，更在形式上强调了这种执法模式“单方性”的特征。

《和解办法》的出台正式明确了双方协商解决证券执法争议的可能性，规范上的推进显然与理论、实践中观念上的转变密不可分。公私合作的理念在行政法的各个领域均得以铺陈展开，对于行政和解等“中性”执法方式的运用也被视为行政机关裁量权行使的具体表现。^{〔8〕}在这个过

〔5〕《反垄断法》第45条第1款规定：“对反垄断执法机构调查的涉嫌垄断行为，被调查的经营者承诺在反垄断执法机构认可的期限内采取具体措施消除该行为后果的，反垄断执法机构可以决定中止调查。中止调查的决定应当载明被调查的经营者承诺的具体内容。”《反倾销条例》第33条第1款规定：“商务部认为出口经营者作出的价格承诺能够接受并符合公共利益的，可以决定中止或者终止反倾销调查，不采取临时反倾销措施或者征收反倾销税。中止或者终止反倾销调查的决定由商务部予以公告。”

〔6〕参见王锡锌：《规则、合意与治理：行政过程中ADR适用的可能性与妥当性研究》，载《法商研究》2003年第5期。

〔7〕参见《禁止滥用市场支配地位行为暂行规定》第29-33条。

〔8〕参见章志远：《迈向公私合作型行政法》，载《法学研究》2019年第2期。

程中,更新的不仅是行政机关的执法手段,更重要的是在行政过程中,相对人的主体性成为有效协商的关键。这种主体性在行政和解的过程中则意味着双方都必须在彼此探知“底线”的情况下作出让步,而非单方面的妥协。^{〔9〕}《和解办法》明确规定,协商应当以当面的形式进行,与反垄断调查中“提出申请—审查—决定”的书面模式大相径庭,这种面对面的方式本身便能在最大程度上降低沟通成本与信息损耗,^{〔10〕}若当事人乃至行政机关担心协商过程中的所有谈话内容今后有公开之虞,沟通实效则必然有所削减,如此,和解过程需要一定的保密性来确保其有效性。

二、证券执法和解信息公开的范围

以上可见,在保证证券执法和解的合法性与有效性之间,和解信息公开与保密的限度需要寻求平衡。可引为戒的是,我国台湾地区2005年3月发布的“金融监督管理委员会缔结行政和解契约处理原则”第12条曾规定,“行政和解契约缔结后,除依法有保密之必要外,应公开行政和解契约内容。”但施行未及半年便全然转向,同年8月该条即修正为“行政和解契约缔结后,除依法令应公开者外,应予保密”。足见在这一问题上的简单化处理并不是最佳的解决方案。

(一) 学理观点梳理

学界对于执法和解的讨论在《和解办法》之前便已展开,从经营者承诺制度切入探讨建立执法和解制度的可能性,或者集中于域外和解制度借鉴的必要性,已有诸多研究。但对于执法和解与信息公开之间的兼容关系,目前的结论仍是相对简单的,概括而言现阶段学理观点大致可作如下总结:

第一,行政和解作为行政执法的方式之一,自然需要接受依法行政的拷问,在这个过程中,为确保公权力在行政和解时的正当行使,需要信息的充分公开,以防止行政机关借“和解”之名滥用公权。^{〔11〕}

第二,信息公开除了能够保障行政和解的合法性之外,鉴于和解协议的达成同时也将影响在证券活动中受损的第三人,确保和解过程的透明度可以促进利益相关人员的有效监督。^{〔12〕}

第三,和解信息公开的具体内容及其限度未能取得共识。一方面,主张和解公开应当有其特殊性的学者认为,鉴于和解过程中“涉嫌违法行为往往缺乏确凿的证据或者充分的法律依据来判断其行为的违法性或者失当性”^{〔13〕},以及部分信息对于经营主体而言具有重大价值,应当在公开与保密之间取得平衡,建立区别于一般行政违法信息公开的特殊制度。^{〔14〕}另一方面,也有学者主张和解公开的信息应当具有全面性,“不应限于涉嫌违法行为的案情说明,还应包括行政执法

〔9〕 参见林明锵:《行政契约》,翁岳生编:《行政法》,中国法制出版社2002年版,第772页。

〔10〕 参见萧鸣政、郭晟豪:《当前社会主义协商民主实践及其完善建议》,载《北京大学学报》(哲学社会科学版)2016年第3期。

〔11〕 参见刘桂清:《反垄断法中的和解制度研究》,载《当代法学》2009年第2期。

〔12〕 参见殷守革:《论行政和解中的行政优先权行使》,载《行政与法》2019年第5期。

〔13〕 宋功德:《证券执法和解机制》,载《甘肃行政学院学报》2010年第3期,第99页。

〔14〕 参见颜运秋:《税务和解的正当性分析》,载《法学杂志》2012年第8期。

和解协议的具体内容和履行情况”^{〔15〕}，特别是对于违法事实的公开，能够起到警戒公众、树立违法典型的教育作用。^{〔16〕}

综上所述，在《和解办法》已经施行且已有实例发生的当下，笼统地指出和解活动应当通过信息公开确保其合法性，同时应当关注执法和解的特殊之处给予其一定的保密性，应当不会有太大的异议，但对于如何划定公开与保密的限度，提出更具操作性的思考框架是当务之急。

（二）证券执法和解公开的若干层次

《和解办法》第 28 条第 1 款规定：“中国证监会应当依照规定公开行政和解协议的主要内容。”在这一规定中，仅关注到和解协议本身是否公开。但事实上，证券行政和解的达成是一个包括了相对人申请、和解申请的审查与受理、和解协议的协商签订等复杂多环节的活动。根据《和解办法》的相关规定，其具体的实施流程如图 1 所示：

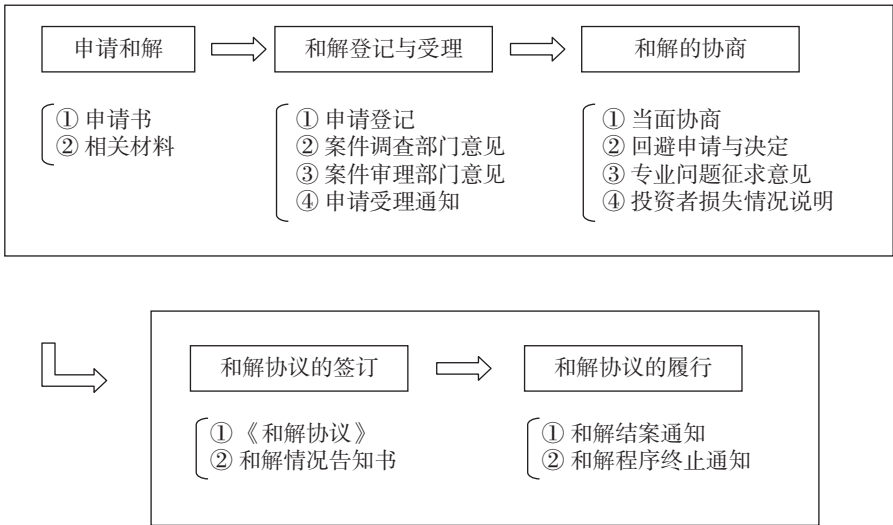


图 1 证券行政和解流程图

上述过程大致可被区分为三个阶段：其一，行政和解协议达成的准备阶段，包括申请、受理与双方协商的过程；其二，行政和解达成的结果，即和解协议本身；其三，和解协议达成后实际的履行阶段。

具体来看，首先，行政和解准备阶段的协商过程包含了证监会内部机构之间就是否同意进入和解程序的审议决策过程，以及双方就违法事实、整改措施以及和解金缴纳问题的当面协商，其间必然存在着相互的妥协、协商，甚至让步，^{〔17〕}进而促进一致意见的达成；同时专家意见与投资者损失说明也将对协商结果的形成产生影响。其次，和解协议作为和解达成的法定形式，将在多大范围上囊括此前协商的具体过程，则显得尤为重要。最后，和解协议的履行则会涉及经营主体的具体整改措施及其实现，以及和解金缴纳与使用的问题。

〔15〕 王婷、张平：《论行政执法和解的风险控制》，载《政法学刊》2015 年第 6 期，第 22 页。

〔16〕 参见吴陶：《论我国证券行政执法领域和解制度之构建》，载《云南大学学报》（法学版）2013 年第 2 期。

〔17〕 参见王贵松：《论行政法上的法律优位》，载《法学评论》2019 年第 1 期。

但对于和解协议之外其他环节的相关信息,《和解办法》并未给出明确的规定。该条规定留下的另一个疑虑是,所谓“依照规定公开”究竟是否可能指向《和解办法》之外的其他依据,尤其是《政府信息公开条例》。而《和解办法》附则部分的第37条规定了和解工作的保密义务,“中国证监会及其工作人员应当对行政和解工作情况严格保密,但法律、行政法规和本办法另有规定的除外”。结合第28条的规定,这似乎是将和解协议之外的相关信息排除在了公开的范围之外。

但事实上,上述不同阶段的公开及其限度的划定,涉及的法益侧重也有所区别:忌惮于协商过程公开的可能性,一方面可能影响当事人申请和解的积极性,另一方面也将导致协商过程中,双方难以实现充分的信息沟通,^[18]从而影响和解程序的有效性;和解协议的公开范围,对于确保社会公众监督和解实施的合法性至关重要;而履行阶段的信息公开,则将最直接地影响在证券违法活动中受损的利害关系人。所以,对于证券执法和解信息公开讨论的基本框架,应当首先区别执法和解过程的不同阶段,进而形成层次化的规范设计。

(三) 和解协议的公开方式及其内容

如前所述,根据《和解办法》第28条的规定,证监会将行政和解公开的范围限定在“和解协议的主要内容”,考察11号公告可知,该公告并未公开协议全文,而是简略地概括了和解协议的大致内容,包括和解的主要申请人、简要事实、和解金的数额以及整改措施涉及的工作。^[19]

从第28条的规定来看,其并未明确指出和解协议的“主要内容”需要涵盖何种信息,而且作为证监会实施的首例执法和解案例,无从就先例进行比较,所以本文加以对照分析的依据主要包括三点:

第一,正式的和解协议文本。《和解办法》第21条对和解实施部门与相对人之间应当协商的事项进行了规定,第26条则提出了和解协议应当载明的事项。综合比较11号公告的内容,有助于我们认识在整个环节中,和解信息不断被“隐藏”的过程。

第二,证监会发布的行政处罚决定书。根据《证券期货监督管理信息公开办法(试行)》的规定,行政处罚决定属于证监会应当主动公开的信息。行政执法和解作为正式程序外的纠纷解决机制,具有行政处分的替代性功能,^[20]对比分析证监会对于处罚决定与行政和解信息公开的区别,可以观察到两者政策定位的不同。

第三,反垄断执法机构在经营者依据《反垄断法》第45条作出承诺后,发布的中止调查决定书。如前所述,执法机构与涉嫌垄断行为人之间的承诺制度,本质上亦属行政执法和解,^[21]通过考察各级市场监督管理局发布的中止调查决定书,对比其与和解协议公开内容的差异。

就公开的形式而言,证监会对于其作出的行政处罚,均以“行政处罚决定书”的形式全文公

[18] 参见曹伊清、崔小峰:《和解契约的行政法建构》,载《江西社会科学》2017年第8期。

[19] 参见中国证监会〔2019〕11号公告,载 http://www.csrc.gov.cn/zjhpublish/zjh/201904/t20190423_354756.htm,最后访问时间:2019年9月2日。

[20] 参见谢小元:《行政和解法律属性之辨析》,载《福建行政学院学报》2016年第2期。

[21] 参见焦海涛:《反垄断法承诺制度的功能解释——从我国实践案例切入》,载《财经法学》2016年第6期。

开，包括当事人存在的违法事实、陈述申辩以及证监会的复核意见与处罚依据。^{〔22〕} 与之类似的还有反垄断执法机构发布的中止调查决定书，亦以全文形式公布，明确指出相对人涉嫌滥用市场支配地位行为的事实、承诺采取消除行为后果的具体措施等。^{〔23〕} 唯有行政和解的公开为公告的形式，系对和解协议内容的简要叙述，从公开的内容来看，和解公告与行政处罚决定、中止调查决定在违法主体、违法事实的认定以及整改措施的说明上存在的差异最为显著，具体差异请见表 1：

表 1 行政处罚决定、中止调查决定与行政和解公告在公开内容上的差异

类 型 \ 公布内容	违法主体信息	(涉嫌) 违法事实	整改措施或处罚内容
行政处罚决定	○	○	○
中止调查决定	○	○	○
行政和解公告	×	×	×

(说明：“○”表示公布内容包含此项，“×”表示公布内容不包含此项或存在省略。)

在违法主体信息的处理上，前两者对于机构或者个人违法主体，均明确公布机构名称与个人身份信息。但 11 号公告仅公布了违法机构信息，即“高盛（亚洲）有限责任公司与北京高华证券有限责任公司”，但对于违法个人，仅表述为“相关工作人员等 9 名”，未表明身份信息。

对于违法事实及其证据的公布，处罚决定书自不待言。需要说明的是，反垄断执法中的中止调查决定，以及行政和解公告，两者均未对相对人的行为是否构成违法作出明确结论。根据《禁止滥用市场支配地位行为暂行规定》的规定，一旦反垄断执法机构调查核实后，认定构成涉嫌滥用市场支配地位行为的，应当依法作出处理决定，而不再接受经营者提出的中止调查申请。^{〔24〕} 类似的，根据《和解办法》，若违法行为事实清楚，证据充分，则依法应当给予行政处罚，而不得进行行政和解，^{〔25〕} 所以在这两种情形下，当事人涉嫌违法行为的认定均处于不明确的状态，但中止调查决定需要明确载明涉嫌违法的事实，^{〔26〕} 而在 11 号公告中，则是笼统地表述为“从事了其他相关股票及股指期货合约交易”。

在整改措施部分，《禁止滥用市场支配地位行为暂行规定》要求中止调查决定应当载明经营者承诺的具体内容以及消除影响的具体措施，如：修改《公司章程》，允许社会资金加入；重新制定与生产企业之间的合同，删除生产企业不得向当事人以外企业销售的违约条款等。^{〔27〕} 证监

〔22〕 可以参考中国证监会〔2019〕65号《行政处罚决定书》（上海普天邮通科技股份有限公司、邢炜、徐千、王治义、李中耀），载 http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201907/t20190711_359213.htm，最后访问时间：2019年9月2日。

〔23〕 可以参考江苏省市场监管局〔2019〕1号《中止调查决定书》，载 http://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/201903/t20190308_291810.html，最后访问时间：2019年9月2日。

〔24〕 参见《禁止滥用市场支配地位行为暂行规定》第29条。

〔25〕 参见《行政和解试点实施办法》第7条。

〔26〕 如“在调查过程中，当事人承认其存在采取发放《催缴预结算电费通知书》、派人登门、电话、微信通知的方法，要求用电客户缴纳标准为上月度的用电量80%的预付电费，同时还承认对高压电新增客户采取《履约保函》的形式收取保证金”。江苏省工商行政管理局〔2018〕1号《中止调查决定书》，载 http://www.cqn.com.cn/zj/content/2018-10/11/content_6331556.htm，最后访问时间：2020年1月17日。

〔27〕 参见湖北省市场监管局〔2018〕1号《中止调查决定书》，载 http://gkml.samr.gov.cn/nsjg/bgt/201902/t20190216_288680.html，最后访问时间：2019年9月2日。

会11号公告公布的信息仅为“采取必要措施加强公司的内控管理”，至于究竟公司存在何种内控风险以及改进措施的内容则无从得知。

（四）小结

综上所述，结合《和解办法》的规范表述与11号公告的实际操作可知，证券执法和解信息公开涉及的主要内容包括行政和解的准备与协商、和解协议本身以及协议的履行阶段。证监会主动公开的内容仅指向和解协议，对其他相关环节的公开方式与范围需进一步考量。同时，和解协议的公开并未囊括其全部内容，系以公告形式进行了主要内容的概括，与证监会处罚决定、反垄断中止调查决定，在违法主体信息、违法事实与整改措施的公布上均存在较大差异，这种差别是否能为执法和解公开的特殊性所解释与容纳，抑或应当课以更充分的披露义务，值得探讨。

三、《政府信息公开条例》对证券执法和解的适用

《和解办法》留下的空白之处，《政府信息公开条例》是否能够填补，或者是否应当由《条例》来填补，是接下来要讨论的问题。证监会作为《证券法》授权的全国证券市场监督管理机构，其依法履行职责产生的政府信息当然受到《政府信息公开条例》的调整。2008年《政府信息公开条例》颁行之后，证监会也制定了《证券期货监督管理信息公开办法（试行）》（以下简称《公开办法》），将依法履行证券期货市场监督管理职能的过程中制作或者获取的信息纳入政府信息公开的范围。虽然根据《公开办法》第7条的规定，行政处罚、市场禁入等执法决定属于应当主动公开的证券监管信息，但这并不必然意味着行政和解相关信息也应如此。从11号公告来看，证监会采取的差异化处理是显而易见的。

（一）执法和解信息是否属于政府信息

首先需要回答的问题是，执法和解信息是否属于《政府信息公开条例》的调整范围。《政府信息公开条例》在2019年的修订中对政府信息的定义进行了一定的调整。此前，旧《政府信息公开条例》对于政府信息的产生限定为基于“行政机关履行职责”的目的，其核心在于判定行政机关法定职责是否存在，亦契合《政府信息公开条例》促进依法行政的立法目的。但在施行过程中，这个概括式的范围划定仍留下诸多讨论空间，由此产生许多实践中的争议，^{〔28〕}于是在新《政府信息公开条例》中，这一限定条件被进一步细化，修正为基于“行政机关履行行政管理职能”的过程，从“职责”到“行政管理职能”的细化，对政府信息的范围划定作了进一步的明确，回答了此前诸如公安机关具有行政机关和刑事司法机关的双重职能，其在履行刑事司法职能时制作的信息是否属于政府信息的疑难问题。^{〔29〕}

与之相应的则是行政机关参与民事活动时产生的信息应当如何定性的问题。例如行政机关作为买受人与其他主体间的房屋转让合同，法院在审查中认为受让房屋的行为并非履行行政管理职

〔28〕 参见王军：《“政府信息”的司法认定》，载《华东政法大学学报》2014年第1期。

〔29〕 参见“奚明强诉中华人民共和国公安部案”，《全国法院政府信息公开十大案例》，载《人民法院报》2014年9月13日，第3版。

责的行为，由此所形成的信息不属于政府信息，因此将房屋转让合同排除在政府信息公开的范围之外。^{〔30〕}而对于如何区别民事合同与行政协议，一些案件中给出了更为明确的阐述，“补偿协议受行政法规的调整，按照行政法规的规定形成，协议签订的目的是为了公共利益、为了实施行政管理需要”，并判令行政机关依法公开涉案行政协议。^{〔31〕}概括而言，行政机关签订的合同，若属民事合同的，一般不属于行政机关履行行政管理职责时产生的信息，属于行政协议的，则应当依法受到《政府信息公开条例》的调整，尤其是自行政协议纳入行政诉讼的受案范围以来，已有学者从信息公开的角度着眼，认为“政府通过招标等公平竞争方式在公用事业领域签订的政府特许经营协议，以及土地房屋征收补偿协议等协议，均属于行政协议。这些协议的履行、变更、解除等显然属于政府履行法定职责行为，由此制作或者获取的信息属于政府信息，应当纳入《政府信息公开条例》调整范围”^{〔32〕}。虽然和解协议并未被《行政诉讼法》明确列举，从内容上看也约定了支付和解金等“金钱给付”义务，但该项给付义务系为了换取行政机关中止调查的职务行为，且协议的目的乃是为实现《证券法》上的公法监管任务，应属行政协议无疑。^{〔33〕}由此产生的信息当属《政府信息公开条例》所调整的政府信息。

（二）现有例外事项与证券执法和解的兼容性

《政府信息公开条例》对于例外信息的规定已经形成了较为成熟的规范体系，在2019年修订之后，可以具体区分为绝对不公开信息（国家秘密；可能危及国家安全、公共安全、经济安全、社会稳定的政府信息），以及相对不公开信息（商业秘密与个人隐私、内部事务信息、过程性信息以及行政执法案卷信息）。行政和解信息是否公开的具体判断应当遵循《政府信息公开条例》的适用框架自不待言，需要特别考虑的是《和解办法》未明确规定的行政和解准备与协商阶段及其履行，以及公告对和解协议的“删减”公开在《政府信息公开条例》中应如何评价的问题。

1. 行政和解实施环节的过程性判断

如本文第二部分的图表所示，行政和解实施环节主要涉及相对人向行政机关提出的和解申请与相关材料，此后和解实施部门、案件调查部门以及案件审理部门就本案是否适用行政和解进行意见征询与书面反馈，案件进入具体的协商过程时，还可能形成就专业问题征求专家学者意见的咨询报告、投资者受损情况的意见听取等材料。在《政府信息公开条例》的判定框架中，与上述信息最直接关联的即为是否属于过程性信息的争议。

在证监会以往的申请信息公开案件中，笔者以“过程性信息”为关键词在北大法宝上进行检索，有四则案件对该类例外信息的判断给出了实体意见，具体内容参见表2：^{〔34〕}

〔30〕 参见南通市中级人民法院（2017）苏06行终208号行政判决书。

〔31〕 参见广州铁路运输中级法院（2017）粤71行终477号行政判决书。

〔32〕 程琥：《〈政府信息公开条例〉的修改》，载《国家检察官学院学报》2016年第3期，第65页。

〔33〕 参见陈敏：《行政法总论》，新学林出版有限公司2013年版，第567页。

〔34〕 表2中四则案例依照顺序分别是：（2019）沪74行终3号“王璐嘉诉中国证券监督管理委员会上海监管局、中国证券监督管理委员会案”、（2016）京行终1575号“余某诉中国证券监督管理委员会信息公开案”、（2018）闽02行终58号“宏亿隆投资管理有限公司诉中国证券监督管理委员会厦门监管局案”、（2017）粤行终1429号“龙某某诉中国证券监督管理委员会深圳监管局案”。

表 2 四则申请信息公开案件的裁判意见

序号	涉案信息	裁判理由	是否公开
1	从收到核查举报到出具行政监管措施过程中形成的报告、请示、批复和其他文书	意见性信息，属于过程性、内部信息	不予公开
2	向某上市公司发布的《行政许可项目审查一次反馈意见通知书》	行政许可程序已经结束，并非处于讨论、研究或者审查过程中的信息	应当公开
3	案件调查中对某有限公司董事会秘书王某某进行调查询问时制作的询问笔录	执法调查内容，具有“内部性”或“非终极性”的特点	不予公开
4	调查过程中所做的谈话记录、工作日志，以及认定过程中形成的讨论记录	决策者个人的意见、观点等，均属于个人主观信息，影响决策公平公正	不予公开

在上述案件中，法院对于过程性信息的认定呈现出多元的判断标准，结合 2019 年《政府信息公开条例》修订从国办发〔2010〕5 号文中对过程性信息的吸纳，可以看到证券执法中过程性信息认定的特殊性：

第一，过程性信息的内部性与外部性影响是否公开的判断。案例 2 中，法院认为行政程序已经终结，《行政许可项目审查一次反馈意见通知书》即不再具有过程性，应当予以公开。但是，其余 3 则案件亦全都处于程序终结的状态，换言之，程序是否结束在此并非决定性的因素。案例 2 与其余案件的另一重要差异是，《行政许可项目审查一次反馈意见通知书》系行政机关经由外部行政程序送达给行政相对人的文书，而案例 1 中的报告、请示，案例 3 中的询问笔录，案例 4 中的工作日志、讨论记录等均为内部行政程序产生的相关材料，^{〔35〕}即便行政程序终结，法院依然认定其存在过程性的因素。

第二，意见性的个人主观信息是否要与事实材料相区分。在案例 1 与案例 4 中均明确指出请示批复、讨论记录内容包含个人主观的意见性信息，且在案例 4 中法院对意见性的过程性信息不予公开的目的进行了详细的阐述，因这类信息的公开容易给决策者带来压力，进而可能影响到行政决定过程的科学性和客观性，最终影响决策结果的公平、公正。这一裁判思路在最高人民法院案例中也有较为清晰的阐述。^{〔36〕}但较为特殊的是，案例 4 进一步指出对于决策所依据的事实信息的公开也应当慎重，其指出过程性信息不仅包括行政机关作出决策的参考依据，也包括决策的事实根据。而在近来的讨论中，有学者认为，事实信息本身具有成熟性，事实信息的公开是参与和讨论得以进行的前提，秉承客观性的原则，对于行政决策过程中的事实信息，应以公开为原则。^{〔37〕}

综上，在行政和解的准备与协商阶段，信息既包括行政机关经由外部程序向相对人发出的受理通知书，也涉及因行政机关内部行政程序而产生的书面征求意见函等相关信息，从而直接影响关于过程性的判断。同时，在证券和解的协商过程中，对事实信息与意见性个人主观信息的区别

〔35〕 参见何海波：《内部行政程序的法律规制（上）》，载《交大法学》2012 年第 1 期。
〔36〕 “内部信息、过程信息、决策信息通常被列为可以不公开的情形。这些信息普遍具有内部性和非终极性的特点，属于意思形成的信息，一旦过早公开，可能会引起误解和混乱，或者妨害率直的意见交换以及正常的意思形成。”最高人民法院（2016）最高法行申 2769 号行政裁定书。
〔37〕 参见王敬波：《过程性信息公开的判定规则》，载《行政法学研究》2019 年第 4 期；顾建兵、刘羽梅：《过程性信息的认定及不予公开的范围》，载《人民司法·案例》2016 年第 14 期。

对待则愈加复杂：一方面，当事人的违法事实以及行政机关掌握的初步证据等，相较于一般行政决定的事实依据而言，具有更高的保密性要求；另一方面，意见性信息的来源主体并不相同，除了行政机关工作人员的意见信息外，还包括外部专家的意见以及案件相关投资者的损失情况说明，主体来源的不同也将影响利益衡量的结果。^{〔38〕}而上述证券和解的特殊性在现有《政府信息公开条例》关于过程性信息的表述中难以得到体现。

2. 和解协议部分公开的可能依据

在之前的比照分析中，可以看到证券执法和解作为证监会行政处罚的替代手段，在对外公布和解程序的结果，也就是和解协议时，相较于行政处罚决定以及同样具有和解性质的反垄断中止调查决定，其在违法主体信息、违法事实、整改措施的部分进行了删减处理。

从具体的政策考量来看，和解协议仅披露机构信息而隐匿违法个人的相关信息，目的在于降低和解信息披露对相关人员的执业声誉产生影响，尤其是在证券从业活动中，声誉资源具有更为重要的意义。2019年8月，中国证券业协会还发布了《证券公司声誉风险管理指引（征求意见稿）》，其目的即是为了引导证券公司有效管理声誉风险，完善全面风险管理体系，防范证券从业人员道德风险。但关键在于，这种区分处理如果成立，则意味着从业人员个人声誉对证券业务的影响，应当比机构声誉更大。而已有相关实证研究显示，在本案高盛公司主要从事的保荐业务领域，“同时检验处罚程度、机构特征、客户特征、媒体关注度等因素的影响后发现，中国证券市场的保荐人声誉关联效应机制主要体现在保荐机构层面，而保荐代表人的个人声誉关联效应较弱”^{〔39〕}。所以，若是从执业声誉的角度出发，更应当隐匿机构信息而非个人信息。

违法事实与整改措施的公开关系到的最核心问题是，当事人是否违法以及对违法行为的认定。从《和解办法》的规定来看，双方在协商过程中必须对“涉嫌违法行为的情况”进行沟通协调，但对于和解协议需要载明的内容，则表述为“行政和解的事由”，所以准确来说，基于11号公告提供的信息，并不能得知和解协议中原本是否包含对当事人违法行为确认的内容。这一问题在比较法上也存在分歧，^{〔40〕}问题的根源或许是和解协议一旦确认了当事人的违法行为，其是否会如其他行政决定一样具有构成要件效力与确认效力，^{〔41〕}从而可能拘束后续其他案件中对当事人违法性的认定。这个问题《和解办法》没有给出规定，但从第30、31条的规定来看，当事人不履行和解协议的，并不能强制执行，而是协议无效并终止和解程序，恢复调查。可见和解协议至少并不具有一般行政决定效力中的执行力。所以，此类信息的不予公开很难归结于商业秘密等事项的保护，而应当考虑在和解过程中，证监会对部分违法事实并未完全确认的情况下，公开此类信息可能带来的误导性。

以上可见，证监会在公告中隐匿和解协议中部分信息的做法，似乎很难在现有《政府信息公开条例》的框架下得到证成，本文尝试提出的思路是，可以从执法案卷信息的角度进行一定的修

〔38〕 参见王敬波：《政府信息公开中的公共利益衡量》，载《中国社会科学》2014年第9期。

〔39〕 应千伟、张怡、刘劲松：《保荐人声誉的关联效应——来自中国证券市场的经验证据》，载《经济与管理研究》2016年第11期，第39页。

〔40〕 参见李东方：《论证券行政执法和解制度——兼评中国证监会〈行政和解试点实施办法〉》，载《中国政法大学学报》2015年第3期。

〔41〕 参见章剑生：《现代行政法总论》，法律出版社2019年版，第156页。

正与展开。

证监会前主席肖钢曾撰文提出：“监管机构与当事人达成的和解协议，在不涉及国家秘密、商业秘密、个人隐私和不影响执法工作的情况下，原则上应当向社会公开。”^{〔42〕}这一观点在与《政府信息公开条例》对接时产生的疑问是，如何理解“不影响执法工作”。2019年《政府信息公开条例》修订时增加了一项例外信息，即执法案卷信息。《政府信息公开条例》本身并未对执法案卷信息进行界定，但一般而言执法案卷是指行政执法过程中制作和收集的调查记录、证据、文书和审核签批，以及记录行政执法过程的声像和电子信息等经整理归档形成的卷宗材料。^{〔43〕}根据这一定义，行政机关在执法过程中收集制作的所有材料几乎都能被囊括其中。但准确来说，执法案卷信息并非当然作为一种例外存在，而是信息内容的载体。司法部负责人就《政府信息公开条例》修订答记者问时亦曾表示：“行政执法案卷信息与当事人、利害关系人之外的其他主体没有直接利害关系，且通常涉及相关主体的商业秘密和个人隐私”，这意味着执法案卷信息的不予公开仍旧需要回溯至个人隐私、商业秘密等其他例外事由的判断中予以考量。

本文不赞同上述理解。对执法案卷信息的广义界定混淆了政府信息是否可以公开与政府信息是否对外生效的问题，且未能赋予其区别于其他例外事项的独特意涵。在这一点上，最高人民法院曾有案例体现出的裁判观点值得参考：“具体行政执法活动中有关执法调查方法、机密信息来源、内部研究意见等敏感信息，通常不应公开，否则将有可能妨碍行政执法活动的正常进行。”^{〔44〕}在这里，执法信息被限缩为公开后可能妨碍执法活动正常进行的敏感信息，无论是从比较法的角度还是执法实践的现实需要来看，此种限缩解释都更为合适。

• 293 •

如此，证监会对于违法主体信息、违法事实以及整改措施的保密处理，从尽量降低和解相对人社会负面评价，促进执法和解的积极适用的角度来说，可以在《政府信息公开条例》中的执法案卷信息中寻得一定的规范依据。

四、证券执法和解的补充性定位与规则因应

总体而言，在《政府信息公开条例》“以公开为原则，不公开为例外”的框架下，试图弥合行政和解过程中适度的保密性是较为困难的。行政和解的准备、协商过程在现阶段“过程性信息”的判断体系中，难免受制于最高人民法院“当决策、决定完成后，不再是过程性信息”的基本认知。^{〔45〕}对和解协议的部分公开则需要对“执法案卷信息”做进一步的限缩解释才能实现，而这总归是打补丁式的修复《和解办法》对于行政和解公开问题留下的空白，因此需要结合证券执法和解在现有体系中的功能定位，给出适当的规则因应。

〔42〕 肖钢：《积极探索监管执法的行政和解新模式》，载《行政管理改革》2014年第1期，第4页。

〔43〕 《福建省行政执法条例》第36条规定：“行政执法机关应当根据档案管理有关规定建立行政执法案卷，将办理完毕的行政执法事项的调查记录、证据、文书和审核签批等材料，以及记录行政执法过程的声像和电子信息等资料，及时归档保存。”

〔44〕 最高人民法院（2017）最高法行申4750号行政裁定书。

〔45〕 参见“姚新金、刘天水诉福建省永泰县国土资源局案”，《全国法院政府信息公开十大案例》，载《人民法院报》2014年9月13日，第3版。

（一）证券执法和解的补充性定位

证券执法和解作为协商解决行政争议的积极尝试，固然有其优越之处，但总的来看，目前它还无法取代行政处罚等单方行政决定在行政机关执法体系中的地位，质言之，其在执法工具中的定位仍是补充性的，主要体现在以下两方面：

第一，行政和解程序的启动要件。根据《和解办法》的规定，证券执法和解程序的启动仅以相对人提出为限，相较于其他国家地区的类似制度而言，应是较为谨慎的。^{〔46〕}证监会不得主动或者变相主动提出行政和解的建议，换言之，适用行政和解的主动权并不属于作为执法主体的证监会。

第二，行政和解的适用范围限制。案件必须符合必要的条件，才能适用行政和解，在《和解办法》的规定中，首要条件即为“经过了必要调查程序，但案件事实或者法律关系仍然尚未明确”。这意味着经过适当调查，违法事实证据确凿的案件，应当采用行政处罚等方式结案，而并非从效率最优的角度出发，允许在案件调查之初便进入和解程序。相较于此，反垄断调查中的经营者承诺制度带有明确的“效率优先”色彩，只要在被调查期间，经营者随时可以提出中止调查的申请，但一旦反垄断执法机构掌握足够的证据调查核实后，认定构成涉嫌滥用市场支配地位行为的，则不再接受经营者提出的中止调查申请。^{〔47〕}这就意味着对经营者而言，如果意图通过申请中止调查减轻自身损失，需要尽早提出为宜。

如何理解这里的“经过了必要调查程序”，可能与案件类型及其复杂程度密切相关，《和解办法》的技术处理是规定“立案调查不满3个月的案件”^{〔48〕}原则上不予和解，这一规定亦有学者表示了质疑，认为未能考虑到行政和解在提高争议解决效率上的追求，对于瞬息万变的证券市场更是如此。^{〔49〕}但审慎地来看，3个月时限的确定并非是随意为之的结果，而是由于证券行政和解与经营者承诺制度的定位存在根本上的差异。^{〔50〕}

《和解办法》实施当年，《2015年度中国证监会稽查执法情况通报》显示“立案案件调查周期平均为86天”^{〔51〕}，这意味着立案调查超过3个月的案件，基本可以归属于在调查取证上存在较大阻力的复杂案件。由此可见，将申请行政和解限定在必须立案调查满3个月以上，体现出行政和解的适用前提带有“穷尽职权主义”的意味，^{〔52〕}也进一步显示出证监会对于行政和解在执法适用中的补充性定位。

（二）可能的规则因应

基于这样一种补充性定位，适度关注执法和解信息公开区别于其他政府信息的特殊性，可以促进相对人申请和解的积极性，换言之，也决定了证券行政和解制度能在多大程度上发挥效用。所

〔46〕 参见前引〔40〕，李东方文。

〔47〕 参见《禁止滥用市场支配地位行为暂行规定》第29条。

〔48〕 《和解办法》第18条规定：“立案调查不满3个月的案件，行政相对人提出行政和解申请的，不予受理，但有特殊情况经中国证监会主要负责人批准的除外。”

〔49〕 参见游小灵：《行政执法和解程序制度探究——基于证券行政执法和解的观察》，载《各界》2017年第4期。

〔50〕 但值得注意的是，新《证券法》第171条的表述回避了“和解协议”的规范概念，而是采用了类似反垄断执法中的“承诺”。鉴于目前仅有原则性规定，下结论为时尚早，究竟在后续制度展开的过程中，证券执法和解会偏向之前的《和解办法》，还是经营者承诺制度，有待持续观察。

〔51〕 《2015年度中国证监会稽查执法情况通报》，载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/jcj/gzdt/201601/t20160122_290097.html，最后访问时间：2019年8月28日。

〔52〕 参见前引〔15〕，王婷、张平文。

以,国务院在依据《证券法》(2019年修订)第171条制定专门办法时,应当注意以下两个问题:

第一,如果延续11号公告对和解信息主动公开的方式与限度,需要明确《政府信息公开条例》对证券执法和解的有限适用。《和解办法》作为部门规章,仅能对应当公开的信息进行特别规定;若需排除部分事项在《政府信息公开条例》框架的公开判断,需要行政法规以上位阶的法律法规,才能对禁止公开的信息或者信息获取方式进行特别规定。^[53]在具体的政策选择上,需要注意区分行政和解的准备、协商阶段与和解协议的区分处理。协商过程中涉及的个人主观意见、不确定违法事实的陈述等,其公开与否可能对行政和解的有效适用产生巨大影响。就和解协议而言,处理好和解协议的效力范围是划定其公开范围的前置条件。

第二,确立投资者对执法和解案卷的阅览权。《政府信息公开条例》设置“执法案卷信息”作为例外事项,其中一方面的考虑在于行政程序中的当事人、利害关系人能够通过卷宗阅览了解到执法案卷中所记载的相关材料。^[54]而在《和解办法》中,对于投资者知情权的规定仅限于“就行政和解金的数额与行政相对人进行协商的过程中,可以采取适当方式,就投资者损失情况听取投资者的意见”;若今后明确《政府信息公开条例》对证券执法和解的有限适用,则更应当明确投资者对和解案卷的阅览权,一来保障投资者权益充分主张的可能,二来可以弥补因缺乏信息披露而带来的社会公众监督的不足。

Abstract: There are distinct institutional characteristics of securities law enforcement reconciliation. Firstly, it is the substitution of administrative settlement for administrative punishment, and secondly, it comes from the agreement of administrative settlement. In order to ensure the legitimacy and effectiveness of securities law enforcement reconciliation, the limits of information disclosure and confidentiality need to seek a balance. To demarcate the open scope of law enforcement reconciliation operationally, we need to distinguish the different stages of the implementation of administrative reconciliation and the content of the reconciliation agreement itself. Under the existing government information disclosure system framework of “openness as the principle and confidentiality as the exception”, it is difficult to bridge the appropriate confidentiality in the process of administrative reconciliation. It is necessary to clarify the limited application of the regulations on the disclosure of government information to securities law enforcement reconciliation and establish the investors' reading rights to the files of law enforcement reconciliation.

Key Words: securities law enforcement, administrative reconciliation, disclosure of government information

(责任编辑:缪因知 赵建蕊)

[53] 参见《政府信息公开条例》第14、36条。

[54] 如《湖南行政程序规定》第79条规定:“行政机关应当建立行政执法案卷。公民、法人或者其他组织可以查阅与其相关的行政执法案卷,但是依法应当保密的除外。”

行政过程理论视域内的 “冷淡对待”证券市场中介机构措施

刘志伟*

内容提要：证券市场中介机构被立案调查期间，监管部门对其所采取的暂不受理其新业务、中止受理已在审业务的“冷淡对待”措施具有预防性、临时性，已然超越了典型行政行为所能涵盖的范围，并严重限制了此类措施的规范适用。须考察其设置初衷、价值选择及其所涉利益关系。更重要的是，要结合“冷淡对待”措施法律效果前置的特征，证明典型行政行为理论对其解释的孱弱，而行政过程理论恰好可为其法律内在规定性的辨明提供助益。为防止“冷淡对待”措施被滥用，其适用限度须从主体、过程和后果等层面予以把握，而规范适用则须借助行政裁量、行政过程理论以及以此为基础建立的具体控权规则的优化。

关键词：证券市场中介机构 证券服务机构 立案调查 业务限制 冷淡对待

一、选题缘由：新规修订、执法频繁与适用困境

“冷淡对待”措施是证券监管机构对涉嫌违法违规开展证券业务而被立案调查但尚未结案之证券市场中介机构的新开展业务暂不受理、已受理在审业务中止审理的限制措施。之所以展开对“冷淡对待”措施的研究，直接导源于2018年4月23日施行的新修订《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定》（以下简称《程序规定》）第15、22条新增款项对该监管措施的适用作出统一规定。加之，在2019年新修订《证券法》第170条对监管措施制度作出调整的基础上，^{〔1〕}中国证监会于2020年3月27日向社会发布的《证券期货市场监督管理措施实施办法（征求意见

* 刘志伟，西南政法大学经济法学院副教授。

〔1〕 2019年新《证券法》第170条第2款规定：“为防范证券市场风险，维护市场秩序，国务院证券监督管理机构可以采取责令改正、监管谈话、出具警示函等措施。”此举为证监会实施法律、行政法规规定之外的监管措施提供了明确的制度依据。

稿)》第2、12、20、21条进一步对“冷淡对待”措施的具体适用作了细化。

在“守住不发生系统性金融风险的底线”的“强监管、重安全”背景下,中国证监会越来越频繁地选用“冷淡对待”措施来加强对证券市场中中介机构的监管,^[2]“冷淡对待”措施在理论上存在法律属性模糊、价值选择冲突,在监管执法实践中存在裁量标准粗陋、权力控制不足等问题,已然影响到其准确有效适用的合法性与权威。

(一) 规范设置从分散到统合的模式转换

从规范设置看,“冷淡对待”措施并不新鲜,^[3]只不过起初仅有律师事务所及其所属人员、证券公司开展客户资产管理业务时才同时受暂停受理新业务和中止审查已受理业务的限制,而证券公司及其所属工作人员所从事的已经被证监会受理的保荐业务、财务顾问业务等投行业务不会。然而,《程序规定》第15、22条之新增款项已对证券市场中中介机构之适用主体、适用情形和适用影响进行了统一规定,立法模式也由既往的分散立法向统合立法转变。就规范内容而言,一是适用主体范围拓展到了所有证券中介及其所属工作人员等;二是业务受限监管措施的适用情形实现了从单一“暂不受理”向兼具“中止审查”在内的转变;三是被采取业务受限措施后业务受限影响范围从涉嫌违法违规证券中介机构的所有业务均受限制转变到仅仅限制其“同类业务”和“对市场有重大影响”的业务。

(二) 从被束之高阁到执法中的频繁采用

从执法实践看,近年来“创业板欺诈退市第一股”万福生科的保荐人兴业证券、^[4]半年内“二进宫”的西南证券^[5]以及“老牌”证券公司国信证券^[6]等因被立案调查而使其所有投行业务均被中止审查,新开展业务也被排斥于可受理的范围之外。被采取该措施的证券市场中介机构多为证券公司,根源于证券服务“中介机构作为资本市场‘看门人’的功能正普遍受到强调”^[7]。更为关键的是,中国证券市场的“看门人”机制所选择适用的不是美国式的“区分责任模式”,而是“将证券公司定位于统领各证券市场中介机构的牵头人角色”^[8]。当然,这也与制度规范是否完备紧密相关。随着新修订《程序规定》颁行实施、监管执法的逐渐强化,“冷淡对待”措施必然会越来越多地被适用于其他证券市场中介机构,如多家会计师事务所在被立案调查期间其新申报业务已遭受暂停受理^[9]或已提交发行上市申请文件被中止审查。^[10]

• 297 •

[2] 自2019年以来,大成律师事务所、中企华资产评估有限责任公司等多家证券市场中介机构接连被立案调查,并且由相关证券市场中介机构提供服务的多家企业受到牵连。

[3] 最早可追溯至2003年《证券发行上市保荐制度暂行办法》,其后的《律师事务所从事证券法律业务管理办法》(2007)、《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》(2008)、《证券发行上市保荐业务管理办法》(2008)以及《证券公司客户资产管理业务管理办法》(2012年)等也或多或少地对这种证券监管措施给予规定。

[4] 2016年7月,欣泰电气因欺诈发行和上市后虚假陈述而依法被强令退市,其申请IPO的保荐机构兴业证券也随之被立案调查,证监会在审的24家IPO排队企业因受兴业证券牵连而被中止审查。

[5] 2017年3月,西南证券“因在从事上市公司并购重组财务顾问业务活动中涉嫌违反证券法律法规”而被立案调查,其所有投行业务均被中止审查,“包括IPO项目10个,再融资项目6个,并购重组项目2个”,新业务也被暂停受理。

[6] 2018年3月,证监会官网公告显示,国信证券旗下保荐的项目已经被中止审查,包括6家新三板公司项目。

[7] 郭雳:《证券市场中介机构的法律职责配置》,载《南京农业大学学报(社会科学版)》2011年第1期,第98页。

[8] 甘培忠、孔令君:《论IPO注册制改革背景下中介机构作用之强化》,载《法律适用》2015年第8期,第21页。

[9] 2018年6月立信等6家会计师事务所首发和再融资材料被证监会暂停受理。

[10] “广东正中珠江(会计师事务所)因在执行其他上市公司审计业务中涉嫌违反证券相关法律法规,于(2019年)5月9日被中国证监会立案调查”,导致其提供服务的三家企业的发行上市申请文件被中止审查。

（三）法律属性难以辨识带来的适用困境

如上所述，“冷淡对待”措施，在监管执法中的适用更加频繁有力，规范文本的设计也更加科学合理，这在一定程度上证明了学界、业界，乃至监管层对这种证券监管措施的青睐与认可。^{〔11〕}然而，从目标定位、利益衡量、裁量标准、本质属性难以有效认知带来的实践适用困境看，“冷淡对待”措施尚有进一步被深入考究的空间。

一是“冷淡对待”措施的设置初衷是什么。真如证监会就《程序规定》公开征求意见时所阐明的吗？即，这套“挂钩机制”^{〔12〕}的“建立与实施是与我国资本市场‘新兴加转轨’的发展阶段，以及市场约束机制不足、诚信文化缺失、法律制裁不够的阶段特点相契合的”^{〔13〕}。为什么证监会在2013年以“在IPO过程中，保荐机构与会计师等其他中介机构发挥的作用与承担的职责任务不完全相同，监管的重心与手段也有所区别”为由重点强调保荐机构的法律责任，而不在立案调查期间限制会计师事务所及其所属人员的业务经营活动，而之后又将该项证券监管措施适用于会计师事务所及其所属人员？该项证券监管措施究竟经历了什么样的源流嬗变，具体内容发生了哪些变化，监管层又是如何进行价值上的衡平？

二是“同类业务”“对市场有重大影响”的标准应如何认定。《程序规定》新增款项明确，证券市场中介机构被立案调查即业务受限的范围主要是指“涉案行为与其为申请人提供服务的行为属于同类业务或者对市场有重大影响”。这在实践中存在理解适用分歧，但该争议已随着2018年7月10日《〈中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定〉第十五条、第二十二条有关规定的适用意见——证券期货法律适用意见第13号》的发布而尘埃落定。^{〔14〕}当然，依旧存在可讨论的理论空间。尤为令人困扰的是，“对市场有重大影响”这一模糊性标准究竟应如何明确，“有重大影响”的具体认定标准以及该监管措施的适用限度等究竟应如何确定。

三是“冷淡对待”措施的法律属性应如何确认。既有的型式化行政行为为什么对证券市场的监管如此捉襟见肘？“冷淡对待”措施究竟与行政事实行为、准行政法律行为和行政法律行为，以及行政处罚、行政强制存在何种逻辑关系？^{〔15〕}其究竟是行政许可的消极实体要件，还是作为行政许可中止审查的程序要件？^{〔16〕}是对发行人行政许可的中止审查，还是对中介机构业务行为的中止审查，抑或是对中介机构业务资格的暂时中止？从另一层面来看，“冷淡对待”措施作为必然会对证券市场中介机构的权利形成潜在侵害或者说具有侵害行政的表征，在确定其合理适用

〔11〕“从其施行效果看，其在强化中介机构责任、节约监管资源、防范市场风险等方面确实发挥了较好的作用，有效地威慑了证券中介机构违法违规行为，起到了奖优限劣，净化市场环境的积极效果，得到了市场多数主体及广大投资者的认可。”（证监会：《证监会就〈中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定〉公开征求意见》，载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201702/t20170224_312657.html，最后访问时间：2021年1月2日。）

〔12〕“挂钩机制”，是当证券市场中介机构及其从业人员因涉嫌违法违规被稽查立案后，暂不受理、审核与其有关联的行政许可项目。（参见前引〔11〕，证监会文。）

〔13〕前引〔11〕，证监会文。

〔14〕该适用意见规定：“一、证券服务机构在非行政许可事项中提供服务的行为，不属于《行政许可实施程序规定》调整范围，不适用《行政许可实施程序规定》第十五条、第二十二条‘同类业务’的有关规定。二、证券服务机构在各类行政许可事项中提供服务的行为，按照同类业务处理，适用《行政许可实施程序规定》第十五条、第二十二条‘同类业务’的有关规定。”

〔15〕有关证券监管措施法律属性及其与行政处罚、行政强制措施的逻辑关联性的探讨，可参见邢会强：《金融监管措施是一种新的行为类型吗》，载《中外法学》2014年第3期；张红：《证券监管措施：挑战与应对》，载《政法论坛》2015年第4期。

〔16〕参见马婧好：《证监会行政许可新增中止审查制度》，载《上海证券报》2009年10月27日，第002版。

限度的基础上,究竟应采用何种法律手段监督该监管措施的合法有效适用,是选择适用实体行为控制法律理论,还是行政程序法律理论?是套用型式化的行政行为理论、行政法律关系理论、行政过程法律理论,还是借用新兴规制理论,抑或是多种理论的选择性并用等?

本文拟采用问题回答式的方式,分别对“冷淡对待”措施被创新设置的原因、对型式化行政行为的超越、更加科学合理的适用及适用中的法律控制四个层面的问题展开探讨,以期理论上的澄清,继而助力该制度设计的优化完善与实践上的规范适用。

二、“冷淡对待”措施的创设与规则更新

表面上看,“冷淡对待”措施是证券监管机构对作为证券市场“看门人”之中介机构的行为或业务所采取的限制性法律举措,仅仅涉及监管与被监管关系,但其背后所隐藏的是证券监管机构对证券投资者、发行人或上市公司、证券市场中介机构等多方主体利益的衡量、价值的选择以及对终极社会效果的追求。因而,欲洞悉“冷淡对待”措施的设置初衷,分析规则本身“固然不可僭越,但如若忽视了隐藏于规则缺损背后的利益分歧和价值冲突”^{〔17〕}以及所欲追求的终极社会效果,规则的设置将形同虚设。同时,任何监管举措、制度规范都会因时因地而始终处于变动修正之中,“冷淡对待”措施当然也不例外。就此而言,“冷淡对待”措施被设置初衷的辨明,除须对其产生的时代背景、所欲追求的社会效果予以分析外,静态利益结构、动态利益调整等也须被纳入考察范围,如“冷淡对待”措施从首次被采用设置到主体适用范围、业务受限类型的逐步拓宽以及恢复审查机制的建立等,都是对该项监管措施所涉利益或价值的再平衡与结构性调整。

• 299 •

(一) 时代背景、社会效果与规则设置

中国“冷淡对待”措施最初与保荐制度同时确立,开始时仅适用于证券公司的保荐业务中。事实上,此种安排深受“我国证券市场正处于‘新兴加转轨’的发展阶段,正在经历从稚嫩走向成熟、从发展中走向发达的历史过程”^{〔18〕}之影响。^{〔19〕}深入地讲,中国主板、中小板保荐制度的创新性构建,是将英国等国家和地区运用于创业板之保荐制度拓展适用的结果,^{〔20〕}即通过创设保荐制度来替代地方政府既往在优质公司信息搜集中的作用,^{〔21〕}以达到“增强上市公司信息的真实性,缓解证券市场由于信息不对称导致的逆向选择和道德风险,从而保护投资者的利益,提高融资与监管效率”^{〔22〕}的目的。值得关注的是,目的的达致需要特定手段的保障与支持,证

〔17〕 盛学军、刘志伟:《论证券储架发行制的优化设计》,载李昌麒、岳彩申主编:《经济法论坛》第11卷,群众出版社2013年版,第158页。

〔18〕 刘志伟:《证券储架发行机制的立法评估与制度重塑——基于对现行六部部门规章之储架发行条款的分析》,载《法学评论》2015年第6期,第44页。

〔19〕 任何证券监管措施的采用既有其客观规律的必然,又深深地植根于其所生存的资本市场环境,并与证券法律规范的完备程度、执法机制的健全与否等因素紧密相关。

〔20〕 参见黄复兴:《我国保荐人制度的实施功效与机制缺陷》,载《上海经济研究》2010年第11期。

〔21〕 随着2001年国有企业攻坚脱困任务的完成、配额制的取消、上市企业民营化或外资化的发展趋势,地方政府将不再被视为优质上市资源的挖掘者和信息提供者。(参见沈朝晖:《监管的市场分权理论与演化中的行政治理——从中国证监会与保荐人的法律关系切入》,载《中外法学》2011年第4期。)

〔22〕 陈洁:《论保荐机构的担保责任》,载《环球法律评论》2010年第6期,第58页。

券市场中介机构的控制手段主要是靠市场声誉机制和法律救济机制共同予以解决，但“中国股票市场与吃市场饭的证券经营机构成立与发展的时间尚短，还不足以形成市场声誉机制”^{〔23〕}，此时法律救济机制便成为约束和控制证券市场中介机构的重要证券监管措施。其中，“冷淡对待”措施即是保证作为保荐人的证券公司有效发挥“看门人”作用的重要监管措施之一。当然，中国语境下对证券市场中介机构所采取的行政治理措施更是不可或缺。^{〔24〕}

时代背景对“冷淡对待”措施设置的影响具有难以更改的客观特征，而融入主观价值判断的社会效果，无论是从法律之内求得，还是从法律之外求得^{〔25〕}都存在广泛的自由裁量空间，这尤为明显地体现于证券监管执法之中。“从传统上所谓在公法领域‘法律没有规定就是禁止’的信条，转向监管机构在法律概括授权下的自由裁量”^{〔26〕}已经成为证券监管的法治常态。值得注意的是，所追求社会效果的不同将导致证券监管理念、价值、目标选择以及监管措施采用的差异。中国证券监管一直以来都过于注重企业融资、市场规模、事前审批、监管强制，而对投资者保护、监管绩效、过程监管、协商监管等形成了有意或无意的忽视，继而导致证券监管偏离监管法律的内在要求和约束着证券监管的“法律之内”的社会效果。“冷淡对待”“监管措施是对市场主体合规性和审慎性监管过程中实施的矫正性措施”^{〔27〕}，具有明显的事先预防性而非惩罚性特征，^{〔28〕}“关注的是修复与结果，而非报复”^{〔29〕}。正是“冷淡对待”措施的预防性、修复性特征与以融资规模、市场发展、事前审批、监管强制等为追求之“强制—命令”型证券监管执法策略的背离，导致其在设置初期很少被适用于证券市场中介机构的监管执法中。然而，随着证券监管转型和更加注重投资者保护、执法效率等社会效果监管措施的采用，该监管措施越来越多为证券监管机构所肯定，并被运用于证券服务的监管中。譬如，证监会在2016年12月的新闻发布会指出：“我会正在对暂不受理和审核措施施行效果做进一步的分析评估，进一步研究增强该措施的针对性、有效性，更好地发挥监管执法措施的作用。”^{〔30〕}自2016年以来，兴业证券、西南证券和国信证券等多家证券公司已经因涉嫌违法违规被立案调查，并被采取暂不受理和中止审查业务受限监管措施，受牵连拟上市、再融资企业共计60家。^{〔31〕}

〔23〕 前引〔21〕，沈朝晖文，第867页。

〔24〕 为了保证保荐制度的有效运行，除了市场约束机制外，对保荐机构采用了契约治理和行政治理“混搭”的方式，而“契约治理‘混搭’行政治理的原因很多，比如由于中国股票市场历史记录不长，中国证监会难以依赖脆弱的市场声誉机制约束保荐人。最重要的原因恐怕还是中国的保荐人不是纯粹的商业组织，背后有庞大的条条块块网络：2004—2007年证券公司综合治理完成之前，地方政府控制了大部分的证券公司”。（前引〔21〕，沈朝晖文，第868页。）

〔25〕 参见江必新：《在法律之内寻求社会效果》，载《中国法学》2009年第3期。

〔26〕 史际春等：《从证券市场看“错法”及其纠正机制》，载《政治与法律》2013年第1期，第19页。

〔27〕 证监会：《大力推进监管转型——肖钢同志在2014年全国证券期货监管工作会议上的讲话》，载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/tzbbhl/tbgzdt/tbgzyw/201402/t20140220_244108.html，最后访问时间：2020年1月12日。

〔28〕 参见何艳春、王玮：《试论证券市场中介机构“立案调查即业务受限”制度——基于实践和法理的反思》，载黄红元、卢文道主编：《证券法苑》第20卷，法律出版社2017年版，第4—7页。

〔29〕 张红：《证券行政法专论》，中国政法大学出版社2017年版，第2页。

〔30〕 证监会：《2016年12月2日新闻发布会》，载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201612/t20161202_307070.html，最后访问时间：2020年1月12日。

〔31〕 数据来源于证监会网站【行政许可事项】《发行监管部再融资审核工作流程及申请企业情况》《发行监管部首次公开发行股票审核工作流程及申请企业情况》等，载 <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zxgx/jigbsdt/>，最后访问时间：2021年4月12日。

如上所述,“冷淡对待”措施的设置既有其所遵循客观规律的必然,又深深地植根于其所生存的资本市场环境,并与证券法律完备程度、执法机制健全与否等多种环境因素紧密相关。同时,还深受证券监管理念、所欲追求法律内外社会效果等因素的影响。当然,时代背景、社会效果以及其他与证券监管相关联的元素并不是彼此割裂的,时代背景、市场发展等状况会直接影响到法律内外社会效果的追求、监管执法方式的选择,或者是发生反作用。因而,“冷淡对待”措施的设置适用是受客观存在的时代背景、内蕴主观价值的社会效果等多元因素共同影响的结果。

(二) 静态结构、动态变迁与利益整合

“冷淡对待”措施最初仅适用于保荐机构和相关保荐代表人具体负责的推荐,而对律师事务所、会计师事务所、信用评级机构等其他证券中介并不适用,这或许是源于中国证券“发行活动以证券公司作为保荐人,总负责IPO项目,召集、协调会计师事务所、律师事务所等开展相关工作”^[32]。仅有保荐机构和相关保荐代表人被立案调查即业务受限的制度安排,明显是对投资者、发行人或上市公司和证券市场中介机构三方法律关系主体所涉利益的分配,并且是将证券中介作为一个整体予以看待,而不考虑不同证券市场中介机构内部各自的利益分配与权责区分,出现问题则由他们自己通过协商或其他法律途径解决。“严格的保荐人牵头责任模式”这一制度安排从表面上更有利于投资者合法权利的保护,但此举一定程度上模糊了证券市场中介机构的责任边界,实则不利于不同证券市场中介机构各自专业意见的独立发表和法律责任的明确分割,甚至还会导致证券中介的集体合谋,“在IPO违法违规案件中有1/3是中介机构‘联合行骗’的结果”^[33]。因此,将不同证券市场中介机构视为一体且不区分各自责任边界,在一定侧面揭示了“冷淡对待”措施在起初之所以仅适用于保荐机构和相关保荐代表人具体负责的推荐的原因。

“冷淡对待”措施之主体适用范围、业务受限方式的拓宽,业务受限领域从宽泛限制到精准限制的限缩,以及恢复审查机制的建立,都意味着对传统利益结构的打破和新利益结构的形成。具言之:第一,从原先的保荐人,到律师事务所、独立财务顾问,再到所有证券市场中介机构,被立案调查即业务受限监管措施的适用主体范围逐步扩大,这种转变实质上是对从“投资者—发行人或上市公司—证券市场中介机构”到“投资者—发行人或上市公司—(证券公司—律师事务所—会计师事务所—信用评级机构……)”之利益结构的调整。将证券市场中介机构视为单一整体向视为多元个体集合的转变,意味着不同证券市场中介机构独立性的增强、专业性的发挥和尽职调查责任的有效区分,这有助于被立案调查即业务受限监管措施的精准适用,而不是笼统的概括立案调查、概括业务受限和概括责任承担。第二,从单纯事前“暂不受理”到同时与事中“中止审查”业务受限监管措施的协同并用,业务受限影响范围从涉嫌违法违规之证券市场中介机构所有业务均受限制到仅仅限制同类业务或对市场有重大影响的业务,以及恢复审查机制的建立,此举可“强化证券中介机构的主体责任意识,督促其勤勉尽责,进一步发挥好核查把关作用,同

• 301 •

[32] 郭雳、李逸斯:《IPO中各中介机构的职责分配探析——从欣泰电气案议起》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》第23卷,法律出版社2017年版,第8页。

[33] 刘志云、史欣媛:《论证券市场中介机构“看门人”角色的理性归位》,载《现代法学》2017年第4期,第97页。

时也把握好与‘持续服务’之间的平衡关系”^{〔34〕}。具体从权利义务关系角度来讲：其一，事前事中业务受限监管措施的并用、业务受限范围的缩窄以及恢复审查机制的塑造，这是从单纯考虑各证券市场中介机构内部的权责区分回归到重新考虑各涉嫌违法违规证券市场中介机构与不涉及违法违规发行人或上市公司之利益关系的再度调整；其二，证券市场中介机构涉嫌违法违规的业务限制与其他业务继续开展的有效区分和“对市场有重大影响”的兜底规定，既保证了对证券公司的精准“打击”和对其合法权利的有效维护，又可借助对“重大影响”这一不确定概念的裁量解释来促使其勤勉尽责地开展业务；其三，涉嫌违法违规的业务限制恢复审查机制的建立则为确定自己能够做到勤勉尽责的证券市场中介机构提供及时有效的“复活”机会，同时也可在一定程度上减轻证券监督管理机构的监管压力，以提升企业融资和证券监管的效率。

“冷淡对待”措施的制度确认系对“投资者—发行人或上市公司—证券市场中介机构”利益结构的分配，而制度的进一步优化则是对“投资者—发行人或上市公司—（证券公司—律师事务所—会计师事务所—信用评级机构……）”利益结构关系的重新调整。其中，不仅仅是对不同证券市场中介机构利益的重新分配，而且也是对涉案证券市场中介机构与非涉案证券市场中介机构、涉案证券市场中介机构与非涉案发行人或上市公司、证券市场中介机构涉案业务与非涉案业务、涉案证券市场中介机构与非涉案专业工作人员的多元结构利益平衡的系统考量，此举既有助于证券市场中介机构合法业务的持续进行，又可保证“冷淡对待”措施的精准有效性。

三、对“冷淡对待”措施法律属性的探寻

“冷淡对待”之本质系在证券市场中介机构被立案调查至最终行政决定作出过程中，对其采取的预防性、临时性的业务限制型行政行为，但其已超越了传统的包括行政许可、行政处罚与行政强制在内的型式化行政行为所能涵盖的范围，^{〔35〕}这导致其“难以与现行法律相衔接，限制了其在实践中的适用和发展”^{〔36〕}，也影响到了证券市场中介机构被立案调查即业务受限监管措施的合法性与权威。为保证“冷淡对待”措施的采用，既能达到其所欲追求的终极社会效果，又能符合或满足法律的基本要求，最为重要的是从法律层面厘清其内在的规定性，并明晰其与传统型式化行政行为、其他新兴的尚未被型式化的证券监管措施的异同，即在理论上明晰“冷淡对待”措施的法律属性。

（一）“冷淡对待”措施的法律结果前置性特征

“冷淡对待”措施具有明显的目的性特征，即以维护投资者的合法权益、证券市场秩序稳定为终极诉求。证券监管的合目的性诉求促使监管措施的采用必须以目标的达致为指引，而不过于纠结证券监管措施的具体形式，并且“由于现实世界的丰富性和多样性，总会有一些（监管）行

〔34〕 前引〔11〕，证监会文。

〔35〕 规制法侧重于法律对于外在社会实践的影响，而行政法更重视内在于法律的规范，重视的是法律自身的特点和内在一致性。（参见罗豪才、毕洪海编：《行政法的新视野》，商务印书馆2011年版，第VI页。）

〔36〕 刘磊：《传统行政强制类型之再造——以类型的开放性为视角》，载《现代法学》2015年第3期，第50页。

为逃逸于现有的（行政法律）行为类型之外”〔37〕。传统行政法律行为作为对行政过程结果的描述，具有静态、定点的特征，而对行政法律行为之外的其他行政行为或者是同一行政过程中各个连续行政行为之间的关联性不给予必要的关注。〔38〕证券监管措施从初始目标的设定到手段的选取，再到问题的解决是系列性的、不可切断的完整过程，而以行政行为适法性为目的的传统行政法仅“截取了这一过程的最终产品——行政行为（个案的行政决定），作为适法性考察的基本单元”〔39〕，这导致促使行政行为最终作出的前置性措施缺乏法律上的有效定位，也不能被纳入法律的考察范围。

“冷淡对待”措施被排斥于行政法律考察的范围之外，但又属于行政法律行为最终作出所必不可少的环节或手段。“行政程序之复杂决定过程，分解成多数独立之部分行为，这些独立的部分行为均为行政处分整体之决定客体，由渐进地或分阶段式的进行，或者分配地来实现”〔40〕。深入地讲，“冷淡对待”措施作为行政许可（行政法律行为）最终作出的前置性程序要件，其又可被细分为行政调查和暂不受理、中止审查两个层面的内容。

具言之：第一，“行政调查作为行政机关获取信息、取得作出行政决定证据的基本手段，构成了几乎所有行政决定的必经程序和处置前提”〔41〕，当然行政许可亦不例外，其亦可细分为同一行政过程之涉嫌违法违规被立案调查和持续性行政许可中非同一行政过程或者是关联行为涉嫌违法违规被立案调查两种类型。

第二，暂不受理、中止审查两项具体证券监管措施是嵌套在行政许可最终作出这一行政过程中的具有暂时、结果特征的阶段性行政决定。其不仅仅是行政许可决定的前置性程序举措，还是行政调查启动所导出的阶段性后果。其中，暂不受理是证券市场中介机构被立案调查期间新业务不被证券监管机构受理的阶段性结果，而中止审查所面向的则是证券监管机构对被立案调查证券市场中介机构已经受理业务给予中止审查的阶段性结果。暂不受理或中止审查监管措施系非同一行政过程或者是关联行为，而不是同一行政过程因涉嫌违法违规而被立案调查所导致的行政许可过程中的暂时性、阶段性结果。

（二）行政行为理论对“冷淡对待”措施的孱弱解释

“冷淡对待”措施系行政许可实施过程中的前置性行为、阶段性结果，从起初其就与行政法律行为分别被置于行政法规范的内外。传统行政法之“方法论仅研究局部而不考量整体，仅研究法效果而不关注行政过程”〔42〕，并重点关注经过抽象或类型化的行政法律行为的适法性，而立案调查或被立案调查期间业务受限监管措施都被视为具有法效果的行政许可的前置性行为或者仅仅属于“更深层意义上的法律行为的开始，其发展的结果必然导致行政机关作出法律行为”〔43〕，因

〔37〕 前引〔15〕，邢会强文，第730页。

〔38〕 参见江利红：《论行政法学中“行政过程”概念的导入——从“行政行为”到“行政过程”》，载《政治与法律》2012年第3期。

〔39〕 赵宏：《法律关系取代行政行为的可能与困局》，载《法学家》2015年第3期，第34页。

〔40〕 陈春生：《行政法之学理与体系（一）——行政行为形式论》，三民书局1996年版，第68页。

〔41〕 周佑勇：《作为过程的行政调查——在一种新研究范式下的考察》，载《法商研究》2006年第1期，第129页。

〔42〕 高秦伟：《行政过程中的政策形成——一种方法论上的追问》，载《当代法学》2012年第5期，第39页。

〔43〕 张淑芳：《论行政法上的准法律行为》，载《湖南农业大学学报（社会科学版）》2000年第3期，第78页。

而其具有预备特征的事实行政行为或者准行政法律行为的属性，但确定不属于行政法所重点关注的行政法律行为的范畴。值得注意的是，如果将单一的行政调查视为事实行政行为抑或是准法律行为或许影响不是太大，毕竟“没有‘侵犯’自由或财产的行政行为很少引起人们的兴趣”〔44〕。然而，“冷淡对待”措施的适用必然会对获得持续性行政许可并以该持续性行政许可为核心业务的证券市场中介机构的既有权利产生限制性约束或减损。因而，厘清“冷淡对待”措施究竟是属于传统行政法之内的行政法律行为，还是事实行政行为或准行政法律行为便至关重要。

进一步讲，“冷淡对待”措施所括的受理行为并不能完全等同于传统意义上的受理行为，因为传统的受理行为仅仅属于一次性行政许可的前置性程序或者是纯粹意义上的预备行为，公共行政部门无论是否受理行政许可申请人的申请均不会对行政许可申请人的既有权利形成减损或限制。然而，在证券发行申请中，证券市场中介机构已经获得了从事证券业务的行政许可，并且其主要是依据获得的行政许可资格来推荐证券发行主体获得证券发行的行政许可，具有持续性行政许可嵌套一次性行政许可的结构化特征，因而对涉嫌违法违规证券市场中介机构所进行的行政调查所衍生的暂不受理监管措施，不仅仅是对证券市场中介机构本身权利的限制或减损，而且还会对未涉嫌违法违规的证券发行的申请人本应获得的权利造成限制或减损。对于证券市场中介机构被立案调查已受理业务的中止审查而言，其影响莫不是如此。质言之，“冷淡对待”措施之权利限制或减损具有结构化的嵌套属性，暂不受理、中止审查业务限制监管措施的采取不仅对证券中介自身权利形成限制或减损，而且会对未涉嫌违法违规的证券发行的申请人本应获得的权利造成限制或减损。因而，“冷淡对待”措施已经不是传统意义上的事实行政行为或准行政法律行为，而是属于内嵌于前置性行政行为中的新型行政法律行为。

（三）行政过程理论视野下的“冷淡对待”措施

任何“一个实际存在的行政行为，都呈现为一种时间上的持续过程，都包含着若干程序环节和发展阶段，而每一个程序环节和阶段都具有特殊的法律意义，需要遵循不同的法律规则”〔45〕，因而行政过程理论视角下的“冷淡对待”措施，首先应强调的是前置性行政行为与结果性行政行为之前后相继的动态过程〔46〕。然而，传统行政法却过于偏重产生直接法律后果的，具有静态、定点特征的单一行政法律行为，而对前置性的事实行政行为、准行政法律行为置之不理，并将其排除出行政法的可规制范围，此举导致了完整行政过程的人为割裂和行政法律行为的自我封闭。值得进一步阐明的是，行政过程理论视野下的“冷淡对待”措施，并不仅仅关注时间维度的前后承继或程序上的前后相接——没有前置性的行政调查的存在便没有行政许可决定的最终作出，其还将空间维度的结构化因素纳入其中。质言之，“冷淡对待”措施的适用还在前后相接之行政行为内部嵌入了结构化的要素，甚至是在行政调查行为与行政许可行为中间植入了中间效果行为，即具有暂时性、阶段性特征的暂不受理或中止审查行为的插入，此举促使宏观行政过程的相互

〔44〕〔德〕米歇尔·施托莱斯：《干预性国家的形成与德国行政法的发展》，王银宏译，载《行政法学研究》2015年第5期，第14页。

〔45〕前引〔41〕，周佑勇文，第130页。

〔46〕参见朱维究、胡卫列：《行政行为过程性论纲》，载《中国法学》1998年第4期。

嵌套,并且每一层次的行政过程都包含着产生特定效果的行政法律行为自我运行体系。

需要特别说明的是,行政过程理论的引入并不是对行政行为理论的替代,而是从整体上将系列各自产生法律后果之行政行为予以贯穿,并进一步厘清“冷淡对待”措施究竟是行政许可的消极实体要件,还是行政许可的中止程序。因为这事关作为行政调查阶段性法律后果的业务受限监管措施与作为行政调查终局性法律后果之行政许可关系的处理与制度的结构化设计。具言之,如果将立案调查期间业务受限监管措施作为行政许可的消极实体要件,业务受限监管措施将不是一个独立性的法律后果,而是被认定为已经被确认或者调查清楚的客观事实。然而,事实却不是如此。“冷淡对待”措施的实践采用主要是为了防止可能的重大影响或损害发生而选用的暂时性、阶段性监管手段,毕竟仅仅属于因涉嫌违法违规而采取立案调查措施的范畴,并不是违法违规事实调查清楚后对行政许可申请主体的终局性否定。是故,将“冷淡对待”措施作为行政许可中止程序或许更为合理,具体原因是在对证券市场稳定可能存在重大影响之涉嫌违法违规事实被查明的情况下,可及时有效地直接采用相应的业务恢复机制而不是对已发生法律效力行政行为的撤销或者变更,事实上此种选择恰好是对具有全局性视野之行政过程理论的具体适用,并且在一定程度上实现了社会效果、法律效果的有机衡平与融合。

四、“冷淡对待”措施适用的可能难题

“冷淡对待”措施的适用须以“有限但又有效”为限度,^[47]即当且仅当可能出现严重问题而又无其他计谋可施时才选择适用暂不受理、中止审查业务限制类监管措施,并且该措施的选用又不能“伤及无辜”。《程序规定》第15、22、23条之新增款项,将暂不受理、中止审查业务受限措施的适用限定在与涉嫌违法违规业务同属一类业务或对市场有重大影响两个维度,这是对既往因涉嫌违法违规而被立案调查即对全部业务均予以限制的修正,并且明显属于适用限度调整的范畴。值得注意的是,与涉嫌违法违规业务是否属于“同类业务”比较容易判断,但在缺乏具体认定标准的情形下,是否会“对市场有重大影响”则相对难以判定,并且为监管措施的适用提供了较大的自由裁量空间,此其一;二是未合理界分个人与机构、机构与机构之间因涉嫌违法违规而被立案调查并被采取业务限制措施的差异,导致个人与机构、机构与机构权责划分的混沌;三是“冷淡对待”措施,尤其是中止审查监管措施的适用没有明确区分被审查业务所处的审查阶段,以及不同阶段应采用监管规则的笼统性,极易导致业务受限监管措施适用的非限定性。

(一)“对市场有重大影响”的判定标准

证券市场中介机构之涉案行为是否“对市场有重大影响”的判定,一定程度上需要回归到证券法理论或现行证券法律对“重大”进行认定的基本标准层面,这是法律规范规定一致和法律解释体系统一的基本要求。在证券法中,无论是强制信息披露制度,还是反欺诈条款,都与“重大

[47] 参见盛学军等:《全球化背景下的金融监管法律问题研究》,法律出版社2008年版,第81页。

性”标准紧密相关。^{〔48〕}其中，任何国家证券法之强制信息披露制度均以“影响理性投资者决策”作为“重大性”判断的标准，而反欺诈条款设置所内含的“重大性”标准则出现了“影响理性投资者”和“对证券市场价格有重大影响”标准的分殊，并具体体现在“内幕信息”的认定上。就我国而言，内幕信息“重大性”与否的判断标准是是否“对证券市场价格有重大影响”，这反映在《证券法》第80、81条之中，但没有说明究竟是实际影响还是可能影响。值得注意的是，“由于我国现行《证券法》无反欺诈的一般性条款，也不存在投资者直接诉至法院由民事诉讼程序来判断相关信息是否因会‘影响投资者决策’而构成‘重大性’的可能，中国证监会依照目前证券法的授权和理论构制代行‘影响投资者决策’的判断”^{〔49〕}。质言之，中国证券法对“重大性”的判断，明示的是选用“对证券市场价格有重大影响”这一标准，而证券监管机构在判定是否“对证券市场价格有重大影响”时，其中又内嵌着是否“影响理性投资者”的判断标准，只不过是证券监管机构代替投资者做出判断，事实上这也是对中国证券监管之实质监管理念的贯彻落实。

“冷淡对待”措施是涉案行为尚未被查证清楚的情况下，证券监管机构为防止“对市场有重大影响”而自主作出独立性专业判断，并对证券市场中介机构采取的暂不受理或中止审查监管措施。从“冷淡对待”措施的预防性、前置性角度来看，此处所言的“对市场有重大影响”更多体现的是对证券市场价格的可能性影响而不是实际影响，并且其中暗含着“影响理性投资者决策”的标准。深入地讲，证券监管机构运用专业知识和既往经验来对证券中介涉案行为的市场影响进行预测性评估，而该预测性评估或判断作出过程中必然会暗含着对投资者进行保护的考虑或者是以理性投资者的标准模拟投资者的判断，究其根本在于证券监管机构“判断价格敏感性，同时也就是在判断相关信息是否对投资者的决策有显著影响”^{〔50〕}。另外，毕竟“冷淡对待”措施的采用还处于证券发行的初步受理或者中间审查阶段，此时投资者尚未也不可能介入证券的发行与交易之中，并且在实质监管的语境之下只能由证券监管机构模拟投资者的理性判断。退一步讲，即使中国最后实现了从实质监管向形式监管、从核准制向注册制的过渡，中国证券监督管理机构依然还会要求证券市场中介机构协助发行人或上市公司对影响市场价格或投资者决策的重大信息进行及时、准确、完整、全面的披露。

（二）“冷淡对待”措施被适用的主体边界

随着《关于修改〈中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定〉的决定》的发布，“冷淡对待”措施的适用主体已经从原先的保荐人、独立财务顾问、律师事务所及其所属工作人员扩展到了证券市场中介机构及其所属工作人员，包括会计师事务所、资产评估机构等等。此种扩张或者说是普遍性适用“重点解决了各证券中介服务机构暂不受理、中止审核政策不统一的问题”

〔48〕 参见刘东辉：《谁是理性投资者——美国证券法上重大性标准的演变》，载郭锋主编：《证券法律评论》2015年卷，法律出版社2015年版，第78页。

〔49〕 杜晶：《论内幕信息“重大性”的一般判断和个案判断》，载郭锋主编：《证券法律评论》2015年卷，法律出版社2015年版，第71-72页。

〔50〕 萧鑫：《内幕信息重大性标准及其投资者设定》，载黄红元、卢文道主编：《证券法苑》第20卷，法律出版社2017年版，第204页。

题”^[51]，使得证券市场不同中介机构在被监管层面获得了公平对待。然而，值得注意的是，中国所采用的“保荐人牵头责任模式”使得作为保荐人的证券公司对证券发行上市保荐中的专业与非专业意见承担全面的尽职调查责任，即“对于有专业意见内容须‘审慎核查’，对于无专业意见支持的内容应‘充分调查’，就两者都要进行‘独立判断’”^[52]，这极易导致保荐机构承担本不应由其承担的连带担保责任。在“严格的保荐人牵头责任模式”下，“保荐机构和证券市场中介机构在企业IPO时各有分工，很难清晰地界定各自具体责任大小。一般认为，相比之下保荐机构的责任更为重大”^[53]。在“冷淡对待”措施领域具体即体现为，如若律师事务所、会计师事务所等证券市场中介机构出具的专业意见存在虚假或涉嫌违法违规的可能，此时作为该证券发行保荐机构之证券公司的保荐业务则极有可能受到暂不被受理或中止审查的业务限制。

证券市场各中介机构与其工作人员之间的责任分配亦存在模糊的问题，这集中体现在中国“双保型”保荐制中保荐机构与保荐代表人的权责配置上。在“双保型”保荐制度安排下，“保荐代表人既是保荐机构的内部人员，受保荐机构的合同约束和内部监管；又是保荐活动中相对独立的市场角色，直接受证券监管机构的外部监管”^[54]，这就涉及证券监管机构对保荐机构和保荐代表人双重调查的问题，并且其中还存在保荐机构和保荐代表人之间的管理与被管理问题。当保荐代表人在执业过程中涉嫌违法违规时，究竟应先对具有管理责任的保荐机构进行立案调查，还是除非有证据证明保荐机构存在管理失当的责任，则先对保荐代表人进行立案调查？对此问题的回答，或者立案调查选择遵循个人优先或机构优先原则的差异，将会对保荐机构保荐业务的开展产生实质影响。如果遵循机构被调查优先的原则，那么或许证券公司的全部保荐业务会因单一保荐代表人的违法违规行为而受限制；如果遵循个人被调查优先的原则，即某一保荐代表人涉嫌违法违规，除非保荐机构存在管理失当的责任，保荐机构的其他保荐业务将不受影响。与一般企业不同的是，证券市场“中介机构从业人员作为以专业知识和专门技能为社会提供智力服务的专家，其职责履行、业务实施相对独立、自主，因此往往采取松散的‘团队制’业务单元模式”^[55]。在松散管理模式之下，为了避免不存在管理过失的保荐机构为保荐代表人的违法违规行为承担责任，且不对未涉嫌违法违规的其他证券市场服务机构业务的开展、发行人或上市公司证券发行造成影响，个人被调查优先的原则或许更能有效协调好不同主体间的合法利益诉求。

（三）“冷淡对待”措施被适用的过程限度

“冷淡对待”措施的已经从单一的“暂不受理”向兼具“中止审查”转变。其中，“暂不受理”是对因涉嫌违法违规而被立案调查之证券中介新推荐业务的暂缓受理监管措施，而“中止审查”则是对已经受理但正在审查中的业务给予暂停审查的监管措施。同时，新修订并于2018年4月23日正式实施的《程序规定》还将《发行监管问答——关于首次公开发行股票中止审查的情形》（2016年12月9日修订）所提出的恢复审查机制正式纳入。值得注意的是，从单一“暂不受理”

• 307 •

[51] 王雪青：《证监会修改行政许可实施程序规定》载《上海证券报》2018年3月24日，第001版。

[52] 郭雳：《香港保荐制度改革新规述评与镜鉴》，载《证券市场导报》2014年第2期，第10页。

[53] 任冬雪：《保荐机构起诉发行人 中介机构责任该怎么分？》，载《财会信报》2019年9月25日，第A02版。

[54] 前引〔22〕，陈洁文，第62页。

[55] 前引〔28〕何艳春、王玮文，第18-19页。

理”监管措施向兼具“中止审查”监管措施的转变，既可避免“带病”证券市场中介机构及其人员或项目进入市场，也是对证券市场中介机构新推荐担保业务和已受理在审业务给予公平对待的制度落实。然而，令人生疑的是，为什么“中止审查”的项目可以经证券中介及其工作人员复核后恢复审查，而“暂不受理”的项目不可以经证券市场中介机构及其工作人员复核后恢复受理呢？此举实然有悖于对未涉嫌违法违规之其他证券市场中介机构及其工作人员、发行人或上市公司给予公平对待的原则。

从证券发行或上市公司并购重组等证券行政许可的过程来看，^{〔56〕}须经过“受理→发审（重组）会→核准发行（审结）”三个重要环节，而新修订《程序规定》仅对新业务“暂不受理”和受理后在审业务“中止审查”进行了规定，而没有对受理后在审业务不同审查阶段是否均采用“中止审查”措施进行具体细分。同时，《发行监管问答——关于首次公开发行股票中止审查的情形》（2016年12月9日修订）关于“保荐机构应当对其推荐的所有在审发行申请项目进行全面复核……对于已过发审会的项目，保荐机构因涉嫌违法违规被行政机关调查，尚未结案的，相关保荐机构也应当按照上述复核要求完成复核工作”^{〔57〕}的要求也进一步印证了证监会根本没有对受理后在审业务不同审查阶段是否均采用“中止审查”措施进行具体细分。值得注意的是，对受理之后未过发审（重组）会的项目采用“中止审查”监管措施情有可原，但对发审（重组）会已经审查通过，或者已经证监会核准或注册发行（审结）的在审项目仍旧采用“中止审查”监管措施，明显是证监会对自身的不信任，或者没有底气的表现。可以追问的是，证监会的审查究竟有无意义，难道是徒有其表或者是为了推卸责任。从理论上讲，发审（重组）会已经审查通过，或者已经证监会核准发行（审结）的项目应该是经过审查不存在问题的项目，应该继续按照程序进行，而不是采取“中止审查”的监管措施。如果转换到2019年新《证券法》中注册制的语境下，依据《中国证监会发行监管部首次公开发行股票注册工作流程》，股票发行需经过“交易所受理→上市审核→报送意见、材料→证监会接受、披露→注册审议会→注册决定”等环节，面对更加繁杂的证券发行程序，简单的新业务“暂不受理”和受理后在审业务“中止审查”将更加难以应对。

五、“冷淡对待”措施适用的控制策略

“冷淡对待”措施的规范适用凸显为对证券监管权的法律控制，而这又必须从证券监管理论演变及其与传统行政权的本质差异谈起。证券监管经历了“监管必要论”到“监管有效论”的转变，而“良好的独立性是证券监管治理不可或缺，并起决定性作用的因素，也因此成为保障监管效用的基础”^{〔58〕}。当然，保证具有独立性证券监管权及其具体监管措施适用的可问责性也是维持监管有效的必备要素。值得注意的是，证券监管权之独立性和综合权力属性决定了证券监管

〔56〕 鉴于《程序规定》尚未对2019年《证券法》中的注册制作出回应，此处依旧在证券发行的核准制语境下展开。

〔57〕 证监会：《发行监管问答——关于首次公开发行股票中止审查的情形》（2016年12月9日修订），载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxjgb/gzdt/201612/t20161209_307592.html，最后访问时间：2020年1月18日。

〔58〕 洪艳蓉：《金融监管治理：关于证券监管独立性的思考》，大学出版社2017年版，第81页。

的问责安排不能纯粹适用传统的严格规则控权模式，而需要“从注重行政结果的合乎规则性向注重行政行为的合乎程序性转变”^{〔59〕}。质言之，具有独立性之现代证券监管权及其具体监管措施的规范适用必须实现从事前立法控制、事后司法控制向更加注重事中过程控制的转变，并且维持证券监管有效的问责机制安排也离不开对证券监管机构自由裁量权的合理赋予与科学规范。

（一）“冷淡对待”措施适用的法律过程控制

“在像我国将行政行为型式化，并分别立法进行法律约束这种框架之下，证券监管措施极易因此而逃脱法律的规范，导致行政权力的滥用”^{〔60〕}，而作为新兴证券监管措施之一的“冷淡对待”措施必然也存在脱法或适用上的非规范性等问题。为了保证“冷淡对待”措施的规范使用，须借助行政过程理论的引入，究其根本在于“如不导入宏观的过程，则无法对行政法现象全体把握，对个别法律行为的效果，也产生无法正确判断的疑问”^{〔61〕}，同时也会对被监管之证券市场中介机构的实体或程序权利造成侵害。因此，当证券监管机构因证券市场中介机构涉嫌违法违规而对其立案调查并限制其业务时，必须将证券市场中介机构引入行政决定作出的过程中，以充分保障被监管对象的合法权利并协调处理好与之相关的利益关系。

“冷淡对待”措施是行政许可过程中所采用的具有法律效果前置性的证券监管措施，其不仅涉及证券市场中介机构自身业务的开展，而且还会影响未涉嫌违法违规的其他证券市场中介机构、接受证券市场中介机构服务的发行人或上市公司等主体的利益。鉴于此，“冷淡对待”措施准备被采用时，监管部门应当及时听取不同证券市场中介机构和接受证券市场中介机构服务之发行人或上市公司的意见并为其提供质证机会。^{〔62〕}具言之：一是允许未涉嫌违法违规其他证券市场中介机构继续开展业务，给予未涉嫌违法违规的接受涉嫌违法违规证券市场中介机构服务的发行人或上市公司及时更换服务机构的权利，为涉嫌违法违规证券市场中介机构提供复核、及时恢复审查的机会；二是在证券监管机构已经决定对涉嫌违法违规的证券市场中介机构进行立案调查并采取暂不受理或中止审查监管措施后，证券监管机构应当及时下发通知，明确涉嫌违法违规证券市场中介机构被限制业务的类型，尤其要明确哪些已经受理的在审项目将被采取中止审查措施，并为被限制业务的机构提供复核、恢复审查的时间和特定程序；三是当证券监管机构已经对被限制业务的证券市场中介机构所涉案件事实调查清楚，并确定不存在违法违规的情况时，证券监管机构应当及时告知该证券市场中介机构并迅速启动被限制业务的恢复审查程序。

从更高层面来讲，对“冷淡对待”措施之适用进行过程性的法律控制，不仅可以限制新兴证券监管措施的脱法或滥用，还可实现证券监管权从单纯的事前、事后控制向兼具事中控制的转变，从单纯的先行给予外部权力控制向行政内部权力控制而后再进行外部控制的转变，从纯粹的国家权力控制向兼具社会权力、权利控制的转变。事实上，现代行政过程控制理论的引入既是对

〔59〕 孙笑侠：《法律对行政的控制——现代行政法的法理解释》，山东人民出版社1999年版，第134页。

〔60〕 张红：《证券监管措施：挑战与应对》，载《政法论坛》2015年第4期，第136页。

〔61〕 王贵松：《行政裁量的构造与审查》，中国人民大学出版社2016年版，第72页。

〔62〕 参见彭冰主编：《规训资本市场：证券违法行为处罚研究（2016）》，法律出版社2018年版，第22页。

传统注重行政结果之行政行为理论缺失的弥补，更是对具有灵活性、独立性、综合性证券监管权及其监管措施进行有效控制、规范适用、合理问责的积极回应。同时，可进一步明确“冷淡对待”措施不是行政许可的消极实体要件，而是行政许可的中止性程序，此种认定有助于作为行政调查阶段性法律后果的业务受限监管措施与作为行政调查终局性法律后果之行政许可关系的整体性协调以及相关法律规则的结构化设计。

（二）“冷淡对待”措施适用的裁量基准设定

现代证券监管应逐步从“遵从规则的问责制”向“绩效问责制”转换，承认证券监管机构应该享有充分的独立性，并享有更多的行政裁量权以适应实践中复杂多变的证券市场，^{〔63〕}但证券监管机构所采用的涵括“冷淡对待”在内的所有证券监管措施并非没有裁量限度，只是需要与具体监管问责机制相互照应。就“冷淡对待”措施而言，因涉嫌违法违规而被立案调查之证券市场中介将遭受暂不受理、中止审查业务受限监管措施，并主要限定于与涉嫌违法违规业务同属一类业务或对市场有重大影响的领域。其中，是否属于“同类业务”或“对市场有重大影响”系要件裁量的范畴，而是否采用“暂不受理”或“中止审查”业务受限监管措施，以及在两种措施之间究竟如何选择则属于效果裁量的范畴。^{〔64〕}

与涉嫌违法违规业务是否属于“同类业务”或“对市场有重大影响”是证券监管机构是否采用“暂不受理”或“中止审查”业务受限监管措施以及采用“暂不受理”还是“中止审查”业务受限监管措施的法律构成要件。然而，“同类业务”中的“同类”和“对市场有重大影响”中的“重大”，因“其具有语意模糊性和多义性的外在特征”^{〔65〕}而属于不确定法律概念，并且其具体适用需要证券监管机构进行场景具体化和事务专业性判断。值得注意的是，不确定法律概念可分为经验性不确定法律概念和价值性不确定法律概念，而“同类”“重大”则属于价值性不确定法律概念。为避免随意性，价值性不确定法律概念的具体化需要价值剔除，而在价值无法剔除的地方则需要进行价值补充或判断。^{〔66〕}证券市场中介机构的“同类”业务相对容易进行具体化判断，如保荐业务、承销业务、出具法律意见等相对确定的法律概念，而“重大”的价值意蕴更强，其具体化需要结合相关法律条文的引证、类推解释等予以实现，如借鉴2019年新修订《证券法》第80、81条对内幕信息“重大性”的具体列举和概括界定。

在对与涉嫌违法违规业务是否属于“同类业务”或“对市场有重大影响”等法律构成要件进行确定之后，究竟是否采用“暂不受理”或“中止审查”业务受限监管措施以及选择适用“暂不受理”还是“中止审查”业务受限监管措施则属于对法律效果的具体化裁量判断。其中，是否采用“暂不受理”或“中止审查”业务受限监管措施首先由与涉嫌违法违规业务是否属于“同类业务”或“对市场有重大影响”决定，而其具体操作需要结合“可以”还是“应当”予以确定。譬如《程序规定》第22条明确，“在审查申请材料过程中，有下列情形之一的，应当作出中止审查

〔63〕 参见前引〔58〕，洪艳蓉书，第81页。

〔64〕 参见郑春燕：《取决于行政任务的不确定法律概念定性——再问行政裁量概念的界定》，载《浙江大学学报（人文社会科学版）》2007年第3期。

〔65〕 尹建国：《行政法中的不确定法律概念释义》，载《法学论坛》2009年第1期，第59页。

〔66〕 参见王贵松：《行政法上不确定法律概念的具体化》，载《政治与法律》2016年第1期。

的决定,通知申请人”,而证券市场中介“因涉嫌违法违规而被立案调查,尚未结案,且涉案行为与其为申请人提供服务的行为属于同类业务或者对市场有重大影响”即是应当适用的情形之一。在决定对涉嫌违法违规的证券市场中介机构采取“冷淡对待”措施后,究竟是选择适用“暂不受理”还是“中止审查”业务受限监管措施,具体又需要结合证券市场中介机构业务所处的具体阶段或过程来决定,但因与此裁量措施相关法律规范之规定相对具体明确,在实践中几乎不存在行政上的自由裁量空间。当然,在“中止审查”业务受限监管措施适用过程中需要明确区分究竟是在发审(重组)环节,还是核准发行(审结)环节,其中,如若处于后一环节需要排除“中止审查”业务受限监管措施的适用。转换到注册制的语境下,证券发行过程为“交易所受理→上市审核→报送意见、材料→证监会接受、披露→注册审议会→注册决定→启动发行”,究竟应在哪个环节采用“中止审查”更值得进一步探讨。尤其是证监会已经作出注册决定,但尚未启动发行时,是否应“中止审查”?与作出核准制下的核准决定类似,如果此时采用“中止审查”措施,是否也是对证监会自己注册审议行为的否定呢?这主要取决于注册审议会的审议究竟是实质审查,还是形式审查。如果是实质审查,或许就是证监会对自己行为的否定。如果是形式审查,或许采用“中止审查”就具有了合理性,但是此时已经超越了审查的范畴,或者说已经审查完毕。

六、结 语

• 311 •

作为一项新兴的证券监管措施,“冷淡对待”措施具有修复性而非处罚性、阶段性而非终局性等特点,此举有助于防止证券市场中介机构违法违规行为所生影响的蔓延和证券市场系统性风险的事前防范。当然,“冷淡对待”措施建立与实施与我国资本市场“新兴加转轨”的发展阶段,以及市场约束机制不足、诚信文化缺失、法律制裁不够的阶段性特点紧密相关。

“冷淡对待”措施的创新与适用自当鼓励,可该项证券监管措施面临着自身法律属性定位不清的问题。之所以如此,原因在于其超越了传统的仅研究局部而不考量整体、仅研究法效果而不关注行政过程的型式化行政行为,此其一;二是其适用还在前后相接之行政行为内部嵌入了结构化的要素,甚至是在行政调查行为与行政许可行为中间植入了中间效果行为——具有暂时性、阶段性特征的暂不受理或中止审查行为的插入,此举促使宏微观行政过程的相互嵌套,并且每一层次的行政过程都包含着产生特定效果的行政法律行为自我运行体系。是故,须从行政过程理论视角来理解“冷淡对待”这一新兴证券监管措施。唯有如此,才能实现证券监管措施的选择与适用不仅限于时间维度的前后承继或程序上的前后相接,而且还可将空间维度的结构化因素纳入其中。

在“冷淡对待”措施的适用中,“同类业务”和“对市场有重大影响”作为一种不确定性的法律概念,具有自由裁量特性。事实上,是否属于“同类业务”或“对市场有重大影响”系要件裁量的范畴,而是否采用“暂不受理”或“中止审查”业务受限监管措施,以及选用“暂不受理”还是“中止审查”业务受限监管措施则属于效果裁量的范畴,尤其是要处理好机构与

团队、不同团队、不同阶段“中止审查”监管措施的适用。无论是要件裁量，还是效果裁量都要强化业务受限监管措施适用的裁量限度与规范性。与“冷淡对待”措施法律属性的认定须从行政过程理论的视角展开相类似，其规范适用也必须借助行政过程理论的引入予以实现，并且现代行政过程理论的引入既是对传统注重行政结果之行政行为理论缺失的弥补，更是对具有灵活性、独立性、综合性的证券监管权及其监管措施适用进行有效控制、规范适用、合理问责的积极回应。

Abstract: During the time when the cases of security market intermediaries are filled and investigated, the preventive and temporary “cold shoulder” measures taken by the regulatory authorities thereto have gone beyond the scope of typical administrative actions, and severely restricted the standardized application of such measures in securities supervision and enforcement. To effectively control the “cold shoulder” measures, we must examine original intention hereof, choice of value thereof and the relationship of interests involved. More importantly, shall we combine with the predisposition of legal effect, which is the characteristic of cold shoulder measures, to prove the weakness of the interpretation of the administrative behaviour theory thereto. The theory of administrative process can provide assistance for the identification of inherent legal provisions thereof. In order to prevent the “cold shoulder” measures from being abused, its applicable limit should be grasped from the aspects of subject, process and consequence, and the standardized application should be realized by the optimization of administrative discretion, administrative process theory and the specific rules of restrictions on power established hereon.

Key Words: security market intermediaries, securities services institution, cases filings and investigations, restrictions on business, cold shoulder

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)

美国“蓝天法”对科创板发行审核 裁量权边界的启示

——兼论新《证券法》下注册制进阶路径

任泽宇*

内容提要：通过对美国以“蓝天法”为主的证券发行实质审核发展体系的制度变迁和实践逻辑的反思，可以发现实质审核与核准制作为发行审批手段本身并无好坏，其发挥作用的条件有其适用的市场环境和技术形势。在证券发行监管中，保证投资者收益、促进融资和维护系统稳定性风险三者存在不可能三角关系。科创板在发行审核市场化方向上做出了有益探索，科创板的稳定运行需要行政监管、市场自律和司法救济三驾马车的共同指引，未来资本市场健康发展需要在证监会的行政监管与处罚和金融法院的司法救济之间形成良性竞争。

关键词：蓝天法 科创板 股票发行 注册制 IPO

2019年1月30日，中国证监会发布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》（以下简称《实施意见》）。科创板开创性地采纳了证券发行注册制，使用电子化的提交、审批与注册，充分利用现有的信息技术，简化审批手续，促进科技创新企业登陆资本市场融资。2019年12月28日新修订的《证券法》，则正式取消了发审委制度。伴随着新三板、创业板与主板未来证券发行审核向注册制过渡的趋势，在过渡期内，我国形成了科创板注册制发行下的信息披露审核与传统发审委主导下的核准制实质发行审核相结合的双轨制证券发行制度，2020年4月深圳证券交易所提出就创业板改革并试点注册制。科创板的发行审核制度充分借鉴了国际发达资本市场制度与经验，为深化证券发行的市场化改革进行了大胆有益的探索，符合现阶段中国国情与证券市场条件，也为未来行政处罚与司法救济衔接、证券市场监管的进一步立法改革留下了充分空间。科创板事前事中事后全过程的严格监管，有利于将事前审核与事后救济相结合，

* 任泽宇，中国政法大学法与经济学研究院副教授。

有助于形成诚信市场文化环境。

历史上，美国也曾实行过双轨制的证券发行实质审核，体现为联邦证券法上实质性的信息披露与各州对证券进行实质审核相配合的双重管理体系，是美国联邦主义在证券监管上权力分配的历史产物。美国双重审核并行于 1933 年到 1996 年，州的实质审核与联邦层面证券交易委员会（SEC）的信息披露审核并存，审核权力随着市场条件和投资者成长此消彼长。后期伴随着国际资本市场的发行竞争，交易所量化上市标准的提高，SEC 问询内容实质化及重大价值信息充分披露，配合强大的司法威慑与救济，才逐步豁免了州对证券发行的实质审核。美国发行制度的探索与修正，体现了其监管制度的灵活性与创新生命力。

作为发达资本市场的领头羊，美国的成功经验并不只有注册制，其信息披露制度的演进，配套监管与自律制度的跟进配合更值得学习与借鉴。对于美国注册制信息审批下的“蓝天法”实质审核权力变迁、机构投资者如何成为市场主导、美国面临的国际资本市场发行竞争、新兴企业的资本运营特点、交易所以“自我扩权”促进监管竞争、证券行业自律声誉形成、集体诉讼与司法关系的调整以及资本市场内在发行约束的研究，均有助于我们从宏观和全局角度借鉴其发行监管制度，了解其制度形成的市场条件和环境，吸取其发展过程中的教训，对照我国资本市场发展阶段，更好地采纳符合我国国情的发行审核方式。

本文通过回顾美国发行审核的权力制度变迁，结合美国学术界、业界对于实质审核适用性的讨论，指出实质审核与核准制作为发行审批手段本身并无好坏，其发挥作用的条件有其适用的市场环境和技术形势，进而从法律经济学角度、成本收益角度出发，论述实质审核在不同时期发挥的作用，从科创板的审核标准与范围、交易所激励与定位、证监会对发行规则的统筹、券商行业自律与司法救济的跟进等方面阐述我国科创板的走向与进阶路径。以期充分发挥我国发行审核制度的弹性，适应市场与企业融资新形势，在发行监管领域走出中国气派与中国道路。第一部分对美国联邦、州与交易所在注册制证券发行中的实质审核权力范围和审核演进做了梳理和比较；第二部分对美国 20 世纪 70、80 年代关于州实质审核发行优劣势的讨论进行整理，从定性与定量角度阐述实质审核优劣势，介绍当今市场条件下美国完全信息披露体系对投资者保护不足的反思与修正，并提出发行监管不可能三角模型来解释不同监管者在特定机构定位下的发行监管效用；第三部分结合美国资本市场发展经验，对我国科创板现有的发行审核标准和流程、交易所定位与激励做出评价分析，并为科创板下一步发展与配套改革措施提出建议，助力深交所注册制的发行审核与信息披露；第四部分做出总结和结论。

一、美国证券发行实质审核的演进

美国证券发行监管中的信息披露与注册制度不是一蹴而就的，而是在适应市场条件的过程中不断调适其与实质审核的边界，二者共同配合，促进投资者保护与资本市场制度完善。其中，SEC 审核的裁量权边界不断扩大，由单纯审核信息披露格式与内容缺失到以问询方式对于信息披露内容进行实质性审核，将州对证券的价值判断转化为披露有决策价值的信息，由静态审核转向主动管理。证券行业也为了豁免州的实质审核，促进交易所采取超过州“蓝天法”的静态上市标

准,实现了自我扩权。而传统上州强势的实质审核在面对联邦 SEC 与交易所的发行监管竞争中,对于新兴技术公司的审核显得不适应时代潮流,最终其职能被完全替代,退出了历史舞台。美国证券发行监管审核权力分配与变迁情况请参见表 1。

表 1 美国证券发行监管审核权力分配与变迁

1911—1933 年	随着美国东部工商业发展与融资规模扩大,企业大量向中西部发售证券,其中含有投机分子的欺诈证券,各州先后制定“蓝天法”对证券的发行进行实质审核,对证券价值与公平性做出判断;以纽约证券交易所(NYSE)为主的交易所上市标准与持续披露规则不完善,自律管理有限。跨州欺诈发行时有发生,1929 年股灾促使联邦进行证券立法。
1933—1970 年	1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》建立起强制性的信息披露制度,站在投资者角度要求所需的投资信息;采用事后救济性手段,对于证券欺诈发行销售进行民事和刑事责任追究;同时保留了州对于证券发行监管的权力,仅对少数证券的发行豁免审核。SEC 制定了 10b-5 规则,对证券欺诈发行交易明确责任;美国全国证券交易商协会(NASD)制定了严格的证券业自律准则。事后的严格惩罚责任也推动 50 年代大多数州采取统一蓝本《统一证券法》(Uniform Securities Act)的部分内容,减化州审核的重复与差异性。
20 世纪 70 年代	有效市场理论推动信息披露的完善,纳斯达克股票交易所(NASDAQ)建立,电子化交易推广。 交易所制定的实质性量化上市指标与严格公司治理标准,开始超过州的实质审核标准。证券发行人达到全国性证券交易所的上市标准就可以获得州对 IPO 实质审核的豁免。
20 世纪 80 年代	里根任期内放松管制的背景下,高科技公司大量上市,发行方案与州发行审核多发生抵触。金融集团的游说质疑州实质审核阻碍资本融资效率,推动伊利诺伊州和路易斯安那州先后放弃实质审核,转向信息披露审核。新制定的《统一证券法》开始限制州的实质审核权力。
20 世纪 90 年代	为了应对资本国际化中境外证券市场对于上市公司股票发行的竞争,寻求减少美国联邦与州两级审核成本和内部壁垒,1996 年美国国会通过了《国家证券市场改进法》[National Securities Market Improvement Act (NSMIA)],对于在全国性股票交易所(如 NYSE, NASDAQ)公开发行的股票,豁免州层面对 IPO 的注册及实质审核,州只对涉及本州的小额发行有审核裁量权。
当前	《促进新兴企业法案》(JOBS 法)对年收入 10 亿美元以下的新兴成长性公司的 IPO 在发行与上市后的财务审计、内部控制和信息披露的要求都有放松。目前美国市场 IPO 的审核,以 SEC 对企业上市申报材料的实质问询反馈和交易所的数量化上市标准与公司治理标准结合为主导。SEC 拥有强大的行政执法权,集体诉讼等事后的司法救济也对发行人与中介机构虚假陈述和披露缺失进行严厉的追责。

从表 1 我们看到,伴随技术进步、上市公司类型变化、投资者成熟程度的提高等市场条件,美国对于股票发行的审核权力、内容和标准在州监管机构的实质审核、SEC 的信息披露审核以及交易所的自律管理三者中不断进行着动态调整。先后经历了由州实质审核证券价值与联邦要求的信息披露结合的阶段,和交易所上市标准提升、证券业寻求豁免州对 IPO 的实质审核阶段。SEC 的审核也从关注信息披露的格式演变为发行内容审核与实质问询。交易所对 IPO 公司市值、现金流、收入和利润等资本规模和盈利指标的要求构成静态的上市门槛与实质审核标准,同发行上市要求的公司治理标准一起构成另一种形式的“实质审核”。^[1]交易所的自律标准与 SEC 从监管

[1] See Jay T. Brandt, Securities Practitioners and Blue Sky Laws: A Survey of Comments and a Ranking of States by Stringency of Regulation, 10 (3) *Journal of Corporation Law*, 689-710 (1985).

者主观经验判断出发、通过灵活的实质问询完善披露相结合的 IPO 审核模式，既有经营业绩指标数量化上市标准的要求，又有信息披露的格式与内容要求，充分发挥了监管者的主观能动性与专业经验。SEC 以披露形式展示影响价值判断的信息，通过投资者利用自己投资知识进行分析判断，在充分保证市场交易诚信公平的基础上，实现投融资双方的自由买卖与市场化资源配置。

二、美国证券发行实质审核的优缺点讨论与解释模型

从 20 世纪 70 年代 NASDAQ 兴起，到 80 年代大量新兴高科技公司寻求上市融资遇到州监管的审查，美国也经历了在以政府主导审核来确保证券发行质量与投资者投资权益，和优先企业融资以保证创新融资环境之间进行权衡取舍的阶段。在这期间，对于州层面主导的实质审核的成本收益，美国学术界展开了激烈的争论，不少州层面的监管人员也加入讨论中，从学理、观察和实证上对实质审核的有效性进行论证，为之后州实质审核权的豁免提供了学理上的思辨。美国在里根政府放松联邦监管期间，提出 12291 号行政命令，对行政监管机构的监管实行成本收益分析来衡量监管效率，对于难以量化的成本收益要求进行定性描述，以实现社会净收益最大化。^{〔2〕}

虽然美国传统意义上的证券发行审批制已经成为历史，但反思其发挥作用的 market 条件与阶段，从定性与定量角度分析美国实质审核的效果及优缺点，总结其发展过程中遇到的问题，可以为过渡期内我国科创板和发审委实质审核的发行审核边界与范围、标准提供很好的反思角度。中国目前科技新兴企业对资本市场的融资需要，非常类似于美国 80 年代初诸如苹果等创新创业技术公司登陆资本市场融资的情形。总结美国当时的监管经验和学术反思，挖掘监管背景与社会现实，对于当下中国实行供给侧改革，通过发挥科创板资本市场力量推动技术革新与科技进步具有重大的借鉴意义。

（一）证券发行实质审核的有效性分析

“蓝天法”起源于州的监管者为了保护本州居民免受外州欺诈而对证券发行做出的管制行为。在美国 50 个州与哥伦比亚特区都有各自不同形式的“蓝天法”，州的实质审核站在普通个人投资者角度，以风险厌恶者角度来做投资决策，对发行证券的价值（投资的前景和盈利）和公平性做出考量。不仅考虑信息有无欺诈，^{〔3〕}也考虑公司的持续盈利与收益能力以及发行方案中发起人资本投入，承销方案，期权、股权结构与稀释等条款是否对投资者公平^{〔4〕}。在实践中，州监管者拥有宽泛的自由裁量权，可以发行中存在不公平协议，或以证券具有高投资风险或者强投机性为由拒绝股票的注册发行。

沃伦（Warren）关注到普通投资者渴望获得资本收入，参与资本市场获得投资机会分享经济繁荣的意愿，但分散的弱势投资者没有议价能力获取信息，而发行人主动自愿披露信息往往不

〔2〕 参见席涛：《法律经济学——直面中国问题的法律与经济》，中国政法大学出版社 2013 版，第 147 页；Sunstein, Cass R., *The Cost-benefit Revolution*, The MIT Press, 2018, pp. 6-9.

〔3〕 See Peter E. Ptacek, *Blue Sky Considerations in Structuring a Public Offering*, 21 (2) *Drake Law Review*, 225-237 (1972).

〔4〕 参见前引〔1〕，Jay T. Brandt 文，第 689-710 页。

足,政府以投资者代表的角度去关心把关财务信息真实性、发行承销协议和公司融资的前景与行业未来,有助于交易公平。^{〔5〕}同时,早期信息技术不发达时,州证券监管机构成为证券注册的信息中心,成为缺乏投资知识与经验的投资者与进行尽职调查专业人员获得有效信息的途径。^{〔6〕}

实证上,因为美国每个州都有对在本州发行股票的审核权,在一州被拒绝注册发行或主动撤回的公司依然可以选择在别的地方发行上市交易,这也提供了比较研究的数据支持。

古坎德(Goodkind)通过对威斯康星州在1968—1973年获得审批通过和撤回注册申请的股票发行在价格变动、账面资产变动和累计现金股利的比较,发现经过审核发行的股票比撤回注册而在其他州上市的股票表现好,证明股票发行监管中的实质审核有效。^{〔7〕}瓦尔克(Walker)和哈达威(Hadaway)教授对得克萨斯州在1975—1980年批准发行和撤回发行的相关股票指标的研究也证实了这一点。^{〔8〕}詹宁斯(Jennings)对亚利桑那州证券监管部门在1984—1987年的股票审核数据的实证研究表明在股价、每股收益和股利指标上批准发行证券都要比撤回注册申请的股票高。^{〔9〕}布兰迪(Brandi)对1973—1980年发行的证券进行衡量,发现实行严格实质审核的州股票定价更有效且带来更好的长期回报,而实质审核监管相对松的州可以获得较好的短期回报,但证券存在投机性和更高风险,体现了监管程度松的州证券市场定价不有效。^{〔10〕}

实质审核是否阻碍融资?加利福尼亚州与马萨诸塞州是美国互联网与生物医药高科技企业集聚的地区,而这两个州又以实行严格的实质审核而著名。加利福尼亚州对发行股票的投资价值进行判断,要求盈利能力证明和两年经营业绩纪录,^{〔11〕}并且关注公司的商业计划、产品市场和管理层能力^{〔12〕}。1980年马萨诸塞州否决了苹果公司对本州居民发行IPO,理由是其未满足该州要求的三个实质条件:苹果的发行价超过了100倍市盈率,而州的规定最高是4倍市盈率;苹果账面资产只占到了发行后市值的9.65%,而州要求最低达到20%;内部人控制发行后总股份的43%,州规定内部人控股最高不超过10%。^{〔13〕}

一方面,严格的实质审核使能够在加利福尼亚州与马萨诸塞州发行的证券更受到追捧和信赖,^{〔14〕}形成信号传递作用;另一方面,公开发行的融资限制也推动了本地风险投资等融资方式

• 317 •

〔5〕 See Manning Gilbert III Warren, Reflections on Dual Regulation of Securities: A Case against Preemption, 25 B.C.L.Rev., 495 (1984).

〔6〕 See Manning Gilbert III Warren, Legitimacy in the Securities Industry: The Role of Merit Regulation, 53 (1) Brooklyn Law Review, 129-142 (1987).

〔7〕 See Conrad G. Goodkind, Blue Sky Law: Is There Merit in the Merit Requirements, 1976 (1) Wisconsin Law Review, 79-123 (1976).

〔8〕 See Ernest W. Walker, Beverly Bailey Hadaway, Merit Standards Revisited: An Empirical Analysis of the Efficacy of Texas Merit Standards, 7 (4) Journal of Corporation Law, 651-688 (1982).

〔9〕 See Marianne M. Jennings, The Efficacy of Merit Review of Common Stock Offerings: Do Regulators Know More Than the Market, 7 (2) BYU Journal of Public Law, 211-244 (1992).

〔10〕 See Jay T. Brandi, Merit Securities Regulation, Market Efficiency, and New Issue Stock Performance, 12 (4) Journal of Corporation Law, 699-712 (1987).

〔11〕 See Kunz, Karen, Jena Martin, When the Levees Break: Re-visioning Regulation of the Securities Markets, Lexington Books, 2017, p. 84.

〔12〕 See Report on State Merit Regulation of Securities Offerings, 41 (3) Business Lawyer (ABA), 785-852 (1986).

〔13〕 See Westenberg, David A., Practising Law Institute, Initial Public Offerings: A Practical Guide to Going Public, Practising Law Institute, 2012, pp. 17-18.

〔14〕 参见前引〔6〕, Manning Gilbert III Warren 文, 第129-142页。

发展，也间接促进了这两个州多层次融资渠道的繁荣。

州的实质审核权也调动了地方监管积极性，纵然增加了制度成本和交易成本，但是各州熟悉本地实际情况，提出的发审问题更有针对性，符合本地投资者需求，且多州审核促进了招股说明书信息披露的完善与监管的竞争。在后期的实质审核中，有些州做了灵活调整，对于审核中认为有潜在风险的部分，与企业通过沟通协商在发行披露中进行重点提示与披露，^{〔15〕}这一点后来也被 SEC 所采用的实质内容问询和披露要求所吸纳。

对州实质审核的批判则集中于：（1）州与联邦注册的审核形式与标准不同，上市需要按每个州特定需求准备注册材料，合规成本负担沉重，^{〔16〕}耗费时间长且执行成本高；^{〔17〕}（2）实质审核标准不透明，审核人员主观自由裁量权过大，导致审批不确定性强，增加企业负担；^{〔18〕}（3）政府变成投资顾问角色，过度父爱保护主义会误让投资者认为担保收益，产生依赖；同时，实质审核认为具有回报能力的企业才可以发行，对于真正有融资需求的成长型企业不公平，对于小企业的歧视会阻碍经济与创新能力发展；^{〔19〕}（4）州证券监管机关人员配备少且流动快，导致了审核预期不稳，面对快速变化的市场与细分行业众多的公司，实质审核不可能面面俱到；^{〔20〕}（5）价值判断需要懂金融、法律与行业知识且操守好的人才，而监管机构培训不够；商业风险难预料，前期的业绩不代表未来的盈利能力，比如钻探油气的公司业绩不确定；^{〔21〕}（6）在实质审核的监管绩效与有效性的考量上，州对于 1970—1980 年有税收优惠的有限合伙上市的实质审核中，有很多导致投资者损失的失败上市决定；而彼时市场已经以具备强分析能力的机构为主导，特定优质投资者比如高净值人群也拥有自我判断与保护能力，州的实质审核显得进退失据^{〔22〕}。

从美国的经验可以看出，美国对于股票发行的实质审核并不是由行政命令或法律修订而一举废除或豁免的。由于联邦主义下州权的保留，证券业界没有选择在立法层面上取消州的实质审核，而是由证券业自律组织 NASD 在 1971 年成立 NASDAQ 全国交易系统，利用信息技术与电子化交易手段，以价格发现和信息反馈机制作为理论支撑，凭借全国市场信息传递和处理能力，获得全国性的证券交易市场地位。伴随着交易所数量化上市标准提升和 SEC 实质问询，州的主要证券发行审核权才显得冗余而被豁免，期间经历了二十多年的转型过程。美国对证券发行的实质审核也是在动态中调整，如桑斯坦（Sunstein）所说，在行政监管中的，如果制定监管政策所需要的信息不能充足量化，可以先搞政策试点，再反馈，再修正，不断完善监管体系，^{〔23〕}某种程度上这也是中国“摸着石头过河”智慧与试点制度的精髓，为中国实行发行审核双轨制并行提供了参考。

〔15〕 参见前引〔12〕，第 785—852 页。

〔16〕 See Letter from the Securities Industry Association to George A. Fitzsimmons, Secretary, Securities and Exchange Commission (September 9, 1983).

〔17〕 参见前引〔9〕，Marianne M. Jennings 文，第 211—244 页。

〔18〕 参见前引〔1〕，Jay T. Brandi 文，第 689—710 页。

〔19〕 See Hal M. Bateman, State Securities Registration: An Unresolved Dilemma and a Suggestion for the Federal Securities Code, 27 (5) *Southwestern Law Journal*, 759—789 (1973).

〔20〕 参见前引〔12〕，第 785—852 页。

〔21〕 参见前引〔12〕，第 785—852 页。

〔22〕 See Mark A. Sargent, A Future for Blue Sky Law, 62 *U. Cin. L. Rev.*, 471 (1993).

〔23〕 参见前引〔2〕，Sunstein、Cass R. 书，第 95—98 页。

值得注意的是,实质审核的成本和收益不是一成不变的,随着时代发展,实质审核的好处和成本也在发生变化。随着统一市场的形成、技术的发展,券商自律提升的市场条件下实质审核机制显得不符合市场经济而丧失活力。这不是实质审核或核准制本身的问题,而是其发展中阶段性的问题,是其不能适应新的市场环境和条件所致——在后期实质审核被指责的地方,早期却是其优势所在。

实质审核在历史上对投资者的保护作用体现在:起初联邦信息披露内容不明确,会计准则也不统一,州和联邦的双重审核在单纯信息披露的监管事前多加一道价值审核,可以显著减少欺诈风险;站在股民角度,实质审核以风险厌恶者的角度来做投资审核,州的监管者代表投资者利益去争取公平发行方案,防止了低价突击入股和过高承销费用;在早期通信技术不发达、信息不充分的时候,股票发售多伴随夸张推广与广告宣传,有价值信息披露不多,审核标准的宽松与裁量权提供了灵活性,可以切实保护本地居民投资安全。

随着80年代机构投资者成为市场主导,全国性股票交易所信息流动消化快,市场定价有效性增强,而1983年科技股大量上市,各州审不过来的情况也迟滞了资本的形成。而Apple在马萨诸塞州上市申请被拒绝,也显示了州的实质审核已经从融资角度和投资角度阻碍了资本支持技术创新的能力,限制了投资者投资产品的渠道,州实质上侵害了联邦赋予发行人的完整披露即可融资的权利。而新经济时代,由于高科技公司轻资产与医药公司高前期投入研发特征,实质审核人员面对上市公司,很难根据既往的业绩判断未来盈利业绩,把握商业风险。SEC的问询也将传统主观的投资价值判断以信息披露规定的格式和内容方式体现,实现了更具行业专业性的实质披露审核;交易所日趋明晰的上市标准细则和公司治理要求也构成软性的实质审核。随着SEC与交易所的审核标准与效率超过州的实质审核,高成本的州股票发行实质审核不能适应统一市场,而被历史淘汰。

但在时间上,每次州实质审核监管放松后都出现了不同程度的股市危机,如1987年的股灾和2000年的互联网泡沫。2008年金融危机后,也有学者提出现在的信息披露模式有很多不足:早期信息披露为核心的制度过度相信了投资者的谨慎和证券市场的自律,鉴于新兴公司业务专业化、衍生产品业务发展,呼吁美国建立联邦层面的实质审核,保证发行质量并维护投资者权益。^[24]

(二) 发行监管审核中的不可能三角解释模型

针对州实质审核的成本收益引导,本文继续探讨州出于保护投资者的实质价值判断是否阻碍了联邦法下披露即可融资的权利。如果是的话,证券发行监管目标有无固有的内在矛盾,导致一直以来,不论美国还是中国对于核准制(事前实质审核)与注册制(信息披露下的事后监管)的激烈争论。在证券发行监管中,保证投资者收益、促进融资和维护系统稳定性风险三者存在不可能三角关系:

(1) 若在保证投资者获得公平与预期收益的前提下促进融资,一定会引进外在变量,如央行扩张流动性,从而增加资产价格泡沫,提升系统性风险;

[24] See Daniel J. Morrissey, The Road Not Taken: Rethinking Securities Regulation and the Case for Federal Merit Review, 44 (2) *University of Richmond Law Review*, 647-688 (2010); 前引[11], Kunz、Karen、Jena Martin书,第75页。

(2) 满足市场上扩大的融资需求，允许较高风险型证券上市，促进和扩大融资必然导致系统性风险上升，从而导致投资者收益波动上升与潜在欺诈风险水平的提升；

(3) 以严格审核发行低风险证券，既可保证投资者收益，同时维持系统风险稳健可控，但导致一部分成长型创新企业公开发行融资渠道受阻，转向高成本私募融资。

以美国为例，如何在不可能三角存在的前提下，让整个资本市场发挥最大效用，取决于监管者不同站位下的监管效用函数，也导致了监管行为差异化：

(1) 在不可能三角的作用下，州的监管者出于父爱保护主义，关注本地投资者的投资回报与安全，更偏向于事前审核的稳健，即以牺牲特定高风险企业融资的机会来换取市场稳定与投资者投资安全；

(2) 联邦 SEC 关注价格发现功能、投资者保护以及整个市场系统性风险和融资能力等宏观经济指标，其监管目标融入更大格局下的监管体系——配合美联储和银行监管部门的监管政策；在有效司法救济的威慑下，SEC 将部分证券监管资源由事前审核放到事后的稽查和执行上；

(3) 证券交易所作为自律组织，其收入来源于上市公司，因此更着眼于维持行业准则与纪律，保持市场流动性与保证市场交易信心。

对于中国的启示在于：由于发行监管审核的不可能三角的存在，我们不可能同时满足全部三个目标以实现最大化效用，只能通过其他的制度安排，因时制宜，实现资本市场投融资总体效用最大化：

第一，市场分级。资本在促进科技创新和研发方面发挥着重要的作用，稳定的工业科技发展融资环境对促进创新不可或缺。风险收益并存的前提下，在供给侧上通过将高风险高成长创新企业与传统制造工业按板块区分上市，诸如 NASDAQ 不同市场板块对应不同类型公司，有助于识别风险，让真正有风险承受能力的人承担合适风险；通过不同板块设立的不同投资者门槛，可以实现投资者的风险承受力合适度识别。

第二，投资者分级。史蒂文（Steven）提出理想模型，针对投资者的投资水平与教育程度进行分级，进行市场准入与信息差别对待，^[25] 从而在需求侧上把握住了投资者投资风险可控。现实中，可以通过制定投资者进入门槛，划分投资者投资分析判断能力和投资成熟度作为市场进入的区分。而大力发展专业分析能力强的机构投资者，有利于整个系统的稳定和价值投资。

第三，信息披露分级。监管机构针对不同风险类别、融资需求与行业特征的发行人，实行差异化的信息披露标准，降低持续披露与合规成本。

第四，发展多层次资本市场，充分发挥私募市场在 IPO 前的对小企业、新技术的风险融资功能，拓宽机构专业化投资与个人投资者投资私募产品渠道，实现理财专业化与风险分担及信息要求的差异化。不仅促进了投资者分级投资，也拓宽了企业的融资渠道，增加了投资者教育与实战经验。

这一部分从法经济学成本收益角度出发，定性提出美国证券发行市场发展过程中实质审核的成本收益。虽然成本角度难以数量化明确定价，但所列出的市场关心角度，可以供监管者在不用

[25] See Stephen Choi, Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal, 88 (2) *California Law Review*, 279-334 (2000).

时期,根据市场发展条件、投资者分布状况以及不同市场环境下监管的侧重点,在发行监管审核的不可能三角的约束下,对科创板灵活采用配套制度进行全过程监管,按照目标优先排序投资者保护、促进资本融资、市场流动性和稳定、价格发现与定价准确、投资产品丰富与系统性风险控制等目标,辅之以行政监管资源在审核与执法资源上的划分,充分发挥司法的威慑作用,实现资本推动实体经济的最大效用。

三、由美国实质审核制度探索科创板发审裁量边界与未来改革

通过对美国实质审核的演进和优缺点的分析,我们发现美国的实质审核从兴起到衰亡不是一朝一夕,也不是通过法律或行政命令一下子完成的,而是在实践中,从植根于投资者保护的实际需要出发,没有单纯采取美国传统反欺诈的事后保护,而是汲取各国监管的优点,采取了英国的披露制度和实质审核的事前把握,做出符合美国当时国情的制度设计。在1911年到1996年八十多年的实质审核实践中,美国在发行审核的审核权限和内容标准上不断进行着动态调整,寻求州、联邦和交易所之间信息披露和实质审核的最佳比例。

美国州“蓝天法”的实质审核制度衰亡是历史选择的结果,但信息披露下的注册制充分发挥作用取决于以下配套制度和市场条件的协同:

1. 机构投资者凭借专业性与信息分析能力成为市场主导;散户投资者教育增强,参与符合风险承担能力的多层次市场;共同基金产品多样,散户可以参与指数基金等产品分散风险;

2. 经过几十年探索,参与发行市场各方责任明确清晰,对于证券欺诈发行的行政执法强有力,事后司法救济充分、有效、迅速,形成民事和刑事上的威慑;发行欺诈的可诉性与稳定预期结果,有助于促进各方成本判断;严格执法也促进了信息披露,削减了发行人造假动机与事前审核必要性;

3. 交易所重视自律规则,承担公共监管服务职能,形成良性循环吸引优质上市公司;

4. 券商自律经营,看重声誉与品牌价值,形成市场诚信环境;

5. 实质审核人员的传统审核经验对新兴互联网与高科技公司的高成长性难以适用,以往盈利状况不能保证未来准确的商业判断。

一百多年前,布兰迪斯提倡披露制时提出的“阳光是最好的防腐剂,灯泡是最有效的警察”^[26]的名言,在新的时代也面临新的挑战,很多公司在信息披露中避重就轻,利用披露规则掩盖经营实质。1992年美国证券交易所(Amex)新兴企业板的失败教训,2000年互联网公司上市泡沫,安然和世通公司的财务造假,到2014年美国71%的IPO公司无利润发行股票,^[27]发行市场成为私募股权退出的工具。这些新的市场趋势也为布兰迪斯添加了新的注释:即使阳光是最好的防腐剂,但阳光下的食物并不能保证不变质,需要其他的制度予以支持。

因此我们不能盲目移植美国信息全披露的制度形式,要了解其信息披露注册制度的实践逻辑

[26] Brandeis, Louis Dembitz, *Other Peoples' Money, and How the Bankers Use It*, F. A. Stokes, 1914, p. 92.

[27] See Shane Hampton, 71% of IPO Companies in 2014 Had ZERO Earnings, available at <https://www.hedgeable.com/blog/2015/02/71-of-ipo-companies-in-2014-had-zero-earnings/>, last visited on May 18, 2019.

与制度变迁背后的原因、演化的历史条件和市场环境，以及动态调整的每一步缘由，借此总结和反思中国当下股票市场的特点和市场条件、所处阶段，制定符合中国市场条件和社会情势的发行监管制度。

（一）科创板审核的裁量权边界

1. 审核的必要性

美国 1933 年《证券法》的立法初衷是：证券市场传统的买者负责对于分散投资者不适用，发行人没有动力提供充足的自愿披露，因而采取股票发行强制信息披露制度，以法律保护投资者，平衡发行人和公众投资者关系。^{〔28〕}相信只要披露了足够进行价值判断的信息，投资者自己可以判断证券价值，^{〔29〕}这也取决于投资者教育水平和投资需求在一战后迅速提高和发展^{〔30〕}。

某种程度上，在信息全披露的证券市场中，没有“坏的”证券。“坏的”证券如果销售价格足够低，有充足的流动性，可以获利，在投资者眼中就是“好的”证券。这符合传统“自由主义”与去监管化的思想：交易只要建立在买卖双方自愿交易上，交易信息无欺诈即可。而建立在买卖自愿基础上的证券信息全披露忽略了其外部性：投资者即使在掌握充分信息且拥有判断能力条件下，也可能由于“过度自信”而选择性地忽略相关风险信息和提示，以赌博投机心理炒作导致市场系统性风险的扩大，引发市场羊群效应，带来整个市场的崩溃。因此，信息披露并不是万能的，过度风险化投机级证券的上市交易，长远来说对交易所的系统风险控制和声誉不利，并有引发系统性金融危机的风险。^{〔31〕}交易所承担的诸如市场信心的维护、系统性风险的控制等公共职能也需要以一定程度的事前上市审核来把关证券的风险。

而 20 世纪 70 年代美国也曾经因为证券欺诈案件的高额诉讼成本，以及投资者赢得诉讼后上市公司已经破产而无偿还能力，导致散户被迫退出市场，转向机构投资者份额投资，以确保获得充分的议价能力和投资保护。^{〔32〕}

在 1999 年我国《证券法》制定过程中，鉴于中国股票市场投资者的价值判断能力弱，全国人大没有采取注册制而因时制宜采取了额度制下的审批。^{〔33〕}在当下，需求侧上，中国散户交易依然数量庞大，普通投资者参与资本市场分享改革成果需求强；供给侧上，大量的优质民营企业有上市融资的需求；从成本上看，企业上市的辅导发行与承销费用由新股东一起分担，一级市场的火爆也表明新股东为买到好的证券，愿意支付对价。科创板出于保护投资者的目的，也可以站在投资者角度审问得细致一些，形成优质上市公司间的竞争。对于披露单薄、盈利能力差、潜在风险大的公司，要严加问询与风险警示。尤其对于曾经寻求境外上市的公司，更要深入问询，它们

〔28〕 参见前引〔12〕，第 785-852 页。

〔29〕 See Hazen, Thomas Lee, *Treatise On the Law of Securities Regulation*, Volume 1, 2016 Revised volume, St. Paul, Thomson Reuters, 2016, p.38.

〔30〕 参见前引〔19〕，Hal M. Bateman 文，第 759-789 页。

〔31〕 美国 1983 年高科技股大量上市，联邦监管审核宽泛放松，州的实质审核因被游说也放松监管，而后 1987 年产生金融危机；1992 年 Amex 新兴企业板对于上市公司的发行把关审核不力，于 1995 年被迫关闭；1996 年豁免了州对证券实质审核，2000 年互联网股 IPO 泡沫影响整个系统的声誉和市场交易信心。

〔32〕 Loss, Louis, Joel Seligman, Troy Paredes, *Securities Regulation*, Wolters Kluwer Law & Business, 2014, pp. 340-341.

〔33〕 参见王连洲、李诚编著：《风风雨雨证券法》，上海三联书店 2000 年版，第 293-295 页。

可能是因为境外审核与披露更严格, 合规成本高, 退市处罚严厉, 执法严格而“退而求其次”。

对照美国发展历程, 在中国现阶段市场条件下, 司法救济过程漫长, 财产追回难, 比重大的散户投资教育程度总体较低(分析能力弱, 看报表少, 依赖政策市、消息市多), 有分享资本市场收益的动力, 但机构投资者的委托代理成本高。短期内上市作为一项较为稀缺的资源, 发行人仍有造假动机与投机心态。在司法救济完善与机构投资者成为市场主导前, 适当的实质审核与问询有助于事前预防; 否则, 损失发生后, 丢失的还有投资者信心与参与度、交易所的声望与权威性。同时, 交易所的审核代表散户要求投资所需信息, 平衡发行承销关系, 对业绩和盈利能力做出把关以防止过度投机趋向, 在信息处理和判断价值能力不强的市场条件下起到缓冲风险作用。

在科创板严格的静态上市量化标准与动态实质审核问询下, 上市辅导也是发行人建立现代企业运营和公司治理制度的学习机会。综合考量, 在中国市场现阶段, 审核的成本远小于事后诉讼救济的漫长与不确定, 以及损失发生带来的系统波动风险、市场投资交易信心损失和交易所声誉受损等社会成本。科创板借鉴信息披露机制, 赋予交易所和企业更多自主权, 转化为市场发行值得称赞, 但在高效救济制度未建立起来的转型期, 审核委对证券发行质量的把关不可或缺。

2. 审核流程的透明公开

美国证券发行的实质审核问题主要集中在股票发行人需同时满足联邦 SEC 的信息披露表格与实质内容披露以及各州实质审核的要求, 对各州不同的侧重审核准备回应文件, 协同合规成本高。如果在多个主要的金融中心集体上市, 不同监管机构的审核会造成发行进度的拖延和不确定。

中国实现了交易所注册申请的招股说明书的预披露, 审核通过后的招股说明书公开和报送证监会全流程电子化, 审核注册分工明确。且通过电子注册、报送和反馈, 无内容格式上的重复, 简化了流程与成本, 减少审批环节与寻租空间。且交易所审核同意后, 披露完整招股说明书到报送证监会注册生效有 20 天期限, 有助于市场充分消化招股说明书披露的承销和价格信息、发行方案, 充分发挥媒体及公众监督反馈作用, 促进信息有效传递, 也赋予证监会最后的把关和审核权。与传统核准制发行相比, 赋予了企业更多的自主选择权, 发行人根据市场行情 1 年内择机上市的窗口期, 按照其融资需求进行发行, 避免了行政干预下的 IPO 停摆, 上市流程时间可预期。

3. 实质审核的范围与标准

科创板面向的公司群体具有创新经济时代下盈利模式、研发投入与资产结构的新特征, 对于以往的实质审核模式提出了更高的要求。如何将之前的实质价值判断转化为影响投资价值的信息披露形式, 非常考验审核人员的智慧。而对于创业板的问询问题与实质披露的程度, 也是一项自由裁量权很大的经验工作, 虽然审核人员不做实质的价值判断, 但是对于影响投资价值的信息一定要站在投资者角度, 从审慎投资出发进行深度发问, 以充分获取有价值 and 风险分布信息, 实现价值判断的引导。借鉴美国的审核经验, 实质问询一方面审核现有披露中是否有欺诈嫌疑与是否逻辑连贯, 并进行重点询问和风险提示; 从交易公平角度, 对例如原始股与期权使用的稀释效应、关联交易如何影响利润的效果等方面, 进行重点披露和提示。对主观难以判断的商业风险可由发行人做出风险测度与敏感性分析、潜在风险收益分析, 给出区间测度; IPO 的价格管制取消后,

仍应该参考上市交易的行业市盈率，对于过高的发行定价方案由券商论证其合理性。^{〔34〕}

来回往复的问询与回答，比实质审核下的判断价值更能体现审核人员的专业能力与行业经验，主动沟通也起到对发行披露的导向作用。相比于静态的表格格式披露，投资者亦可通过向交易所反馈对于预披露招股说明书及动态反馈中投资判断的疑虑，协助建议要求更多披露影响投资决策判断的信息，这也是培养投资者投资分析判断能力的学习过程。

在上市审核的专业性方面，科创板面向的公司行业新兴性和专业性强，产品迭代变化快。可借鉴 SEC 在审核部门内部分行业成立小组，定期对审核人员进行内部培训，增强行业知识与前沿了解，增强专业判断。

根据市值与利润规模等方面的不同，交易所制定了多套科创板上市标准，有助于促进融资和利润回报阶段不同的技术类型公司融资。对于不同特征公司的行业划分与上市标准，信息披露标准与侧重也应该不同，后续可通过发行上市审核问答与案例指导，定期发布细化导向性标准与格式要求，明确不同行业公司披露的重点内容和程度，形成稳定预期。

同时，充分发挥既往证监会发审委实质审核的优势经验，实现发审委审核经验向科创板市场实质信息问询审核的过渡。上交所在历届发审委中扮演了重要角色，储备了很多具有行业知识和审核经验的发审专家。可针对不同行业的风险特征，盘点总结不同行业在历届审核中欺诈集中发生领域（比如农业企业的现金收付与关联交易、存货盘点制度等），形成案例库与手册，以帮助披露制问询下的审核与发行人自律，实现价值把关作用。

4. 交易所的审核激励

交易所审核委作为科创板市场的守门人，掌握着证券市场上市交易标的的质量，关系着百姓的投资收益和对改革开放成果的分享。审核委职责很重要，把好这道门可以减少未来欺诈的救济，有效控制系统性风险，提升市场交易信心。

但某种程度上，发行审核是一种“出力不讨好”的工作，作为专业人员给出判断，一方面要面对业界的强势压力，与资本雄厚的准上市公司和券商沟通，另一方面承载了股民和政府的信任，但发行审核并不能保证万无一失。从结果上看，事前审核如果管住了风险，拒绝了高风险投机性证券上市，成功化解了风险，很难在工作绩效考量时得到投资者和上级部门认证；相反，市场参与方很可能理所当然地认为本来就没有风险，监管审核的必要性反而是人为增加的交易成本和官僚机构寻租与机构自我存在合理性证明，扼杀了优质潜力公司的融资渠道，受益的分散大众又很难团结发声。但出现系统性波动或漏网之鱼，审核委员会作为最后一道守门人往往会首当其冲，受到指责。而由于心理学上人们存在对于眼前风险的强烈感知，^{〔35〕} 营救股灾的举措和挽回损失的人更易被铭记。

从成本收益角度看，投入监管的成本应该取决于避免危机带来的收益或者危机带来的损害，即为愿意付出的事前监管成本。^{〔36〕} 但因为审核而化解的风险，已经没有途径衡量其潜在损失。

〔34〕 美国州的实质审核就曾规定发行价格不能超过 25 倍市盈率，除非承销商论证发行价格合理。[See Richard B. Tyler, More about Blue Sky, 39 (3) *Washington and Lee Law Review*, 899-942 (1982).]

〔35〕 See Lewis, Michael, *The Fifth risk*, W. W. Norton & Company, 2018, pp. 81-126.

〔36〕 参见前引〔2〕，Sunstein、Cass R. 书，第 26 页。

科创板初期可以在审核和信息披露中寻求平衡,以事前实质审核减少事后诉讼风险和成本。

因为事前预防性的监管审批已将系统性风险杜绝在门外,而不是危机形成后再救市,在绩效考核中更值得鼓励和薪酬设计激励,按照预防风险避免的成本给予市场化待遇倾斜。市场各方对审核人员的问询和审核决定也应该更有耐心和包容度,不能因为其化解了风险,就认为没有风险存在,往往是在裁撤监管后,危机才会浮出水面。

5. 交易所审核的定位与作用

《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(以下简称《管理办法》)第一章第8条提出,证监会和交易所不对发行股票的价值和投资者收益保证,不做实质性判断;对申请文件的真实性、准确性和完整性不做保证。这就将虚假记载、误导性陈述、重大遗漏等移交给未来的司法责任与救济。但在现实中,司法责任更偏向于事后救济与威慑,行政手段对投资者财产保护更高效。

投资者通过开户时的风险提示与教育,也了解注册制下的审核不是政府担保与背书的证券,多年的经验也使人们相信审核也不可能是万能的。而风险自负与股市风险警示下,投资者对于交易所审核的诉求与期待更多在于对于行政机关解决纠纷的信任。散户面对欺诈发行的自我保护组织协调成本高,信息议价能力低,司法程序慢。在百姓看来,政府不做实际价值判断的审核,其作用不是政府担保也不在于价值把关衡量,而是有助于市场信心的建立:百姓相信发行欺诈发生后,有行政机构牵头出面主持赔偿调解与纠纷处理工作。虽然投资者力量薄弱,但是交易所及投资者保护中心面对券商有行政与执法权威,可以为百姓利益做主,因此投资者愿意加入市场交易。

• 325 •

区别于国外会员制交易所作为盈利目的的法人,上海证券交易所作为“准行政机关”,不单肩负了会员市场自律组织的管理,也承担了证监会委托的部分职能。在交易所的监管效用函数中,需要将市场信心和系统风险控制、资本市场稳定的维护纳入自己的监管目标函数。实质性的审核与问询看似增加了事前交易成本与制度成本,实则从全局上规避风险:监管除了商业成本,还有维护市场信心、交易所声望和系统稳定的社会账。因为不可能三角的存在,出于把关和对投资者负责目的的行政审核对于投资者公平收益回报的追求必然会以牺牲部分发行人的上市融资需求为代价。对于审核所限制的发行人融资渠道和投资者标的选择可以通过完善多层次市场、确立私募股权和新三板市场等作为投融资接力平台来弥补。

(二) 发行审核配套的市场与司法保障

1. 证监会负责监督交易所的上市准则

美国 Amex 交易所于 1992 年设立了新兴企业板,一度使得股票买卖价差(spread)大幅变小,降低了交易成本,但在 1995 年却因交易量萧条而关闭,65 家公司转板或退市。^[37]而曾经作为全美第三大的证券交易所的 Amex,也于 2008 年被 NYSE 收购。

Amex 新兴企业板的设立主要是为与 NASDAQ 和 NYSE 两大交易所的竞争,吸引小盘股与成长型公司。传统上 Amex 的上市标准很高,超过了 NASDAQ 非全国板要求和粉单市场标准,

[37] See Reena Aggarwal, James J. Angel, The Rise and Fall of the Amex Emerging Company Marketplace, 52 (2) *Journal of Financial Economics*, 257-289 (1999).

但新兴企业板却不要求审计委员会和外部董事，不需要盈利等上市要求，降低上市标准。Amex 是会员制的交易所，对于会员保荐的客户公司，审核更松，导致个别会员投行为短期的承销收入而以牺牲整个上市质量作为代价，伤害了交易所威望声誉。^{〔38〕}个体的理性超过了集体的利益，使得 Amex 新兴企业板沦为柠檬市场，造成了整个系统的崩溃与信心的丧失。

在双轨制审核下，由中国证监会全面负责统筹和监管交易所基本的上市规则、上市条件与信息披露标准，有利于保证自我监管准则的底线，保证上市公司质量，防止交易所间对于上市公司 IPO 的过度竞争而降低上市标准。确保交易所之间的竞争体现为更严格的上市标准，吸引优质的公司和投资者，通过竞争促进投资者保护与福利。

2. 保荐商的激励机制与品牌效应

美国的证券行业自律可以追溯到 1792 年 21 位华尔街经纪人签订《梧桐树协议》，^{〔39〕}维持稳定的佣金比率，以防止恶性竞争；到 1971 年证券经纪人成立 NASDAQ 交易平台，通过严格的上市标准赢得全国交易市场地位从而豁免州的实质审核。以严格的行业内自律与约束，帮助整个行业建立声誉与信任，获得长远回报。

科创板的发行保留了保荐人与承销商制度，券商作为主导牵头其他专业服务机构对公司的上市流程进行专业服务。在现有研究中，程金华提出中国的发行人律师作为中介机构，已经形成品牌效应。^{〔40〕}在未来科创板的运行中，也应该逐步形成保荐人效应与品牌声誉，充分发挥券商跟投的担保作用与声望效应，形成良性的市场信号和价值循环。使优秀的券商、券商优秀的细分行业团队享有口碑和评级，通过市场认可获得更高的收益回报和溢价率，也获得更优质的客户资源。

《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》对保荐机构的相关子公司根据发行规模，做出 2%~5% 的跟投比例规定，并有两年的锁定期。科创板试点的券商跟投项目出发点是为了使保荐人以资本投入的形式承担风险，更好地参与公司的上市辅导与公司治理，以减少委托代理成本，使得券商可以提前参与了解公司运营，进行辅导改制，参与管理，也获取更多经营信息，实现资本投入与利益绑定。建立现代企业制度和公司治理，董监高充分发挥作用，也为之后的上市运作与持续披露、辅导期的磨合配合打下基础。靠专业中介参与投后管理，有利于消除信息不对称。跟投锁定期的存在，也可能造成发行上市与交易中券商内部投资银行部、研究部、直投部门之间的利益冲突。跟投部门与发行人有动力共谋要求投资银行部在上市条款审核与穿透核查上的妥协，施压研究部门出具乐观投资研究报告。如何在科创板跟投机制下完善投资银行内部的信息共享机制、利润核算考核与风险控制、部门间防火墙设计等制度亦需要细化研究。券商以财务投资者身份被动投资还是战略投资者身份入股参与投后管理，多大程度上参与公司治理却又不影响公司正常生产经营，市场对中介独立专业性的要求，以及对发行中的民事责任，券商以发行人承担及中介责任承担划分重叠，也都值得后续探讨和实证研究。

〔38〕 参见前引〔37〕，Reena Aggarwal、James J. Angel 文，第 257-289 页。

〔39〕 参见〔美〕约翰·S. 戈登：《伟大的博弈——华尔街金融帝国的崛起（1653~2019 年）》，祁斌编译，中信出版社 2019 年版，第 46-47 页。

〔40〕 参见程金华：《市场治理模式与中国证券律师——基于 1148 家 IPO 案例的实证报告》，载《证券法苑》总第 9 卷，法律出版社 2013 年版，第 40-93 页。

3. 司法救济与立法完善

美国的证券注册制下的信息披露建立在强大的行政执法能力和司法救济的基础上：1933年《证券法》初稿规定重大事实遗漏可以向公司董事进行索赔，忽略了证券服务机构如会计师与律师的专业责任；^{〔41〕}而正式通过的1933年《证券法》制定了严格的发行欺诈民事责任，却遭到华尔街投资银行和律师事务所联合抵制，市场合谋拒绝购买新发行证券，却解释为发行人和董事担心民事责任和复杂注册过程，导致发行意愿和流动性不足。^{〔42〕}新股发行市场的停顿也使得在后面的法律修正中，国会在证券欺诈索赔诉讼时效、证券欺诈损失的构成要件和董事合理采信专业人员意见的责任等方面向业界做了妥协以换取市场流动性恢复。^{〔43〕}

注册制的单兵突进可能会导致整个发行市场的功败垂成，伴随着发行人与专业机构法律责任的明确，SEC执法稽查能力的增强与采用有效市场论后集体诉讼司法救济的有效，市场诚信环境改善，强大的事后救济与威慑才减轻了事前实质审核的必要性。科创板对信息披露与真实性赋予较大权重，对于欺诈发行制定了严格的退市制度和行政处罚，其落实更倚赖于严格和明确的民事与刑事责任，与未来司法救济的高效与稳定预期，也对未来与证券监管相关的其他部门法修法提出了更高要求。

只有对投机造假行为的追责处罚与严厉执法同步发展，保证救济制度没有短板，形成良好的市场诚信文化，减少发行人造假动机与收益，才可以使得发行审核机关在不可能三角中倾向于促进融资，将审核资源投入到执法稽查中，促进融资与整个发行市场的福利改善。

对于IPO欺诈发行赔偿通常的做法为撤销IPO交易，原额返还申购费用并赔偿利息，如有诉讼则由被告负责司法与律师费用。根据证监会《实施意见》，针对IPO欺诈发行的可能救济方式有：

- (1) 回购机制，由上市公司和相关控制人回购已上市的欺诈证券；
- (2) 发行人和投资人之间的纠纷化解和赔偿救济机制；
- (3) 探索民事诉讼法律制度。

其中，回购适合发行人与相关控制人有能力回购发行股票的场合，多适合上市初期发现欺诈发行问题，由监管部门紧急冻结已经募集的发行资金并要求发行人回购。^{〔44〕}而现实中，若在上市后期发现证券发行中的虚假陈述，则发行公司往往因欺诈丑闻导致其证券失去价值，发行人难以具有经济实力和条件进行回购。在先前的IPO虚假信息欺诈发行案例中，《证券法》规定保荐人与发行人对虚假信息承担连带赔偿责任，除非可以证明没有过错。以往的欺诈发行中，作为保荐人的平安证券和兴业证券曾以积极主动姿态设立赔偿基金和解，保护了中小股东。赔偿基金由投行对投资者先行赔付，再由券商追究发行人的责任，督促了券商在尽调中更为勤勉尽责；若由保荐人再单独雇佣独立审计师与律所核查上市尽职调查文件，也会造成保荐人过度的财务压力与负担。

〔41〕 See Parrish, Michael E, *Securities Regulation and the New Deal*, Yale University Press, 1970, p.63.

〔42〕 参见前引〔41〕, Parrish, Michael E. 书, 第188-192页。

〔43〕 参见前引〔41〕, Parrish, Michael E. 书, 第192-195页。

〔44〕 参见汤欣、谢日曦：《从洪良国际案到证券民事赔偿》，载《证券法苑》2014年第3期。

新修订的《证券法》第95条，明确了可由投资者保护机构提起代表人诉讼，建立了学界呼唤多年的“中国版证券集团诉讼”。未来的民事诉讼可以尝试由中证中小投资者服务中心向科创板上市所在地的上海金融法院提起代表人诉讼，以市场纠纷解决机制解决证券欺诈发行，形成判例与稳定预期模式，树立市场信心，形成整套的发行纠纷处理机制，为市场投融资双方提供交易信心，亦为未来金融法院应对复杂金融经济纠纷积累宝贵的专业审判经验。

李本（Liebman）对上海和深圳证券交易所自律监管措施和纪律处分的实证研究表明，交易所针对信息披露不合规行为的公开谴责和批评自律行为有效，对于股价、公司在媒体曝光出镜和后续银行贷款行为都会产生影响。^[45]此次《证券法》修订，初步明确了公司上市发行中不同主体的法律责任，证券服务机构以专业知识做合理判断，对各自部分负责；充分发挥交易所自律与行政处罚的市场纪律功能，树立交易所执法检查能力行政执法的权威。

在行政处罚与司法救济的衔接上，在办案侦查过程中可以尝试采取联合公安部门集体执法与会审模式，实现证据保全与民事、行政、刑事取证信息共享与过程同步进行，在进入司法实质审理阶段后，再将侦办过程中的全套证据平行移交司法。通过事后的严格行政司法责任威慑和违法高成本，保证事前的发行注册股票质量，确立上海金融法院在形成证券欺诈示范性案例与建立证券和解机制领域的权威，形成预期稳定的有效证券争端处理模式与机制。

四、结 论

科创板股票注册制发行，与过渡期内的证监会发审委核准制发行审核形成双轨并行的发行审核制度有利于充分发挥制度灵活性，以渐进的探索减少剧烈变革的制度成本，形成竞争和互动。总结发达资本市场监管变迁与演进路径，了解其制度变革背景条件与实践逻辑，有助于为科创板的发展提供参照，结合我国国情与市场条件，少走弯路，探索最适合中国的发行审批制度。

现行科创板的《实施意见》与《管理办法》具有充足的政策弹性，既维持了交易所较高的静态上市标准，又赋予发行委员会凭借行业了解做出实质问询的权力，从主观上动态把握市场，充分吸纳了实质审核的优点，也避免了美国历史上实质审核中暴露的缺点与问题。在科创板实行事前事中事后全过程严格监管，便于监管者在不同时期根据侧重点调整发行审批，在不可能三角中找寻最优化效用与配比，为中介自律形成品牌优势效应与专业性发行承销口碑，形成良好的市场诚信环境，以及在新《证券法》下如何进行责任划分与发挥诉讼救济机制作用留出了充分的探索时间与空间。开了好头之后，科创板审核也要充分借鉴发挥核准制审核的经验，在动态磨合中探索信息披露的内容格式和细致程度，明确各方责任边界，衔接专业自律、行政处罚和司法过程，在动态调整中，不断反馈与完善政策，实现行政监管、市场自律和司法救济三驾马车齐头并进，为资本市场保驾护航，尤其是在行政监管处罚与司法救济间形成良性竞争。

探索符合我国国情和市场阶段的发行审核方式的过程中，要允许试错，对改革要多一些耐心

[45] See Benjamin L. Liebman, Curtis J. Milhaupt, Reputational Sanctions in China's Securities Market, 108 *Colum. L. Rev.*, 929 (2008).

和包容性。帮助科创板适应市场转型,转向新型科技公司的融资,以资本力量促进科技创新,促进机构投资者壮大和中小投资者投资水平提高,推动多层次资本市场发展繁荣。不断总结与深化改革经验,形成科创板与创业板的良性竞争与优势互补,共同推进证券发行制度的市场化改革,不断完善信息披露质量与投资者保护。

Abstract: Through rethinking of the institutional change and practical logic of the evolution of substantive review of securities issuance based on the “Blue Sky Law” in the United States, it is concluded that the substantive review and approval system is not good or bad in itself as a means of issuance examination method but depends on the proper market environment and technology condition. In the supervision of securities issuance, there is an impossible triangular relationship among guaranteeing investors’ returns, promoting financing and controlling systematic risk. It is a beneficial exploration made by Science and Technology Innovation Board in the direction of marketization of issuance examination. The stable operation of the board needs the coordination of the administrative regulation, market self-discipline and judicial relief. The healthy development of the capital market needs to form a good competition between CSRC’s administrative supervision and punishment and the judicial relief of the financial court.

Key Words: Blue Sky Law, Science and Technology Innovation Board, stock issuance, registration system, IPO

• 329 •

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)

证券虚假陈述赔偿中 审计人责任构成要件与责任限缩

缪因知*

内容提要：作为审计人的注册会计师事务所具有信息输出的不独立性、信用输出的独立性和责任承担的不独立性。我国《证券法》对审计人设定了基于积极防范义务的过错推定责任，这种责任模式重于以美国为代表的中介机构仅在知情、实质性地参与虚假陈述时承担责任的模式。当发行人和审计人存在实施虚假陈述的共同故意，或一为故意一为重大过失时，应视为主观的共同侵权行为而承担连带责任。若审计人只存在轻微的过失，可以仅就部分损失承担连带责任。审计人过错的认定应与勤勉尽责认定的层次性逻辑具有一致性。《审计赔偿规定》将“应当知道”违法而未指明的行为视为“明知”，是在程序而非实体意义上的审计人主观状态推定。实践中突出的问题是对过失性的审计程序不当行为的轻重缺乏衡量。审计人过错应当避免从虚假陈述的结果简单倒推。多种原因可能导致勤勉尽责的审计人未能在事前发现不实会计信息。应当坚持基于过错轻重区分的责任模式，审计人责任仍需坚持前置程序，并在过失时合理限缩为部分补充责任。

关键词：证券虚假陈述 审计人 注册会计师

自从立信会计师事务所在大智慧和金亚科技虚假陈述案中被判决承担连带责任以来，我国会计师事务所作为证券发行人财务报表审计人的风险逐渐上升，并在债券违约风潮中陆续出现“天价”赔偿。2020年11月，上海金融法院在中安科案的示范性判决中判定瑞华会计师事务所对投资者损失承担完全连带责任。2020年12月，杭州市中级人民法院在五洋建设债券案中判决大信会计师事务所对投资者损失7.4亿元承担完全连带责任。^{〔1〕}2021年1月底，北京市第二中级人

* 缪因知，中央财经大学法学院教授。

本文为中国注册会计师协会资助课题中期成果，未经中国注册会计师协会审定。

〔1〕 对五洋案判决的具体评论见缪因知：《债券违约案频发 中介机构该担何责》，载《经济观察报》2021年1月11日，商业评论23版。

民法院开庭审理合晟资产管理公司等多个持有富贵鸟债券的基金诉毕马威华振案，原告索赔 8800 万元。会计师责任飙升。

对此，笔者认为应当合理认识审计人的实际作用与法律地位，将其对证券虚假陈述的赔偿责任合理回归为部分的补充责任。

一、审计人在证券信息披露中的工作特质与法律地位

企业外部的独立注册会计师属于由法律授权、对企业实施财务监督的主体，在法理上被称为受委任（mandated）执法者。这主要体现为承担法律强制规定的企业审计义务。

我国《注册会计师法》第 14 条规定注册会计师承办审计业务。《证券法》也规定了股票上市时，应当向证券交易所报送依法经会计师事务所审计的公司最近三年的财务会计报告，证券发行人每年公告的年度财务会计报告应当经具有从事证券相关业务资格的会计师事务所审计。证券交易所上市规则还规定了公司拟在下半年实施若干重大财务安排时，半年报告也需要审计。

若上市公司财务会计报告被会计师事务所出具非标准审计意见，〔2〕会引发严重的市场反应和后续监管措施。《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 14 号——非标准审计意见及其涉及事项的处理（2020 年修正）》明确要求公司董事会对此作出专项说明。上市规则还规定：非标准审计意见涉及事项如属于明显违反会计准则及相关信息披露规范规定的，公司有义务及时披露经纠正的财务会计资料、审计报告、专项鉴证报告等材料。〔3〕

一方面，审计人（注册会计师）是证券发行人聘用的披露辅助人，而非原始信息的生产者。审计意见并未独立提供新的信息，而只是依据发行人提供的基础信息来发表意见，对公司披露的基础信息予以核查、验证、确认，具有“信息输出的不独立性”。发行人是否真实、准确、完整地向审计人提供信息，是配合还是阻挠审计工作的开展，将实质影响到审计质量。审计人无法独立做到信息披露的真实、准确、完整。

另一方面，审计人是证券市场的独立的信用源，甚至作为市场中数量较少的、专业的反复博弈者，审计人的信用有时会高于发行人的信用。应被审计但未取得标准审计意见的披露文件的市场价值是相当匮乏的。审计意见的出具会对投资者的交易决策产生实质性的影响。由此，审计人等市场中介服务机构具有“信用输出的独立性”，〔4〕它们也被称为投资者的“看门人”，起到了

〔2〕 非标准意见指注册会计师对财务报表发表的非无保留意见或带有解释性说明的无保留意见。非无保留意见，是指注册会计师对财务报表发表的保留意见、否定意见或无法表示意见。2020 年 8 月中审亚太会计师事务所对 ST 富控即出具了否定意见审计报告，认为公司明显违反会计准则，是近年来首例否定意见的审计报告。带有解释性说明的无保留意见，是指对财务报表发表的带有强调事项段、持续经营重大不确定性段落的无保留意见或者其他信息段落中包含其他信息未更正重大错报说明的无保留意见。

〔3〕 例如，《上海证券交易所股票上市规则》（2019 年修订）6.10 条。

〔4〕 值得注意的是，审计人的独立性比其他中介服务机构如律师事务所更强。律师兼有维护客户利益的一面，独立性低于会计师，律师可以创新性地提出新的法律安排，必须遵循的业务准则少于会计师。在安然等公司丑闻爆发后，律所受到了更小的波及。律师的声誉资本功能也低于会计师。（参见〔美〕乔纳森·梅西：《声誉至死：重构华尔街的金融信用体系》，汤光华译，中国人民大学出版社 2015 年版，第 115-125 页。）

对发行的监督作用〔5〕。

小结之，由于投资者对审计人可以产生的合理信赖，倘若审计意见由于可归责于审计人的原因而存在瑕疵，将直接导致投资者的误判。这是对审计人予以责任追究的法理基础。然而，审计人承担虚假陈述责任的前提是发行人承担虚假陈述责任，只可能发行人有责而审计人无责，不可能发行人无责而审计人有责。审计人责任具有“责任承担的不独立性”。

证券虚假陈述赔偿中审计人责任领域的理论和实务争议主要在于审计人“信息输出的不独立性”“信用输出的独立性”和“责任承担的不独立性”之间的合理匹配。具体的核心问题是：当经审计的披露信息被认定为存在虚假陈述时，如何判定审计人是否尽责。

二、定位：基于积极防范义务的过错推定责任

《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（下称《虚假陈述赔偿规定》）第27条规定：“证券承销商、证券上市推荐人或者专业中介服务机构，知道或者应当知道发行人或者上市公司虚假陈述，而不予纠正或者不出具保留意见的，构成共同侵权，对投资人的损失承担连带责任。”

中介服务机构的虚假陈述赔偿责任均属于过错推定责任。1999年《证券法》通篇未提及“过错”，第161条仅规定：“为证券的发行、上市或者证券交易活动出具审计报告、资产评估报告或者法律意见书等文件的专业机构和人员，必须按照执业规则规定的工作程序出具报告，对其所出具报告内容的真实性、准确性和完整性进行核查和验证，并就其负有责任的部分承担连带责任。”2003年2月起施行的《虚假陈述赔偿规定》第24条规定：“专业中介服务机构及其直接责任人违反证券法第一百六十一条和第二百零二条的规定虚假陈述，给投资人造成损失的，就其负有责任的部分承担赔偿责任。但有证据证明无过错的，应予免责。”2003年7月《最高人民法院关于审理虚假陈述侵权纠纷案件有关问题的复函》第四点将“有证据证明无过错”改为过错推定责任：证券承销商、推荐人、专业中介服务机构“如没有对虚假陈述内容予以纠正或保留意见，又没有证据证明其无过错（包括故意和过失），则其与发行人或者上市公司构成共同侵权，对投资人因此造成的损失承担连带责任。但专业中介服务机构及其直接责任人的民事责任限于其负有责任的部分”。

2006年《证券法》第173条采纳了过错推定的立场。现行2020年《证券法》第163条基本沿用了此条，仅文字略有不同：“证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”

〔5〕 See *Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp.*, 332 F. Supp. 544 (E. D. N. Y. 1971).

所以，我国中介机构的责任基础不在于实质参与虚假陈述行为，也不仅在于对虚假陈述知情不报，还包括“应当知道”虚假陈述而未曾纠正或阻止。中介机构不仅具有“不参与虚假陈述”的消极义务，还具有“积极防范虚假陈述”的积极义务。

中国这种责任模式整体上较为严格，至少从文本字面上看，以美国为代表的证券司法实践最多只要求中介机构在知情、“实质性地参与”虚假陈述时承担赔偿责任。

在美国法下，会计对于非客户的责任始于 1931 年纽约上诉法院的 Ultramare 案，著名的卡多佐法官认为当一个高度接近于合同关系（closely approximated privity of contract）的特殊关系存在时，会计会由于过失而对非客户承担责任。^{〔6〕}但卡多佐的本意是通过划界来限制会计的责任。^{〔7〕}1994 年联邦最高法院在丹佛中央银行案判决中认为协助教唆人的行为不产生对外表达、不会令投资者对之产生信赖，故《证券交易法》下根本不存在对协助教唆责任的默示诉权。^{〔8〕}与之相符合，1994 年马萨诸塞联邦地区法院判决的 Kendall 广场研究公司案认为：会计师事务所对实施虚假陈述的发行人关于整个公司的税收、合并报表的大量建议并非向公众陈述可信赖的信息，不产生民事责任。^{〔9〕}1998 年联邦第二巡回区上诉法院则在 Wright 诉安永会计师事务所案判决中指出：中介机构等第二位的行为人只有做出实质性的虚假陈述或重大遗漏行为，才能产生反证券欺诈规则下的信赖和归责要件，以及《证券交易法》下的赔偿责任。^{〔10〕}

在一起中国概念股案例中，2011 年 4 月东南融通被做空机构揭露，在几个月内迅速垮台。2011 年 5 月德勤（Deloitte）会计师事务所也辞任该公司的审计师。2011 年 5 月一些投资者起诉德勤未尽到应有的职业关注和职业怀疑，未能发现相关异常的“预警信号”，如被隐瞒的一家关联公司在东南融通首次发行前很短的时间成立、公司名称中亦有“融通”等。

纽约南区联邦法院认为被诉公司已经做了相关必要的披露，公司毛利率超出市场水平亦非预警信号。审计师已经有过相关努力，如提出不少疑问、根据市场传闻与客户沟通、建议客户启动独立调查程序。事后看，至多只能说明若德勤执行了更有效的审计程序，就可能会发现欺诈行为。但基于成本效益而没有对客户的收入予以函证等并不明确违反审计准则，只意味着疏忽或懒惰，意味着其被审计对象欺骗，而非对欺诈的放任或有意无视（consciously disregard）。存在审计不到位的风险，不等于注意到了实际欺诈（notice of actual fraud）。只有审计师不真诚或理性地（genuinely or reasonably）相信自己表达的意见，才构成不合理的意见。原告未能证明德勤执行了轻率的审计程序。最后法院驳回了原告的诉讼请求。^{〔11〕}

不过，以联邦第九巡回区上诉法院为代表的少数法院则对追责持宽松态度，认为会计师事务所参与起草、讨论、编辑含有虚假陈述的披露文件并起到重要作用的，就应承担主要的欺诈责任（1994 年 Software Toolworks 案），或认为如果被告会计师事务所足够广泛地或实质性地参与制

〔6〕 See Ultramares v. Touche, 255 N. Y. 170, 174 N. E. 441 (N. Y. 1931)

〔7〕 See John C. Coffee Jr., *Gatekeepers The Role of the Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, 2006, p. 177. 该书中文译本见《看门人机制：市场中介与公司治理》，黄辉等译，北京大学出版社 2011 年版。

〔8〕 See Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U. S. 164 (1994)

〔9〕 See In re Kendall Square research corp. Sec. Litig., 868F. Supp. 26, 28 (D. Mass. 1994).

〔10〕 See Wright v. Ernst&Young, L. L. P., 152 F. 3d 169, 175 (2d Cir. 1998).

〔11〕 参见卓继民：《跨洋大鏖战：美国证券集体诉讼之中国概念股》，中国财政经济出版社 2013 年版，第 69-81 页。

作虚假信息,就会产生 10b-5 规则下的主要责任(1994 年加州中区联邦法院 ZZZ Best 案)。^[12]这实际上给诉讼结果带来了不确定性,因为中介机构很难预判自身对披露文件提供的意见或参与是否属于重要或实质性的行为,在集团诉讼机制的巨额索赔额的震慑下,中介机构会趋向于风险规避,进而屈服和解,即便原告的诉求有时未必那么有道理。

为了分析我国的审计人责任是否适当,我们可以结合其责任构成要件做进一步分析。

三、审计人责任的侵权责任属性

在我国,通说认为审计人与购买证券的市场投资者之间只存在侵权责任关系,不存在合同责任关系,审计人责任为过错推定的侵权责任。除了《最高人民法院关于审理虚假陈述侵权纠纷案件有关问题的复函》第四点规定,《最高人民法院关于审理涉及会计师事务所审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》(法释〔2007〕12号)(下称《审计赔偿规定》)第2条第1款规定:“因合理信赖或者使用会计师事务所出具的不实报告,与被审计单位进行交易或者从事与被审计单位的股票、债券等有关的交易活动而遭受损失的自然人、法人或者其他组织,应认定为注册会计师法规定的利害关系人。”第4条第1款规定:“会计师事务所因在审计业务活动中对外出具不实报告给利害关系人造成损失的,应当承担侵权赔偿责任,但其能够证明自己没有过错的除外。”在大智慧、立信会计师事务所虚假陈述赔偿案中,会计师事务所曾主张投资者并非利害关系人,法院对此作了明确否定。^[13]

证券虚假陈述赔偿中的审计人责任必然与发行人/披露义务人责任同时出现。这种侵权责任关系类型存在如下三种可能性:

(一) 共同实施的共同侵权

“共同侵权以数人导致同一损害之发生为事实基础,以连带责任为效果特征。”^[14]2010年《侵权责任法》第8条/《民法典》第1168条规定:“二人以上共同实施侵权行为,造成他人损害的,应当承担连带责任。”最高人民法院、佟柔、王利明等各家通说认为,此条的规范范围指向共同过错。^[15]“共同实施”指行为人就侵权行为之实施有意思联络,相当于日本民法所谓“主观共同关系”或“主观的关联共同性”的共同侵权行为。^[16]主流司法意见认为,“共同实施”包括共同故意、共同过失以及故意和过失的结合。^[17]不过,本文赞同程啸的意见,认为共同实施的

[12] 参见耿利航:《美国证券虚假陈述的“协助、教唆”民事责任及其借鉴——以美国联邦最高法院的判例为分析对象》,载《法商研究》2011年第5期,第129页。

[13] 参见最高人民法院(2018)最高法民申5696号民事裁定书。

[14] 叶金强:《解释论视野下的共同侵权》,载《交大法学》2014年第1期,第141页。

[15] 参见曹险峰:《数人侵权责任规则的检索顺序及共同过失的认定》,载周江洪、陆青、章程主编:《民法判例百选》,法律出版社2020年,第442页。

[16] 参见梁慧星:《中国侵权责任法解说》,载《北方法学》2011年第1期。

[17] 参见全国人大常委会法制工作委员会民法室编:《〈中华人民共和国侵权责任法〉条文说明、立法理由及相关规定》,北京大学出版社2010年版,第35页。

侵权行为不应包括共同过失，否则将抹杀共同加害行为与共同危险行为的区别。^{〔18〕} 很难认为具有共同过失的行为人之间还存在意思联络。

审计人和发行人可能具有共同故意，也可能分别是违反专业准则的重大过失、故意。

（二）帮助、教唆型共同侵权

《侵权责任法》第9条/《民法典》第1169条规定：“教唆、帮助他人实施侵权行为的，应当与行为人承担连带责任。”无论审计人是在明知状态下应要求帮助发行人，还是主动教唆发行人，二者均应承担连带责任。

（三）分别实施的侵权

具有特殊性的是“帮助者可能存在无意而助他人致害之可能，此时，若帮助者有过失，系应当预见到对侵害行为的帮助效果的”，则可能依《侵权责任法》第11、12条/《民法典》第1171、1172条承担责任。^{〔19〕} 情形较复杂。

《侵权责任法》第11条/《民法典》第1171条被称为加害人不明的客观共同侵权行为的责任：“二人以上分别实施侵权行为造成同一损害，每个人的侵权行为都足以造成全部损害的，行为人承担连带责任。”此时各行为与损害之间确定地存在因果关系，只是各行为的因果关系贡献度不明，有的行为或许与损害无事实上的因果关系，但每一个行为均足以导致全部损害的发生。^{〔20〕}

《侵权责任法》第12条（《民法典》第1172条仅把最后的“赔偿责任”改为“责任”）是关于份额不明的竞合性侵权行为的责任：“二人以上分别实施侵权行为造成同一损害，能够确定责任大小的，各自承担相应的责任；难以确定责任大小的，平均承担赔偿责任。”梁慧星研究员认为，此等情形指“各个原因都不足以造成损害或者不足以造成全部损害，必须各个原因结合才造成全部损害”^{〔21〕}。但叶金强教授认为：能够分别确定责任大小的，也可包括各行为均足以造成全部损害的情形；难以确定责任大小，而判令平均承担责任的，则需以各行为均不足以造成全部损害为前提。^{〔22〕} 此时各行为均不可能造成全部损害，或者各行为的因果关系贡献度明确。^{〔23〕} 曹险峰教授也认为《民法典》第1171条只是第1172条的特别规定。^{〔24〕}

本文认为，发行人和审计人没有“共同实施”虚假陈述的“意思联络”时，存在虚假陈述的披露文件和审计报告可以认为是“分别实施”的。但责任承担的程度应当结合行为人的法律义务和过错程度予以适当评价。由于发行人是信息披露的本源、第一位的义务人、审计人的委

〔18〕 参见程啸：《论〈侵权责任法〉第八条中“共同实施”的涵义》，载《清华法学》2010年第2期。

〔19〕 参见前引〔14〕，叶金强文。

〔20〕 参见前引〔14〕，叶金强文。

〔21〕 梁慧星：《共同危险行为与原因竞合——〈侵权责任法〉第10条、第12条解读》，载《法学论坛》2010年第2期，第6页。

〔22〕 参见前引〔14〕，叶金强文。

〔23〕 参见前引〔14〕，叶金强文。

〔24〕 参见前引〔15〕，曹险峰文，第442页。

托人,也是披露基本信息的提供者,在任何情形下,披露文件本身符合“若无,则不”的事实因果关系判断。特别是当发行人自身声誉较高(如发行人是蓝筹股、指数成分股、中央国有企业、金融机构)、对审计人声誉的依赖度较低时,披露文件足以单独因其中的虚假陈述内容造成误导投资者的全部后果,即诱使投资者买入证券。

相比之下,由于注册会计师行业的高度集中化,审计工作的标准化、技术化、专业化、繁冗化,以及审计本身的法定强制性,审计人之间的区别在缩小,发行人已经很难再通过选择严格型的审计人向市场释放积极信号。审计人的声誉担保机制作用在缩小。^[25]

故而,即便投资者会在很大程度上信赖审计人对披露文件提供的声誉附加,但若投资者对披露文件本身无信赖,其不可能仅仅依据对审计意见的信赖而实施交易。相反,上市公司被出具非标准的审计意见后,虽然往往会产生股价明显下跌,但仍然会有买入。这说明披露文件可以独立地成为投资者交易的依据。审计报告对投资者的作用是独立地“叠加”于公司披露文件,不存在共同过失理论中的“结合点”,^[26]不应认为可能存在《侵权责任法》第10条/《民法典》第1170条^[27]下加害人不明的共同危险行为的事实情形,即公司财务报告对投资者的影响与侵害应当视为必然,其不可能未影响投资者、不造成损害后果。审计人责任中也不存在共同过失的情形,因为此处不存在“过失的共同”,即行为人的过失结合才能造成损害结果的情形。^[28]

在发行人就虚假陈述承担100%的责任之余,审计人由于疏忽等非重大过失而未发现虚假陈述,而无意思联络地、“无意”中借助自己的公信力为披露义务人的虚假陈述做了信用背书的“帮助”,而造成一定的损害后果时,须依据《侵权责任法》第12条/《民法典》第1172条对发行人和审计人的信用重合的部分承担责任。

换言之,由于发行人和审计人法律地位的不同,它们的侵权责任呈现“非对称”的结果。本来,当共同过错和可能因果关系这两个可正当化连带责任的基础均不存在时,法律效果可以表现为按份责任。^[29]但在证券虚假陈述赔偿责任中,即便二者无合谋,发行人也不能只承担按份责任,而审计人可以依据《审计赔偿规定》第6条“根据其过失大小确定其赔偿责任”,在具有无意思联络的过失时对部分损失承担连带责任。

小结之,当发行人和审计人存在共同实施虚假陈述行为的共同故意,或一为故意一为重大过失时,应视为主观的共同侵权行为而承担连带责任。但若审计人只存在较轻的过失,只是其审计报告客观上有利于虚假陈述实施的话,则可以仅承担部分的责任。

[25] 参见前引〔4〕,乔纳森-梅西书,第111-112页。

[26] 关于结合点,见叶金强:《共同侵权的类型要素及法律效果》,载《中国法学》2010年第1期。

[27] 《侵权责任法》第10条/《民法典》第1170条(共同危险行为)规定:“二人以上实施危及他人人身、财产安全的行为,其中一人或者数人的行为造成他人损害,能够确定具体侵权人的,由侵权人承担责任;不能确定具体侵权人的,行为人承担连带责任。”

[28] 对“过失的共同”,详见曹险峰:《数人侵权的体系构成》,载《法学研究》2011年第5期。

[29] 参见前引〔14〕,叶金强文。

四、审计人过错的认定：与勤勉尽责认定的层次性逻辑具有一致性

证券虚假陈述中，审计人的侵权行为可以被简单认为是在“知道或应当知道”披露义务人虚假陈述时仍然做出标准审计意见，但其过错就复杂得多。对投资者应负责任的损失部分也应存在区别。

（一）审计人的过错与未勤勉尽责具有一致性

专业中介服务机构因为服务文件中的虚假陈述而产生的民事责任是一种法定的过错推定责任，服务机构证明自己无过错的，可以免责。在《证券法》第163条（原第173条）和会计法的体系下，服务机构“证明自己没有过错”与证明自己“勤勉尽责”具有逻辑一致性。

从法理上而言，发行人之所以有义务保证披露信息在客观层面的真实、准确、完整，是由于它们是披露信息的直接生产者，是信息源、内部人。而审计人不独立生产原始信息，具有信息输出的不独立性，其只能在主观上做到勤勉尽责，无法保证公司披露信息在客观层面的真实、准确、完整。审计人只是外部人，不能将之与发行人同等看待。

《审计赔偿规定》明确其制定依据包括《公司法》《证券法》，不仅适用于证券虚假赔偿，也可适用于公司注册验资等其他场合。故其并未采用虚假陈述的概念，而是在第2条对会计“不实报告”做了界定：“会计师事务所违反法律法规、中国注册会计师协会依法拟定并经国务院财政部门批准后施行的执业准则和规则以及诚信公允的原则，出具的具有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的审计业务报告，应认定为不实报告。”

• 337 •

这里需要注意的是，《中国注册会计师审计准则第1101号——注册会计师的总体目标和审计工作的基本要求》第20条要求的是，注册会计师应当按照审计准则的规定，对财务报表整体是否不存在由于舞弊或错误导致的重大错报获取合理保证，即强调对重大错报而非一般错报获取合理保证而非绝对保证。因此，“不实报告”并非单纯以报告的结果中含有虚假陈述为判断标准，也并非单纯以报告的结果中含有重大虚假陈述为判断标准，而是要一并结合会计师事务所违反法律规则、职业准则等行为进行判断。

从民事责任的角度看，这是一种过错责任而非无过错责任。《审计赔偿规定》第4条第2款明确规定“会计师事务所证明自己没有过错时，可以向人民法院提交与该案件相关的执业准则、规则以及审计工作底稿等”。

从行政责任的角度看，责任的认定也需要与会计师事务所的行为相结合，2020年9月北京市第一中级人民法院在瑞华会计师事务所诉证监会案判决中指出：“由于审计存在固有限制，注册会计师据以得出结论和形成审计意见的大多数审计证据是说服力而非结论性的。因此，审计只能提供合理保证，不能提供绝对保证”，“如果提供了合理保证，则可认定其勤勉尽责”，“注册会计师的法律责任并不单纯以最终的审计结论来判断，而是要审查其审计行为，即审查其是否遵循了相应的审计准则，以及在审计过程中是否运用了合理的职业判断以及保持了合理的职业怀疑，并据此设计和实施了与之相适应的审计程序来降低审计风险，以此来判断注册会计师在审计过程中

是否勤勉尽责。”^{〔30〕}

（二）审计人过错的层次性判断

审计过错之反向证明或勤勉尽责之正向证明需要层次性展开,《证券法》《虚假陈述赔偿规定》对此均未细化规定。结合《审计赔偿规定》,审计意见出现瑕疵、产生不实报告,即审计人对公司披露信息是否真实、准确、完整做出误判的原因有三类:

第一类是审计人故意配合披露义务人实施了虚假陈述。除了直接故意的合谋外,如果审计人因为懈怠、受到审计对象明示暗示等未采取必要的调查、审核步骤,导致其客观上不知道、未发现虚假陈述,但本来又应当知道,则属于间接故意。此时,审计人并非真诚或合理地相信(genuinely or reasonably believe)其出具的意见是合理的。

第二类是审计人过失导致了虚假陈述未被发现,即审计人主观上希望发现问题,但由于工作中的勤勉不足、疏忽大意而未发现。究竟是能力局限或工作态度轻度不认真导致的疏忽大意,还是故意放纵或工作态度严重不认真导致的放任,需要结合审计人的主观状态、具体涉及的问题、审计人是否遵循了工作准则等来判断。

第三类是审计人已经勤勉尽责,仍然未能发现披露信息中的虚假陈述。

对审计人应有的勤勉或不应有的过错,应当结合其职业规范来具体认定。按照《审计赔偿规定》第5条的规定,会计师事务所应当与被审计单位承担连带赔偿责任的情形有两类6种:

第一类是与被审计单位恶意串通的直接故意行为。

第二类是明知被审计单位对重要事项的财务会计处理与国家有关规定相抵触,而不予指明;明知被审计单位的财务会计处理会直接损害利害关系人的利益,而予以隐瞒或者作不实报告;明知被审计单位的财务会计处理会导致利害关系人产生重大误解,而不予指明;明知被审计单位的会计报表的重要事项有不实的内容,而不予指明;被审计单位示意其作不实报告,而不予拒绝。注册会计师按照执业准则、规则应当知道此等违法行为的,法院应认定其明知。

“按照执业准则、规则应当知道”指向的是一个具体的事实判断,法院需要结合个案证据,认定审计人应当知道本案中特定的重要事项的财务会计处理与国家有关规定相抵触、财务会计处理会直接损害利害关系人的利益或会导致利害关系人产生重大误解、会计报表的重要事项有不实的内容,方可构成“明知”。至于“被审计单位示意其作不实报告,而不予拒绝”,就更明显只能结合个案的信息沟通而“应当知道”这系要求其作不实报告的示意,而不会是基于过失未发现这系要求其作不实报告的示意。

从文义而言,上述“明知”被审计单位违法而不作为的情形,实际上是对审计人施加了揭露财务舞弊的义务。历史上,关于会计师是否需要承担揭露舞弊的职责,并非没有争议。^{〔31〕}但我国实证法已然确认了审计人的此项义务。根据《独立审计具体准则第8号——错误与舞弊》,审计人无义务专门查找和发现被审计单位可能存在的、不具有重大性的舞弊行为,但是对于在审计过程中应当发现的重大舞弊事项仍然有揭露的义务。审计人“明知”而不作为的,若不构成恶意

〔30〕 北京市第一中级人民法院(2019)京01行初809号民事判决书。

〔31〕 参见刘燕:《会计师民事责任研究:公共利益与职业利益的平衡》,北京大学出版社2004年版,第47页。

串通的直接故意行为，也应理解为间接故意，即知道后不反对。这比疏忽大意的过失行为更为严重。疏忽大意的过失行为意味着审计人“不知情”此等违法行为，若“明知”的话，是会予以反对、指明、拒绝的。

《审计赔偿规定》将“应当知道”的行为视为“明知”，对此可以做两种理解。一种是在实体意义上的法律诠释，即把“应当知道，但由于疏忽大意而未能知道”的过失责任提高到了“明知”的故意责任。另一种是在程序意义上的审计人主观状态推定，即认真履行执业准则、规则的审计人不可能不发现相关问题，审计人需要自行举证其不知道违法行为的事实后果系由于过失，而非知道或应当知道。此第二种理解应被采纳。

从文义解释的话，“疏忽等于应当知道，等于明知”并不符合标准通顺的中文表达，第一种解释并不合理。

从功能解释的话，“疏忽等于明知”，意味着审计人既有故意导致的连带赔偿责任，也有过失导致的连带责任。对故意和过失不加区分，有失公正。

从体系解释的话，需要注意到《审计赔偿规定》第6条，该条规定：会计师事务所审计业务活动中因过失出具不实报告，并给利害关系人造成损失的，法院应当根据其过失大小确定其赔偿责任。注册会计师在审计过程中未保持必要的职业谨慎，存在下列情形之一，并导致报告不实的，法院应当认定会计师事务所存在过失：

- (1) 违反注册会计师法第二十条第（二）（三）项的规定；
- (2) 负责审计的注册会计师以低于行业一般成员应具备的专业水准执业；
- (3) 制定的审计计划存在明显疏漏；
- (4) 未依据执业准则、规则执行必要的审计程序；
- (5) 在发现可能存在错误和舞弊的迹象时，未能追加必要的审计程序予以证实或者排除；
- (6) 未能合理地运用执业准则和规则所要求的重要性原则；
- (7) 未根据审计的要求采用必要的调查方法获取充分的审计证据；
- (8) 明知对总体结论有重大影响的特定审计对象缺少判断能力，未能寻求专家意见而直接形成审计结论；
- (9) 错误判断和评价审计证据；
- (10) 其他违反执业准则、规则确定的工作程序的行为。

《审计赔偿规定》第6条列举的情形，措辞已经较为严重，但仍然符合对“过失”的一般理解，即审计人由于疏忽大意、专业水准低、“疏漏”“缺少判断能力”“错误判断”而结论出错。审计人主观上希望避免这些错误出现，而不是“明知”存在这些错误而仍然不作为。审计人出具意见时，仍然是真诚地相信其内容并无不当。

例如，瑞华会计师事务所诉证监会案中，法院认为瑞华未与公司治理层有效沟通，无法了解治理层是否能监督管理层对舞弊风险的识别和应对过程等，“从而无法有效了解被审计单位的内部控制运行状况以及由此引发的错报和舞弊风险”，“未能对函证保持控制，对函证过程中暴露出来的问题没有进一步获取审计证据以消除这些疑虑”，“采用期后盘点票据并倒轧计算票据期末余

额的方式进行审计,未能有效降低审计风险”,这些可以归类为《审计赔偿规定》第6条规定的过失行为。

实践中突出的问题是对过失性的、审计程序不当行为的轻重缺乏衡量。行政处罚书或法院判决书列举的审计程序不当行为,较之监管警示函列举的审计程序不当行为,甚至未引发行政处罚或监管措施的审计程序不当行为,存在的是质的差异,还是量的差异?即是由于具体行为的种类不同而导致了责任差异,还是同类行为在不同具体案例中的具体表现不同、涉及金额不同,从而导致了责任差异?会计概念中的“发现一个可能导致欺诈风险的因素”,和法律概念中的“发现一个实际欺诈”,如何区分?例如,瑞华因为“对函证过程中暴露出来的问题没有进一步获取审计证据”而受到了处罚。但有时候,“未关注银行函证的异常情况”“未说明函证地址异常原因”可能只会引发监管警示函。^[32]

财政部或注册会计师协会可以就此制定更为细致的规则,对不同类型的审计程序不当行为予以责任的格化,避免出现对同类行为后果认定的随意性和轻重失衡。

(三) 审计人过错应当避免从虚假陈述的结果简单倒推

《审计赔偿规定》下违规、过错行为的认定,应当基于行为实施时本身的状态,而不能仅由于最后确实发生了虚假陈述,从结果倒推审计人过错行为的存在。

审计责任不同于会计责任。会计责任指公司的会计人员依法真实、准确、完整地做出财务会计纪录的责任。而审计责任指公司外部的注册会计师依照法律法规、审计准则而对公司的财务会计纪录进行审查的过程。审计不是原始的信息生产过程,而是对已有信息进行评估、做出结论的过程。审计的作用对象是被审计人,但服务对象其实是有利益关系的第三人如拟投资于公司的主体。审计是被审计人委托专业审计人来对自身进行审查,从而增加其可信度的外部增信过程。

时至今日,审计已经成为一种复杂的、高度专业化的业务活动。审计具有“去伪存真”的功能,但不是一个必然能够发现财务不实之处的客观过程,而只能说是一个希望能发现财务不实之处的主观过程。即便是那些事后被认定不应出具无保留意见的审计报告的财务信息,审计人在事前未发现其中的不实会计信息,也未必可归责于审计人的不勤勉尽责。具体原因包括:

1. 审计工作具有自然规律和固有限制,受到审计成本、时间、人力物力、认知能力的制约,会预先假设客户可信而非不可信,^[33]会采取抽样检测方法,而非“全景式”的对所有被审计信息予以审查,无法保证必然发现真实。执法部门事后依据线索去有目的地查案所能发现的虚假陈述,不一定是审计人在事前必然能发现的。

2. 会计本身是一门技艺,而非精确的技术科学。^[34]对财务数据的审计并不像化学物质的鉴

[32] 参见北京证监局〔2020〕161号监管警示函,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/beijing/bjxyzl/bjxzjgcs/202011/t20201102_385418.htm,最后访问时间:2021年2月1日。

[33] 参见前引〔11〕,卓继民书,第81页。

[34] 参见〔美〕普雷维茨等:《美国会计史:会计的文化意义》,杜兴强等译,中国人民大学出版社2006年版,第219-220页。

定一样是一个机械检验、答案唯一的过程，而涉及会计师的大量主观的专业判断，本身在理论上存在可争辩（arguable）之处。被一些监管人士视为不当粉饰报表的盈余管理现象蔚然盛行，但又不绝然违法，本身表明了会计处理弹性带来的广阔地带的存在。^{〔35〕} 2006 年我国实施新会计准则、审计准则后，由于新概念、新方法的引入，业界亦产生了更多困惑。^{〔36〕}

3. 审计结论的做出会依赖第三方主体的结论，例如政府部门、金融机构、公司客户对相应问题的回答或证明，但第三方可能会不配合审计。这可能是由于第三方与被审计人故意配合造假、实施“反审计”措施，向审计人隐瞒真实信息、妨碍审计人发现真实信息，也可能是因为不承担虚假陈述责任的第三方为了节省自己的成本，而怠于为审计人认真审核信息。

例如，实务中的一个突出问题是银行函证不可信。所谓银行函证，是指注册会计师在获取被审计单位的授权后，独立向银行业金融机构（以下简称银行）发出询证函，银行针对所收到的询证函，查询、核对相关信息并直接提供书面回函的过程。银行函证是注册会计师独立审计的核心程序之一，银行函证回函，对于注册会计师在审计中识别被审计单位财务报表中的错误与舞弊至关重要，直接影响审计质量和审计效果。然而，长期以来，银行函证一直是注册会计师审计实务中的一大痛点，存在部分回函信息不可靠、不完整、不及时等问题。可能出现银行个别客户经理与被审计单位串通给注册会计师提供虚假回函信息的风险。^{〔37〕}

4. 被审计的上市公司本身是审计人的委托方和付费方，审计人作为自负盈亏的商事主体，在付费方面天然地具有弱势，至少会有动因在弹性事项上屈从于被审计人，而非坚持不同判断。此外，上市公司的年报审计业务具有连续性，审计人会希望保留长期审计的资格；上市公司会以向注册会计师提供利润高、风险低的咨询业务为激励，进一步试图软化审计人的立场。这也不能以审计人“不能坚持原则”为由予以简单批评，因为审计人立场若过度“坚持原则”，可能会直接在市场上无法立足，同样不能起到“坚持原则”的作用。

《审计赔偿规定》第 7 条的相关规定值得肯定，其规定：“会计师事务所能够证明存在以下情形之一的，不承担民事赔偿责任：（一）已经遵守执业准则、规则确定的工作程序并保持必要的职业谨慎，但仍未能发现被审计的会计资料错误；（二）审计业务所必须依赖的金融机构等单位提供虚假或者不实的证明文件，会计师事务所在保持必要的职业谨慎下仍未能发现其虚假或者不实；（三）已对被审计单位的舞弊迹象提出警告并在审计业务报告中予以指明；……”

2020 年 7 月《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》规定：债券承销机构尽职调查工作虽然存在瑕疵，但即使完整履行了相关程序也难以发现信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，可以视为无过错。这也可以成为审计人免责的借鉴思路。

一些司法判决已经正确地基于审计人能力的有限性，而予以了合理的免责。在芭田公司和大

〔35〕 美国证交会主席曾斥之为数字游戏。（See Arthur Levitt, The “Number Games”, available at <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>, last visited on Feb. 1, 2021.）

〔36〕 参见刘燕：《从财务造假到会计争议》，载《证券法苑》第 7 卷，法律出版社 2012 年，第 140 页。

〔37〕 参见《中注协就财政部银保监会联合发文规范银行函证工作答记者问》，载 http://www.cicpa.org.cn/news/202008/t20200828_52948.html，最后访问时间：2021 年 2 月 1 日。

华会计师事务所案中,深圳市中级人民法院指出:由于审计受其自身的审计技术、审计方法、审计成本等固有审计风险的限制,会计师事务所即使尽到了应有的职业谨慎,有时也有可能很难发现有错误或漏报行为。因此,只要会计师事务所尽到了勤勉谨慎义务、遵守执业准则以及诚信公允原则时,即便没有发现会计报表中的某些错误和漏报,也不应当承担责任的。^[38]

(四)应当坚持基于过错轻重区分责任的模式,明确承认部分责任

《审计赔偿规定》第5条和第6条明确区分了明知导致的连带责任、过失导致的酌定责任两个层次,这是否与2006年、2020年《证券法》规定的连带赔偿责任相冲突。

从法理上而言,任何行为的责任都应当与行为本身相匹配。倘若服务机构仅有微小的过失,就与披露义务人承担完全的连带赔偿责任,显然是不公平的。我国司法实践对同一份披露文件中不同的虚假陈述产生的赔偿责任,并不一定做细化区分,这意味着即便服务机构仅由于微小的过失而须对一处虚假陈述负责,也可能在实质上对同一份披露文件中所有的虚假陈述产生的股价波动及其造成的损失承担连带责任,更显不公。

事实上,1999年《证券法》第161条针对中介服务机构规定的本是部分连带责任。《虚假陈述赔偿规定》第24条、《审计赔偿规定》第6条因此也执行了“部分责任”路线,2006年《证券法》第173条、2020年《证券法》第163条在文义上虽然未强调“部分”,但在实质精神上应当认为并未违背之。若立法变为“要么完全连带责任,要么无责”的“100%或0”的极值二选一,显然是一个错误。在大智慧、立信会计师事务所虚假陈述赔偿案中,立信所主张未执行必要的审计程序属于轻微过失,但法院抽象地强调了审计报告对于投资者的行为具有重大的、甚至决定性的影响,认为《证券法》未区分故意或者过失,故在立信所不能证明其无过错的情况下,就必须承担责任。^[39]这显然属于一种简单化的思维。

五、法律因果关系确认应体现价值衡量

除了对过错进行考察外,我们还应该从法益平衡的角度来思考相关行为的法律因果关系。

科学视野中的因果关系研究旨在探究一项行为事实上对一项结果的原因力。而法学视野中的因果关系研究是责任理论的一部分,旨在探究一项行为需要在多大程度上对一项结果承担责任。这种探究建立在事实因果关系的基础上。若无自然意义上的原因力,当然就不会构成法律责任的因果关系。例如,隐瞒利好信息,不会对投资者的买入行为产生作用力。^[40]但有了自然意义上的原因力后,仍然可能需要“为了一定的法律目的”而阻止将损害视为行为的后果,^[41]即对其原因力造成的结果之分配进行一种价值判断。

[38] 参见深圳市中级人民法院(2016)粤03民初1300号民事判决书。

[39] 参见最高人民法院(2018)最高法民申5696号民事裁定书。

[40] 其他更复杂的情形,参见缪因知:《证券虚假陈述与投资者损失因果关系否认的司法路径》,载《证券法苑》第30卷,法律出版社2021年版。

[41] See H. L. A. Hart, Tony Honore, *Causation in the Law*, Clarendon Press, 1985, p. 110.

法学理论对因果关系有多种学说。其总体发展趋势是考察多元因素。欧洲侵权法组织 2005 年提出的《欧洲侵权法基本原则》（The Principles of European Tort Law）第 3：201 条规定：“若某一行为构成损害（damage）的原因，损害是否及在何种程度上可归责于一个人取决于下列因素：a）理性人于行为时对损害的可预见性，特别考虑到（taking into account in particular）致损行为与其后果在时间或空间上的接近性（closeness），或该行为的通常后果与该损害规模（magnitude）的联系；b）受保护利益的性质和价值；c）责任基础（损害是由于过错行为、异常危险活动或附属者的职能行为导致）；d）生活中通常（ordinary）风险的程度；e）被违反规则的保护目的。”〔42〕

侵权责任的法律因果关系判定，除了只着眼于发生了什么行为、什么损害后果，还需要考察损害后果所代表的法律权益的大小，行为人对法律、对自身违反的义务、对可能造成的损失的认识。法律的目的是为了通过控制人的行为，来防止法益损害结果的发生。这本质上是探讨如何协调一个人的行为自由、其他人的利益和社会利益之间的关系。社会利益因素包括因果关系认定难而导致的诉讼数量多少，这涉及对违法行为的震慑力、司法成本等因素。故而过错责任乃是侵权责任的标准配置。但过错要件本身的构造层次性不足，又缺乏量化、比例化的空间，所以这在实践中转化为了对因果关系强弱、责任范围大小的探究。〔43〕

因果关系在法律责任构成中的制度功能是实现校正正义，而非责任追究中的一个“装饰”。民法学者提炼认为，因果关系要件中的价值判断需要考虑的要素应具有逻辑相关性和价值相关性，但这些要素并无精确的边界，具体而言：原因力越大，责任应越大；行为社会有用性越高，责任应越小（限于过失类案件）；可预见程度越高，责任应越大；被侵害的利益越重大，责任应越大；过错程度越高，责任应越大。〔44〕

这对我们认识审计人责任的因果关系有丰富的启示。简言之，审计报告对投资者信赖虚假陈述具有原因力，但并不是全部的原因力。而投资者损失的产生更是会受到与虚假陈述无关的市场因素方面原因力的影响。〔45〕民法理论主张对财产损害的索赔，需要高度准确地预见损失结果，这主要是为了激励财产侵权的受害人事先投保，以及避免过高的财产损失带来的责任令人无法承受。〔46〕证券投资者虽然不能直接为虚假陈述风险投保，但还是能通过分散投资等方式来实现类似效果。与此同时，审计具有极大的社会有用性，其实施成本过高的话，会增加企业融资成本、减损全社会的福利。保障审计人不被过度追责，未必比令具体投资者获得赔偿不重要。

〔42〕 The European Group on Tort Law, available at <http://www.egtl.org/petl.html>, last visited on Feb. 1, 2021.

〔43〕 参见叶金强：《相当因果关系理论的展开》，载《中国法学》2008 年第 1 期。

〔44〕 参见前引〔43〕，叶金强文。

〔45〕 例如系统风险因素，参见缪因知：《精算抑或斟酌：证券虚假陈述赔偿责任中的系统风险因素适用》，载《东南大学学报》（哲学社会科学版）2020 年第 5 期。

〔46〕 See D. G. Cracknell, *Obligations: The Law of Tort*, Old Bailey Press, 2013, p. 171.

六、审计人赔偿责任需坚持前置程序

根据《虚假陈述赔偿规定》，虚假陈述赔偿诉讼的受理以针对同一行为的生效行政处罚或刑事判决为前置条件。前置程序实际上解决了证券虚假陈述民事案件原告的举证难问题，对民事诉讼是一大助力，而非一大障碍。

我们认为，对审计人（以及其他中介服务机构）的虚假陈述赔偿责任主张，无论是单独提起，还是与披露义务人一起提起，均有必要坚持前置程序。提出这一主张的理由如下：

一来，如果没有前置行政处罚或刑事判决，普通民事案件原告将很难证明相应的虚假陈述的存在及其对自身交易或损失的作用力。在美国的证券虚假陈述赔偿诉讼实践中，即便有证据开示制度的支持，原告仍然难以在不查阅审计底稿时证明审计人的失职。而审计底稿具有商业秘密属性，也不适宜被轻易公开。

二来，实践中尚有大量已被处罚的虚假陈述行为并未引起后续的赔偿诉讼，^{〔47〕}前置程序的制度潜能可谓尚未被充分发挥。

三来，审计人本来就不是虚假陈述的第一位行为人，前置程序要求有助于防止对它们提出的滥诉。

姚雪萍诉深圳市芭田生态工程公司、大华会计师事务所有限公司案是一个典型案例。原告在未能满足前置程序、也无权进入公司调查核对原始数据的情况下，自行采用外部数据和自选的计算方法，具体指控了芭田公司披露的、经审计的年报材料的数据与她自己计算得出的数据存在差异，涉嫌造假。深圳市中级人民法院一审判决以较详细的说理论证了原告的主张为何在实体上不能成立，广东省高级人民法院二审则直接判决原告因不符合前置程序而驳回起诉。但即便取消了前置程序，原告也难以完成其举证。

本案一审判决认为：根据大华公司、芭田公司和姚雪萍的陈述，其分别是以“功能分类法”和“性质分类法”这两种不同的分类方法对相关财务数据进行统计，且大华公司、芭田公司的统计对象是各项明细和原始数据，而姚雪萍的统计对象是两被告统计归类后的审计报告所记载的分类统计结果。姚雪萍在没有完整的财务数据的情况下，仅使用芭田公司用“功能分类法”统计并披露的有限财务数据、甚至采用推导方式得出相关数据，再用不同的分类法进行重构计算，得出的数据必然会产生差异。以此为由主张芭田公司财务资料作假、大华公司因过错而未能揭示或披露，证据不足。

而且，对于姚雪萍的举报，负有监管职责的深圳证监局未作出芭田公司有财务资料作假行为的认定。姚雪萍亦没有提供其他证据证明芭田公司财务资料作假，大华公司违反相应法规和职业准则。因此，姚雪萍应当承担举证不能的不利后果。

〔47〕 See Hui Huang, Private Enforcement of Securities Law in China: A Ten-year Retrospective and Empirical Assessment, 61 *American J. Comparative L.*, 757, 763–766 (2013).

综上，一审法院判决驳回姚雪萍的全部诉讼请求。^{〔48〕}广东省高级人民法院二审中指出：《审计赔偿规定》未对证券虚假陈述案件单独规定特殊的起诉前置条件，不应被认定为是对《虚假陈述赔偿规定》起诉前置条件的取消或否定。故裁定撤销一审判决，并驳回姚雪萍的起诉。^{〔49〕}

此外，不少裁判直接以未能提交行政处罚决定或刑事裁判文书为由驳回起诉，且法院未提及《审计赔偿规定》的适用，包括：江苏省高级人民法院 2017 年裁判的龙静文诉立信会计师事务所、科林环保装备股份有限公司案，^{〔50〕}顾元成诉江苏澳洋科技公司、江苏公证天业会计师事务所案；^{〔51〕}北京市第一中级人民法院 2017 年裁判的龙静文诉瑞华会计师事务所案（未起诉案涉上市公司），^{〔52〕}金松诉北京中科三环高技术股份有限公司、致同会计师事务所案，^{〔53〕}曾令奇诉北京兴华会计师事务所、北京数码视讯科技股份有限公司案^{〔54〕}。

浙江省高级人民法院 2017 年裁定认为：根据 2015 年 5 月 1 日起施行的《最高人民法院关于人民法院登记立案若干问题的规定》，相关起诉有明确的被告，具体的诉讼请求和事实、理由，属于法院受理民事诉讼的范围。^{〔55〕}

杭州市中级人民法院随后受理了无行政前置程序支持的案件，但并未对原告予以实体支持。天健会计师事务所案中，会计师事务所曾为中弘控股公司出具了对年报的标准无保留审计意见。投资者朱乔春起诉具体质疑了中弘控股的相关会计报表，认为存在较大的数据差异嫌疑等，请求确认天健所相关审计报告为不实报告，并判令天健所、中弘控股赔偿投资损失。

被告天健所答辩称：第一，朱乔春未能提交任何证据证明天健所实施了虚假陈述行为。其对年报的分析说明并非具有合法资质的专业中介机构出具，本身既无落款也无签字，不符合书证的形式要件，只构成当事人一方的陈述，不具备对争议事实的证明力。第二，法院对虚假陈述的认定应当以行政或刑事处罚为依据。被告中弘控股经法院传票传唤未到庭应诉。

杭州市中级人民法院认为，朱乔春主张天健所出具的案涉审计报告系“不实报告”，但仅有他自己对中弘控股年度报告的分析说明，系当事人的单方陈述，不足以完成该举证责任，故判决驳回朱乔春的诉讼请求。^{〔56〕}

值得注意的是，该院未就朱乔春提出的具体数据疑点予以任何回应，或许是由于原告的质疑纯以个人意见表达的形式出现，连专家证人都未提供，或许是由于法院仍然变相认为只有行政机构或刑事法庭的意见才具有权威性。

〔48〕 参见深圳市中级人民法院（2016）粤 03 民初 1300 号民事判决书。

〔49〕 参见广东省高级人民法院（2017）粤民终 2238 号民事裁定书。

〔50〕 参见江苏省高级人民法院（2016）苏民终 1364 号民事裁定书。

〔51〕 参见江苏省高级人民法院（2017）苏民终 817 号民事裁定书。

〔52〕 参见北京市第一中级人民法院（2017）京 01 民初 284 号民事裁定书。本案原告龙静文是下述曾令奇案的代理律师。

〔53〕 参见北京市第一中级人民法院（2017）京 01 民初 285 号民事裁定书。

〔54〕 参见北京市第一中级人民法院（2017）京 01 民初 286 号民事裁定书。

〔55〕 参见“金松诉浙江水晶光电科技股份有限公司、天健会计师事务所案”，浙江省高级人民法院（2017）浙民终 72 号民事裁定书；“金松诉重庆港九股份有限公司、天健会计师事务所案”，浙江省高级人民法院（2017）浙民终 73 号民事裁定书。

〔56〕 参见杭州市中级人民法院（2017）浙 01 民初 367 号民事判决书。

七、审计人责任应合理限缩为部分补充责任

(一) 过重的责任无助于审计人强化监督,也不利于审计人社会功能的发挥

审计人虽然被赋予了信息验证者、市场看门人等具有重大社会价值的功能,但归根结底,审计是一个受民事委托产生的业务,无论是基于法学原理,还是基于商业事实,审计人对委托人的忠诚,以及与委托人维持良好关系的本能是根深蒂固的。注册会计师只是一个普通的行业,面对上市公司等被审计对象也处于弱势地位。仅仅由于其可能的社会功能就试图增强其社会义务,是不切实际的,也转嫁了监管者、被审计人甚至股东、债权人应有的责任。

即便是在市场经济更为发达、会计行业历史更为悠久且实力更为强大的美国,会计行业也在长达一个世纪的演变中,努力获取和维护行业自治性,限制自身的看门人责任,如缩减审计义务的范围,从而避免投资者对审计人产生不切实际的预期。^[57]

我国市场结构中,会计行业的自治程度较低,自我发声能力很弱,司法机构立场又容易受行政机构影响,故更要防范对审计人事前期待过高、事后“过度宰割”。已有研究表明:过于严厉的处罚对改进审计质量不利,反而造成了审计人的过度退出。^[58]过高的民事责任也是如此。

(二) 过重的责任与审计人和投资者损失之间的弱因果关系不匹配

传统上,审计人等专业服务机构的民事责任承担对象并不包括委托人及其关联人以外的主体。将“利害关系人”扩张到证券市场投资者,本身是责任范围扩张的法制演进结果,故而责任也不宜太重。

耿利航教授曾指出:虚假陈述作为一种言论行为,并不直接破坏被欺诈人的财产,而是造成了一种普通法中所谓的纯粹经济损失。在欺诈市场理论推定交易因果关系的制度背景下,这令虚假陈述人很容易担上对大量投资者的巨额责任。此时如果再令作为协助者的中介机构承担责任,会令普通侵权法未考虑的过错与责任失衡的问题凸显。所以,即便要追究协助者责任,也应该限于行为严重者。但如前所述,协助者的具体行为的责任尚未被有效类型化、规则化,在集团诉讼机制的巨额索赔的阴影下,中介机构也不会愿意冒险接受司法机构的个案责任测试。它们在事后会选择和解,在事前则可能会规避对中小型发行人的服务,导致中小型发行人的披露文件质量出现恶性循环,损害市场整体利益。^[59]

我国证券虚假陈述赔偿制度同样借助欺诈市场理论推定了因果关系,而且,我国证券虚假陈述赔偿的原告无需像美国的原告那样证明虚假陈述和自身损失之间的因果关系,《虚假陈述赔偿规定》下符合前置条件的赔偿责任施加总体上属于“套用时间公式”的简单模式、直接通过司法解释推定。2020年7月我国又启动了证券代表人集团诉讼机制。美国证券市场实践中可能的过度

[57] 参见前引[7], John C. Coffee Jr. 书,第5章。

[58] 参见王兵、李晶、苏文兵、唐逸凡:《行政处罚能改进审计质量吗?——基于中国证监会处罚的证据》,载《会计研究》2011年第12期。

[59] 参见耿利航:《美国证券虚假陈述的“协助、教唆”民事责任及其借鉴——以美国联邦最高法院的判例为分析对象》,载《法商研究》2011年第5期。

震慑、过度赔偿的风险，在我国可能也会有。

不少案件中，披露义务人的涉案披露行为发生在投资者买入很久以前，其披露内容对投资者决策也很难说有影响力。例如，大智慧和立信会计事务所虚假陈述赔偿案中，案涉信息发布后，股票价格半年内都处于下跌通道，原告基本上是在案涉信息发布一年后、公司另行发布资产重组信息后买入。故而，在此基础上追究审计人的连带责任，更显苛刻。相对次要的中介机构和投资者损失之间的弱因果关系应该配以限制性责任。

责任主体扩张导致过度震慑的制度缺陷早已使有识之士警惕，如郭雳教授指出：“被告范围不宜过分扩张、链条并非越长越好，否则不仅在技术上容易引起因果关系认定上的瑕疵，更有可能助长虚幻的安全感，诱发轻率的投资交易。”^{〔60〕}耿利航教授也指出：“证券欺诈民事赔偿集团诉讼规则允许聚合的索赔请求越大或判决扩张力延伸得越远，集团诉讼成本越低，执法不精确和区分程度差的问题就越容易被放大。为责任公平和防止诉讼成为合法‘敲诈’的工具，对原告告诉因应严格控制，被告承担责任标准应该更高、区分更明晰，责任范围限制应更严格。”^{〔61〕}

此外，证券法和破产法发展不同步的现象也需要关注。对并非主要责任人的中介机构施加连带责任的一项正当性基础在于把投资者的索赔成本转化为中介机构的追偿成本，终极责任人仍然是发行人。但我们在调研中了解到，由于某些地方的破产管理制度不完善，出现了发行人破产后大量应收账款未被收取、实际控制人脱债、中介机构最终承压的不合理局面。^{〔62〕}

对此，我们可以有如下思路：

一是坚持部分责任制。我国1999年《证券法》第161条对中介服务机构规定的是部分连带责任，《虚假陈述赔偿规定》第24条、《审计赔偿规定》第6条也执行了“部分责任”路线，即专业中介服务机构及其直接责任人在虚假陈述案件中给投资人造成损失的，仅就其“负有责任的部分承担赔偿责任，有证据证明无过错的，应予免责”，在过失的情况下，“根据其过失大小确定其赔偿责任”，即施行部分责任。

2006年、2020年《证券法》在文义上虽然未强调“部分”，但在实质精神上应当认为并未违背之。部分责任也与美国《私人证券诉讼改革法》中比例责任的经验相通。

二是实施补充责任制，即基于中介机构的有用性和中介行为的特殊性，将连带责任模式进一步缓化，虚假陈述赔偿责任应由发行人或者上市公司先承担赔偿责任，不足部分再由证券服务机构就其负有责任的部分承担与其过错程度相适应的补充赔偿责任。而会计师事务所仅在其不实审计金额范围内对一个或者多个利害关系人承担赔偿责任。^{〔63〕}司法实务中已经有中介机构承担部分补充责任的有益判决。例如，深圳市中级人民法院2019年在银信资产评估公司案中，即判决

〔60〕 郭雳：《证券欺诈法律责任的边界》，载《中外法学》2010年第4期，第639页。

〔61〕 前引〔59〕，耿利航文，第133页。

〔62〕 参见笔者2021年1月10日对中型证券公司D的法务高级管理人员的访谈记录。

〔63〕 《审计赔偿规定》第10条规定：“对被审计单位、出资人的财产依法强制执行后仍不足以赔偿损失的，由会计师事务所在其不实审计金额范围内承担相应的赔偿责任。会计师事务所对一个或者多个利害关系人承担的赔偿责任应以不实审计金额为准。”最高人民法院法函〔1998〕13号《关于会计师事务所为企业出具虚假验资证明应如何承担责任问题的复函》（现行有效）设定的也是补充责任，其规定：“在民事责任的承担上，应当先由债务人负责清偿，不足部分，再由会计师事务所在其证明资金的范围内承担赔偿责任。”

评估公司仅对虚假陈述人江苏保千里视像科技集团所负原告债务的30%部分承担补充赔偿责任。^{〔64〕}

三是扩大无过错的认定范围,证券服务机构工作存在轻微的程序性瑕疵,但即使完整履行了相关程序也难以发现虚假陈述的,法院应当认定其没有过错;证券服务机构的工作仅造成微小的数据错误、不至于对投资者决策或证券市场价格造成实质影响的,亦应认定为轻微瑕疵和无过错。

Abstract: When an accountant firm work as an auditor of securities disclosure documents, it has a non-independent information providing, an independent credit providing and a non-independent liability. Chinese laws set a fault-presumed liability model for auditors who should actively prevent a misrepresentation. Such model is stricter than the US style in which the intermediaries are liable only when they knowingly substantially participate in the misrepresentation. When the issuer and the auditor both have intentions to misrepresent, or when latter is reckless, they shall be deemed as subjective co-tort and bear joint liabilities. If the auditor is slightly negligent, its joint liability could be limited to partial losses. The different layers of fault of auditors should be judged in accordance with the degree of diligence exerted by the auditor. Audition Compensation Provisions classifies failure to identify a violation that “should be known”, which is a procedural rather than a substantive presumption of mental status of the auditor. There should be a more accurate weigh of negligent inappropriate auditor acts. Faults cannot be derived merely from the result of misrepresentation. Various reasons may lead to the failure of detecting accounting mis-statements. The compensation liability should be equipped with a prerequisite procedures and be a model based on the variation of faults. A partial complementary liability model should be set for the negligent cases.

Key Words: securities misrepresentation, auditor, certified accountant

(责任编辑:朱晓峰 赵建蕊)

〔64〕 参见深圳市中级人民法院(2018)粤03民初3866、3867、3869号民事判决书。

新《证券法》下境外发行人参照适用 上市公司规则的原理及径路 ——兼论保障“股东权益相当”的难易

宋 澜*

内容提要：境外发行人的法律管辖与适用冲突是我国深化金融改革开放过程中必须回答的问题。《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》第2条概要性地要求境外基础证券发行人“依法履行发行人、上市公司的义务，承担相应的法律责任”。然而，法律责任是一个超越部门法划分、超越公司法、证券法以及所有关于“投资者保护的强制性规定”的庞大体系。世界银行在考察一国“保护中小投资者”的营商环境时，也是分“股东治理指数”与“纠纷调解指数”两个二级指标进行评估。由此，依据起源于货币金融学的全球要素“一价定律”理论，境外发行人除适用境外注册地公司法等法律法规外，在一线监管标准、投资者权益保护、社会责任承担等方面都应当原则性地参照东道国针对上市公司的既有规则。相较于实体法上具体规则的统一性，实现境内外投资者对等保护的难点在于我国商事立法事后救济的现状。对此，要增强制度自信，更要克服“司法失灵”，从源头预防股东权益受损。

关键词：外国公司 一价定律 禁令 境外发行

• 349 •

一、问题的归结与重释

境外企业境内股票发行与上市制度（包括东道国的投资者保护）是推动“国际板”建设时已然讨论的问题。^{〔1〕}各方对“适度监管”的理念似乎已达成共识：既要重视境外发行人融资成本的

* 宋澜，上海证券交易所博士后。

本文为上海市哲学社会科学规划青年课题“国际金融市场中‘上海价格’能级提升研究”（2019EJB008）的阶段性成果。

〔1〕 相关研究包括冯果、袁康：《国际板背景下证券法制的困境与变革》，载《法学杂志》2013年第4期；邱润根：《论我国证券市场国际板法律制度之构建》，载《东方法学》2012年第3期；蒋辉宇：《境外企业境内股票发行与上市监管法律制度研究》，华东政法大学2010年博士学位论文等。

控制、助力东道国证券市场的竞争优势，又要合理保护东道国的投资者权益。^{〔2〕}近年来，我国资本市场“双向开放”的步伐坚定。证监会先后出台了《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》（以下简称《若干意见》）《创新企业境内发行股票或存托凭证上市后持续监管实施办法（试行）》等规范性文件，2019年岁末修订后《证券法》更是新增存托凭证为法定证券类型。实践出真知。沪深股通、中日ETF先后问世，上海证券交易所科创板迎来了红筹企业的申报与公开发行注册，曾经的理念亟待落地。这其中，对境外发行人（无论发行股票还是存托凭证，无论是首次发行还是二次发行）境内发行证券的事前事中事后监管及更广义的中国法律适用成为矛盾尤为突出的方面。

现有文献就某些具体问题做了非常有意义的探讨，或对存托凭证持有人及各方法律关系、各方的应有作用进行了梳理；^{〔3〕}或建议信息披露的主体不应仅局限于境外发行人，而应将存托人与托管人纳入其中，^{〔4〕}并从发行人虚假陈述民事责任的境外司法变迁角度提出增加存托凭证投资者的保护类型，^{〔5〕}等等。然而，既有研究似乎并没有回答境外发行人，作为一个《公司法》第191条规定的“依照外国法律在中国境外设立的”外国公司，尤其是主要生产经营活动都在中国的红筹企业，其除了适用公司、证券法律法规外，究竟还有多少中国法律上的约束。境外发行人在中国的招聘行为需要遵守劳动法吗？红筹企业需要交纳城市建设维护税、履行环境保护等社会责任吗？科创企业以及跨境活动因违反知识产权法、网络安全法、国家安全保护法等其他的法律法规会遭到处罚或起诉吗？

《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》第2条规定：“……存托凭证的发行和交易，适用《证券法》《若干意见》、本办法以及中国证监会的其他规定。存托凭证的境外基础证券发行人应当参与存托凭证发行，依法履行发行人、上市公司的义务，承担相应的法律责任”。《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》还要求境外基础证券发行人的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和存托凭证的其他投资者在中国境内应当“遵守法律、行政法规、中国证监会规定以及证券交易所业务规则的规定”（第12条），“遵守法律、行政法规以及中国证监会规定对投资者保护的强制性规定”（第35条）。《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》第七部分也规定“试点红筹企业原则上依照现行上市公司信息披露制度履行信息披露义务”。基于此，可以认为我国已明确境外基础证券发行人参照适用现有法律体系及诉讼制度中针对境内上市公司的规则与程序。但上述原则性的规定毕竟宽泛，新《证券法》对境外发行人与上市公司间也做了不同的制度设计。因此，阐释境外发行人比照上市公司管理的经济机理、梳理上述问题的“一般原则”与“负面清单”、研判我国股东诉讼纠纷解决中极可能遭遇的程序法“僵尸规则”，是本文行书立意的初衷，从而真正保障消除跨境歧视、实现“存托凭证持有人实际享有的权益与境外基础证券持有人的权益相当”[《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》第3条，下称“权

〔2〕 参见蒋辉宇：《跨国证券融资法律监管目标的合理选择》，载《法学》2013年第2期。

〔3〕 参见谢贵春、吴瑕：《存托凭证持有人保护机制比较研究》，载《证券市场导报》2018年7月号。

〔4〕 参见蒋辉宇：《论我国融资参与型存托凭证信息披露模式的合理选择与制度完善——兼评〈存托凭证发行与交易管理办法（试行）〉中的信息披露规则》，载《政治与法律》2019年第1期。

〔5〕 参见吴维铤：《论中国存托凭证投资者保护机制的完善——从虚假陈述民事责任角度切入》，载《南方金融》2019年第11期。

益相当”原则]。

二、一价定律：价格与规则的浑然天成

“一价定律”（the Law of One Price）由20世纪美国经济学泰斗米尔顿·弗里德曼于1953年在其《实证经济学论文集》^{〔6〕}中首先提出。论文集第三篇“货币理论与政策”收录了《为灵活汇率辩护》一文，表述了一价定律的基础原理，即当贸易开放且交易费用为零时，同样的货物无论在何地销售，用同一货币来表示的货物价格都相同。一价定律揭示了国内商品价格与汇率之间的基本联系，^{〔7〕}也可以很好地解释跨境证券发行的诸多原理，包括为什么发行人需要跨境同步披露重大信息、为什么需要对不同国家的投资者给予对等保护。法律规则要在多大程度上将境外发行人视为上市公司，需要博采不同学科的研究成果、立足我国的市场实践、契合我国的改革需要。

（一）理论共识：同一/同类物品的生产者应适用类似法律规则、降低交易成本

根据“一价定律”，跨境证券持有人是同一物品的购买者，同一国家或地区的证券投资者又是同类物品的购买者。针对同一发行人的跨境证券发行及交易行为，不同国家或地区的证券投资者实际上购买的是同一货物（紧紧依附于该发行人经营、资产与未来状况的财产权益）。同时，由于品质差异（如是否设立监事会和监事）、^{〔8〕}市场环境（如是否有高效成熟的诉讼机制）的不同，即便是高度标准化、可分割、可转让的证券产品，在同一时间不同国家和地区的定价也存在差异，即价格离散现象。^{〔9〕}当然，市场效率的高低并不影响“一价定律”的基本适用。境外企业无论在东道国发行股票还是存托凭证，无论是首发股票还是二次发行证券，其向不同国家或地区销售的都是同一商品或同质商品，其经营管理行为、财务业绩等重要事项都对东道国境内的证券价格产生关联性影响。^{〔10〕}

更重要的是，倘若不同国家和地区的规则制度存在显著差异（从上市准入到投资者保护），那么会反过来促使跨国证券对一价定律的偏离，形成监管竞技，造成“挤出效应”；倘若同一国家对同类产品的不同生产者（如红筹企业与上市公司）适用的法律规则存在显著差异，那么也会违反竞争中立，造成实质不公。

〔6〕〔美〕米尔顿·弗里德曼：《实证经济学论文集》，柏克译，商务印书馆2014年版。

〔7〕See Milton Friedman, Price Theory: A Provisional Text Real and Pseudo Gold Standards, 4 *Journal of Law & Economics*, 285 (1961). 一价定律也被广泛运用于解释为何黄金、石油等大宗商品存在国际价差，从而派生出诸多消除套利机会与抑制资本投机的应用型理论。

〔8〕根据华润微电子的上市公告，由于《开曼群岛公司法》没有就监事会的设立作出规定，因此公司未设立监事会和监事。但是，2019年4月24日发行人根据《开曼群岛公司法》等适用法律、法规及规范性文件的规定和要求修订了《公司章程》，并制定了《股东大会议事规则》《董事会议事规则》《独立董事工作细则》《董事会审计合规委员会实施细则》《关联交易决策制度》《内部审计制度》等相关治理制度，明确了股东大会、董事会、独立董事等机构的权责范围和工作程序，保证了上述机构和人员能够按照开曼群岛法律和公司章程的相关规定，独立有效地进行运作并切实履行各自的职责。

〔9〕参见朱丹：《Internet 市场效率悖论：一个新的解释框架》，载《世界经济》2002年第2期；陆瑶、施新政等：《沪港通实施、资本流动与A-H股溢价》，载《经济学报》2018年第1期。

〔10〕See Brendan M. Daniels, The Phantasmal Presence: American Depository Receipts and Personal Jurisdiction, 9 *Federal Courts Law Review*, 6 (2016).

（二）既有检验：华泰证券 GDR 价格变动与基础股票价格存在双向引导关系

华泰证券 GDR 于 2019 年 6 月 17 日在伦交所发行上市。华泰证券 GDR 上市初期与其 A 股价格同时大幅上涨，随后在整个兑回限制期内，^[11] 其 A 股价格整体趋于下降，GDR 价格则小幅波动，A 股价格向 GDR 价格逐步接近。这表明华泰证券 GDR 的定价机制较为稳定高效。

研究指出，GDR 和基础股票的流动性分布（GDR 和基础股票两者交易量占比）、GDR 价格相对其基础股票价格（折溢价率）和稳定性都可能影响两者价格对比。^[12] 一般情况下，因为基础股票上市地作为第一上市地，拥有信息获取等方面的“主场优势”，从而能够发挥价格发现的主导作用。当然，如果绝大部分流动性集中于 DR 市场，且基础股票的流动性非常不稳定，那么 DR 市场将拥有价格发现主导权。其价格变动将决定基础股票的价格变动。当然，上述情形皆符合“一价定律”，这也进一步说明，为了降低交易成本、减少贸易摩擦，同一/同类物品的生产者应适用类似的法律规则。

（三）实践指导：跨境信息同步披露，跨境投资者对等保护

一价定律解释更促进了跨境证券活动的基本监管原则。同步信息披露、对等权益保护都是保证同一商品拥有类似品质以及均衡价格的基本要求。世界是平的。以信息披露为例，包括中国在内的多数法域都要求境外发行人向东道国投资人同步披露包括境外信息在内的、所有对投资人价值判断和投资决策有重大影响的信息。2014 年美国路易斯安那州养老金信托、警察与消防员退休系统等诉巴克莱集团、巴克莱银行、巴克莱原管理层案^[13]很好地示例了发行人的境外行为对东道国证券价格的影响。

2008 年 8 月，英国公司巴克莱银行以 1 份存托凭证对 4 份巴克莱普通股的比例在纽约证券交易所上市。2012 年，巴克莱因操纵 Libor 报价利率而遭遇大西洋两岸的联合监管制裁。2012 年 6 月 27 号，巴克莱与美国监管机构 CFTC 和解协议公布。次日，巴克莱在美国的受托股份（Barclays's American Depositary Shares, ADS）^[14] 价格下降了 12%。投资者向上述实体及巴克莱集团原主席 Robert Diamond 提起了以一般性证券欺诈为诉由的民事赔偿之诉并得到上述法院的支持。

原告控称：

1. 巴克莱在大约 2007 年 8 月到 2009 年 1 月间，通过提交错误信息在 Libor 计算过程中，故意虚假陈述（低报）了其贷款利率，违反了美国《1934 年证券交易法》第 10 条 b 款及证券交易委员会规则（SEC Rule 10b-5）。

2. 巴克莱集团原主席 Robert Diamond 被指控就 Libor 的相关问题做了虚假陈述，包括 2008 年

[11] 《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定（试行）》第 12 条第 1 款规定：“存托凭证上市交易后，符合条件的境内证券公司进行跨境转换的，可以按规定向存托人申请将境外基础股票转换为存托凭证或者申请将存托凭证转换为相应的境外基础股票。”

[12] 参见邓斌、李丹：《GDR 和基础股票价格对比与引导关系研究——以华泰证券和伦交所代表性 GDR 为例》，上海证券交易所资本市场研究所官微，载 https://mp.weixin.qq.com/s/_A5vPE1xSCfVzGAP4CzC-w，最后访问时间：2020 年 3 月 4 日。

[13] Carpenters Pension Trust Fund of ST. LOUIS vs Barclays PLC, Barclays Bank PLC., Barclays Capital Inc., Robert Diamond, et al, 750 F. 3d 227.

[14] 存托股份 DS 为存托凭证 DR 所对应的基础股份。

在一次与市场分析师的电话会议上, Diamond 表示:“巴克莱绝不可能提高任一种货币的支付利率。”

3. 巴克莱在向 SEC 提供的关于公司“内部控制”的披露文件中也做了不真实的表述。投资者因而依据《1934 年证券交易法》第 20 条 a 款向法院提起了针对个人被告的控制人责任之诉。

根据 1995 年《民事诉讼法改革法》§ 101 (b), 原告必须证明被告公司未建立计算借贷利率的内控程序, 且特别指出公司关于上述内控程序的说明是虚假或具有误导性质的。关于个人责任, 根据 Securities Regulation 349Bk60. 40, 要指控公司管理层, 投资者必须证明: (1) 交易员实施了市场欺诈行为; (2) 公司管理层指使交易员实施了被指控行为; (3) 从某些积极的方面来证明管理层参与了欺诈。初审中, 美国纽约州南区联邦法院以原告未能证实损失与巴克莱 Libor 操纵之间的联系为由驳回了投资人的诉讼。

上诉法院美国第二巡回法院部分修正、部分肯定了地方法院的判决结果, 认为: (1) 一审法院认为原告损失与巴克莱的行政处罚缺乏联系, 这是错误的。根据正确披露原则, 巴克莱 2012 年 6 月 28 日的股价下跌确实与其在 2007—2009 年间对 Libor 的不真实报价及其原主席 Diamond 在公开场合的不真实表述有关联。(2) 但是, 原告确实未能举证证明在巴克莱向 SEC 提供的有关内部控制的文件中存在虚假陈述。

故而, 原告的三项诉由, 有两项得到法院支持、一项被驳回。不管怎样, 这是美国 ADS 持有人对境外发行人及其管理层在境外的不法行为, 依托美国国内法 (包括 10b-5 规则) 主张赔偿的一次胜利, 进一步论证了境外基础证券发行人的持续经营及违法违规行为对境内存托凭证持有人的投资收益会有极大影响。对于正确认识“在涉及 ADR 持有人和发行人的诉讼纠纷中, 案件多以持有人败诉告终”的总结也有积极意义。

• 353 •

三、境外发行人依上市公司监管的实体进路: 建立原则、探索例外

美国判例法表明, 当外国公司有意进入美国市场并寻找美国投资者时, 该交易应公平地被称为“国内交易”,^[15] 并由此发展为境外发行人接受东道国法律及法院管辖的“目的性利用”(purposeful availment) 理论, 这与我国目前开展的融资参与型存托凭证的市场实践非常契合。红筹企业虽然名义上是境外企业, 但其主要资产和业务均在我国境内, 类似于由境内企业直接发行相关证券, 因而可穿透认定其是实质上的境内企业。有观点认为, 对于在开曼群岛等离岸管辖区注册的公司, 应当借鉴境外市场处理“假外资公司”(pseudo-foreign corporations) 的实践做法,^[16] 类比“根据公司最密切联系地的法律来检视外国公司的投资主体资格”^[17], 综合

[15] See *Stackhouse v. Toyota Motor Co.*, No. 10-0922, 2010 WL 3377409.

[16] See Elvin R. Latty, *Pseudo-Foreign Corporations*, 65 (2) *The Yale Law Journal*, 137-173 (1955).

[17] 王克玉:《“负面清单”模式下司法对外国公司的审视与评判——基于“自贸区”外国投资主体的维度》, 载《暨南学报》(哲学社会科学版) 2014 年第 5 期, 第 14 页。2019 年 12 月 12 日国务院第 74 次常务会议通过《外商投资法实施条例》。其征求意见稿第 35 条曾规定“中国的自然人、法人或者其他组织在中国境外设立的全资企业在中国境内投资的, 经国务院有关主管部门审核并报国务院批准, 可以不受外商投资准入负面清单规定的有关准入特别管理措施的限制”, 即通过穿透认定的方式使内资控制的外商投资企业豁免遵守外商投资负面清单的规定, 这可以视为这一原则的具体体现。

其注册地公司法律、公司的章程规定，综合评估其投资者保护水平，而不简单以其属于外国公司而豁免遵守境内法律的相关规定。这不仅是对东道国投资者的保护，更是对一国公共利益的整体维护。

（一）明确境外发行人参照上市公司监管的一般原则：主体资格认可

“证券”“股票”与“上市公司”应当是相互联系又泾渭分明的概念，存托凭证是法定的证券类型，而股票的发行人既可以是上市公司又可以是境外发行人。但是新《证券法》在这方面的规定略显杂糅。^{〔18〕}第四章“上市公司的收购”对应的标的是“股票”，对应的主体又是“上市公司”，那么“境外发行人”到底能否适用略显疑惑。其实2015年全国人大常委会第一次审议的《证券法》修订草案（简称“一读稿”）曾经单列“跨境证券发行与交易”一章，规定了境内企业赴境外上市及境外发行人于境内发行证券的相关事宜。该章于2017年第二次审议时被删除。

本文认为，处理上述问题的办法，并不是将法律法规或其他层级的规定就“境外发行人”是否适用一一展开讨论，而可以在更高层级的规范性文件中认可境外发行人的法律主体资格，从而建立适用中国法律的原则性规定。如我国台湾地区1966年修订“公司法”，引入了“外国公司”的制度概念，规定在岛内营业的外国公司应当经台湾地区认许；外国公司经认许后，其“法律”上权利义务及主管机关之管辖，除“法律”另有规定外，与台湾地区公司相同（第4条、第375条）。相较之下，《公司法》目前的规范重点主要是外国公司在中国境内设立分支机构事宜；新《证券法》也未就外国公司在境内发行证券和上市作出具体安排。但《公司法》本身对股份有限公司的设立和股份发行行为都已有规定，值《公司法》修订之际，丰富“外国公司”的内涵与外延，是节约立法成本、解决实际问题的明智选择。

（二）列举境外发行人参照上市公司监管的豁免例外：他山之石与玉

红筹上市、存托凭证本身都是境外资本市场的舶来品。不明则学，不能则问。通过梳理主流证券市场对外国发行人及股东相当权益保护的特别规定，可以看出，东道国法律对外国发行人的豁免适用主要存在于公司治理领域，但需要履行告知与披露义务。具体内容请见表1。

值得注意的是，伦敦证券交易所主板市场拥有全球认可的监管和公司治理标准，是欧洲流动性和市场深度最好的市场之一，其上市新规中对境外发行人竟无特别规定。同时，我国台湾地区采用“正面清单”的方式对外国发行人须遵守的股东权益保护事项予以强制规定。鉴于我国台湾地区经济发展尤其是其金融体量的现实考虑，上述规定的合理性与效果如何还有待斟酌。比较研究是具有实践指导意义的研究方法，但不可人云亦云。

〔18〕 又如新《证券法》第24条新增第2款规定，只有“股票”的发行人在招股说明书等证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，证监会才会责令该“股票”的发行人回购证券，这或者责令负有责任的控股股东、实际控制人买回证券，这体现了新《证券法》对欺诈发行回购制度的设计思路与适用边界。第44条对短线交易的禁止，适用范围是“上市公司、股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司持有百分之五以上股份的股东、董事、监事、高级管理人员”，而对其他证券品种则没有规定。第105条规定的“证券交易所不得允许非会员直接参与股票的集中交易”，较其他证券的集中交易采取了更为严格的规定。

表1 美国、英国、我国台湾地区、我国香港特别行政区对境外发行人及股东相当权益保护的特别规定

国家/地区	对境外发行人/股东相当权益是否有特别规定	规定出处	规定要点或说明
美国	有发行人规定无相当权益条款	<ul style="list-style-type: none"> Nasdaq《上市规则》5615、5640等 NYSE《上市公司手册》Section 303A SEC及交易所对投资者保护水平是否对等不做价值判断 	<ul style="list-style-type: none"> Nasdaq Listing Rule 5615 (a) (3) 允许外国私人发行人遵循母国的公司治理法律，从而替代纳斯达克 5600 包括设立审计委员会在内的系列规则的适用。但上述外国私人发行人需要出示母国律师就发行人符合母国法律规定的证明，并将差异事项告知纳斯达克，同时完成对公众投资者的披露。 Nasdaq Listing Rule 5640 表明只要外国公司的表决权结构符合其母国法律，纳斯达克便允许其上市。 NYSE Manual Section 303A 规定对于国内公司的公司治理要求对外国私人发行人不适用。
英国	无	—	2009 年伦交所《上市规则》修订后，取消了对境外发行人的特别规定。无论境内或境外发行人可在现行 Standard Listings（欧盟最低标准）和 Premium Listing（英国标准，即曾经的 Primary Listing）中选择适用一个标准上市。
我国台湾地区	皆有	<ul style="list-style-type: none"> “证券交易法”第 165 条 “外国发行人募集与发行有价证券处理准则”第 17、28 条 	<ul style="list-style-type: none"> 列举了台湾地区“外国公司”应遵守的股东权益保护的强制性规定。 在台湾地区第一上市的“外国发行人”，应当在公开说明书（即招股说明书）中披露与台湾地区股东权益保障规定重大差异说明。
我国香港特别行政区	皆有	<ul style="list-style-type: none"> 主板《上市规则》第 19 章 《有关海外公司上市的联合政策声明》（2007、2018） 	<ul style="list-style-type: none"> 投资者是否享有相当权益是重要的上市条件。 区分“中国境内发行人”“预托凭证发行人”及“英美合格发行人”。 明确“认可司法权区”，实行分类监管。

• 355 •

我国内地的既有规定与香港地区似乎最为相近。香港主板市场中，所有适用于香港发行人的上市要求均对海外发行人适用。除此之外，《上市规则》第十九章还对“海外发行人”做了特殊规定。其中，在“上市资格”部分，联交所表示若“本交易所未能确信海外发行人的注册或成立司法地区为股东提供的保障至少相当于香港提供的保障水平”，且海外发行人未能通过修改自身的组织文件而为股东提供至少相当于香港水平的保障，则交易所可以“全权拒绝海外发行人的证券上市”（19.05.1）。香港的上述规定彰显了对投资者浓郁的父爱气息。港交所将“股东权益相当”作为发行条件，并在具体项目审理和具体审核事项中予以判断，是将自身的发行上市审核工作置于无法摆脱的“实质判断和自由裁量”之下。2013年至2017年港交所共拒绝了39家发行人的上市申请，每年通过上市决策文件统一公布前一年各被否上市申请的具体原因，包括合规瑕疵、业务模式不可持续、过分依赖控股股东等。

境内资本市场除实现资源有效配置的基础功能，还肩负提高上市公司质量等时代使命。因

此，借鉴香港地区经验落实“股东权益相当”的有益做法很有必要。比如可以引入“认可司法权区”机制，推进分类监管。建议将一些投资者保护程度较高的司法权区认定为“认可司法权区”，明确依照该司法权区公司法律规范成立的公司符合投资者保护水平对等的标准，不再对该司法权区发行人是否符合投资者保护水平对等规则进行重复审查。在认定“认可司法权区”时，可供参考的标准包括：（1）企业注册地证券监管机构是否与中国证监会签订了监管合作文件，建立了监管协作；^{〔19〕}（2）相关司法权区是否为红筹企业集中注册的境外国家或地区；（3）红筹企业注册地或境外上市地是否为成熟市场，已建立较为完整、齐备的证券公司法律规范；（4）在具有较高公信力的全球排名和认证中，相关司法权区的投资者保护评分状况；等等。

四、境外发行人对等保障股东权益的外部制约：事后救济的商事立法

同一发行人在不同国家和地区的股东应当享有对等的权益保护，是遵循“一价定律”、在总结境外市场实践经验的基础上，对我国的境外发行人提出的合理要求。但是，本文还有一个重要问题有待回答，即：境内投资者实际享有的权益“与境外基础证券持有人的权益相当”，是境外发行人保证遵守东道国的监管要求、适用东道国的法律就能够实现的吗？法律不仅要制定规则，更要保证规则有能够依附的配套制度，能够实施并有充足的生命力。所以，下一个问题是，保障股东相当权益是公共行政管理部门凭一己之力能够完成的吗？在世界银行发布的营商环境问卷（DB2020）里，“保护中小投资者”指标可分为两个二级指标，分别是“纠纷调解”与“股东治理”。^{〔20〕}其中，“纠纷调解指数”衡量一国体制对商事活动利益冲突的调控能力，又包括“披露程度指数”“董事责任程度指数”“股东诉讼便利度指数”三个下级指标。所以，包括诉讼制度在内的外部约束机制是否有效，是公认的评估某个法域投资者保护程度的重要方面。因此，随着市场实践的丰富，中国的法院系统（也包括当事人意思自治下选择的仲裁机构）能否提供化解冲突的秩序、能否传递裁决纠纷的信息便十分关键。

（一）“司法失灵”“事后立法”关乎全局

《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第40号——试点红筹企业公开发行存托凭证并上市申请文件》第6-3-2条要求境外基础证券发行人承诺“存托凭证持有人在合法权益受到损害时能够获得与境外投资者相当的赔偿”。该规定较《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》等先前的部委文件有很大的超越：其不再局限于事前（投资者适当性保护制度）、事中（上市公司治理及股东查阅权、分红权等规定）的预防保障性措施，而是将目光从政府的行政管理领域放大到事后端的私人权利救济层面。但其不足也很明显：股东权益损害的救济并不限于损害赔偿金（damages）。我国民法中就还规定了停止侵害、排除妨碍、恢复原状等其他责任承担方式。更重要的是，实现对不同地域，尤其是不同法域投资者的相当权利救济，需要兼顾两大法系的诉讼制

〔19〕 截止到2019年6月，中国证监会已经和73个国家和地区的证券（期货）监管机构签署了合作备忘录。参见《中国证监会与境外证券（期货）监管机构签署的备忘录一览表（2019年6月）》，载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/gjb/jghz/201906/t20190628_358319.html，最后访问时间：2019年11月1日。

〔20〕 参见罗培新：《世界银行营商环境评估之“保护中小投资者”指标参考答案》，上海市法学会官微，2020年3月7日。

度差异。

为什么普通法系国家比大陆法系国家拥有更深度的资本市场? 1998年,四位年轻的学者(LLSV)在文章《法与金融》中,通过研究不同法系国家的人均上市企业数量、IPO数额、支付红利等指标,试图证明并回答:“动态适应性”强的法律渊源能够更好地回应经济环境对契约的需求,更好地保护投资者并促进金融发展。^[21]该文开辟了法律与金融相互关系的研究方向。但也有观点认为,基础扎实且流动性高的证券市场发生在先,对投资者权利保护的法律出现在后,因此LLSV颠倒了因果。^[22]更有文献指出,在中国的证券市场上,国家的政治性资源调动而非监管者的监管活动承担了“司法失灵”条件下的投资者利益保护职能。^[23]

学术只有通过争鸣才能百花齐放。不可否认的是,拥有大陆法系强势基因的我国商事法律在“法的适应性”上确实存在缺陷。以我国《公司法》第22条为例。该条赋予了股东请求法院认定股东(大)会、董事会决议无效或可撤销的权利,但是实际控制人提出的议案(乃下文香港山水水泥股权争夺案的情形)并不属于法条中规定的范畴。如若议案会导致股东权利受损,股东只有等议案通过或实际实施产生严重后果时才能提起诉讼。换句话说,一方面,我国的商事立法仍然停留在重事后救济、而非事先介入的阶段;另一方面,成文法对有限事项进行列举、规则僵化的弊端显现无疑。相反,英国《2006公司法》第30章第994条规定,当公司成员受到不公平损害时,法院可以颁发其认为适当的任何法令(order)以救济受到压迫的股东。这就给了英国法院为保障“实质正义”而就大千世界中任何可能的事项,对公司治理采取事前干预的自由裁量权。

事实上,围绕法院展开的私人执法在我国证券市场中已经发挥越来越重要的作用。近期的数据显示,截至2019年底,我国共有证券虚假陈述民事诉讼29795起(含判决书、裁定书、调解书等)。距离2003年最高人民法院颁布《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》已经17个春秋,而2019年新增案件数量就有9005件,占已公开的全部证券虚假陈述责任纠纷案件数量的30.22%。^[24]所以,我们不应停留在“因为法的不完备所以行政监管更符合效率”的自我解释中。增强制度自信、理论自信、道路自信和文化自信,克服“事后立法”的既有束缚,关乎境内外投资者对等保护,关乎我国金融现代化、国际化的大局。

(二)以案说法:禁制令和行为保全

其实,我国法律已经给了法院“快速反应”的利器。为了履行入世承诺,我国2000年修改的《专利法》和2001年修改的《商标法》和《著作权法》规定了诉前停止侵犯知识产权制度。随后,最高人民法院出台了相关的司法解释。我国2012年修订后的《民事诉讼法》第100条允

• 357 •

[21] See Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, Law and Finance, 106 (6) *Journal of Political Economy*, 1117 (1998).

[22] See John C. Coffee, Jr., Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure, 25 *Journal of Corporation Law*, 1-40 (1999). 实际上,科菲教授在随后的文章中也肯定了法的适应性的重要。See John C. Coffee, Jr., The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control, 111 (1) *The Yale Law Journal*, 56 (2001).

[23] 参见黄韬:《为什么法院不那么重要——中国证券市场的一个观察》,载《法律和社会科学》第9卷,法律出版社2012年版,第63页。

[24] 参见张保生、周伟等:《证券虚假陈述民事诉讼案件2019年度观察与前瞻》,中伦律师事务所官微“中伦视界”,2020年3月8日。

诉当事人申请法院责令另一方“作出一定行为或者禁止其作出一定行为”，并将适用范围扩展到整个民事诉讼领域；2015年《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》则直接使用了“行为保全”的措辞。然而，除了广州市中级人民法院在旷日持久的王老吉诉加多宝不正当竞争纠纷一案中运用了“诉中禁令”，行为保全在非知产领域一直鲜有扬名之机。多年来，采取行为保全措施案件少，申请支持率低，致使行为保全制度并没有实现立法者预期的目标。^{〔25〕}

仔细研究会发现，行为保全与衡平法上的禁制令制度非常相似（当然，国外授予禁制令不仅是一项程序行为，更是一种实体权利赋予）。禁制令乃法院签发的要求当事人做出某种行为或禁止做出某种行为的命令，主要用于防止将来某种损害行为的发生，而不是对已发生的损害给予补偿；或者是对不能以金钱来衡量或给予金钱损害赔偿并不恰当的损害行为提供救济。在山水水泥（山东省水泥行业的翘楚，00691.HK）股权纠纷中，山水集团在筹备香港联交所红筹上市时，设计了公司的境外架构和员工持股的信托安排：3939名职工股东以其共同持有的山水投资公司^{〔26〕}的股权为信托财产，在英属维尔京群岛设立自由裁量权信托（discretionary trust，又称“酌情信托”），将职工持有的受益权转让给受托人，即山水前董事长张才奎及高管李延民。酌情信托的一大特点就是受托人无须经过受益人的同意就可以处置其受益权。2013年张才奎给职工股东发函要求用上述酌情信托的信托收益买断股东股份，实际是用职工股东自己的钱来偿付职工股东。此举一旦成功（实际上彼时职工无法通过信托协议进行阻挠），将导致职工作为受益人不仅未曾参与管理决策，而且连经济性收益都无法享有。^{〔27〕}

2014年11月，山水6名前高管与2095名职工将张才奎及李延民起诉到香港高等法院，同时向法院申请禁制令（injunction）：请求在诉讼期间禁止张才奎代替职工在山水投资公司投票表决，并申请诉讼期间由法庭指定第三方代管职工股权。法院支持了职工股东的诉求，指定了接管人。2016年4月，在第三方试图通过股权收购改组董事会时，香港法院再次强势干预，指示接管人应当在实现财产保全的原则下秉持“观察而不插手”的中立态度直到案件的结审。^{〔28〕}

香港法院的硬派源于英国衡平法历来就对受益人转移受益权的交易给予高度关注，且在危害尚未发生时就应当防止有“忌妒”等不公的情形。^{〔29〕}这与内地并不相同。在公司未提出破产申请时，内地法院出于“尊重公司商业判断”“防止发生司法风险”的考量，不会为职工股份指派接管人，也不会在公司召开股东会之际对接管人的行为进行实质性指导。

（三）可行的方向

我国《上市公司章程指引》（证监会公告〔2019〕10号）就公司股份、股东大会、监事会、

〔25〕 据统计，从2001年到2006年6月，受理行为保全申请数为26件，作出行为保全案件数为2件；从2008年到2012年，受理行为保全申请数为8件，作出行为保全案件数为6件。参见蒋利玮：《知识产权行为保全制度运行中存在的问题及其对策研究》，载《知识产权》2014年第11期。

〔26〕 山水投资仅为员工的持股平台，作为山水水泥的法人股东存在，不从事任何经营活动。

〔27〕 See HCA 939/2015, para. 9-12.

〔28〕 See HCA 1564/2016, para. 17.

〔29〕 比如19世纪初的Lacey案（Lacey, Ex parte [1802] 6 Ves Jr 625）。

公司财务制度^[30]等方面,对上市公司股东保护做了规定。这是境外发行人可以通过修改章程、作出特别承诺或披露实现统一的^[31]“易”的一面。证券法律在实施过程中受制于整个司法诉讼体系,实乃法律职业共同体携手共进才能攻克的“难”的一面,并可以从以下方面进行探索。

1. 履行国际承诺与义务。我国“行为保全”与“禁制令”的实施差异已然引起国际社会的关注,并成为影响我国实施投资者保护乃至建设法治化营商环境的重要方面。2020年1月16日中美签署的经济贸易协议多次敦促中国积极采取“行为保全措施”。在“商业秘密和保密商务信息”一节中,就阻止使用商业秘密的临时措施,该协议强调中国应将使用或试图使用所主张的商业秘密信息认定为“紧急情况”,使得司法机关有权基于案件的特定事实和情形采取行为保全措施(第1.6条)。为解决关于获批药品或其获批使用方法所适用的专利的有效性或侵权的纠纷,美方认为“中国应规定司法或行政程序和快速救济,例如行为保全措施或与之相当的有效的临时措施”(第1.11条)。对此,我国应以推进协议落地为契机,提高我国司法及行政程序对“紧急情况”的临时救济能力,也即提高法的适应性。

2. 行为保全等预设发挥防止损害发生的制度为何惨遭冷落?换句话说,中国法院为何在“可以用”时却“没有用”?这其中的原因是多方面的,^[32]而担心“用不好”恐怕也是重要方面。当境内投资者权益受损并寻求纠纷解决时,中国法院行使管辖权,适用的法律却极可能是外国法(境外发行人注册地法)。主流资本市场的法律中充斥着禁令的规定,到时,中国法官在有为与无为之间该如何抉择?

要知道,在上文提到的山水水泥案中,虽然山水在香港上市,但公司的主要经营及主要资产都在内地,被告在内地也有住所。根据我国《民事诉讼法》第22条、第265条的规定,^[33]山东省的法院是完全有管辖权的。山水的职工股东舍近求远、承担巨额成本赴港诉讼,这难道是他们从一开始就不认为内地法律可以给他们所期望的保护吗?中国的资本市场已经错过“BATJ”等新经济巨头,中国的法律不可以再辜负千万个可以用脚投票的境内投资者。

法官队伍正规化、专业化、职业化建设已经取得了丰硕的成果。在金融供给侧改革面临法治瓶颈的当下,改革法官入额机制,推进优秀的,尤其是拥有衡平法学习应用经验的律师学者及合规人员参与司法审判已刻不容缓。

• 359 •

[30] 包括发行特别股份、公司资本维持、短线交易归入权;股东基本权利、查阅权、分红派息,股东大会的召开与表决,公司对外担保与关联交易;董事任职资格、回避表决;任免会计师事务所、审计费用由股东大会决定等等。

[31] 比如,华润微电子在科创板上市公告书及招股说明书中承诺,作为红筹企业,倘若子公司向母公司进行分红存有障碍,那么发行人可以通过修改相应公司章程的方式有效控制子公司的利润分配政策。

[32] 比如当事人提供担保的成本太高,或本身可能存在一定的替代机制(受制于经验智识水平,本文并未发现)。

[33] 我国《民事诉讼法》第22条规定:“下列民事诉讼,由原告住所地人民法院管辖;原告住所地与经常居住地不一致的,由原告经常居住地人民法院管辖:(一)对不在中华人民共和国领域内居住的人提起的有关身份关系的诉讼……”第265条规定:“因合同纠纷或者其他财产权益纠纷,对在中华人民共和国领域内没有住所的被告提起的诉讼,如果合同在中华人民共和国领域内签订或者履行,或者诉讼标的物在中华人民共和国领域内,或者被告在中华人民共和国领域内有可供扣押的财产,或者被告在中华人民共和国领域内设有代表机构,可以由合同签订地、合同履行地、诉讼标的物所在地、可供扣押财产所在地、侵权行为地或者代表机构住所地人民法院管辖。”

五、结 语

允许境外发行人境内发行证券，是我国参与全球经济治理的重要内容。正如英国学者丹尼尔·汉南（Daniel Hannan）指出：“经济繁荣的一项基本前提是彼此信任，这种信任不仅仅存在于各交易主体之间，更包括信任裁判当局。信任陌生人帮助英国和美国富裕起来。英美两国促进了世俗民主和私营企业的发展。勤劳的人们离开家乡追求财富，并可以像本地人一样获益，在异国他乡安顿下来，比如美国。这些努力能够获得成功，仰赖的是一套行之有效的民事司法体系。”^{〔34〕} 跨境互融互通的历史趋势是无法回头的，中国金融的国际化之路是不可逆转的。境外发行人需要更加明确可预期的法律规则以及更加公正对等的法律实施。

Abstract: How Chinese laws be applied to the overseas securities issuers and define the jurisdiction are inevitable legal questions when China deepens the financial reform and opening up. Article 2 of Measures for the Administration of Offering and Trading of Depositary Receipts (for Trial Implementation) summarizes the requirements to the overseas securities as “performing the obligations of the issuer and the listed company in accordance with the law, and assume corresponding legal liabilities”. As we all know, legal liabilities are of a wide range, not being limited to the Company Law, Securities Law or any other mandatory provisions regarding investors-protection. Doing Business 2020 Indicators published by the World Bank decomposed the topic of Protecting minority investors into two parts, namely the Extent of Shareholder Governance Index and the Ease of Dispute Resolution Index. As a result, in line with the One Price Law stemming from the economics of money and financial markets, it is suggested that the overseas securities issuers shall be principally regarded as the Chinese listed companies besides being registered under the overseas Company Law, and the said issuers shall equivalently, compared to their domestic counter parties, assume the duties to protect the investors and environment, and to act under the first-line supervisions, etc. At the same time, for the proposes of preventing damages from the shareholders and overcoming the Judicial Failure, Chinese commercial laws shall brave self-revolution in terms of paying more attention to prevention in advance other than the after-the-fact relief, which could be the main obstacle to realize the equivalent investor-protection.

Key Words: foreign companies, one price law, injunction, offshore offering

（责任编辑：缪因知 赵建蕊）

〔34〕 See Daniel Hannan, *Inventing Freedom: How the English-Speaking Peoples Made the Modern World*, HarperCollins, 2014; p. 2.

新《证券法》、程序化交易和市场操纵規制

徐文鸣 张玉美*

内容提要：近年来，程序化交易发展迅速、市场份额占比不断增加，它在欧美国家发展已经十分成熟，在我国出现较晚，尚处于发展初期。由于我国证券市场特殊的制度禀赋，现阶段我国程序化交易仍以低频为主，多采取套利策略和趋势型策略。结合新《证券法》对市场操纵行为的禁止性规定，基于对低频程序化交易操纵市场典型行为的分析，从防范滥用程序化交易操纵市场的角度，可以从以下方面优化低频程序化交易的监管。首先，明确和扩大监管范围，将利用程序化交易操纵证券市场的行为明确纳入监管范围，并规定量化认定指标。其次，加强程序化交易的日常监测，重点关注市场关键性参与者大额交易者的交易行为，并建立审查与追踪市场交易行为的实时审计追踪系统。最后，明确程序化交易主体的责任并加大对违法行为的惩处力度。

关键词：低频程序化交易 高频交易 市场操纵 《证券法》

• 361 •

一、引言

程序化交易诞生于 20 世纪 70 年代，是金融投资理论与计算机技术结合的产物。经过近五十年的高速发展，程序化交易在欧美国家已经发展成为主流的交易模式。例如，根据美国商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission）2015 年底的报告，程序化交易占期货合约交易总量的 60% 以上，80% 的外汇期货、67% 的利率期货、62% 的权益类期货都是通过自动化交易系统完成的。^{〔1〕}其中，高频程序化交易因其交易速度和盈利潜力而备受市场关注，在 2006 年至 2009 年间经历了暴发式增长。在次贷危机暴发前，它在巅峰时期一度占据美国股票市场总成交额的 61%，2012 年的数据显示其仍占总交易额的半壁江山。^{〔2〕}

* 徐文鸣，中国政法大学法与经济学研究院副教授；张玉美，中国政法大学法与经济学研究院硕士研究生。

本文为国家社科基金后期项目“中美证券执法机制的比较研究”（18FFX042）的阶段性成果，并受霍英东教育基金会的资助。

〔1〕 See CFTC, 2016, Regulation Automated Trading, available at https://www.cftc.gov/PressRoom/Events/opaevent_cftcstaff112415, last visited on Mar. 7, 2020.

〔2〕 参见中国证券业协会：《2013 年 8 月境外业界动态》，载 https://www.sac.net.cn/hwjl/gjyjd/201309/t20130912_67997.html，最后访问时间：2020 年 3 月 7 日。

程序化交易在我国尚处于发展初期,主要活跃于期货市场。早期的程序化交易被用于辅助国内ETF产品。2010年,中国金融期货交易所推出沪深300股指期货合约后,程序化交易得到快速发展。期货市场的交易制度促进了程序化交易的发展,沪深300股指期货允许日内频繁开仓、换仓、平仓,交易十分活跃,有助于交易程序的设计。反观股票现货市场,由于T+1交易机制的限制,股票实现日内换手的交易成本较高,限制了程序化交易,特别是高频程序化交易在我国股票现货市场的发展。

2013年8月16日“光大证券乌龙指”事件暴发,引起了市场和监管机构对程序化交易的警惕。光大证券投资部门的自营业务使用独立的套利系统,该系统由于程序错误在2秒内快速生成26082笔额外的交易价格委托订单,引发市场大幅波动。^{〔3〕}此后,我国股市在2015年又经历了急速下跌,期间多次出现“千股涨停”或“千股跌停”。上述事件提高了监管机构对新兴程序化交易风险的厌恶程度。2015年10月证监会发布《证券期货市场程序化交易管理办法(征求意见稿)》,采取了限制程序化交易的监管思路,对申报核查、接入方式、指令审核和差异化收费等进行明确要求。

由于我国证券市场高速发展,现货和期货市场联系愈加紧密,程序化交易可能带来的风险也不容忽视。与欧美成熟证券市场不同,我国证券市场存在特殊的制度禀赋,现阶段程序化交易以低频为主,证券监管不应当直接移植国外成熟经验。本文结合本次《证券法》修订关于市场操纵的内容,分析低频程序化交易操纵证券市场的类型,从防范滥用程序化交易操纵市场的角度,探讨对低频程序化交易的规制路径。

• 362 •

二、低频与高频程序化交易的微观市场结构差异

(一) 什么是程序化交易

程序化交易出现在20世纪70年代,其兴起得益于信息技术的进步以及电子化交易市场的快速发展。通过程序算法取代交易员,它实现了以下两方面的优势:第一,程序化交易处理信息分析数据相比于交易员更快、更准确,并且能够避免受到人类情绪等非理性因素的干扰。第二,程序化交易能够大幅提高交易员的生产力,具有优化价格、隐匿下单、简化操作方式以及提高交易速度等特点。根据纽约证券交易所(New York Stock Exchange)的最新定义,任何一笔同时买卖15只或以上股票的集中性交易程序都可以视为程序化交易。^{〔4〕}该定义舍弃了此前对一揽子股票总市值需达到100万美元的限制。

相较于对交易规模和集中性的强调,国内对程序化交易的定义更强调计算机程序和交易模型的运用。新修订的《证券法》将程序化交易界定为“通过计算机程序自动生成或者下达交易指令

〔3〕 参见中国证监会行政处罚决定书〔2013〕59号(但处罚并非针对程序错误),载http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201311/t20131115_238363.htm,最后访问时间:2020年3月7日;赵静:《光大证券乌龙事件调查路径》,载<http://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/20130826/162816565332.shtml>,最后访问时间:2020年3月7日。

〔4〕 See NYSE, Program Trading Purchases and Sales, available at <https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/markets/nyse/PT122812.pdf>, last visited on Mar. 7, 2020.

的行为”。〔5〕与2015年证监会发布的《证券期货市场程序化交易管理办法（征求意见稿）》相比，〔6〕本次修订将一切利用计算机程序进行交易的行为都纳入程序化交易的监管范围，不再限于特定的程序与软件。

学界对程序化交易的定义也侧重于其不同的面向。如肖凯（2016）〔7〕和邢会强（2016）〔8〕强调交易行为的技术属性。张孟霞（2016）〔9〕则更强调计算机程序在市场状态分析、投资策略选择、投资时机判断上的作用。而田汉卿（2016）〔10〕将程序化交易分为仅负责交易执行的交易与生成交易清单并负责执行的交易两类。

事实上，上述定义差异也反映出国内外程序化交易所处的发展阶段不同。在发展初期，程序化交易更注重形成证券组合，对计算机技术的要求较低；而在成熟期更多元化，不仅要求更高的技术、拓展应用环节，还逐渐对系统的处理速度、吞吐量和容量有更高的要求。〔11〕现阶段，程序化交易的运用大多都包括交易清单的生成与执行。

与程序化交易讨论相关又存在区别的两个概念分别是高频交易和算法交易。程序化交易从交易频次方面可以分为高频交易和低频交易。〔12〕高频交易是指利用高频率的程序化交易来捕捉正常情况下无法利用的短暂市场机会的交易方式。〔13〕同时，高频交易可以被视为算法交易的一个分支。〔14〕高频交易至少包含两种算法，即产生高频交易信号的算法与优化交易执行的算法。〔15〕Gomber, Arndt, Lutat 和 Uhle（2011）〔16〕认为高频交易之外的算法交易强调最小化对市场的冲击（针对大额订单），以达到特定的基准目标，而高频交易则多强调速度上的优势，短时间内会产生大量订单。Hasbrouck 和 Saar（2013）〔17〕则将算法分为代理算法（agency algorithms）和自营算法（proprietary algorithms）。代理算法被买方机构用在实现投资组合变化的过程中，将执行交易的成本降至最低；而自营算法被电子做市商、对冲基金、大型金融公司的自营交易部门和独立统计套利公司使用，意图从交易环境而不是股票投资中获利（而不是投资股票）。高频交易可以归入自营算法大类。

程序化交易与算法交易之间的界限较为模糊，陈梦根（2013）〔18〕对算法交易的界定描述了利

• 363 •

〔5〕《中华人民共和国证券法（2019年修订）》第45条规定：“通过计算机程序自动生成或者下达交易指令进行程序化交易的，应当符合国务院证券监督管理机构的规定，并向证券交易所报告，不得影响证券交易所系统安全或者正常交易秩序。”

〔6〕《证券期货市场程序化交易管理办法（征求意见稿）》第2条规定：“本办法所称程序化交易是指通过既定程序或特定软件，自动生成或执行交易指令的交易行为。”

〔7〕参见肖凯：《高频交易与操纵市场》，载《交大法学》2016年第2期。

〔8〕参见邢会强：《证券期货市场高频交易的法律监管框架研究》，载《中国法学》2016年第5期。

〔9〕参见张孟霞：《高频交易的频繁报撤单与市场操纵认定——以美国国债期货“虚假报单操纵”案例为视角》，载《证券市场导报》2016年第5期。

〔10〕参见田汉卿：《量化投资与程序化交易》，载《清华金融评论》2016年第2期。

〔11〕参见路一：《程序化交易在中国资本市场的发展现状、问题及建议》，载《中外企业家》2015年第1期。

〔12〕参见叶伟：《我国资本市场程序化交易的风险控制策略》，载《证券市场导报》2014年第8期。

〔13〕参见彭志：《量化投资和高风险交易：风险、挑战及监管》，载《南方金融》2016年第10期。

〔14〕See Brown N., The Rise of High Frequency Trading: the Role Algorithms, and the Lack of Regulations, Play in Today's Stock Market, 11 *Appalachian J. L.*, 1 (2012).

〔15〕参见前引〔13〕，彭志文。

〔16〕See Gomber P., Arndt B., Lutat M., Uhle T., High-frequency Trading, Social Science Electronic Publishing (2011), available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1858626, last visited on Mar. 7, 2020.

〔17〕See Hasbrouck J., Saar G., Low-latency Trading, 16 *Journal of Financial Markets*, 646 (2013).

〔18〕参见陈梦根：《算法交易的兴起及最新研究进展》，载《证券市场导报》2013年第9期。

用计算机自动完成的交易过程,由计算机根据算法模型决定交易委托的价格与数量等,并自动发出指令实现证券买卖和资产组合管理,无需人工干预,显然是将其与程序化交易等同理解了。若要将两者予以区分,程序化交易涉及交易清单的生成与执行阶段,而算法交易多被用于执行阶段,如运用算法交易确定下单或撤单,以及订单的最佳执行路径、时间、价格与数量等。

(二) 高频程序化交易的策略类型与特点

高频交易策略种类繁多,但大多是在自动化环境下对已有的交易策略进行更新,使用计算机以更低的成本更快地实施策略。^[19]高频交易不是单一的策略,也不是一组同质的交易者,而是各种自动交易策略的统称。不同的策略类型对市场微观结构的影响也存在差异。^[20]关于高频交易的策略类型,学者从多个角度进行分类,如 Hagströmer 和 Nordén (2013)^[21]将高频交易分为做市型高频交易 (market-making high frequency trading) 与机会型高频交易 (opportunistic high frequency trading),而后者包括如套利、动量型高频交易策略等。Jones (2013)^[22]则将其分为三类:非正式或正式做市商,高频相对价值交易,以及基于新闻发布、订单流或其他高频信号的定向交易。

结合高频交易的发展现状,本文主张将高频交易的策略类型分为两类,一是在高频交易的框架下对传统交易策略的新发展,二是高频交易催生出的新型交易策略。下文结合交易规则,从微观市场结构的视角,即程序化交易如何影响市场量价,分析主流的高频交易策略。

1. 传统交易策略的新发展

在传统的做市商市场,流动性是由做市商持续地买卖报价提供的,做市商的盈利依赖于买卖价差。21世纪以来证券交易所发展出“做市—接盘模式”的定价模型。交易所向提供流动性的交易者提供回扣,而向消耗流动性的交易者收取一定的费用。做市商利用交易所上述定价模型,不断向交易所下达限价订单,赚取买卖价差并获取流动性回扣的行为,称为被动做市策略 (passive market making)。当然,做市商也承担着与知情交易者交易承受损失的风险。该策略不同于传统做市策略单纯为市场提供流动性,其主要是对逐笔报价和成交进行量化分析,挖掘定量交易模式,以此获得交易所返佣或回扣。^[23]高频交易者可以通过日内多次交易、高频交易的方式,平衡每次交易仅能获得的微小价差或回扣。

套利策略 (arbitrage) 是我国证券市场参与者较为普遍使用的策略类型,旨在利用具有高相关性的产品或市场间的暂时性价格无效率获利,如基于同一资产在不同市场上的价格不平衡,或者资产与其衍生品之间的定价错误。高频交易者利用复杂算法以及速度优势,在市场中寻找套利机会,类似于发现市场的疾病,依托于模型的扫描和检测,获得市场的各项关键指标数据,从而找出市场局部不均衡并以投资行为纠正市场无效率。^[24]特别是在高度分散化的美国证券市场,高

[19] See Jones C. M., What Do We Know about High-frequency Trading? Social Science Electronic Publishing (2013), available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2236201, last visited on Mar. 7, 2020.

[20] See Zhang S., Need for Speed: Hard Information Processing in a High-frequency World, 38 *Journal of Futures Markets*, 3 (2018).

[21] See Hagströmer B., Nordén L., The Diversity of High-frequency Traders, 16 *Journal of Financial Markets*, 741 (2013).

[22] 参见前引 [19], Jones C. M. 文。

[23] 参见姜哲:《程序化交易的潜在风险和监管体系研究》,载《金融监管研究》2017年第6期。

[24] 参见郭喜才:《量化投资的发展及其监管》,载《江西社会科学》2014年第3期。

频交易者利用计算机系统在接收、分析与传输信号上的超低延迟性，能够先于普通投资者发现同一资产在不同证券市场中的定价错误。高频交易通过提交市价订单促使价格趋向有效率的水平，对消除价格的噪声起到了积极的作用。^[25]

趋势型（directional）策略则利用证券价格变化的可预测性与可操纵性，交易员通过不断下达委托订单制造价格上升或下跌的虚假变化，从而误导其他投资者或其算法追踪此错误趋势，使得其他投资者被引入到虚假的错误循环中。该策略与利用不正当手段影响证券市场交易价格或证券交易量的操纵市场行为的联系最为密切。高频趋势型策略与传统的趋势型操纵行为不同的是“动量发起”行为，利用高频交易下频繁报撤单行为引导价格变化，通过快速撤单避免订单成交，降低了市场操纵的成本。

2. 高频交易新型策略类型

新型策略的核心在于提高处理交易信息和突发事件并进行交易决策的速度，提高交易指令在时间维度的相对优势。^[26]在美国高度分散化的证券市场环境下，交易所为了获得更多的流动性和租金，向高频交易者提供“同位托管”和“数据馈送”等服务，大大降低了高频交易者的延迟时间。同位托管是指高频交易者每月向交易所支付大量的租金以将自己的服务器放置于交易所内，保证能以超过其他交易员的速度向交易所下达订单或者对订单进行修改。交易所还提供多个延迟级别的接口，供交易员匹配高频交易引擎，如东京证券交易所向交易者提供标准的 Arrownet 延迟服务。当然，超低延迟也意味着高频交易者需要支付更高的费用。^[27]数据馈送是指交易所将最新的市场信息在向证券信息处理器发送的同时，打包发送给高频交易者。高频交易者拥有比 SIP 更快的数据处理速度，因而不必依赖于 SIP 公布的最优报价，而是依据内部的报价系统进行投资决策。这样可以比普通投资者更快地预测出股票价格的变化。数据馈送不仅帮助高频交易者建立内部的报价系统，还让他们可以利用数据预测其他市场投资者的交易趋势与交易意图，再加上同位托管所带来的速度优势，使其可以抢先于其他市场投资者交易。

“报价填充”和“试单”是高频交易者运用较多的新型策略类型。报价填充，又称为塞单，是指行为人在极短的时间内突然向市场下达巨量订单，造成交易中心的订单堵塞，以此隐藏交易者的实际交易意图，或阻止其他交易。高频交易者利用交易中心计算机系统的延迟，在市场尚未来得及对巨量订单进行撮合完成交易前，利用其速度优势撤销订单。试单策略，是指高频交易者以订单簿中列出的最佳买卖报价之间的价格快速向市场下达限价订单，无法成交则立即取消的交易行为。高频交易者利用小额试探订单检测是否存在隐藏的大额交易。如果小额订单不会立即执行，则高频交易者会立即取消订单。但是，如果该小额订单被立即执行，那么高频交易者将从小额订单中获得有关大额交易者的交易意图、策略和价格敏感性等的重要非公开信息。在上述过程中，如果高频交易者又能够比大多数市场参与者更快地访问交易数据，则可能会更有效地实施试

[25] See Brogaard J., Hendershott T., Riordan R., High Frequency Trading and Price Discovery, 28 *Review of Financial Studies*, 2267 (2011).

[26] See Cartea A., Jaimungal S., Ricci J., Buy Low, Sell High: A High Frequency Trading Perspective, 5 *SIAM Journal on Financial Mathematics*, 415 (2014).

[27] See O'Hara M., High Frequency Market Microstructure, 116 *Journal of Financial Economics*, 257 (2015).

单策略。^[28] 高频交易公司下达的小额订单会导致亏损,但通过利用从小额订单获得的信息在大量交易之前进行有利可图的交易,可以弥补这些损失。高频交易在引导价格变化或者实施试单等策略时,持仓时间都较短。一般在交易日结束并不持有头寸或仅持有较小的隔夜头寸。较短的持仓时间加上非常小的库存,使得做市商能够以非常低的资本在盘中操作,实质上是利用交易速度实现头寸风险控制。^[29]

(三) 中国有没有高频交易?

从微观市场结构的角度看,高频交易在成熟资本市场的兴起得益于20世纪90年代程序化交易者之间的竞争以及低延迟技术的发展。而在过去十年中有两种力量重塑了全球证券市场:一是交易所以更快的速度运转;二是交易格局变得更加分散。^[30] 美国市场系统监管(Regulation National Market System, Reg NMS)中引入的“最优买卖报价”规则,要求对全美所有的证券交易所及ECNs平台上最优价格委托进行汇总。最优报价规则改变了证券价格的发现过程,使得在分散化的市场环境下交易速度变得至关重要。交易员为了避免最优报价无法转化为交易价格,即看到的最优报价在自己的订单到达交易所时不再可用,而开始速度的比拼。^[31] 因此,高频程序化交易的快速发展得益于上述监管规则的变化,与美国证券市场分散化的特点,而它又成为碎片化市场之间的黏合剂,形成相互促进的正向循环。

然而,我国与美国证券市场的结构与交易制度等方面都存在较大的差异,高频交易在我国证券市场的发展受到较大的限制。

首先,我国证券现货市场实行T+1的交易制度,它限制了高频程序化交易策略的开发和应用。高频交易者注重短期交易策略的实施,持仓时间短,在价格的双向变化中获得微小价差和利润。但我国证券市场T+1的交易制度不允许日内回转交易,减少了高频交易者日内可以进行的交易次数。同时,它也限制了高频交易者基于股票价格的双向变动或微小波动,实施重复买进卖出的策略,无法进行有效的日内风险控制。

其次,近年来我国证券市场的交易成本虽呈下降趋势,但相较于成熟资本市场仍较高,在一定程度上限制了高频交易的发展。我国股票的交易成本包括印花税、券商佣金、过户费、证券监管费、交易经手费等。其中印花税、过户费和证券监管费还较高,^[32] 我国目前印花税按成交金额的0.1%收取,占交易成本较大比例,而像美国、日本等国均无股票印花税。高昂的交易成本减少了高频交易者通过微小的错误定价而获利的机会。

[28] See Scopino G., The (Questionable) Legality of High-speed Pinging and Front Running in the Futures Market, 47 *Connecticut Law Review*, 607 (2015).

[29] See Easley D., Marcos P., O'Hara M., The Microstructure of the "Flash Crash": Flow Toxicity, Liquidity Crashes and the Probability of Informed Trading, 37 *Journal of Portfolio Management*, 118 (2011).

[30] See Pagnotta E., Philippon T., Competing on Speed, 86 *Econometrica*, 1067 (2018).

[31] See Ding S., Hanna J., Hendershott T., How Slow is the NBBO? A Comparison with Direct Exchange Feeds, 49 *Financial Review*, 313 (2014).

[32] 我国目前印花税按成交金额的1%收取;证券监管费按成交金额的0.02%双向收取;过户费按成交金额的0.02%双向收取。参见国家税务总局:《税务公报》,载 <http://www.chinatax.gov.cn/n810341/n810765/n812188/n812945/c1201154/content.html>, 最后访问时间:2020年3月5日;中华人民共和国中央人民政府:《国家发展改革委 财政部关于证券期货业监管费标准等有关问题的通知》,载 http://www.gov.cn/xinwen/2018-06/27/content_5301628.htm, 最后访问时间:2020年3月5日;中国结算:《关于调整A股交易过户费收费标准有关事项的通知》,载 <http://www.chinaclear.cn/zdjs/gszb/201507/9aeee4d21a6f47f5b3741637993b004b.shtml>, 最后访问时间:2020年3月5日。

最后，美国证券市场中的做市商承担着持续提供买卖报价、维持市场流动性的义务。投资者按照做市商的报价随时买进或者卖出，不会因为买卖双方的供需不平衡而导致交易的中断。我国主板市场尚未引入做市商制度，存在部分股票流动性较差的情况，难以满足高频交易频繁下单、大量交易的需求。

基于我国证券市场的制度禀赋，高频策略类型的实施受到了限制。如被动做市策略与交易所“做市—接盘模式”的定价模式、做市商制度密不可分，而“试单”策略又与暗池交易平台的存在以及“冰山订单”“隐藏订单”等密切相关。至于“同位托管”与“数据馈送”则是交易所为满足高频交易者的需求而扩展出的服务，更是以高频交易的快速发展为前提的。因此，当前程序化交易主要以低频为主。

三、程序化交易与市场操纵

（一）新《证券法》与市场操纵

早在三十年前，Fischel 和 Ross (1991)^[33]就主张市场操纵的判断需要结合交易者的主观意图，不存在操纵的客观定义。Jarrow (1992)^[34]基于有效市场假说，将市场操纵定义为没有私人信息的投资者获得超额利润的交易策略。Allen 和 Gale (1992)^[35]进一步归纳出证券市场上的三种操纵类型：行为型操纵（action-based manipulation）、信息型操纵（information-based manipulation）和交易型操纵（trade-based manipulation）。随着对市场微观结构研究的发展，Kyle 和 Viswanathan (2008)^[36]提出市场操纵是交易者故意扭曲配置资源的价格信号，或者导致市场流动性下降等削弱经济效率的行为策略。

• 367 •

我国学者关于市场操纵的定义还未形成通说。首先，存在着价量操纵与操纵证券市场行为之间关系的争论。有学者通过《证券法》或《刑法》明示的操纵市场的行为类型进行归纳，主张只有同时具备行为同质性与结果同质性方能被《刑法》规制，并且行为同质是结果同质的前提，没有行为的同质，即便结果同质，也不能基于目的解释而不当扩大刑法的处罚范围。^[37]概言之，市场操纵的本质即为价量操纵。另外，还有学者主张对证券市场操纵行为进行实质解读，即通过挖掘在金融商品要素下隐藏的资本要素，认识到它们之间的内在互动性问题，主张价量操纵只能作为市场操纵的推定基础而非全部认定要件。^[38]

其次，对于市场操纵的本质还存在争议。有学者认为市场操纵的本质为证券欺诈，如缪因知 (2019)^[39]认为多数操纵在根本上是通过诱导他人交易来实现非法牟利目的，而其他被诱导交

[33] See Fischel D., Ross D., Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Markets? 105 *Harvard Law Review*, 503 (1991).

[34] See Jarrow A., Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short Squeezes, 27 *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 311 (1992).

[35] See Allen F., Gale D., Stock Price Manipulation, 5 *Review of Financial Studies*, 503 (1992).

[36] See Kyle A., Viswanathan S., How to Define Illegal Price Manipulation, 98 *American Economic Review*, 274 (2008).

[37] 参见蔡道通：《经济犯罪“兜底条款”的限制解释》，载《国家检察官学院学报》2016年第3期。

[38] 参见熊永明、徐艳君：《操纵证券、期货市场罪“兜底条款”的适用研究》，载《法律适用》2016年第10期。

[39] 参见缪因知：《信息型操纵市场行为执法标准研究》，载《清华法学》2019年第6期。

易是由于被欺诈,即对交易价量产生误判,而非屈服于操纵人的市场力量。但田宏杰(2013)^[40]则认为操纵行为虽然具有一定的欺诈属性,但是滥用证券市场的优势或者影响力、人为控制或者影响证券市场行情,才是操纵市场的本质特征和危害实质所在。刘宪权和林雨佳(2018)^[41]也认为滥用优势非法控制市场才是操纵市场行为的本质,并认为市场操纵犯罪是金融商品操纵与市场资本操纵的独立进行或者联合展开。^[42]除了滥用优势地位非法控制市场外,王新(2016)^[43]还主张操纵的实质是行为人不正常交易或自行创造信息,制造市场变动假象,影响了正常的证券交易价格形成机制。上述关于市场操纵本质的争议是由于法律明示的三类操纵市场的行为类型,正逐渐演变为相对“低端”的交易模式,难以涵盖市场上出现的创新型操纵手段。

2019年《证券法》的修订完善了市场操纵的禁止性规定,针对性地解决了操纵行为存在的争议。首先,完善了市场操纵的禁止性行为类型。在原有的连续交易操纵、约定交易操纵、洗售交易操纵以及“其他”的基础上,^[44]新增“虚假申报操纵”“蛊惑交易操纵”“抢帽子交易操纵”以及“跨市场操纵”四项操纵类型^[45]。其次,将幌骗行为纳入市场操纵的范围,实现了市场操纵监管向“秩序中心”的过渡。^[46]幌骗行为造成的一个或几个最小变动价位的波动随着一次幌骗策略(通常只需几秒钟)的结束,很快就会回归市场均衡价格,不会造成市场价格明显的偏离。而认定操纵的要件中,人为影响价格指明显偏离了市场真实供需关系所形成的均衡价格,远远高于一个或几个最小变动价位。^[47]因此,幌骗行为一般情况下不会达到原《证券法》“影响/操纵”证券交易价格或者证券交易量的要求。2019年《证券法》修订新增“意图影响”,将幌骗行为等偏向于扰乱市场秩序的行为,纳入市场操纵监管的范围。最后,通过完善操纵市场的行为类型,使得市场操纵的定义及本质更加明确,不再简单地将市场操纵界定为价量操纵或者通过交易行为影响证券市场交易,而是强调对市场操纵进行实质性解读。

综合上述讨论,在市场操纵行为类型多样、策略多变、可利用技术不断创新的情况下,本文主张对市场操纵行为的判断应当结合主观要件和客观要件,即行为人以不正当手段,影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量,扰乱证券市场交易秩序的行为。^[48]市场操纵不仅包括对价量的真实影响,还应当涵盖交易员意图影响证券交易价格或者交易量的行为。从操纵结果的角度看,市场操纵行为应当存在扰乱证券市场交易秩序的后果。无论是影响或者意图影响市场价量的

[40] 参见田宏杰:《操纵证券市场行为的本质及其构成要素》,载《国家行政学院学报》2013年第3期。

[41] 参见刘宪权、林雨佳:《操纵证券、期货市场犯罪的本质与认定》,载《国家检察官学院学报》2018年第4期。

[42] 参见刘宪权、谢杰:《市场操纵犯罪的实质解构:法律与经济分析》,载《现代法学》2014年第6期。

[43] 参见王新:《操纵证券市场犯罪之主观故意的认定》,载《中国刑事法杂志》2016年第6期。

[44] 《中华人民共和国证券法(2014年修正)》第77条规定:“禁止任何人以下列手段操纵证券市场:(一)单独或者通过合谋,集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖,操纵证券交易价格或者证券交易量;(二)与他人串通,以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易,影响证券交易价格或者证券交易量;(三)在自己实际控制的账户之间进行证券交易,影响证券交易价格或者证券交易量;(四)以其他手段操纵证券市场。操纵证券市场行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任。”

[45] 《中华人民共和国证券法(2019年修订)》第55条第1款规定:“禁止任何人以下列手段操纵证券市场,影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量:……(四)不以成交为目的,频繁或者大量申报并撤销申报;(五)利用虚假或者不确定的重大信息,诱导投资者进行证券交易;(六)对证券、发行人公开作出评价、预测或者投资建议,并进行反向证券交易;(七)利用在其他相关市场的活动操纵证券市场;……”

[46] 参见焦增军、李铭:《幌骗交易:类型化解释与期货市场操纵规制》,载《中国社会科学院研究生院学报》2019年第2期。

[47] 参见张孟霞、尹小为:《美国“幌骗”案例的监管处罚与司法审判实践》,载《证券市场导报》2017年第5期。

[48] 可参考《中国证券监督管理委员会证券市场操纵行为认定指引(试行)》第2条的定义。

行为，如果未扰乱证券市场的交易秩序，那么也不应当视为市场操纵行为。

（二）低频程序化交易操纵市场的可能模式

学界对于低频程序化交易如何影响市场操纵行为尚无定论。支持低频程序化交易促进市场操纵的学者认为：一方面，程序化交易凭借着计算机技术和算法策略的优势，可以更多、更方便、更隐匿的方式实施交易型操纵行为，还会加剧订单型操纵的程度；另一方面，程序化交易可以采取“塞单”策略影响证券交易所的交易系统，或者阻碍其他交易者的交易行为。概言之，程序化交易为市场操纵者提供了更便利的工具。反对低频程序化交易促进市场操纵的学者认为，程序化交易订单由计算机算法产生，以操纵市场为目标的程序化交易系统更容易被发现异常，引起监管机关的注意。^[49]同时，程序化交易具有增加流动性、促进价格发现等优势，而在市场效率更高的情况下，操纵者引起的价格偏离会迅速被程序化交易纠正，进行市场操纵变得更加困难。

低频程序化交易并不适合所有的操纵策略，主要与两类操纵市场的行为契合度较高：一类是在传统的交易型操纵的基础上进行优化，利用程序化交易隐匿性强、操作简便的特点，在交易策略上与以往并无实质差别，故在此不再赘述；另一类是对“塞单”与“试单”等典型高频策略类型进行修正，使其适用于低频程序化交易的操纵模式。首先，高频策略下的“塞单”行为，在低频程序化交易下虽无法实现巨量未成交订单的快速撤销，但是程序化交易者利用塞单策略巨量订单批量操作的特点，可能会对证券交易系统的安全与交易秩序造成影响。其次，“试单”行为在高频策略下主要利用高频报撤单行为测试市场流动性；在低频程序化交易下，“试单”策略中的“小额试探指令”（或称之为“虚假指令”）被用于向市场传递错误信息，引起证券交易价格或者交易量的异常变动，即订单型操纵（order-based manipulation），或欺骗型订单（spoofing order）。^[50]新《证券法》禁止行为人实施“不以成交为目的，频繁或者大量申报并撤销申报”的行为。^[51]订单型操纵除“频繁报撤单”外，有可能以其他形式出现，如采取虚假订单（fictitious orders）、放弃优先级（giving up priority）、分层报价（layering of bids-asks）以及转换（switches）等策略。

“虚假订单”以及“频繁报撤单”是我国证券市场典型的订单型操纵行为。高频交易者通过在市场交易的一侧挂出虚假订单，然后在另一侧完成订单，并在交易发生后删除原始订单完成操纵过程。例如，行为人先提交盘口价格的大额卖出指令，随后连续提交价格高于最新盘口价的虚假买入指令，制造买方盘口活跃的迹象，诱使更多的买家进入以市价交易。一旦被误导的交易者选择高价买入，操纵者会立即执行之前提交的大额卖出指令，其他虚假的买入指令会被立即撤销。这会导致标的证券的买价断崖震荡到原始水平，被操纵价格呈现“锯齿特征”变化。行为人实施频繁报撤单，误导其他投资者的行为，会使价格被操纵在微小的时间间隔内连续翻转，呈现“小方波震荡”的特征。^[52]

[49] See Cumming D., Johan S., Global Market Surveillance, 10 *American Law and Economics Review*, 454 (2008).

[50] See Cumming D., Zhan F., Aitken M., High Frequency Trading and End-of-day Manipulation, Social Science Electronic Publishing (2012), available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2109920, last visited on Mar. 7, 2020.

[51] 参见《中华人民共和国证券法（2019年修订）》第55条第1款第四项。

[52] 参见姚远、翟佳、曹弋：《基于量化特征的价格操纵行为监测模型研究》，载《系统工程理论与实践》2016年第11期。

订单型操纵利用了市场参与者对订单簿信息的学习过程,市场参与者在做出交易决策时会参考订单簿两侧的相对数量。在不存在幌骗的市场环境下,交易者通过对订单簿价格分布的启发式信念学习 (heuristic belief learning, HBL),可以增加价格发现的效率。当市场中有足够的HBL交易者时,幌骗行为即可以达到操纵价格的程度,并且HBL交易者在幌骗市场环境中的长期存在可能会激励行为人继续实施操纵市场的行为。^[53]

随着电子化交易系统和程序化交易等发展起来的订单型操纵,成为低频程序化交易的监管重点。Lee, Eom 和 Park (2013)^[54]研究了韩国交易所中的欺骗订单,发现欺骗买入订单占有所有买入指令的0.81%。在订单型操纵行为之下,交易者不再是投资者而转变为计算机,交易也不再是股票价格变动所依据的基本单位,潜在的订单即可推动股票价格的变化。股票价格的变动脱离了与经济基本面之间的联系,更多的只是短时间内的波动,最终使以长期投资为本的市场转变为以短期投机交易为重的市场。

(三) 证券法是否应该规制低频程序化交易

高频交易是程序化交易者之间相互竞争与低延迟技术发展的结果,目前交易速度正逐渐提高至毫秒、微秒甚至纳秒级别。对速度的追求推动高频交易者耗资数亿美元进行“军备竞赛”,因为他们只有超过其他交易者获取更好的交易位置和更优的计算能力,才能获得可观的收益。^[55]然而,在交易速度上的过度投资可能并不会提升社会整体福利,反而会导致挤出价值投资的无效率结果。而且,速度不断提升导致高频策略进一步复杂化,无法改善证券市场的微观市场结构。如幌骗策略下,高频交易者将撤销更多的订单。Ye, Yao 和 Gai (2012)^[56]发现转瞬即逝的订单或寿命少于50毫秒的订单对流动性的贡献微不足道,对价格效率也没有什么贡献。另外,速度竞争给低频交易者带来了负外部性。高频交易可能给市场信息流带来了更多的噪音。当前我国的交易收费结构不对取消订单收取任何费用,因此其余交易者在补贴有意撤销订单的高频交易者,实际上等同于从普通交易者向高频交易者的财富转移。不同于高频交易者对于速度的极致要求,投资者利用低频程序化交易的主要目的在于提升交易者的生产力,降低大额订单对市场的影响,增加下单行为的隐匿性,优化交易价格以及简化操作等。因此,支持监管高频交易的论点并不必然适用于低频程序化交易。

现阶段,我国低频程序化交易以套利策略和趋势型策略为主,其中防范滥用低频程序化交易操纵市场应当为程序化交易监管的重点。首先,相较于传统的操纵行为类型,低频程序化交易操纵行为对证券市场造成的破坏更大。低频程序化交易操纵市场行为利用算法策略使操纵过程更加复杂化,没有技术支持的普通投资者难以识别操纵行为且易陷入操纵陷阱中,严重误导了普通投资者的投资判断。低频程序化交易操纵市场行为比传统的操纵行为对普通投资者的损害更大,操纵者获得的额外收益由普通投资者承担。另外,利用不具有成交意图的虚假订单操纵市场的行为

[53] See Wang X., Wellman M., Spoofing the Limit Order Book: An Agent-based Model, Conference on Autonomous Agents & Multiagent Systems (2017), available at <http://strategicreasoning.org/wp-content/uploads/2017/03/spoofing-limit-order.pdf>, last visited on Mar. 7, 2020.

[54] See Lee E., Eom K., Park K., Microstructure-based Manipulation: Strategic Behavior and Performance of Spoofing Traders, 16 *Journal of Financial Markets*, 227 (2013).

[55] See Ye M., Yao C., Gai J., The Externalities of High Frequency Trading, Social Science Electronic Publishing (2013), available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2066839, last visited on Mar. 7, 2020.

[56] 参见前引[55], Ye M., Yao C., Gai J. 文。

使得证券交易价格与交易量的变化从根本上与经济基本面相脱离。操纵者利用市场参与者对订单簿信息的学习完成操纵，与投资判断或者能够表征投资判断的交易行为无关。

其次，监管机关对低频程序化交易操纵市场行为的识别难度较大。低频程序化交易行为具有隐匿性下单的特点，并可以通过算法交易避免被认定为异常交易行为，故低频程序化交易操纵行为难为监管机关识别。同时，随着证券市场的创新发展，盈利模式的多样化，报撤单行为与连续高价买入等操纵行为与正常的投资行为之间的界限较为模糊。另外，我国现阶段对市场操纵的认定仍需结合行为人的主观状态，而程序化交易大多依据策略模型自动化执行或半自动化执行，对行为人主观故意的证明存在一定的难度。

四、低频程序化交易操纵市场的监管建议

程序化交易作为一种交易技术，对证券市场的发展有利有弊。成熟资本市场存在过度运用程序化交易策略的问题，而我国程序化交易以及策略创新仍然处于起步阶段。2015年证券市场的大幅波动引起了人们对程序化交易的担忧。《证券期货市场程序化交易管理办法（征求意见稿）》着眼于对程序化交易的风险防控，体现了“严格管理、限制发展、趋利避害、不断规范”的监管态度。相较于成熟市场，我国对程序化交易的监管控制措施更为严格。市场操纵是程序化交易威胁证券市场健康发展的主要机制，本文综合考虑维护证券市场交易秩序、系统安全与促进证券市场创新发展等价值诉求，认为我国现阶段低频程序化交易的规制应当在守住证券市场交易秩序底线的同时，促进程序化交易的发展。

• 371 •

首先，明确和扩大监管范围。针对利用程序化交易操纵证券市场的行为，可以考虑将“提供程序化交易服务或者从事程序化交易，影响证券交易价格或者证券交易量”的行为明确纳入监管范围。针对利用程序化交易操纵证券市场的行为，应对以下事项予以明确，第一，应当明确幌骗行为的具体行为类型。对此，可借鉴美国对幌骗行为的列举模式，使其包括：（1）提交或取消买单或卖单，使得交易设施的报价系统超负荷；（2）提交或取消买单或卖单，延迟他人的交易执行；（3）提交或取消多样的买单或卖单，制造虚假的市场深度表象；（4）提交或取消买单或卖单，意图制造人为的价格涨跌方向。第二，在明确具体的禁止性行为类型的基础上，同时规定程序化交易操纵行为模式的量化认定指标。^[57]

其次，加强程序化交易的日常监测。在规规定程序化交易者信息报告义务的基础上，重点关注大额交易者的交易行为并建立审查与追踪市场交易行为的实时审计追踪系统。可借鉴美国的“大额交易者报告规则”（large trader reporting rule）与“综合审计追踪系统”（consolidated audit trail）。每个大额交易者都拥有一个唯一的身份编码，以该种方式帮助监管机构快速识别关键性的市场参与者，并收集交易活动的数据。^[58]当证券市场发生异常波动时，能够分析大额交易者的交易行为对市场的影响。另外，审查与追踪市场交易行为的实时审计追踪系统，既应当包括对交易价格和交易量的监测，还应当对其撤单情况及交易报价进行监测。实时审计追踪系统不仅能

[57] 参见谢杰：《跨市场操纵的经济机理与法律规制》，载《证券市场导报》2015年第12期。

[58] 参见〔美〕萨尔·阿努克、〔美〕约瑟夫·萨鲁兹：《华尔街数据大盗·高频交易的罪与罚》，刘飏译，人民邮电出版社2014年版，第76页。

够帮助监管部门获得交易信息,及时发现异常交易行为,还能够提供行为人的违法证据。

最后,明确程序化交易主体的责任并加大对违法行为的惩处力度。无论是程序化交易、高频交易还是算法交易,其本质都只是一种交易方式的创新。技术本身不会给市场带来风险,但是使用技术的人可能从事违法活动。新型交易技术的发展,一方面使得交易更加精准,另一方面也更容易触发系统性危机。但是无论是设计研发、滥用程序化交易模型操纵或扰乱市场秩序的行为,还是人工下单的失误操作导致系统性风险的行为,都不应该忽视计算机背后的市场参与者的行为。应规范市场参与者的行为,包括程序化交易者、证券公司、交易所、行业协会等,形成对程序化交易行为的内部监督与外部监督。新《证券法》对操纵证券市场行为的处罚由原来“一倍以上五倍以下的罚款”^[59]变更为“一倍以上十倍以下的罚款”^[60]。采取程序化交易影响证券交易所系统安全或者证券交易秩序的,处以五十万元以上五百万元以下的罚款。^[61]上述规定只是增加了纸面上的法律责任,还需要提高证券执法的力度,提高违法违规行为的成本,抑制利用程序化交易操纵市场的行为。低频程序化交易操纵市场行为隐性性强、技术含量高,依靠私人执行,威慑犯罪的成本高,且实施难度大,难以达到威慑犯罪的目的。^[62]然而,相较于私人执行,公共执行更具专业性、规模经济和信息优势,可以有效降低执行法律的成本。^[63]在对低频程序化交易操纵市场行为的监管中应当充分发挥公共执行的优势。

Abstract: Program trading has developed very fast and its market share has been growing exponentially recently. It has reached a relatively mature stage in Europe and the United States, but still young in China. Due to the special institutional endowment of China's securities market, the program trading is still in the form of low frequency, and takes the form of arbitrage and momentum strategies. Based on of the analysis of the typical models of low-frequency program trading market manipulation in the setting of the new Securities Law, the regulatory proposal to prevent the abuse of program trading are as follows. Firstly, clarifying and expanding the scope of regulatory supervision to all program trading, and setting quantitative threshold indictors. Secondly, strengthening the daily monitoring of program trading, and focusing on the trading behavior of large traders, and establishing a real-time audit system to review and track market trading behavior. Finally, setting the regulatory obligations and increasing the penalties for infringements.

Key Words: low-frequency program trading, high-frequency program trading, market manipulation Securities Law

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)

[59] 参见《中华人民共和国证券法(2014年修正)》第203条。

[60] 参见《中华人民共和国证券法(2019年修订)》第192条。

[61] 参见《中华人民共和国证券法(2019年修订)》第190条。

[62] 参见徐文鸣:《证券民事诉讼与投资者赔偿——基于虚假陈述案件的实证分析》,载《山东大学学报》(哲学社会科学版)2017年第3期。

[63] 参见徐文鸣:《美国“多层次”证券法公共执法制度的实证分析》,载《经贸法律评论》2019年第5期。

证券交易所自律管理行为的司法审查标准 ——评叶伟钢诉新加坡证券交易所案

张 红*

内容提要：现代公共管理不再由政府部门和法定机构大权独揽，未经公法授权的私人机构亦能占据一席之地。一些机构的公法职权与私法职权界限日渐模糊，导致难以判断这类机构实施的行为究竟属于公法范畴还是私法范畴。新加坡证券交易所即属于此种情况的机构。叶伟钢诉新加坡证券交易所案是一个具有里程碑意义的案件，新加坡高等法院通过此案确立了司法审查中的渊源标准与实质标准。即使决策机构未经公法授权，但只要该机构在事实层面上履行了公共职能，其决策就可能需要受到司法审查。叶伟钢诉新加坡证券交易所案中确立的司法审查标准，对于讨论我国证券交易所自律管理行为的行政可诉性问题具有借鉴意义。

关键词：公法职权 渊源标准 实质标准 证券交易所

• 373 •

成立于1973年5月24日的新加坡证券交易所（以下简称“新交所”），是一个由9人经营委员会督导的自律组织，采取会员制，原来由公司注册局（ROC）管理，1984年转由新加坡金融管理局（MAS）管理。新加坡金融管理局不仅监督证券市场运作亦参与整体市场政策的制定，但不牵涉新交所的日常议题及运作，换言之，新交所是在新加坡金融管理局的管理下运作。2001年10月5日，新加坡国会通过《证券与期货法》（Securities and Futures Act，简称SFA），首次将原有的诸如《证券业法》《期货交易法》以及《交易所法》部分条文等并入同一全新的法律之中，并在第二章对证券及期货交易所之设立、市场运作之规范等作出了规定。新交所也依据《新加坡证券交易所规则》（Rules and By-Laws Regulation of Stock Exchange of Singapore，简称《新交所规则》）对证券交易活动进行自律监管。

新交所开展自律监管的活动是否属于法院司法审查的范围，在其公法职权与私法职权界限日渐模糊的背景之下，成为司法审查中的一大难题。叶伟钢诉新交所案^{〔1〕}是一个具有里程碑意义

* 张红，北京师范大学法学院教授。

〔1〕 Yeap Wai Kong v. Singapore Exchange Securities Trading Ltd [2012] SGHC 103.

的案件，新加坡高等法院通过此案确立了司法审查中的渊源标准与实质标准。

一、新加坡司法审查的基本情况

新加坡遵循“宪法至上”原则，宪法是国家政治法律制度的基石。新加坡宪法对行政法有以下三个层次的影响。第一，宪法规定政府的基本结构，明确司法部门是政府框架下一个中立、自主的分支，司法部门有权平等参与公共管理。第二，宪法是行政法的基础和上位法。宪法第四部分约束了行政权在公共管理中的权限，行政机关在决策过程中必须慎重，任何可能损害基本自由的行政决议都将受到司法审查。新加坡视宪法为最高立法权威，依据法律位阶确认法律效力层级，但司法部门在识别何者为上位法时应当综合考虑立法背景等多重因素，且不应忽视默认的宪法原则。第三，宪法中没有司法审查制度的具体规定，但宪法规定可以援引普通法原则，其中包括自然公正原则等行政法原则。宪法授予司法部门的权力中包括运用普通法原则，在完善司法审查制度的过程中，宪法为具体制度建设提供合理的、大方向上的指引。^{〔2〕}

法院通过司法审查制度，实现维护法治的职能。司法部门以“合法性原则”为基准，审查行政执法行为是否僭越法律权限，进而维护宪法权威。新加坡普遍接受的司法规则是：只有公法（即宪法、成文法及附属立法^{〔3〕}）授予决策权的决策机构所作出的决定才可能受到司法审查，此类决定一旦生效即成为行政命令或行政禁令的效果。^{〔4〕}一般而言，法院可以直接判断一项行政决定是否应受到司法审查：法院必须审查被告人作出决定（即原告人质疑的决定）的权力来源（即“来源审查”），如果有成文法或附属法例明文规定有关权力来源，则该项决定可能会受到司法审查。^{〔5〕}

然而，现代公共管理不再由政府部门和法定机构大权独揽，未经公法授权的私人机构亦能占据一席之地。一些机构的公法职权与私法职权界限日渐模糊，导致难以判断这类机构所做决策究竟属于公法范畴还是私法范畴。新交所即属于此种情况的机构。何种情形下可对兼具公、私法人两重性质的决策机关进行司法审查，堪称行政法中的一大难题。

二、叶伟钢诉新交所案及其争点

2012年新加坡高等法院作出的“叶伟钢诉新交所案”（以下简称“叶伟钢案”）判决，延续了新加坡近年来的司法趋势，认可现代司法扩展司法审查的角色。“叶伟钢案”判决结果显示决策机构的诸多职能渐趋复杂化。

〔2〕 See Chen Zhi da, The Nature of Judicial Review in Singapore, 31 *Singapore Law Review*, 332 (2013).

〔3〕 参见威尼斯—辛普伦东方快车集团案重审，[1994] 2 SLR (R) 664；[1994] SGHC 154 第29段，引用公务员工会诉公共事务部长案 [1985] AC 374 第408-9段，在这份意见中，迪普洛克勋爵认为，“当前，决策权的最终来源几乎均为成文法或其附属立法”，“私人之间的协议不视作‘公法’管辖的对象”。

〔4〕 参见公务员工会诉公共事务部长案 [1985] AC 374 HL (Eng) 第408-9段；公共服务委员会诉赖瑞林案 [2001] 1 SLR (R) 133；[2001] (SGCA) 5 第41段，引用女王诉并购专案组达特芬单方案 [1987] 1 QB 815 (CA) 第847段。

〔5〕 参见陈志达：《论针对新加坡证券交易所公开谴责权的司法审查——叶伟钢诉新加坡证券交易所案》，载《新加坡法律评论》2012年第3期，第565页。

（一）基本案情

原告叶伟钢，案发时任中国天宇化纤有限公司（以下简称“天宇公司”）非执行董事、独立董事及审计委员会委员。天宇公司注册于开曼群岛，并于新交所主板上市。2011年4月，新交所发现天宇公司财务报表异常，要求该公司提供有关确切信息。新交所随后重申要求天宇公司说明相关信息，但始终未获答复。2011年8月23日，新交所向天宇公司及其董事会递交指示述因函（show-cause letter），信函申明由于没有履行信息披露义务，天宇公司已违反上市规则。指示述因函明确说明新交所行将对天宇公司进行公开谴责，并请该公司就未及时披露信息一事作出说明。2011年11月3日，新交所向天宇公司董事会下达书面指令，要求该公司向新交所提交指定文件，并要求天宇公司任命特别审计机构进行审核。然而，天宇公司并未服从该两项指令。

2011年12月16日，新交所公开谴责天宇公司所有董事，其中包括叶伟钢。叶伟钢继而申请离职并获得批准，此后他申请撤销新交所发布的公开谴责告示（以下简称“新交所谴责公告”）。

（二）主要争点

本案中，叶伟钢提出两个主要争点：第一，新交所公开谴责的行为是否应受司法审查；第二，新交所是否应遵从自然正义原则，给予叶伟钢公平听证的机会。

1. 新交所公开谴责的行为是否应受到司法审查

关于这一争点，法院认为必须综合运用渊源标准与实质标准来判断一项机构的决定是否应受到司法审查。在渊源标准下，倘若成文法或下位法授予决策机构相应决策权，则该机构具备公共性质，因此所作决定可能会受到司法审查。另一种完全相反的情况是，如果该机构决定的约束力完全源自于合同约定，则该机构不应受到司法审查。实质标准则适用于上述两种极端情况的中间地带，如果某一机构的权限范围包括履行公共职能，或某一机构行使职权时产生公法效果，都有可能

导致该机构接受司法审查。关于何时适用实质标准，法院通过审理“叶伟钢案”说明非法定机构也有可能履行公共职能，并因此受到司法审查。判断某一机构是否具备公共职权并因此而受到司法审查，应当考量下列因素：（1）该决策机构在政府管理体系中的参与程度；（2）成文法对该项职能的认可与支持程度；（3）该项职能的实质。在“叶伟钢案”中，法院对上述三个因素逐一进行审查，并得出结论认为新交所谴责权经实质标准审查，应当定性为公共职权，故可以受到司法审查。

2. 新交所是否应遵从自然正义原则而给予叶伟钢公平听证的机会

法院在“叶伟钢案”中认为，纵然普通法规定为实现程序正义至少应进行公平听证、不可存在偏见，但并没有统一规定如何进行公平听证。公平听证的举行应当依据决策的实质和内容。

法院基于“女王诉内政部国务大臣杜迪单方案”〔6〕的判决思路得出结论：如果上市公司董事没有遵守交易所规则披露重要信息，而及时准确地披露该信息又至关重要，此时进行公平听证，必须将提案通知当事人本人，并且要在最终决策前给予当事人机会进行陈述。由此，“叶伟钢案”的争点转变为新交所是否充分通知叶伟钢本人面临谴责和整个事态的发展，以及叶伟钢是否获得进行自我陈述的机会。

从此方面入手，法院留意到叶伟钢任天宇公司审计委员会委员，新交所交予天宇公司首席财

〔6〕 R v. Secretary of State for the Home Department; Ex p Doody, [1994] 1 AC 531.

政官的所有相关电子邮件、信函和指令文件都向叶发送过副本。此外，2011年8月23日，叶伟钢也通过电子邮件收到天宇公司董事会接收的指示述因函，指示述因函明确指出涉案的具体公司公告，并阐述天宇公司不披露及误导性披露行为所违反的上市手册中的具体规则。指示述因函最后说明新交所有意发布公开谴责，同时保留必要时采取进一步措施的权利。叶伟钢此前辩称指示述因函仅呈送给公司，但并未呈送给作为董事的个体身份的他本人，法院否定叶伟钢的这一辩词。显然，指示述因函送交公司董事会，这必然是指送交给全体董事，亦可知每位董事都收到此函。

在事实层面上，天宇公司全体董事均收到明确通知称新交所拟对其进行公开谴责，同时新交所也充分阐明谴责的原因和细节。此后六个月内天宇公司始终未进行信息披露，也未履行新交所的后续指令。此外，经董事会批准的公司公告表明天宇公司拒绝准确披露重要信息。在此期间内，叶伟钢作为董事和审计委员会委员与新交所直接进行沟通，有充分的机会进行解释、说明。

法院另补充，如果2011年8月23日指示述因函送达天宇公司时，出现函件与公司批准发布的公告、公司与新交所的沟通结果不符的情况，该公司股东完全有机会做出个人说明。然而，没有可查证据显示天宇公司各位股东认为有必要遵从指示述因函及新交所的后续指令。

综上所述，法院得出结论：鉴于天宇公司确实收到新交所拟对其进行谴责的通知及全案所有细节，同时在2011年8月至12月间有充分的机会进行说明，可以断定新交所已给予天宇公司充分且实质的机会进行公平听证。

三、司法审查的标准

“叶伟钢案”是一个具有里程碑意义的案件，新加坡高等法院通过此案确立了司法审查中的渊源标准与实质标准。

（一）司法审查的渊源标准

公法权力与约定权力（即通过仲裁协议形成的权力^{〔7〕}）之间有所区别。惯常做法是：如果权力经法律授权，则可以对所作决定进行司法审查；^{〔8〕}而个人约定权力通常不会受到司法审查^{〔9〕}。司法审查重在保障公共管理的“善治”，^{〔10〕}司法权威源于公共治理中各方的共同意愿^{〔11〕}。即使

〔7〕 参见公共服务委员会诉赖瑞林案 [2001] 1 SLR (R) 133; [2001] SGCA 5 第 41 段，引用女王诉并购专案组达特芬单方案 [1987] 1 QB 815 (CA) 第 847 段。需说明此处涉及该机构参与的具体交易，例如新加坡 UDL 船业个人有限公司诉裕廊镇集团案 [2011] 3 SLR 94; [2011] SGHC 45，该案中裕廊镇集团（法定委员会）行使土地租赁权，其实是一种私人行为，不应受到司法审查。根据赖法官在第 57 段的解释，“这种租赁行为其实不外乎是一种私人行为”。

〔8〕 参见公共服务委员会诉赖瑞林案 [2001] 1 SLR (R) 133; [2001] SGCA 5 第 41 段，引用女王诉并购专案组达特芬单方案 [1987] 1 QB 815 (CA) 第 847 段；ACC 诉所得税审查署案 [2010] 1 SLR 273; [2009] SGHC 211 第 48-50 段；方欣卓案重审 [1991] 1 SLR (R) 774; [1991] SGHC 54 第 17-18 段，该案中（时任）法官陈赛康解释道“对禁令的检验标准在于，涉案仲裁庭是否在履行公共义务……，总长本身是授命依法履行公共义务的公职人员”。

〔9〕 参见新加坡 UDL 船业个人有限公司诉裕廊镇集团案 [2011] 3 SLR 94; [2011] SGHC 45 第 56 段；ACC 诉所得税审查署案 [2010] 1 SLR 273; [2009] SGHC 211 第 19 段；叶伟钢诉新交所案 [2012] 3 SLR 565 第 16 段；女王诉并购专案组达特芬单方案 [1987] 1 QB 815 (CA) 第 847 段，该案中劳埃德大法官认为，“反之，倘若决定权渊源在于私人间缔结的合约（例如私人仲裁的情形），显然，仲裁机构不应受到司法审查”。另见麦克琳恩：《论合同法和行政法的本质属性》，载《哈佛法律研习杂志》2004 年第 1 期，第 24 页。该文旨在阐述政府作为法律约束对象时，行政法与合同法的区别。关于合同法或侵权法上针对政府的诉讼，参见《政府程序法令》第 121 章（新加坡 1985 年修订版）。

〔10〕 参见陈赛康：《司法审查——质疑与认同》，22 *Sing Ac LJ*, 469-472 (2010)（补充强调）。

〔11〕 参见女王诉并购专案组达特芬单方案 [1987] 1 QB 815 (CA) 第 847 段；公共服务委员会诉赖瑞林案 [2001] 1 SLR (R) 133; [2001] SGCA 5; 叶伟钢诉新交所案 [2012] 3 SLR 565 第 16 段。

滥用约定权力（例如雇佣合同解除权）对个体法律权利造成损害，该权力依然不会受到司法审查。^{〔12〕}与此相反，内部裁判庭履行自治权力，该权力并非源自于合同约定且会产生公法效果，例如影响个体后续发展，因此可以对其进行司法审查。

在“叶伟钢案”中，皮莱法官指出，“只有当决策机构的决策权仅源于双方明示或默示的合同约定时”，所作决策不会受到司法审查。^{〔13〕}即使行使约定权力会影响个体合法权利，但因为此时权力源于合同双方的合意，所以并不会受到司法审查。不过，倘若受到影响的法律权利至关重要（例如财产权或谋生权），司法部门可能会以自然公正原则审查合同。

法院驳回对约定权力进行司法审查的诉请，“公共服务委员会诉赖瑞林案”就是一例。^{〔14〕}在该案中，原告人赖瑞林请求撤销公共服务委员会终止赖瑞林聘期并延长其见习期的决定。上诉法院认为不对公共服务委员会的决定进行司法审查，因为公共服务委员会仅在行使双方签订的雇佣合同所规定的任免权。本案与“社交俱乐部案”形成对比：社交俱乐部的自治权源于俱乐部和会员私下订立的合同，因此并不会受到司法审查，^{〔15〕}但司法部门仍可以基于自然公正原则审查合同^{〔16〕}。

与“公共委员会诉赖瑞林案”^{〔17〕}相似，社交俱乐部的自治权是否会受到司法审查存在不确定性。但可以确定的是，上诉法院在“凯瑞平诉新加坡岛乡村俱乐部案”^{〔18〕}判决中认为，该案不符合《法院规则》第53条法则规定应提交司法审查的情形，而是一宗违约之诉。第一，要求司法审查的诉请中不可含混私权救济，例如不可请求损害赔偿。在“凯瑞平诉新加坡岛乡村俱乐部案”中，诉讼通过一般的初始令状程序进行，由上诉法院作出赔偿判决。第二，由于新加坡岛乡村俱乐部是私人俱乐部，“显然不具有任何公法职能”，在此情形下不能适用司法审查。该俱乐部通过订立合同与会员建立法律关系，会员的权利由合同规定，俱乐部章程和规章对此亦有规定。高等法院在“哈龙·宾·孟迪诉新加坡业余田径协会案”^{〔19〕}中也采取上述判决思路。高等法院认为新加坡业余田径协会并非公权力机构，而是“与有限公司非常近似的私营机构”。因此，这场诉讼的“真实面目”是违约之诉。马来西亚、英国、澳大利亚法院均采用过同样的判决思路。

虽然合同约定产生的自由裁量权不会受到司法审查，但任何合同都以明示或默示方式涵盖自然公正原则。因此在涉及个体权利和发展时，应当遵从法律和公共政策要求进行听证。尤其要注意，自然公正原则的具体内涵因案情而异，自由裁量权的权限范围、受影响权利或利益的实质等

• 377 •

〔12〕 参见女王诉律师联合委员会帕西瓦尔单方案 [1991] 1 QB 212 第 228-9 段（律师联合会职业行为委员会）；女王诉并购专案组达特芬单方案 [1987] 1 QB 815 (CA) 第 847 段；公共服务委员会诉赖瑞林案 [2001] 1 SLR (R) 133；[2001] SGCA 5；叶伟钢诉新交所案 [2012] 3 SLR 565 第 16 段。

〔13〕 参见叶伟钢诉新交所案 [2012] 3 SLR 565 第 13、16 段。

〔14〕 [2001] 1 SLR (R) 133；[2001] SGCA 5。

〔15〕 参见凯瑞平诉新加坡岛乡村俱乐部 (2008) SGHC 143 第 31-33 段；乔丽安：《新加坡行政行为司法审查之理论与实务：趋势与展望》，其合作者还包括杨桐民 (Yeo Tiong Min)、汉斯·蒋 (Hans Tjio) 以及汤杭伍 (Tang Hang Wu)，载《2011 年 SAL 大会：2006 年至 2010 年间新加坡法律制度建设——趋势与展望》，新加坡学术出版社 2011 年版，第 739 页；J. R. S. 福布斯：《法庭正义》，联邦出版社 2010 年版，第 21-51 页。

〔16〕 参见海荣·宾·孟迪诉新加坡业余田径协会 [1991] 2 SLR (R) 494；[1991] SGHC 127 第 23 段，引用于赖瑞林诉新加坡岛乡村俱乐部 [2008] SGHC 143 第 32 段；斯坦斯菲尔德集团诉新加坡消费者协会 [2011] 4 SLR 130；[2011] SGHC122 第 114-115 段。

〔17〕 Public Service Commission v. Lai Swee Lin Linda [2001] 1 SLR (R) 133；[2001] SGCA 5。

〔18〕 Kay Swee Pin v. Singapore Island Country Club [2008] SGHC 143。

〔19〕 Haron bin Mundir v. Singapore Amateur Athletic Association [1991] 2 SLR (R) 494；[1991] SGHC。

因素都应考虑在内。因此，即使社交俱乐部内部仲裁庭只是对会员行使私下约定权力，司法部门仍然要确定俱乐部纪律仲裁组已遵守自然公正原则。

此外，亦有说法认为基于行政法原则的考量，合同约定的自由裁量权也有可能受到审查，不过新加坡是否应采取这种观点尚无定论。无论如何，由于权利客体、执行程序、救济方式均有差异，合同法下审查约定的自由裁量权应当与行政法下的司法审查显著区分开来。

（二）司法审查的实质标准

1. 实质标准的确立

实质标准是法院在进行司法审查时，认为非法定机构如果履行了公共职能，则应当接受司法审查。

在“叶伟钢案”中，皮莱法官通过采用实质标准判断新交所谴责令是否应定性为履行公共职能，继而决定是否应提交司法审查。在判决中，皮莱法官追溯到英格兰实质标准制度的发展历程，并分析英国最初关于该制度的两宗案件——“女王诉刑事伤害赔偿委员会莱恩单方案”^[20]“女王诉收购并购专案组达特芬单方案”^[21]。皮莱法官认为实质标准的发展历程表明，普通法延绵不衰的要义在于随公共治理的变化而不断自我调整，从中贯彻法治精神。

实质标准最初产生于“女王诉收购并购专案组达特芬单方案”，在该案中法院已经认可实质标准。^[22]不过“叶伟钢案”之前的案件仍然只适用渊源标准，即：经公法授权的决策机关就可能受到司法审查。^[23]赖法官（Lai J）在“UDL 船业（新加坡）私人有限公司诉裕廊镇集团案”的判决中承认了这一点。然而，赖法官继而澄清，在“公共服务委员会诉赖瑞林案”中，上诉法院的判决并不意味着渊源标准是导致司法审查的唯一标准。上诉法院认为公共服务委员会仅本着公共管理和服务的宗旨进行决策，并未履行公共义务亦未行使公法权力，因此赖法官认为上诉法院在该案的判决中适用了实质标准。这一看法着实耐人寻味。此外，赖法官还认为“UDL 船业（新加坡）私人有限公司诉裕廊镇集团案”中，实质标准是驳回司法审查诉请的又一依据。

2. 实质标准的适用

关于何时适用实质标准，皮莱法官认为要判断新交所谴责权是否能定性为公共职权，需要考虑的因素包括：立法及监管现状、成文法依据以及谴责权的实质。^[24]在“叶伟钢案”中，法院认为：

第一，新交所是当前证券、期货市场立法及监管的重要参与者。新交所作为“上市交易所和一线监管机构，承担多种监管职能，旨在建立、完善公平、有序、透明的市场环境和安全、高效

[20] R v. Criminal Injuries Compensation Board, Ex Parte Lain [1967] 2 QB 864.

[21] R v. Panel on Takeovers and Mergers, ex parte Datafin plc [1987] 1 QB 815 (CA).

[22] 参见新加坡 UDL 船业个人有限公司诉裕廊镇集团案 [2011] 3 SLR 94, [2011] SGHC 45 第 49 段，引用女王诉并购专案组达特芬单方案 [1987] 1 QB 815 (CA) 第 847 段；ACC 诉所得税审查署案 [2010] 1 SLR (R) 133; [2001] SGCA 5 第 41 段；叶伟钢诉新加坡证券交易所案 [2012] 3 SLR 565 第 9-14 段。

[23] 参见公共服务委员会诉赖瑞林案 [2001] 1 SLR (R) 133; [2001] SGCA 5 第 41 段；ACC 诉所得税审查署案 [2010] 1 SLR 273; [2009] SGHC 211 第 19-20 段。

[24] 参见叶伟钢诉新交所案 [2012] 3 SLR 565 第 8、28 段；克莱夫·李维斯：《公法中的司法救济》，斯威特与麦斯威尔出版社 2009 年版，引用于叶伟钢诉新交所案 [2012] 3 SLR 565 第 15 段。

的结算系统”^[25]。此外，新交所是依据《证券期货法》第16部分规定、获得正式批准的交易所，为履行《证券期货法》规定的义务，新交所应当：顾及投资大众的利益；维护行业规则与挂牌规则，形成能够保障市场公平、有序、透明的制度规则；强制执行行业规则与挂牌规则。根据《证券期货法》，新交所作为获准成立的交易所必须履行多种义务，包括维护、执行行业规则和上市规则从而提供公平、有序、透明的证券市场，以及监管交易所成员。^[26]此外，法院也会签发禁令要求公司或其关联人强制履行新交所的行业规则和上市规则。^[27]

第二，关于是否有成文法明确授予新交所谴责权，法院认为新交所在上市公司未遵守《新加坡证券交易所上市手册》（以下简称《上市手册》）的情况下，公开谴责该上市公司董事的权力源自于《上市手册》第720（4）条规定。该手册系新加坡金融管理局（MAS）依据《证券期货法》第23部分制定并批准颁行。法院斟酌了新交所对上市公司董事进行公开谴责在国内、国际两个层面的潜在影响，包括形成负面商业形象、影响该公司对其他上市公司董事会及董事的长期服务、波及其他职业服务及金融服务资格执照。

第三，新交所谴责权实质上属于公共职能。皮莱法官说明新交所以“一线证券监管机构”的身份公开谴责上市公司董事，会在金融业及公司相关行业产生影响，包括“贬损该公司商誉、影响该公司对其他上市公司董事会及董事的后续服务，以及其他专业、金融服务资质”^[28]。

皮莱法官采取与英国上诉法院审理“女王诉并购委员会达特芬单方案”时相似的判决思路。该案中，英国上诉法院认为应当扩大司法审查的范围，将以履行公法职权为目的的实际权力纳入其中。作出这一判断的理由有二：第一，法院认为民营机构履行公法职权，实际上是“将公权力下放于无形”，但是“纵然遁于无形，权力本身仍是权力”。故并购委员会其实承担着意义重大的公众责任，即监管并购市场。第二，虽然并购委员会未经法律授权，但可以实际、间接地处罚监管对象，因此并购委员会其实“大权在握”。并购委员会虽未经公法授权，但归根结底具有公法职权。

正如皮莱法官在“叶伟钢案”中的阐述，判断“新交所是否具有公法职能、原则上相关职能是否会导致该机构受到司法审查”，需要考虑多重因素，例如立法及监管现状、成文法依据、相关职权的实质等。^[29]就此而言，法院揣度行使权力的初衷应是为履行公众职能。

皮莱法官虽然详细阐述了实质标准下构成公共职权的必要条件，但并未提及公共职权是否必须产生公共影响，比如对个体权利产生直接或间接的负面影响。通常认为法院应当查明该机构职权是否影响公众利益，这是适用实质标准必不可少的环节。其实，在两个案件的判决中，查明决定后果都起到至关重要的作用。在“叶伟钢案”中，皮莱法官指出新交所谴责权会带来金融及行业影响，因此会间接影响个体日后的谋生权。“女王诉并购委员会达特芬单方案”与本案相映成趣，英国上诉法院指出并购委员会借助其他法定机构的权力，可以以处罚形式进行制裁，因此并购委员会能够间接影响公民的合法权利。在两案中，民营机构履行公共职能均会影响个体权利。

[25] 叶伟钢诉新交所案 [2012] 3 SLR 565 第20段。

[26] 参见《证券期货法》第289章（2006年修订版），第16部分第1条第5项。

[27] 参见叶伟钢诉新交所案 [2012] 3 SLR 565 第21段。

[28] 叶伟钢诉新交所案 [2012] 3 SLR 565 第25、27段。

[29] 参见叶伟钢诉新交所 [2012] 3 SLR 565 第15段。

在机构履行实际权力可能对个体合法权利造成深重影响的情况下，以实质标准审查该机构职权的公共后果在所难免，不过可能存在更有力的依据支持对其进行司法审查。鉴于司法审查职能旨在提升公共管理水平，实现“宪法、主体法律、附属法律及普通法所保障的”个人法律权利，不论这份权利究竟源于普通法、成文法，抑或宪法，司法部门都应当适当干涉，使个体合法权利免于民营机构的侵害。民营机构在行使职权时可能会滥用实权，而这些职权本应受到公法调控。

四、“叶伟钢案”的意义及其借鉴

（一）“叶伟钢案”的意义

“叶伟钢案”的判决确立了实质标准，这一进展值得称道，反映出普通法的勃勃生机。皮莱法官认为，普通法的活力在于面对日新月异的公共治理领域，普通法仍可以通过自我调适从而维护法治，实质标准的发展就是例证。^{〔30〕} 该案同时也反映了司法部门如何完善普通法框架下的司法审查制度。司法部门为履行职能（即推行善治）有权自主发展司法审查制度，^{〔31〕} 其中包括扩大司法审查的适用范畴，以便保护受机构公共职权影响的私权。在完善普通法框架下的司法审查制度时，司法部门必须以广大公众利益为基本方向。因此，即使决策机构未经公法授权，但只要该机构在事实层面上履行了公共职能，其决策就可能受到司法审查。行政、监管职权本应受公法规制、由国家履行，由于在实施过程中行政监管职权具有强制性，司法部门必须介入以保护个体的合法权利。

此外，鉴于公共管理领域不断变化发展，新加坡启用实质标准势在必行。如今，受制于行为守则、管理手册的民营机构越来越多地参与行使公共职权，与之相比，经成文法及附属法规授权的法定机构显得逊色。一般而言，民营机构未经公法授权，所以所作决策并不会受到司法审查。正因为如此，司法权更应当扩大司法审查的适用范围，涵盖行使实权会产生公法效果的情形。既然国会能够授权民营机构行使公法职权，司法机关具有相同的宪法权力，理应有权审查民营机构履行公法职能的强制性权力。由此观之，皮莱法官直面新加坡公共管理领域的变化发展是迎接挑战的正确态度。

“叶伟钢案”判决推动新加坡在行政法领域迈进了一大步。一方面，该案承认当前需要完善司法审查的普通法原则，以便应对公共管理领域的变化，可以确保新加坡行政法不会与现实脱节而成一纸具文；另一方面，皮莱法官的判决思路从侧面说明，普通法系国家发展司法审查制度，必须在合宪的前提下使之与上位法保持一致，从而推动新加坡进一步建设有章可循、条理清晰的行政法体系。^{〔32〕}

（二）对我国的借鉴

我国2019年修订的《证券法》第96条规定：“证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所为证券集中交易提供场所和设施，组织和监督证券交易，实行自律管理，依法登记，取得法人资格。”第99条第1款规定：“证券交易所履行自律管理职能，应当遵守社会公共利益优

〔30〕 参见叶伟钢诉新交所案 [2012] 3 SLR 565 第16段（补充强调）。

〔31〕 参见前引〔10〕，陈赛康文，第469页。

〔32〕 参见前引〔2〕，Chen Zhi da文，第342页。

先原则，维护市场的公平、有序、透明。”

事实上，证券交易所除了为证券集中交易提供场所和设施外，还承担着组织和监管证券交易、实行自律管理的责任。自沪深证券交易所建立以来，以交易所为被告的诉讼案件时有发生。近年来，我国证券交易所市场监管行为所引发的诉讼纠纷，特别是针对交易所自律管理行为而提起的诉讼，日益增加。这些诉讼，既包括民事侵权诉讼，也包括行政诉讼。在较早的一段时期内，交易所因权证创设等曾涉及一些诉讼，质疑交易所业务规则的合理性、交易所同意创设权证的正当性，同样针对的是交易所的自律管理活动。包括最高人民法院在内的法院系统，均将相关案件纳入民事诉讼进行审理，并确立了“司法有限介入”“善意监管免责”等审判理念。

值得注意的是，针对证券交易所的行政诉讼案件有明显增多的趋势。许多问题长期困扰着证券交易所，也同样困扰着法院，包括：证券交易所能否被界定为行政法学理论上的“法律法规授权的组织”；证券交易所作为自律管理组织，其实施的哪些行为具有行政可诉性；行政诉讼、民事诉讼的不同诉讼性质对证券交易所自律管理有何深层次的影响；从证券交易所本身固有的市场功能角度来看，行政诉讼与民事诉讼何者更为合理；等等。或许“叶伟钢案”所确立的司法审查标准，能为我们提供一些借鉴。

Abstract: Modern day public administration is no longer performed solely by government departments and statutory bodies but also private bodies which are not empowered by public law. As a result, it is necessary for the Judiciary to develop the common law principles on judicial review in order to meet the challenges presented by the changing public governance landscape. In Singapore, this development was led by Pillai J in the High Court decision of *Yeap Wai Kong v Singapore Exchange Securities Trading Ltd*. In this case, the High Court used the nature test and source test to determine if the decision of a party is susceptible to judicial review. The decision in *Yeap Wai Kong v. Singapore Exchange Securities Trading Ltd* came as a clear affirmation of the nature test in Singapore. Even if the decision-making body is not authorized by public law, its decision-making may need to be subject to judicial review as long as it performs its public functions at the de facto level. The judicial review standards established in the case of *Yeap Wai Kong v. Singapore Exchange Securities Trading Ltd* are of significance for discussing the issue of administrative litigation of the self-regulatory behavior of China's stock exchange.

Key Words: public law authority, source test, nature test, stock exchange

双重股权架构的域外经验与中国应对

张 巍*

内容提要：双重股权架构在美国已经有数十年的实践历史，近年来，亚洲各个冀望迅速推动本地高新企业成长的法域纷纷改变其既往立场，吸纳同股不同权公司上市。2018年，中国香港和新加坡率先在本地区实现了这种规则转变，而中国新设立的科创板也已经允许上市公司采用双重股权架构。中国引进双重股权结构应当谨慎行事，如需引进可以以中国香港规则作为基础，摒弃其适于寻租之内容，并增加定期日落规则。

关键词：双重股权架构 同股不同权 股东短视主义 代理人成本 日落条款

一、引言

双重股权架构俗称同股不同权，在美国已经有数十年的实践历史，而在世界其他地方，以往大多不接纳这种特殊的股权架构——无论是在法律上明确禁止，还是在实践中不受青睐。然而，随着美国高科技企业的迅猛成长，尤其是2004年谷歌上市之后，此类在美上市的企业多采双重股权架构，于是，亚洲各个冀望迅速推动本地高新企业成长的法域纷纷改变其既往立场，吸纳同股不同权公司上市。2018年，中国香港和新加坡率先在本地区实现了这种规则转变，而中国新设立的科创板也已经允许上市公司采用双重股权架构。

引进同股不同权，站在宏观角度的立法者或许期待以此助力高新科技企业的成长，而站在微观角度的各证券交易所则大概期待吸引来更多的企业上市，由此也令自身得益。不过，从美国的经验看，最直观的证据似乎并不能为这两种期待背书。就助力高新科技企业成长而言，2018年以预期收入计美国最大的十家科技类上市公司中只有Alphabet（Google的母公司）和Facebook两家具具有双重股权架构，而以预期收入增长率计，成长速度位列前五的还是只有这两家公司。美

* 张巍，新加坡管理大学法学院助理教授。

国最大和成长最快的科技类上市公司排名请见表 1。也就是说，美国最大、发展最快的高科技企业中，多数没有采用同股不同权。

表 1 美国最大和成长最快的科技类上市公司

前十大公司 (以 2018 年度预期收入计)			前五大高速发展公司 (以 2018 年度预期收入增长率计)	
排名	名称	收入 (单位: 10 亿美元)	名称	增长率 (单位: %)
1	Apple	273.3	Facebook	34
2	Amazon	228.7	Amazon	29
3	Alphabet	131.3	Alphabet	19 (并列第四)
4	Microsoft	106.4	Apple	19 (并列第四)
5	IBM	78.8	Microsoft	10
6	Intel	63.8		
7	Hewlett-Packard	54		
8	Facebook	53.8		
9	Cisco	48.5		
10	Oracle	39.8		

数据来源: CNBC, <https://www.cnbc.com/2018/01/21/ten-largest-us-tech-firms-2018-revenue-seen-topping-1-trillion.html>.

就吸引公司上市而言，如后所述，美国自 1994 年全面吸纳同股不同权公司上市以来，上市公司数量总体不增反降，而以往一直不允许双重股权架构公司上市的中国香港和新加坡上市公司数量反倒一路上升，或者至少没有显现出美国般的下降趋势。美国、中国香港、新加坡上市公司数量变化情况请见图 1。当然，这些数据都是直观的，并未控制任何其他因素，因此仅具有提示性意义。不过，当直观数据与上述期待不一致之时，抱有这些期待者应提供进一步证据展示同股不同权可以支持其期待。

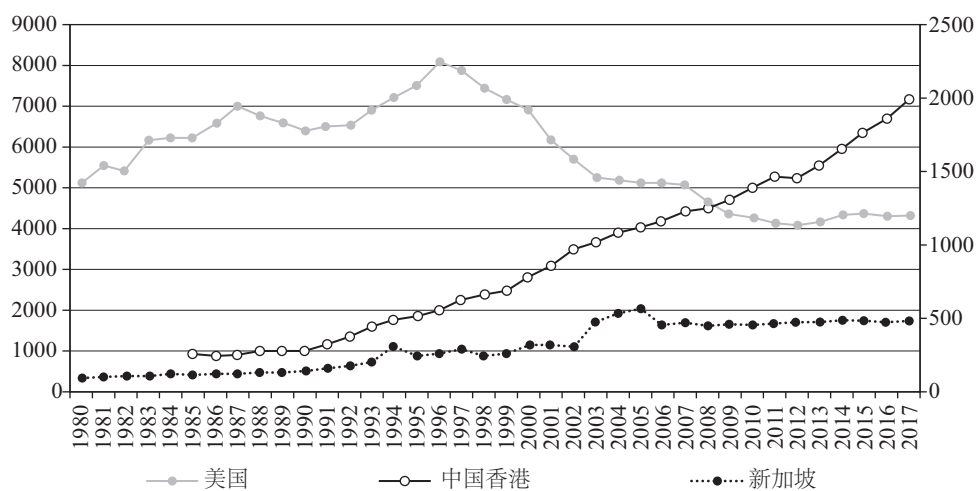


图 1 美国、中国香港和新加坡的上市公司数量（左轴为美国数据，右轴为港、新数据）

数据来源：世界银行

实际上,数十年来美国各界对双重股权架构始终褒贬不一,而且近来越来越多的证据显示其可能弊大于利,特别是在企业成熟之后。最近,WeWork这个曾被誉为“最有价值的独角兽”黯然撤回上市申请,再次暴露出双重股权架构对公司治理可能造成的威胁。实际上,在WeWork的治理结构遭到市场诟病之后,这家企业抢先做的就是削弱创始人的表决权。本文试图从梳理美国双重股权架构的实践与研究入手,介绍其利弊所在,再据此评析中国香港和新加坡两地新近采行的同股不同权规则,最后结合中国的实际情况,对中国的相关立法提出若干建议。

二、双重股权架构的美国实践

(一) 制度基础

1. 制度变迁

美国公司法与证券法分属州法和联邦法两个不同的体系。不过,对于双重股权架构这个问题,原先无论是公司法还是证券法都没有特别规定,公司可以自行确定如何分配股东的表决权,而法院也多次判决支持双重股权架构。^{〔1〕}1925年,道奇公司(Dodge Brothers, Inc.)以双重股权架构在纽约证券交易所(NYSE)上市,其控制权人以不到2%的出资控制了全部表决权,因而受到广泛批评。有鉴于此,NYSE次年首次表示要对同股不同权公司的上市加以限制,并于1940年正式宣布不再允许拥有双重股权架构的公司上市,这一政策一直延续到1980年代。

到1980年代,美国三家主要的证券交易机构:NYSE、美国证券交易所(AMEX)和监管柜台交易(OTC)市场及世界首个电子证券交易市场NASDAQ的全国证券交易商协会(NASD)对双重股权架构采取了各不相同的态度。NYSE禁止得最为严格,既不允许拥有双重股权架构的公司上市,又对借助股权重组(recapitalization)建立此种架构的公司实施强制退市。NASD完全禁止同股不同权。而AMEX的规则介于二者之间,它一方面允许公司设立双重股权架构,另一方面又只让拥有总数不低于25%的表决权且至少有权选举出一名董事的股票组别的股票上市。

1980年代美国出现了敌意并购的浪潮,出于抵御敌意并购的需要,各上市公司纷纷要求实施双重股权架构。同时,信息技术的发展令NYSE拥有的流动性和做市优势不再像以往一样明显。因此,NYSE的严格规则让其在与其他两家证券交易机构,尤其与NASDAQ的竞争中日渐处于不利地位。迫于这样的压力,NYSE于1984年6月宣布暂停对采用双重股权架构的公司实施强制退市,并向美国证券交易委员会(SEC)提出上市规则修正案,要求允许上市公司通过股权重组实现同股不同权,只要这种重组得到多数独立董事以及公众投资人的批准。

面对NYSE提出的上市规则修正案,SEC开始正式考虑如何监管同股不同权问题。1988年7月SEC在拒绝NYSE的修正案之后,推出了一项统一监管规则——Rule 19c-4,它实际上禁止上市公司借助股权重组实现事后的同股不同权。然而,这条规则寿命不长。1990年,美国哥伦

〔1〕 本段有关美国制度变迁的介绍主要参见Stephen Bainbridge, The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4, 69 Washington University Law Quarterly, 565 (1991)。

比亚特区联邦上诉法院在 *Business Roundtable v. SEC* 一案^{〔2〕}中判定 SEC 对上市公司的治理以及股东的表决权问题没有监管权限，于是，Rule 19c-4 因 SEC 越权而归于无效。不过，在此判决之后，SEC 积极联络美国三家主要的证券交易所——NYSE、AMEX 和 NASDAQ，并促使它们采用共同的上市公司股东表决权规则。

1994 年这三家达成协议，一致采用了仿效 Rule 19c-4 的上市规则。^{〔3〕}此后，美国的证券交易所实质禁止上市公司通过股权重组实现同股不同权，但公司在首次公开发行（IPO）的时候采用的双重股权结构依然有效。并且，上市之后公司仍可发行表决权比例低于已发行股票的新组别股票，只要不以此作为转换要约（exchange offer）的对价，^{〔4〕}而 IPO 时就采用同股不同权的公司上市后仍可增发高表决权组别的普通股。

2. 禁止事后同股不同权

美国制度对双重股权结构最主要的限制就是不允许上市公司在 IPO 之后——尤其是通过转换要约——来实现这种股权结构。对此有必要解释一下其中的原因。上市公司创立者可以在 IPO 的时候就设立表决权数量不同的普通股，并向公众投资人明确进行披露，这是事先的双重股权结构，公众投资人在购买股票之前就知道公司存在这样的股权结构。另一种双重股权结构在 IPO 之时并不存在，这被称为事后的双重股权结构。

对于事先的双重股权结构，即在 IPO 之际已经存在的同股不同权，公众投资人在买入股票之前就已经知悉。按照效率资本市场假说（efficient capital market hypothesis），市场会迅速对这种公开信息作出反应。假如市场投资人认为特定公司的双重股权结构有利于长期经营利益或者调动创立者的积极性，市场就会对此作出良性评价，从而推高 IPO 价格。反过来，如果市场认为同股不同权会损害公众投资人利益，就会使 IPO 价格打折扣。这样一来，创立者的融资成本升高，板子最终还是要落在自己身上。因此，事先的双重股权结构，无论是损是益，创立者都逃不脱干系，他们也就有了认真权衡利弊的动力。

事后的双重股权结构，即 IPO 时只有一个组别的普通股，在公众投资人已经购买了公司的股票之后，再通过股权重组的方式，将原本单一组别的普通股转变为具有不同表决权的普通股，这则与事先的双重股权结构很不相同。当然，公司法一般不会允许管理层单方面改变公司的既有股权结构，将原先的单一架构变为双重架构，对公司股权结构的改变往往需要获得股东大会的批准，修改公司章程的相关内容。然而，上市公司的公众投资人人数众多，利益分散，难以进行有效协调，从而在投票时陷入集体行动的困境。因此，即便管理层提出的改变既有股权结构的方案有损于公众投资人的利益，他们也会不作调查，直接支持管理层的方案，或者不去投票，这被称作投资人的“理性冷漠”（rational apathy）。^{〔5〕}再加上管理层的方案往往经过巧妙设计，进一步

〔2〕 905 F. 2d 406 (1990).

〔3〕 See NYSE Listed Company Manual 313.00 (A); NASDAQ Listing Rule 5640; NYSE American Company Guide, Sec. 122. AMEX 于 2008 年并入 NYSE，现更名为 NYSE American。

〔4〕 有关转换要约的内容参见后文。

〔5〕 See Lucian Bebchuk, Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments, 102 *Harvard Law Review*, 1820 (1989).

利用股东面临的集体行动困境,诱使他们同意对自身不利的股权架构转换。对此,笔者在其他地方曾有详细介绍,这里不再赘述。^{〔6〕}

(二) 兴衰与现状

尽管美国历史上并没有对双重股权架构特加限制,不过在20世纪初,绝大多数美国上市公司都采用了同股同权的原则。可是,此后的20年间,双重股权架构却开始流行起来。那时,采用这种股权架构的公司往往将全部表决权集中于一个组别的普通股,交给内部股东控制,而外部股东取得的则是完全没有表决权的股票。对此,哈佛大学的政治经济学教授 William Ripley 积极提出反对意见,认为双重股权架构造成严重的利益冲突。在其观点的影响下,以上述道奇公司上市为直接出发点,从1926年起,NYSE 开始逐步收紧对双重股权架构的监管。不过,一直到“大萧条”之前,美国上市公司采用此种股权架构的激情并未减退。据统计,从1927年到1932年的五年间,总计有288家上市公司采用同股不同权,数量几乎与NYSE 转变政策之前的1919年到1926年间相当。这一时期采用双重股权架构主要是出于家族企业同时实现公开募资和确保家族控制权的需要。^{〔7〕}

然而,这种情况在“大萧条”之后出现了根本性转变。随着NYSE 于1940年决定全面限制同股不同权公司上市,采用双重股权架构的公司数量急剧减少。据统计,从1940年到1978年的38年间,仅有30家公司在美国证券市场上市,而且,在此期间从未有任何一个年份出现过11家以上上市公司采用此种股权架构。^{〔8〕}1956年,福特汽车公司上市是这一时期最有名的双重股权架构公司上市的案例,也是NYSE 自1940年推出全面限制政策后的一个重要例外。到了1980年之后,伴随敌意收购在美国流行,双重股权架构作为一种抵御收购的措施再次流行起来。研究显示,在1962年到1984年之间采用双重股权架构的公司有近85%是在1980年之后采用这种架构的。^{〔9〕}而从1986年3月到1987年5月短短14个月的时间内就有34家上市公司新加入同股不同权的行列。^{〔10〕}

从1995年到2002年间,美国大概有6%的上市公司采用双重股权架构,约占美国上市公司总市值的8%。这些公司中超级表决权与普通表决权组别股票拥有的表决权比例差不多半数以上是10:1。总体上,拥有超级表决权的股东大概掌握60%的表决权,而其在公司中拥有的现金流权利则是40%。超级表决权股一般不上市流通,流通的只是普通表决权股。直到21世纪初,美国双重股权架构的公司主要是在两类上市公司中特别多见。一是个人创办的、以自己的名字命名的企业,譬如有美国“超级家庭主妇”之称的 Martha Steward 创立的家用品企业 Martha

〔6〕 最早对此作出分析的是 Jeffrey Gordon, Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice, 76 *California Law Review*, 1 (1988); 有关中文介绍,参见张巍(清澄君):《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第23节。

〔7〕 参见前引〔1〕, Stephen Bainbridge 文,第565页; Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock, 14 *Journal of Financial Economics*, 33 (1985).

〔8〕 See Ronald Lease, John McConnell, Wayne Mikkelsen, The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations, 11 *Journal of Financial Economics*, 439 (1983).

〔9〕 See Megan Partch, The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth, 18 *Journal of Financial Economics*, 313 (1987).

〔10〕 参见前引〔1〕, Stephen Bainbridge 文,第565页。

Steward Living，以及著名设计师 Ralph Lauren 创办的同名时尚企业。二是新闻媒体，比如《纽约时报》《华盛顿邮报》等。^{〔11〕}

根据最近的一项研究，美国上市公司中具有双重股权架构的比例总体呈增长趋势，在 1980 年代初，这一比例只有 3% 左右，到 1990 年代初上升到 6.5% 到 7%，此后直到 2015 年都基本保持在 5.4% 到 7.0% 之间。^{〔12〕}在 IPO 的公司中采用双重股权架构的比例可能增长更快，比如从 2010 年 1 月到 2012 年 3 月间，在美国 IPO 的 170 家公司中，有 20 家采用双重股权结构，占比为 11%，^{〔13〕}而从 1980 年到 2015 年间在美 IPO 企业拥有此架构的整体比例是 7.2%。^{〔14〕}此外，2007 年 S&P 500 指数中双重股权架构公司的比重只有 5%，到 2017 年这个比重则迅速增长到 12%。^{〔15〕}

2004 年谷歌（Google）上市开创了美国高科技企业采用双重股权架构的新时代。在此之前，在美国上市的高科技企业多数没有双重股权架构，著名者如 Apple、Microsoft、Amazon 和 Netflix。而 2004 年之后上市的主要高科技公司几乎都有这种架构，比如 2012 年 IPO 的所有大型高科技企业——Groupon, LinkedIn, Yelp, Facebook 和 Zynga——就都使用了同股不同权，^{〔16〕}近几年诸多中国赴美上市的互联网企业也纷纷采用双重股权架构。2004 年后在美上市而未采用此架构的大型高科技企业大概只有 Twitter 和 Tesla。

有不少研究显示，美国的上市公司中，采用双重股权架构的公司比不采用这一股权架构的公司平均资产规模更大、利润率更高、杠杆率更高。^{〔17〕}不过，双重股权架构公司的市场估值却与资产规模相当的同股同权公司没有差异，^{〔18〕}或者更低。^{〔19〕}最令人意外的是，尽管诸多高科技企业是同股不同权的，但美国双重股权架构公司的平均研发投入在总资产中的占比却低于同股同权的公司。^{〔20〕}

近来的研究还发现，尽管美国三分之二拥有双重股权架构的上市公司同时设置了所谓的“日落条款”（sunset clause），可是，这类主动设置的“日落条款”却基本起不到让双重股权架构伴随时间的推移而失效的作用。因为它们规定的失效条件要么是持有超级表决权股的股东转让这些

〔11〕 See Paul Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, 23 *Review of Financial Studies*, 1051 (2010).

〔12〕 See Hyunseob Kim, Roni Michaely, *Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Structures*, working paper, available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3145209, last visited on Oct. 31, 2019.

〔13〕 See Stephen Glover, Aarthi Thamodaran, *Debating the Pros and Cons of Dual Class Capital Structure*, Insights, 27 *The Corporate & Securities Law Advisor* (March 2013).

〔14〕 See Martijn Cremers, Beni Lauterbach, Anete Pajuste, *The Life-Cycle of Dual Class Firms*, working paper, available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3062895, last visited on Oct. 31, 2019.

〔15〕 See Andrew Winden, Andrew Baker, *Dual-Class Index Exclusion*, working paper, available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3201578, last visited on Oct. 31, 2019.

〔16〕 参见前引〔13〕，Stephen Glover、Aarthi Thamodaran 文。

〔17〕 参见前引〔12〕，Hyunseob Kim、Roni Michaely 文；前引〔14〕，Martijn Cremers、Beni Lauterbach、Anete Pajuste 文；Bradford Jordan, Soohyung Kim, Mark Liu, *Growth Opportunities, Short Term Market Pressure, and Dual-Class Share Structure*, 41 *Journal of Corporate Finance*, 304 (2016).

〔18〕 参见前引〔12〕，Hyunseob Kim、Roni Michaely 文。

〔19〕 参见前引〔14〕，Martijn Cremers、Beni Lauterbach、Anete Pajuste 文。

〔20〕 参见前引〔12〕，Hyunseob Kim、Roni Michaely 文；前引〔14〕，Martijn Cremers、Beni Lauterbach、Anete Pajuste 文。

股份,要么是这类股东的整体持股比例下降到某一程度,换言之,这个条件能否实现依然掌握在超级表决权股东手中,^[21]这一状况倒是与学者们的预期不谋而合。^[22]

(三) 学界与实务界的态度

1. 学界

双重股权架构下,表决权多的股票总是由公司内部人士拥有,而表决权少的股票则留给公众投资人。谁掌握了多数的表决权,谁就掌握了公司的控制权,而有了控制权不仅能决定公司的经营方针,也能决定是不是将这种控制权出售给别人。因此,Grossman和Hart两位教授早就指出:公司股权表决结构的主要影响在于其对公司控制权流动的影响。^[23]的确,从美国的历史经验看,双重股权结构风行的年代正是敌意并购交易风行的年代。

那么,上市公司的内部人士为什么想把持住公司的控制权呢?作为公司控制权的所有人,除了和普通投资人一同享受证券利益(security benefits),控制权还能给他们带来私人利益(private benefits)。这种私人利益形式多样,譬如取得高额的报酬、享受各种福利(如私人飞机、优厚的保险)等有形利益;还可以是按自己的偏好确定经营方针、塑造个人名望,乃至让自己的事业传于子孙后代的成就感等无形利益。特别是在公司拥有高额自由现金流的时候,就难免会有控制权人中饱私囊,损害中小股东利益。例如实施关联交易,淘换公司资产据为己有,将控制权出售给有意榨取公司资产的劫掠者(corporate looter),或者以不合理的低价实施私有化,挤走中小股东。^[24]再者,掌握控股权的股东,还可以凭借这种权力占据董事、高管的职位,享受由此带来的各种待遇——即使不付出辛劳努力工作。

如果说管理层的欺诈、不诚信的行为尚可由法律应对,那么,对于纯粹懒惰或者愚蠢的管理者,法律就很难约束。毕竟,法官难以区分公司管理层的决定究竟在商业上是好是坏,因此只能原则尊重[即著名的“商业判断规则”(business judgment rule)]。而能对付这种劣质管理层的只有市场竞争,通过控制权流动让优秀的管理人才将他们替换掉。所以,可以说公司控制权的自由流动是确保管理层勤勉、高效工作的最终途径。^[25]

然而,一旦公司内部人士掌握了高额表决权,进而能任意决定是否将控制权出让,市场竞争就不再能约束管理层。也就是说,当公司控制权的自由流动被阻断之后,公司股东面临的代理人成本(agency cost)会大大增加。况且,公司被并购或出现控制权的市场竞争之时,中小股东能获得并购溢价,或者在强制要约制度的保护下得以分享控制权溢价。然而,当控制权的转让受到限制之后,中小股东就难以再期待得到这种溢价。

这方面一个略显极端的事例是前传媒大亨Conrad Black给Hollinger International这家曾经

[21] 参见前引[12],Hyunseob Kim、Roni Michaely文。

[22] See Lucian Bebchuk, Kobi Kastiel, The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, 103 *Virginia Law Review*, 585 (2017). 详见后文介绍。

[23] See Sanford Grossman, Oliver Hart, One Share-One Vote and the Market for Corporate Control, 20 *Journal of Financial Economics*, 175 (1988).

[24] 有关控股股东损害中小股东利益的三种主要形式,参见Ronald Gilson, Jeffrey Gordon, Controlling Controlling Shareholders, 152 *University of Pennsylvania Law Review*, 785 (2003)。有关控股股东获取私人利益的实证研究,参见Alexander Dyck, Luigi Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison, 59 *Journal of Finance*, 537 (2004)。

[25] See Henry Manne, Mergers and the Market for Corporate Control, 73 *Journal of Political Economy*, 110 (1965)。

的世界第三大英文传媒带来的毁灭性灾难。借助双重股权架构，Black 控制了 Hollinger 73% 的表决权，出任 Hollinger 的董事长。此后他通过向管理层支付高额报酬以及一系列的关联交易将公司资产转入内部人士的腰包。最终，Hollinger 的股东们花费了 2 亿美元对 Black 提起法律诉讼，虽然 Black 锒铛入狱，Hollinger 却不得不申请破产。

当然，上面的例子也许具有一定的偶然性，那么，更为科学、严谨的研究又为我们显示了怎样的一幅图景呢？一项针对 1994—2002 年间数据进行的研究发现：在具有双重股权结构的公司中，伴随内部人士的表决权与经济性权利的比例差异加大，公司拥有的现金对公众投资人的价值下降，CEO 的报酬升高，有损公司价值的收购活动增加，并且，公司资本性支出（capital expenditure）为股东增添的价值减小。^{〔26〕}这些发现无疑都表明双重股权架构会导致代理人成本加剧。另一项利用 1995—2002 年间有关双重股权结构公司数据进行的研究发现：公司的市场价值伴随内部人士掌握的表决权升高而降低，却伴随其掌握的经济性权利升高而升高。这大概是迄今为止有关美国的双重股权架构最有影响的一项经验性研究，它再次提供了双重股权架构可能对公司价值造成负面影响的证据。^{〔27〕}

同样利用 1995—2002 年间美国双重股权结构公司数据进行的研究也发现：与同股同权的公司相比，同股不同权的公司向股东分派的股息更为丰厚，条件也更为优越。^{〔28〕}这一发现的意义在于：同股不同权的公司由于意识到市场可能认为其引发的代理人成本问题严重，因此希望通过增加派发股息，减少公司保有的自由现金流（free cash flow）向市场展示其降低代理人成本的决心（因为自由现金流被认为是加剧代理人成本的重要原因）。换言之，同股不同权公司的管理层试图表明其无意实施有损公众投资人利益的行动。但是，此发现本身并不表示采用双重股权架构的公司价值更高，反而从一个侧面印证了这种股权架构会导致更为严峻的代理人成本问题。

然而，双重股权架构也可能有积极的一面，首先，支持这种架构者最常见的理由是：由于资本市场上投资人对短期收益的注重，上市公司的管理者出于资本市场的压力可能不得不牺牲长期经营战略，而一旦消除了因控制权流动而被驱逐的威胁，管理层就不必面对这种压力，从而得以更加专注于贯彻其长期的经营方针，特别是当这种长期方针的短期效益并不显著的时候。有人认为，伴随 1990 年代以后对冲基金等机构投资者成为证券市场的主力，其注重短期收益的倾向让双重股权架构更有可能发挥出积极意义。

其次，控制权的稳固也有利于公司控制者投入更多成本培育管理和经营这家特定公司的知识及能力。譬如深入了解公司技术人员的特长、喜好，以便更好地激励其为公司服务。而这样的知识通常只对管理者当下管理的企业有用，一旦管理者被解任，他的投资就会血本无归。于是，没有对自身地位的保障，公司管理者是不会愿意积极投资，以获取此类有利于公司的知识与能力的。经济学家称之为资产专属化问题（asset-specificity）。

〔26〕 See Ronald Masulis, Cong Wang, Fei Xie, Agency Problems at Dual-Class Companies, 64 *Journal of Finance*, 1697 (2009).

〔27〕 参见前引〔11〕，Paul Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick 文，第 1051 页。

〔28〕 See Bradford Jordan, Mark Liu, Qun Wu, Corporate Payout Policy in Dual-Class Firms, 26 *Journal of Corporate Finance*, 1 (2014).

再次,由于双重股权架构确保了公司管理层的控制权,于是,在出现新的投资机会因而需要为公司募集新的资金的时候,管理层不会因为担心自己的表决权被稀释而拒绝增发新股,进而放弃有利的投资机会,或者转而求助于成本更高的债务融资。

最后,公司创立者常常需要为创立公司投入相当的前期成本,譬如技术开发和品牌培育。而这些资本投下之后,创立者未必能很快收回投资。借助控制权获得的私人利益能够帮助创立者更有效地收回其前期投入并且已经沉没的成本。如果公司的控制权能轻易被他人夺走,那么,新取得控制权的人就搭了创立者的便车,却让创立者遭受损失。预见到这种情形,公司创立者也许一开始就不会愿意投入这些成本。因此,双重股权结构也能激励创立者进行有益的前期投资。^[29]

尤其值得一提的是,不少学者认为双重股权架构对公司价值的影响可能根据公司的成熟度不同而不同,他们指出这种股权架构对于年轻的公司而言或许更为有利。第一,外部投资人与公司内部人士之间存在信息不对称,后者掌握更多如何改善经营、提升价值的信息。而这种信息不对称在年轻企业中体现得更为明显,因为这些公司短暂的历史愈发减少了外部投资人了解相关信息的机会。于是,让内部管理层摆脱资本市场的压力,从而依据自身的信息优势作出有利于企业发展的判断,这一点对年轻企业而言特别重要。^[30]第二,对于年轻企业而言,如何经营发展企业的信息更有可能是由创始人兼管理者个人掌握的,因此,要是果真换了管理者,企业的发展反而可能失去方向。这种情况下,让企业接受资本市场上控制权竞争的压力也许基本没有多少好处。^[31]第三,对于年轻企业而言,其创始人兼管理者往往具有更多的动力来提升企业的价值,这不仅符合他们自身的经济利益,也可以满足其自我实现等非经济利益。于是,这些企业管理者创造股东共同利益的意愿往往超过谋求自身私人利益的意愿,换言之,代理人成本问题在年轻企业中不那么突出。^[32]第四,创始人往往在IPO之时持有较高比例的上市公司股份,但随着上市年限的增加,出于财富配置多元化考虑,创始人会逐渐减少股份的持有比例,这也意味着对成熟企业的创始人来说,牺牲股东共同利益以满足其作为控制权人的私人利益成本更低,也就是说,成熟企业的代理人成本问题更加严重。^[33]

最新的经验研究也为上述理论提供了支持证据。一项针对1971年到2015年45年间美国上市公司的研究显示:在年轻企业(IPO不满12年)中,采用双重股权架构的公司平均价值比同股同权的公司高9%,但在成熟企业中,同股不同权的公司价值平均比同股同权的公司低10%。此项研究还发现:同样是采用双重股权架构的企业,超级表决权股拥有的表决权溢价在成熟企业中比在年轻企业中高3.3%,这表明成熟企业中控制权人能汲取更多的私人利益。同时,在采用同股不同权的公司中,市场对于成熟企业增加股息的反应比对年轻企业要大,而这种市场反应的差异在同股同权公司中则不那么明显,这同样显示投资人对采用双重股权架构的成熟企业面临的

[29] 参见前引[23], Sanford Grossman、Oliver Hart文,第175页。

[30] See Jeremy Stein, Takeover Threats and Managerial Myopia, 96 *Journal of Political Economy*, 61 (1988).

[31] 参见前引[12], Hyunseob Kim、Roni Michaely文。

[32] See Peter DeMarzo, Michael Fishman, Optimal Long-Term Financial Contracting, 20 *Review of Financial Studies*, 2079 (2007).

[33] 参见前引[22], Lucian Bebchuk、Kobi Kastiel文,第585页。

代理人成本问题更为担忧。^{〔34〕}

另一项以 1980 年至 2015 年间美国上市公司为样本的研究类似地发现，在 IPO 阶段，采用双重股权结构的公司较具有可比性的同股同权的公司估值更高，在 IPO 当年的年末，前者的市场价值比后者平均高出 11%。不过，此后这两类公司的估值差异不断缩小，到 IPO 后 6—9 年的时间，两者的估值已经没有实质差异。另外，这项研究还发现伴随 IPO 之后时间的迁延，具有双重股权结构的公司中控股股东掌握的表决权比例与其占有的现金流权利的比例差距不断扩大，从 IPO 一年后的 16% 增加到 IPO 五年之后的 26%。^{〔35〕}这个差异的扩大意味着控制权人有很大的动力牺牲股东共同利益以谋求私人利益。

鉴于以上的理论和经验研究成果，近来美国学界有越来越多的人士主张为双重股权结构设置所谓的定期“日落条款”，规定在采用双重股权结构若干年之后，除非得到不具有超级表决权的股东投票同意继续延期，否则这种架构就要被拆除，恢复同股同权。对此，有研究者特别指出，不能期待在双重股权结构公司中掌握控制权的股东会自愿采用这样的“日落条款”，而需要由法律直接规定。因为即便拆除双重股权结构有利于股东的共同利益，可是，具有控制权的股东从中得到的只是小部分的收益，不足以弥补取消同股不同权后其将失去的私人利益。^{〔36〕}

2. 实务界

在实务界，对双重股权结构的意见始终两极分化。上市公司的创始人、经理人以及他们的顾问理所当然地支持这种结构。在 2017 年到 2018 年间由机构投资者服务机构 [Institutional Investor Service (ISS)] 进行的一项问卷调查中，这一人群中 50% 赞成同股不同权，27% 认为可以接受有“日落条款”的双重股权结构，只有 11% 表示这种股权结构不妥当。与之相反，在资本市场的投资人以及他们的顾问中间，对双重股权结构的看法则消极得多。同一项调查显示，后一人群中 43% 认为同股不同权不合适，43% 认为只有具备“日落条款”的同股不同权才可以接受，无条件接受双重股权结构的只有 5%。^{〔37〕}

实际上，美国的投资人——尤其是机构投资者——对双重股权结构的不满由来已久。近年来，随着高科技企业采用这种架构上市的趋势日盛，这种不满也越来越强烈地爆发出来。第一次反对的高潮是在 2012 年 Facebook 上市之后，具有 32 年历史、代表着掌握 3 万亿美元资产的公募基金和雇员福利基金等机构投资人的机构投资者协会 [Council of Institutional Investor (CII)] 向 NYSE、NASDAQ 和 SEC 发出公开信，敦促禁止具有双重股权结构的公司上市。CII 的行动得到美国主要养老基金 CalPERS、CalSTRS，主要资产管理公司 Fidelity、State Street、Vanguard、T. Rowe Price 以及主要股东投票咨询机构 ISS 的支持。

2017 年 3 月，Snap 以新一代高科技企业中最为激进的双重股权结构形式——完全不给予公众投资人表决权——上市，掀起了机构投资人的第二次反对同股不同权的高潮。在 2018 年 10 月

〔34〕 参见前引〔12〕，Hyunseob Kim、Roni Michaely 文。

〔35〕 参见前引〔14〕，Martijn Cremers、Beni Lauterbach、Anete Pajuste 文。

〔36〕 参见前引〔22〕，Lucian Bebchuk、Kobi Kastiel 文，第 585 页。

〔37〕 See ISS, 2017—2018 Global Policy Survey: Summary of Results, available at <https://www.issgovernance.com/file/policy/2017—2018-iss-policy-survey-results-report.pdf>, last visited on Oct. 31, 2019.

24日, CII和包括BlackRock、T. Rowe Price、CalPERS、CalSTRS在内的几大机构投资者再次向NYSE和NASDAQ提出请求, 呼吁交易所强制在IPO七年之内取消上市公司的双重股权架构, 除非得到拥有多数现金流权利的股东投票同意延期。^[38]除向交易所请求之外, CII还把目标转向了市场指数的编制机构, 要求将同股不同权的股票排除在标普(S&P)、罗素(FTSE Russell)以及明晟(MSCI)等各主要股指之外。

不过, 对于这一点, 机构投资人的观点并不一致, 以指数基金为代表的消极投资基金不赞成从指数中排除双重股权架构。全世界最大的资产管理机构、掌控资产规模超过6万亿美元的BlackRock就此公开表达了反对意见, 表示限制同股不同权应交给监管机构, 而非指数编制机构。其忧虑主要在于指数不再能体现股权市场的整体资金配置状况, 从而迫使指数基金背离投资市场大盘的基本策略, 也剥夺指数基金投资人投资某一类企业的机会。^[39]

对于机构投资人的诉求, SEC以及两大证券交易所并未给予积极回应。2018年, SEC主席Jay Clayton曾几次表示对双重股权架构的监管不在其优先考虑的议事日程中, 并呼吁对股东短视主义(short-termism)以及美国资本市场在全球资本市场竞争中的地位等问题进行更加深入的研究。^[40]从SEC前次试图监管同股不同权的努力失败, Rule 19c-4遭法院否决的经历来看, SEC的谨慎态度可以理解。在交易所方面, NYSE对机构投资人的要求迄今没有表态, 而NASDAQ则秉承其一贯支持同股不同权的态度, 明确拒绝限制这类公司上市。^[41]以吸引企业上市为目标的证券交易所迎合上市公司的口味, 不愿对双重股权架构加强监管就更不意外了——至少在市场资金充沛的年代。

相反, 与机构投资人关系密切的指数编制机构则对这些呼吁作出迅速反应, 他们从2017年4月开始进行咨询调研。2017年7月26日, FTSE Russell率先宣布将公众投资人表决权比例不足5%的股票排除在其几个主要的指数之外, 包括Russell 1000, 2000和3000指数。^[42]2017年7月31日, S&P Dow Jones指数也正式宣布今后将不在S&P 1500综合指数(包括S&P 500、S&P MidCap 400和S&P SmallCap 600)中包含新上市的同股不同权公司, 原来已经在指数之内的公司则不受影响。^[43]截至本文写作时, 美国的几大指数编制机构中仅有MSCI尚未最终表态将如何处理双重股权架构问题, 但其此前就此展开的咨询及其评论显示, MSCI可能根据公众投资人拥有表决权的多少调整股票纳入其指数的权重。^[44]

除了游说监管机构和指数编制机构之外, 美国的公众投资人还试图通过股东提案(proposal)

[38] See Dawn Lim, BlackRock, Calpers Want Exchanges to Clamp Down on Dual-Class Shares, *Wall Street Journal* (Oct. 24, 2018).

[39] 参见前引[15], Andrew Winden、Andrew Baker文。

[40] See Jay Clayton, Remarks to the SEC Investor Advisory Committee, March 8, 2018, available at <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2018-3-8>, last visited on Oct. 31, 2019.

[41] 参见前引[15], Andrew Winden、Andrew Baker文。

[42] See FTSE Russell Voting Rights Consultation-Next Steps, available at https://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Russell_Voting_Rights_Consultation_Next_Steps.pdf, last visited on Oct. 31, 2019.

[43] See S & P Dow Jones Announces Decision on Multi-Class Shares and Voting Rules, available at https://www.spice-indices.com/idpfiles/spice-assets/resources/public/documents/561162_spdijmulti-classsharesandvotingrulesannouncement7.31.17.pdf?force_download=true, last visited on Oct. 31, 2019.

[44] 参见前引[15], Andrew Winden、Andrew Baker文。

的方式废除双重股权架构，恢复同股同权。例如，2012年美国有4家上市公司的股东提出了这样的提案，其中包括Google和News Corps.的股东。不过，这4项股东提案平均只得到大约1/3股东表决权的支持。在Google的提案表决中，只有17.7%的投票赞成取消同股不同权，而News Corp.提案得到的赞成票也不过占投票数的28.8%。^{〔45〕}

双重股权架构问题不仅在资本市场上供给双方之间形成对立意见，也受到美国媒体的高度关注。有研究显示，2011年至2015年间在美国IPO的、融资规模超过5亿美元的62家具有双重股权架构的公司中，美国主要媒体对其中的13起IPO案例明确表示忧虑，比例高达21%。作为对比，尽管分层董事会（staggered board）也被普遍认为是损害公众投资人利益的公司治理结构，然而，在同一时期IPO的同股同权公司中，虽然有73%采用了分层董事会，却没有任何媒体报道提到过这些公司的分层董事会问题，更没有一篇对此表示忧虑的文章。^{〔46〕}

（四）美国的经验

美国是世界上最重要的资本市场，其上市公司的总市值世界第一，而双重股权架构在美运用历史之久、范围之广恐怕也首屈一指。不仅如此，无论在学界还是实务界，美国对于双重股权架构的研究和讨论，更是没有其他哪个国家或地区能及。因此，美国的经验值得我们认真思考。

上述有关双重股权架构的理论本不难理解，而美国经验最有价值的地方是一系列科学严谨的经验研究实实在在地证明了这些理论预期。虽然就像在其他领域的经验研究一样，针对美国同股不同权的经验研究不可能呈现出整齐划一的结果，也必定存在各种局限，可是，当越来越多的研究指向同一个方向，尤其是学术品位越高、刊发的杂志影响力越大的研究结果逐步指向一处的时候，这些研究就越可能在向我们展示出真相。就同股不同权而言，这个真相是不可忽视其带来的严峻的代理人成本问题。还要指出的是，这些对美国双重股权架构的研究，大多是在SEC以及几大证券交易所已经采纳监管措施，禁止事后改行这种架构的背景下作出的。换言之，如果没有这样的限制，同股不同权带来的代理人问题还可能更加严重。

如前所言，支持双重股权架构最主要的原因即所谓的股东短视，公众投资人既缺乏对公司经营作长期打算的意愿，更缺乏作这种打算的信息与能力，因此，他们应当交出权力来，听从更有信息、更有能力——却未必更有意愿——的内部人士的决定，谋求公司的长期发展。这番理论的核心前提是公众投资人短视。可是，越来越多的证据显示，美国的公众投资人并非如此种理论预期的那样短视。比如，当今世界市值最高的公司之一亚马逊（Amazon）4000多亿美元的巨额市值中有近75%的价值要依赖其在10年甚至更长时间之后的盈利来实现。这样的股东难道还算不得“放长线钓大鱼”吗？况且，美国的股市上有大量长期持股的消极基金投资人，其拥有的股票市值占美股总市值的13%，而且还在不断扩大。真正快进快出，短期投资色彩浓厚的对冲基金，特别是那些以股东积极主义（shareholder activism）行为当作投资策略的积极主义对冲基金（activist hedge fund）在美国市场的整体持股比例不到1%。^{〔47〕}

更为系统、严谨的经验研究似乎越来越多地指向一个方向：那就是被当作股东短视典型的积

〔45〕 参见前引〔13〕，Stephen Glover、Aarthi Thamodaran文。

〔46〕 参见前引〔12〕，Hyunseob Kim、Roni Michaely文。

〔47〕 See Corporate Short-Termism Is a Frustratingly Slippery Idea, *The Economist* (Feb. 16, 2017).

极主义行动对公司的短期价值确有推动；^[48]而从长期看，这些行动也没有如批评者预期的那样削弱公司的投资，尤其是研发投资，^[49]公司的长期经营表现还可能得到改善，^[50]或者至少没有因为积极股东的行动而变糟。^[51]更加耐人寻味的是，如前所述，双重股权架构本以有利长期规划为优势，结果采用这种股权架构的公司却被发现投入研发的资金还不及同股同权的公司，那其优势又体现在何处呢？

即使参照最新的研究成果，也是对双重股权架构最有利的研究结论，这种股权架构的优点看来也仅限于年轻企业，而伴随企业年龄的增长，其具有的优势将为日益增长的代理人成本问题所取代，为上市公司带来总体负面效应。因此，美国经验带给我们的最大借鉴意义不妨总结为这样两点。其一，双重股权架构的成本确如理论预期那样严峻，而其收益却可能不如理论预期那样显著，故而从公司治理和保护公众投资人角度出发，并无充分理由放弃同股同权，转而允许双重股权结构。其二，即便允许同股不同权，也至少应对其加以两方面限制：一是禁止IPO之后转而采用双重股权架构，二是需要法律强制规定这种股权架构的失效年限，亦即“日落条款”，比如在IPO之后的6—9年时间内应恢复同股同权，除非无超级表决权的公众投资人多数同意延期。

除却股东短视主义之外，为双重股权架构辩护的另一条理由是只要这种股权架构在IPO之时即已存在，那么，投资人买入股票时支付的价格已经体现出同股不同权的成本——包括其可能涉及的代理人成本，换言之，股价业已因为超级表决权股东未来可能实施的损人利己行为而打上了折扣。这样一来，即便嗣后超级投票权股东真的做了恶，投资人也早就从股价中得到了补偿，没有理由再生抱怨。这种观点看似有理，却与股东短视主义之间存在逻辑矛盾，因为它假定投资人早在IPO之时就已经准确预见到未来不确定的时期内超级表决权股东可能引发的代理人成本，并将其计入IPO价格。这个假定无疑建立在市场投资人具有相当的远见，能大体精准地预测未来这一基础上，而这样的投资人自然不是短视的。可是，既然投资人不短视、有远见，那又有什么道理剥夺掉他们的表决权呢？双重股权架构依据的主要理论支柱岂非轰然倒塌？

最后，正如本文引言部分指出的那样，从美国的经验中也找不到双重股权架构促进高科技企业做大做强的证据，甚至连它吸引来更多公司上市这一点也同样没有证据支持。另外，还值得一提的是，美国的上市公司的控股股东受到严格的公司法监管。与中国不同，美国法律较早就确立了控股股东对公司以及中小股东负有的信义义务（fiduciary duty），^[52]双重股权架构下拥有超级表决权的大股东自然更不例外。^[53]它在每一项具体的交易决策中设置了一条维护公众投资人利益、防止内部人士不当谋取私利的防洪堤，从而抵消双重股权架构的部分消极影响。

[48] See Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy, Randall Thomas, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, 63 *Journal of Finance*, 1729 (2008).

[49] See April Klein, Emanuel Zur, Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Fund and Other Private Investors, 64 *Journal of Finance*, 187 (2009).

[50] See Lucian Bebchuk, Alon Brav, Wei Jiang, The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, 115 *Columbia Law Review*, 1085 (2015).

[51] 参见前引[49]，April Klein、Emanuel Zur文，第187页。

[52] See *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A. 2d 717, 720 (Del. 1971); *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A. 3d 635 (Del. Sup. 2014).

[53] See *In re Delphi Financial Group Shareholder Litigation*, 2012 WL 729232 (Del. Ch. 2012).

三、双重股权架构在中国香港及新加坡

（一）中国香港

1. 制度变迁

香港《公司条例》(Companies Ordinance)从来禁止双重股权架构,而在1987年之前港交所的上市规则也没有禁止性规定。不过,那时采用双重股权架构的上市公司十分少见,据说只有5家。1987年3、4月间,怡和洋行、长江实业、和记黄埔三家公司准备发行具有超级表决权的B种股票,由此引起股市急剧震荡。为应对市场震荡,港交所和香港证券监管机构迅速采取措施,紧急叫停B种股票发行,并于1989年正式修改主板上市规则,^[54]要求上市公司股票的表决权必须与股东的经济利益有合理关联,从而实际禁止了同股不同权。^[55]

在2013年痛失阿里巴巴上市之后,有关是否应当允许双重股权架构的议论在中国香港复燃。2014年,港交所发布概念性文件(concept paper)征求市场对双重股权架构的意见,并于次年公布征求意见结论书(Weighted Voting Rights Consultation Conclusion Paper),提出采用这种股权架构的建议。不过,仅仅6天之后,香港证券期货委员会[Securities and Futures Commission (SFC)]声明拒绝接受港交所的建议。

2017年,港交所再次发布概念性文件,提出以设立新板的方式引进双重股权架构。这一次,开放同股不同权的建议不仅得到积极的反馈,SFC也一改初衷,表态支持港交所的建议,这种变化无疑是出于对中国香港失去上市资源,尤其是丧失“新兴经济企业”(new economy companies)上市资源的忧虑。最终,港交所于2018年4月24日公布修改上市规则增设Chapter 8A,放弃了开设新板的设想,而是将双重股权架构加进主板上市规则中。^[56]4月30日修改后的上市规则开始实施,仅仅两个多月后,小米成为第一个在港交所双重股权架构上市的公司,首日股价跌破发行价。继而美团于9月20日上市,股价也在一周之内跌破发行价。

2. 双重股权架构规则

以上的制度变迁历史显示双重股权架构曾经在中国香港遭到强烈抵制,而港交所本身对这种股权架构的缺点也有所认识。实际上,港交所在2014年的研究报告已经意识到对双重股权架构不利的经验证据多于对其有利的证据,而且这些有利证据依据的“样本更小……且内生性问题更为严重”。^[57]因此,在最终通过的同股不同权规则中,港交所加入了诸多约束条件,试图平衡拥

[54] HKEX Listing Rule 8. 11.

[55] See Hui Huang, Wei Zhang, Kelvin Siu Cheung Lee, The (Re) introduction of Dual-Class Share Structures in Hong Kong: A Historical and Comparative Analysis, *Journal of Corporate Law Studies* (forthcoming), abstract available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3245885, last visited on Oct. 31, 2019.

[56] See HKEX, Consultation Conclusions: A Listing Regime for Companies from Emerging and Innovative Sectors, available at [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-\(April-2018\).pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-(April-2018).pdf), last visited on Oct. 31, 2019.

[57] See HKEX, Concept Paper: Weighted Voting Rights, available at <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to-2015/August-2014-Weighted-Voting-Rights/Consultation-paper/cp2014082.pdf>, last visited on Oct. 31, 2019.

有超级表决权的股东与普通股东的利益。

首先,与美国相同,港交所只允许在上市时采用双重股权架构,^[58]且嗣后不能改变这种架构以增强超级表决权。^[59]不仅如此,要采用这种股权架构的上市公司还必须满足一系列定量和定性标准。定量标准主要是要求预期市值不低于100亿港币,而且,对预期市值低于400亿港币的公司,还必须在最近一个经审计的财务年度拥有不低于10亿港币的收入。^[60]至于定性标准则有5项:(1)公司需为创新企业;(2)公司有可以客观衡量的高速发展历史;(3)拥有超级表决权的股东必须因为自身的知识、技能而对公司发展负有重大责任;(4)拥有超级表决权的股东必须是扮演积极管理角色的个人,并且是公司的董事;(5)公司需至少得到过一名有经验的投资人的大规模融资,并且此等投资人于上市时需至少保留其50%的投资。^[61]对于事后增发超级表决权股,港交所要求事先获得其批准,并确保增发之后超级表决权股与普通股的比例不上升。^[62]

其次,港交所要求拥有双重股权架构的公司上市文件、定期报告、各种公开宣传、公告中均醒目地作出“双重股权架构警示”(WVR warning),包括采用双重股权架构的原因说明,对股权结构的描述,以及对股东面临风险的提示。^[63]同时,上市文件以及定期披露报告需说明双重股权架构终止的所有情形。^[64]此外,在上市公司的股票名称后加注W,作为对采用双重股权架构公司的识别标记。^[65]

再次,超级表决权股与普通股的表决权之比不得超过10:1,^[66]相应地,超级表决权股东在公司拥有的经济利益也不得低于10%。^[67]同时,超级表决权只能在股东大会表决时行使,^[68]并且不能对以下重要议案行使,这些议案包括:(1)修改公司基础性文件;(2)改变任何组别股票的权利;(3)任免独立董事;(4)任免审计人员;(5)主动解散上市公司。^[69]换言之,上述议案仍需以同股同权方式表决。按同股同权标准计算(也就是无论超级表决权股还是普通股,每股算一票表决权)拥有10%以上表决权的普通股东可以召集股东大会,并提出决议案。^[70]此外,超级表决权股一经转让即失去超级表决权,^[71]同样,超级表决权股东一旦死亡、丧失行为能力或者不再担任董事,其持有的股票也将不再拥有超级表决权。^[72]

最后,港交所要求采用双重股权架构的公司成立完全由独立董事任职的公司治理委员会,以

[58] See HKEX Listing Rule 8A. 05.

[59] See HKEX Listing Rule 8A. 16.

[60] See HKEX Listing Rule 8A. 06 (2).

[61] See HKEX Guidance Letter: Suitability for Listing with a WVR Structure, available at http://en-rules.hkex.com.hk/net_file_store/new_rulebooks/g/1/gl9318.pdf, last visited on Oct. 31, 2019.

[62] See HKEX Listing Rule 8A. 13 - 14.

[63] See HKEX Listing Rule 8A. 37.

[64] See HKEX Listing Rule 8A. 41.

[65] See HKEX Listing Rule 8A. 42.

[66] See HKEX Listing Rule 8A. 10.

[67] See HKEX Listing Rule 8A. 12.

[68] See HKEX Listing Rule 8A. 07.

[69] See HKEX Listing Rule 8A. 24.

[70] See HKEX Listing Rule 8A. 09.

[71] See HKEX Listing Rule 8A. 18.

[72] See HKEX Listing Rule 8A. 17.

期维护全体股东利益，该委员会需每半年发布一次公司治理报告。^{〔73〕}此外，双重股权架构公司的独立董事必须由一个以独立董事为主席、多数成员为独立董事的提名委员会提名。^{〔74〕}这类公司还需要配备一名常任合规顾问，就双重股权架构事宜提供咨询意见。^{〔75〕}

3. 对中国香港规则的评论

以下对上述港交所的双重股权架构规则作一简要评述，重点考察其能在多大程度上缓和这种股权架构的负面作用。

第一，港交所不允许事后采用双重股权架构无疑是正确的，这也已经成为各国的通例。就港交所的定量与定性标准看，显然旨在将双重股权架构限定于高速发展且已取得相当成就的高新技术企业。限定适用范围自然有助于降低双重股权架构的负面因素，而吸引快速成长的高新企业上市原本就是港交所开放同股不同权的初衷，这样的限定也符合制度本意。

第二，港交所特意将超级表决权股东限定于上市公司的董事，以期借助董事对公司及其股东的信义义务来监控超级表决权股东与普通股东的利益冲突，恐怕未必有效。在中国香港的规则体系下，超级表决权股东同时具有双重身份——董事与股东。董事负有的信义义务只能约束其以董事身份行事时的利益冲突，却不足以防范其作为股东之时的利益冲突。而双重股权架构的负面因素直接源自超级表决权股东作为股东——而非董事——拥有的权利，也就是股东表决权。

譬如，面对某一项对公司有利，却可能对超级表决权股东不利的商业机会，超级表决权股东可以在董事会决议时赞同公司利用这个机会，可是一旦该董事会决议需要得到股东大会表决，这些股东又可以反过来投反对票。超级表决权股东的这两次不同的投票既不违反其作为董事的义务，又符合其行使股东权利的规则。质言之，如果不像美国法那样承认控股股东对公司和其他股东负有信义义务，那么，香港现有的信义义务规则很可能不足以防范超级表决权股东牺牲普通股东利益以谋求自身利益的危险。^{〔76〕}

第三，有关双重股权架构的信息披露——特别是风险提示——要求，很可能沦为形式主义的套路文章，或许会发现所有采用双重股权架构的公司都会采用近似的披露文案。况且，这种抽象的信息披露和风险提示究竟对投资人有多少意义殊有可疑。对有经验的机构投资者而言，双重股权架构的基本内容和风险应该早已熟悉，上市公司披露的也许只是这些投资人原已知道的内容。

〔73〕 See HKEX Listing Rule 8A. 32.

〔74〕 See HKEX Listing Rule 8A. 27, 8A. 28.

〔75〕 See HKEX Listing Rule 8A. 34.

〔76〕 美国的 Omnicare v. NCS Healthcare Inc. (818 A. 2d 914, 2003) 一案的情节就展现了这种危险。该案中，被收购公司 NCS 具有双重股权架构，其两位超级表决权股东同时也是公司董事。在与收购方谈判收购交易时，董事会采用了严苛的交易保护条件，包括要求强行将收购交易付诸股东表决，以及没有设置“信义义务例外”条款 (fiduciary out)。尽管董事会后来撤回了对收购议案的推荐，但法院最终判决董事会违反忠慎义务。值得指出的是，本案中两位超级表决权股东已经以个人名义向收购方承诺将其投票赞成收购案，也就是说其作为董事的行为——撤回对收购议案的推荐，与其作为股东的行为——承诺支持收购案——相互矛盾。正如有学者指出的那样，超级表决权股东与普通股东很可能因为其投资多样化程度的差异而具有不同的风险偏好，由此形成实际的利益冲突，尽管在法律上超级表决权股东并没有让公司与自身或其关联企业交易，因此未必构成利益冲突交易。尤其在公司陷入财务困境之时，这种实际利益冲突变得更加突出（参见前引〔24〕，Ronald Gilson、Jeffrey Gordon 文，第 785 页）。于是，如果超级表决权股东有机会利用股东身份推进利益冲突交易，则董事的信义义务将不足以控制这种冲突。实际上，在 Omnicare 案中，如果法院不认定董事会违反信义义务，就几乎无法阻拦这起存在利益冲突的交易。然而，这又是基于该收购交易在美国需要得到董事会同意的公司法规则。假如在股东会中心主义的法域，或者对于股东会可以跳过董事会直接决策的交易，便很难再控制超级表决权股东推进有利自身却不利其他股东的交易。

而对没有经验的散户投资者来说,他们或许原本就不习惯查看公司的信息披露,只是根据市场价格交易,于是,额外的披露对这些投资人也未见得有多少帮助。笔者以为,真正值得披露的应该是当面临具体交易决策之时,超级表决权股东与普通股东可能存在哪些实际利益冲突,这大概才有助于投资人认清双重股权架构实际风险。至于在采用双重股权架构的公司名称后加注特殊标记,同样对有经验的投资人意义不大,这些投资人早对哪些是双重股权架构公司了然于胸了,只是对散户可能起到一些提示作用,但这部分投资人本身对交易价格的影响十分有限。

第四,现有研究表明最值得采纳的防范双重股权架构消极影响的规则是按照公司年龄迫使超级投票权失效的“日落条款”。港交所最终没有对此作出要求十分可惜。对此,港交所的解释难以令人信服。港交所认为,如果强制要求双重股权架构在经过一定时间之后必须经股东批准方能继续保留,则会“在此日期临近之际,对股东以及潜在投资人造成严重不确定性”。然而,港交所的现行规则已经规定了基于特定事件——转让、死亡、丧失行为能力、卸任董事等——的“日落条款”(event-based sunset)。与一个早已明确“日落”时间的“日落条款”相比,这些由于突发事件而突然“日落”的“日落条款”岂非具有更大的不确定性?既然更不确定的“日落条款”都已经有了,又如何能以不确定为由排斥不确定性更小的“日落条款”呢?

除却港交所上市规则中确立的这些事前性保护规则之外,借助司法手段对同股不同权公司中普通股股东给予事后保护也有一定的可能性。比如,近来SFC利用《证券及期货条例》[Securities and Futures Ordinance (SFO)]第213条对市场失当行为提起民事诉讼,这可以在一定程度上取代集团诉讼与风险代理费机制的保护功能。^[77]

(二) 新加坡

1. 制度变迁

新加坡立法原本不允许同股不同权,其《公司法》(Companies Act)第64条第1项明确规定公司的每一份股票只能拥有一份表决权。仅有的例外是允许报业公司同股不同权,以期维护媒体的中立性。

2012年英国曼彻斯特联队有意寻求在新加坡证券交易所(SGX)上市,但希望采用双重股权架构。由于受制于《公司法》的上述规则,最终曼联放弃新加坡转赴NYSE上市。以此作为契机,新加坡迅速展开修法工作,于2014年11月通过《公司法》修正案,正式允许上市公司采用双重股权架构。^[78]不过,这部分修正案没有立即生效,而是到2016年1月才正式生效。

可是,即便《公司法》修正案生效之后,SGX似乎也没有急于修改上市规则,等待一年之后才首次就双重股权架构发出征询意见书,^[79]此后又经过一年,到2018年3月底SGX再提出修正上市规则的征询意见书,^[80]直到同年6月26日正式出台建立双重股权架构的上市规则修正案,

[77] 参见前引[55], Hui Huang、Wei Zhang、Kelvin Siu Cheung Lee文。

[78] See Companies Act, Section 64 (3), Section 64A.

[79] See SGX, Consultation Paper: Possible Listing Framework for Dual Class Share Structures, available at https://www.rajahtannasia.com/media/2716/sgx_dcs_consultation_paper_sgx_20170216-final.pdf, last visited on Oct. 31, 2019.

[80] See SGX, Consultation Paper: Proposed Listing Framework for Dual Class Share Structures, available at <https://www.sgx.com/wps/wcm/connect/bc5e0f06-26d4-4564-9445-e14d79529846/Consultation+Paper+on+Proposed+Listing+Framework+for+Dual+Class+Share+Structures.pdf?MOD=AJPERES>, last visited on Oct. 31, 2019.

并立即生效。^{〔81〕}在此之前，2017年7月28日，SGX先行允许已在FTSE和MSCI指数认定的“发达市场”采用双重股权架构上市的公司来新加坡第二上市（secondary listing）。不过，迄今为止还没有同股不同权的公司在新加坡上市。

对比中国香港，新加坡的同股不同权起步更早一些，而且法律修改工作进展得很快。可是，与港交所不同，SGX修改上市规则的步子却拖得很慢，直到中国香港后来居上地确立双重股权架构，方才正式修正自己的上市规则。SGX与港交所对双重股权架构的冷热差别，乃至SGX与新加坡立法机构对此的温度差都颇耐人寻味。一种可能性是SGX充分意识到新加坡股权资本市场的局限，对通过建立双重股权架构吸引上市的前景并不如港交所那样乐观。相反，SGX或许还对放开同股不同权之后引来劣质公司上市存在忧虑。

2. 双重股权架构规则

第一，SGX同样只允许新发行上市的公司采用双重股权架构，但与港交所不同，SGX没有为采用双重股权架构的公司特别设定定量标准，换言之，这些公司只需要符合SGX主板上市的一般定量规则。不仅如此，SGX也没有在主板上市规则中直接设定接纳双重股权架构公司上市的定性标准，只是在其与上市规则修正案同时公布的征询意见回复说明中列举出一些考察是否接纳的定性因素。这些因素包括：（1）商业模式，譬如是否具有谋求高速发展的长期规划设计；（2）既往业绩，包括经营业绩，也包括公司治理等方面的业绩；（3）超级表决权股东（或团体）对公司经营成败的重要性；（4）有经验的投资者的参与；（5）如果拥有超级表决权的是一个采用公司或信托形式的团体，则要考察其内部结构的妥当性，包括评估其是否具有“日落”机制或者其他保护措施；（6）其他相关特质。^{〔82〕}

与港交所的规则相比，SGX列举的上述因素更具主观性。尽管两家都要求采用双重股权架构的公司具有快速成长性，但SGX没有限定所谓创新企业才能建立这种股权架构。新加坡规则的第二个特点是允许团体成为超级表决权股东，只要这样的团体在上市之际就确定范围，并且有一人充任董事。至于这样的团体究竟需要具有怎样的内部结构避免其滥用超级表决权，SGX语焉不详，而所谓的“日落”机制，似乎仍旧限于股权转让、代表该团体的董事离职之类基于特定事件触发。另外，与中国香港的规则一样，拥有超级表决权的个人股东必须是董事，^{〔83〕}而且SGX要求超级表决权股东在上市之后至少12个月内不转让或另行处分其全部股份——包括超级表决权股与普通股。^{〔84〕}对于事后增发超级表决权股，SGX除与港交所一样要求不能提高超级表决权股的比例之外，还要求事先作为特别决议事项得到股东大会批准（即代表投票股东75%以上的表决权同意）。^{〔85〕}

〔81〕 See SGX, Responses to Comments on Consultation Paper: Proposed Listing Framework for Dual Class Share Structures, available at <https://www.sgx.com/wps/wcm/connect/f6224603-356e-4a1d-8eaf-264d1fb9da46/Responses+to+Feedback+on+DCS+Consultation+Paper+%28260618%29.pdf?MOD=AJPERES&ContentCache=NONE&CACHEID=f6224603-356e-4a1d-8eaf-264d1fb9da46>, last visited on Oct. 31, 2019.

〔82〕 参见前引〔81〕，SGX文，第10-11页。

〔83〕 See SGX Mainboard Rules, Rule 210 (10) (e).

〔84〕 See SGX Mainboard Rules, Rule 229A.

〔85〕 See SGX Mainboard Rules, Rule 803A.

第二,SGX也要求采用双重股权架构的公司招股说明书等发行文件中详述其股权架构、风险因素、采用双重股权架构的理由、同股同权的表决事项以及公司章程中其他与双重股权架构相关的重要事项。此外,还必须在年报封面页特别披露:(1)超级表决权股东名称;(2)超级表决权股份数量;(3)超级表决权股表决权总数;(4)普通权股份数量;(5)普通权股表决权总数;(6)超级表决权股与普通权股表决权合计总数。^{〔86〕}

第三,SGX也规定超级表决权股每股不得超过10票表决权,且超级表决权与普通股的表决权之比不得事后变更。^{〔87〕}普通股东在股东大会上可以行使的表决权数不得少于公司总表决权数的10%;^{〔88〕}按同股同权标准计算拥有10%以上表决权的普通股东可以召集股东大会。^{〔89〕}某些决议案必须以同股同权方式表决,包括:(1)修改章程等公司基础性文件;(2)改变任何组别股票的权利;(3)任免独立董事;(4)任免审计人员;(5)反向收购;(6)主动解散上市公司;(7)主动退市。^{〔90〕}这些要求均与中国香港一致。

第四,超级表决权股东如不再担任董事(无论因死亡、丧失行为能力或退休、辞职等),或者拥有超级表决权的团体不再有人代表其担任董事,则其持有的股票将丧失超级表决权;类似地,超级表决权股一经转让(或拥有超级表决权的团体将此类股权转让给团体外之人)也即失去超级表决权。然而,与港交所不同,SGX允许股东以同股同权方式表决豁免上述超级表决权失效事宜,投票时相关的超级表决权股东、拟受让超级表决权股的股东,以及这两类股东的关联方不得投票,但其他超级表决权股东仍可参与投票。^{〔91〕}

第五,SGX虽然没有要求同股不同权的公司另行设置公司治理委员会,但也加强了董事会的独立性,要求审计委员会、提名委员会和薪酬委员会必须多数成员为独立董事,并且委员会主席也应为独立董事。^{〔92〕}

3. 对新加坡规则的简评

新加坡的双重股权架构规则与中国香港大体类似,主要有两点区别,其一是允许团体成为超级表决权股东,其二是限制超级表决权股东在上市之后的一定时间内转让其股权。对于允许团体成为超级表决权股东,SGX的理由是,一方面超级表决权股东应担任公司董事,以便其承担信义义务,而另一方面,假如有多名创始人希望共同控制公司的发展方向,而各人又扮演不同的角色,则无法让太多人同时担任董事。^{〔93〕}为此,可以让这些创始人结成一个团体,由其中一人代表出任董事。

中国香港要求超级表决权股东必须为个人可能确有过于机械化之嫌。不过,放开团体成为超级表决权股东也可能使少数控股股东将“叠金字塔”与双重股权架构结合,进一步放大其对上市

〔86〕 See SGX Mainboard Rules, Rule 610 (10).

〔87〕 See SGX Mainboard Rules, Rule 210 (10) (d).

〔88〕 See SGX Mainboard Rules, Rule 210 (10) (h).

〔89〕 See SGX Mainboard Rules, Rule 210 (10) (g).

〔90〕 See SGX Mainboard Rules, Rule 730B.

〔91〕 See SGX Mainboard Rules, Rule 210 (10) (f).

〔92〕 See SGX Mainboard Rules, Rule 210 (10) (i).

〔93〕 参见前引〔81〕,SGX文,第10页。

公司的控制权与在公司中的经济利益二者之间的差距，继而更加恶化代理人问题。因此，笔者更加赞同中国香港的规则。

至于限制超级表决权股东转让股票应该是为了将这些股东的利益与其他股东的利益捆绑起来。不过，这项规则似乎略显画蛇添足。一则以超级表决权控制上市公司原本就是极富吸引力的利益，有意设置双重股权架构并取得这种利益者通常不会愿意轻易将其拱手让人。再则无论是中国香港还是新加坡都规定超级表决权股一旦转让，原则上即失去超级表决权，这无疑会压低转让价格，反过来也会进一步抑制转让的动力。限制超级表决权股东转让普通股则可能造成其资金流动性困难，进而削弱其持有普通股的意愿。

与中国香港一样，新加坡的规则存在两个主要问题。一是将对超级表决权股东的制约机制集中在董事的信义义务上，恐怕难以回应其作为股东行使控制权的本质，如果不确立控股股东的信义义务，也许难以实现有效制约。二是没有给双重股权架构设定时间限制——以时间确定的“日落条款”，可谓是新、港两地规则的最大缺憾。此种“日落条款”在理论上和经验上都有充分依据，而且正如美国学者指出的那样，它也难以依靠公司通过章程自行确立，所以，正是需要立法强制要求之处。相比中国香港，新加坡规则还例外允许超级表决权股继承，这就更可能延长双重股权架构的持续时间，也使得强制规定这种股权架构的“日落”时间更有必要。

四、对中国立法的若干建议

本文以上的介绍、分析说明总结起来如下：双重股权架构的缺点明显，其增加代理人成本，恶化公司治理的效果为诸多研究证实；而优点却有限，所谓其能避免股东短视，助力高新企业成长，吸引更多公司上市的种种观点并没有多少证据支持。因此，笔者认为在立法上中国首先应当采取的态度是谨慎对待。笔者以为在中国推行双重股权架构，中国香港的规则比美国、新加坡的更为可取，可资借鉴作为基础，在此之上加以调整修改。

第一，对可以采用同股不同权的公司加以限制。这方面似乎不必过分强调行业技术特性，或者对这种特性作出相对宽泛的解释，而更应侧重于企业上市之前的发展轨迹。中国香港考察企业历史业绩，权衡超级表决权股东在企业发展历程中的作用，这些规范视角都有可取之处。

第二，在信息披露方面，中国香港要求明示采用双重股权架构的公司，强化风险提示的做法也可以借鉴，只是这些一般性的信息披露可能还不够。对于同股不同权的公司，要督促其在做出每一个重大交易——达到公司资产或者营收规模一定比例的交易——决策之前，充分披露如下内容：这个决策的过程、依据；该交易实施的方式、资金来源；决策之际超级表决权股东与普通股东是否存在利益冲突；在此期间超级表决权股东自身的持股、财务和流动性等状况。对此，目前证交所经常使用的问询函是一种适当的监管方式，监管员可以充分利用这一方式促使同股不同权公司做出有针对性的具体披露。

第三，限定超级表决权的比例，特别是禁止对特定股东决议事项行使超级表决权是中国香港规则的一大亮点，殊值赞同。其五种受限的决议事项可以考虑直接引入，尤其是对独立董事的选任，不能让超级表决权侵蚀独立董事制度。

第四,进一步增强上市公司董事会的独立性,包括设立独立的提名委员会、审计委员会、薪酬委员会,由独立董事担任董事会主席等都是值得考虑的措施。实际上,让董事会真正做到独立于控股股东,为全体股东的利益服务应当是所有上市公司治理的共同目标,具有双重股权结构的公司更不应例外。

第五,中国香港要求超级表决权股东必须为个人,从避免股东现金流权利与表决权进一步分离的角度看确有必要。不过,如前文分析的那样,假如以此作为捆绑超级表决权股东与普通股东利益的法律机制,恐怕尚嫌不足。重要的是在法律上建立起比较完善的控股股东信义义务制度,并为普通股东借此追究超级表决权股东责任创造便利条件。由监管机构主导的事前信息披露与由司法机构主导的事后责任追究应当双管齐下,方才能为普通股东提供有意义的保护。

第六,但也是最重要的是应当补上中国香港遗漏的定期“日落条款”。前文已经说明,法律与金融学家们研究的最新成果是,随着企业的日趋成熟,双重股权结构的优势越来越弱,而缺点则日益突出,为此,定期日落是防止同股不同权被滥用的重要机制。可是,理论和实践都证明,如果把是否采用定期日落条款的权利交给上市公司,那么,在握有超级表决权的创始人的主导下,恐怕很少会有公司主动采用这样的条款,他们更愿意加入事件性日落条款充数。正因如此,法律才特别有必要强行规定定期日落条款,而对于港交所上市规则中的事件性日落条款倒未必要专门规定。以现有研究成果以及企业上市的实际情况看,上市之后8—10年间日落似乎是一个合适的选择。当然,到期之后可以允许普通股东投票表决是否继续延长双重股权结构的时间。

• 402 •

Abstract: The dual-class share structure has been used in the US for decades. In recent years, several Asian jurisdictions have changed their positions and allowed dual-class listings to promote the growth of local high-tech enterprises. In 2018, China Hong Kong and Singapore took the lead in this change, and the newly established Sci-Tech board in China followed suit as well. China should introduce the dual-class structure with caution. If a decision is made on its adoption, the China Hong Kong model can be employed as a primary reference. However, those rules amenable to rent-seeking should be removed, and a time-based sunset clause should be included.

Key Words: dual-class structure, same stocks with different rights, shareholder short-termism, agency costs, sun-set clause

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)

论实际控制人的法律责任： 公法的路径依赖与私法的理念再生

郑 彧*

内容提要：自 20 世纪 80 年代国有企业改制以来，建立一个权责分明、自负盈亏的现代企业制度一直是我国完善公司治理结构的目标。一方面，在面对“一股独大”的公司股权结构现实时，我们自始强调公司法人人格应有的独立性，防范控股股东对公司的越权和滥权，由此衍生出公司法层面控股股东信义义务的讨论；另一方面，基于保护中小股东的监管愿景和“追首恶”的监管目标，我们对于控股股东信义义务的理解存在扩大化的趋势，对于实际控制人法律责任的追究存在公法监管上的路径依赖，过于强调实际控制人对于公司日常管理的重要性，反而在监管实践中模糊了股东与公司的责任边界。为此，亟需在强调私法理念的基础上改变现有公法化的监管方式，进行“公私分离”的类型化公司法立法，真正落实普通公司的董事责任，同时在证券法层面将实际控制人的法律责任由侵权责任转换为法定责任，以此完成在实际控制人法律责任问题上公司治理结构之私法理念矫正与证券侵权责任之公法逻辑转换。

关键词：实际控制人 法人人格 信义义务 法律责任

• 403 •

一、实际控制人法律责任的公法偏好： 基于 2007—2019 年 IPO 核准数据的透视

普通法系国家在公司出现之初就已逐步通过立法与司法实践形成了公司作为独立法人的实体

* 郑彧，华东政法大学国际金融法律学院教授。

本文为 2020 年度国家社科基金项目“证券发行注册制法律实施机制研究”（20BFX130）、2017 年上海市浦江人才计划（17PJC039）的阶段成果，在其观点基础上衍生有《上市公司实际控制人法律责任的反思与构建》一文，两者存在小部分论据的重合，特此说明。

标准要求,明确了“股东”与“公司”之间的责任切割标准,由此在作为投资者的股东与作为独立法人的公司之间形成了“上帝的归上帝,恺撒的归恺撒”的现代公司治理结构。反观中国公众公司的治理结构,20世纪90年代之初以公有制为主的市场主体结构决定了我国证券市场发展早期“一股独大”的股权结构事实。其后,随着中国改革开放的深入进行,国企、民企、外企等多类型的市场主体呈现齐头并进的发展态势,投资主体也越来越多元化。在此背景下,近三十年来我国上市公司的股权结构虽仍呈现以大股东“持有控制权股份”为主要特征的“控制型”股权结构状态,^{〔1〕}但也开始出现股权分散的上市公司,甚至是不存在单一控股股东的上市公司。逻辑上,随着市场投资主体的多元化,我国应呈现存在越来越多股权分散上市公司的发展趋势。但在证券监管的方式上我们观察到一个非常有意思的现象:一方面,在我国《公司法》颁布后日益强调的“公司法人独立性”概念引领下,中国证监会对于寻求首次公开发行股票(Initial Public Offering,以下简称“IPO”)的发行人施加了一系列“完善公司治理结构”的条件要求,并在历年的上市审核监管实践中形成了对于控股股东与拟上市公司在人员、资产、财务、业务和机构方面的“五分开”要求;但另一方面,基于公司需要“有人运营”“有人负责”的心态,在具体的IPO发行条件中又往往提出“发行人需要有稳定的股东结构”的要求,随之而来的监管重点就是特别关注拟上市公司是否存在“控股股东”和“实际控制人”。^{〔2〕}从数据偏好上看,能够通过中国证监会核准并成功上市的多为具备实际控制人的发行人(即便因为股权分散没有实际控制人,大多数发行人的股东也会通过一致行动协议“创设”出实际控制人,证明发行人股权结构稳定)。而针对那些不存在“实际控制人”的申请人,监管部门则会在首发反馈意见中特别关注无实际控制人状态对于发行人在日常决策、运营和管理方面的影响。在此监管惯例下,虽然《证券法》没有对拟上市公司在IPO申请时是否必须存在实际控制人直接提出法定性的要求,但在中国证监会颁布的《首次公开发行股票并上市管理办法》《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》等相关行政监管规章、规定、监管问答、反馈意见中均明示或默示地增加了“控制权稳定”的“发行条件”要求(参见表1)。

〔1〕 本文所述之“控制”援引的是《企业会计准则第33号——合并财务报表》(2014年版)的相关条款。第7条第2款规定:“控制,是指投资方拥有对被投资方的权力,通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报,并且有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额。”第13条规定:“除非有确凿证据表明其不能主导被投资方相关活动,下列情况,表明投资方对被投资方拥有权力:(一)投资方持有被投资方半数以上的表决权的。(二)投资方持有被投资方半数或以下的表决权,但通过与其他表决权持有人之间的协议能够控制半数以上表决权的。”第14条规定:“投资方持有被投资方半数或以下的表决权,但综合考虑下列事实和情况后,判断投资方持有的表决权足以使其目前有能力主导被投资方相关活动的,视为投资方对被投资方拥有权力:(一)投资方持有的表决权相对于其他投资方持有的表决权份额的大小,以及其他投资方持有表决权的分散程度。(二)投资方和其他投资方持有的被投资方的潜在表决权,如可转换公司债券、可执行认股权证等。(三)其他合同安排产生的权利。(四)被投资方以往的表决权行使情况等其他相关事实和情况。”因此,这里的“控制”仅是会计意义上为了关联方界定以及合并报表的需要,而非公司法意义上股东打破公司法人人格独立而对公司决策、活动的控制。

〔2〕 无论从《证券法》还是《公司法》的逻辑上,公司的“控股股东”与“实际控制人”均是两个独立的概念。但为方便描述,在本文中,我们并不特意区分“控股股东”与“实际控制人”这两个概念,而是根据需要使用“控股股东”“控制股东”和“实际控制人”指代“实际控制人”这一主体。

表 1 IPO 监管规则中对于首次公开发行股票的实际控制人要求

法律规范	条文规定
《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》	第 5 条：……（三）最近三年内实际控制人未发生变更，且控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的境外基础证券发行人股份不存在重大权属纠纷。……
《首次公开发行股票并上市管理办法》（2020 年修正）	第 12 条：发行人最近 3 年内……实际控制人没有发生变更。
《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》（2018 年修正）	第 5 条：发行人的控股股东、实际控制人……应当诚实守信，全面履行公开承诺事项，不得在发行上市中损害投资者的合法权益。 第 14 条：发行人最近两年内……实际控制人没有发生变更。 第 20 条：发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内不存在……重大违法行为。…… 第 36 条：……发行人的控股股东、实际控制人应当对招股说明书出具确认意见…… 第 49 条：……发行人及其控股股东、实际控制人……对发行申请文件的真实性、准确性、完整性、及时性承担相应的法律责任。……
《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（2020 年修正）	第 12 条：……（二）发行人主营业务、控制权、管理团队和核心技术人员稳定……最近 2 年实际控制人没有发生变更，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷。…… 第 36 条：……发行人控股股东、实际控制人……不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并声明承担相应法律责任。
《〈首次公开发行股票并上市管理办法〉第十二条“实际控制人没有发生变更”的理解和适用——证券期货法律适用意见第 1 号》	三、……发行人及其保荐人和律师应当提供充分的事实和证据证明多人共同拥有公司控制权的真实性、合理性和稳定性……。相关股东采取股份锁定等有利于公司控制权稳定措施的，发行审核部门可将该等情形作为判断构成多人共同拥有公司控制权的重要因素。……

• 405 •

在前述监管要求下，对于那些股权分散的申请人，为了满足证券监管机关对于公司应具备“控制性”的要求，中介机构会千方百计地通过“一致行动协议”等方式证明申请人“控股股东”或“实际控制人”的存在，以此向监管部门证明发行人的决策、运行是可受稳定控制的，是“有人能够对公司负责的”。为此，我们针对 2007—2019 年（“样本期间”）经中国证监会核准并在沪深两地证券交易所成功上市的全部上市公司进行了“实际控制人”的分布统计，具有实际控制人的发行人家数平均占比为 97.71%；在沪市以年度计算的每年有实际控制人的发行人家数占比中，最低的是 75%（2006 年），最高是 100%（2008—2010 年，2012 年）；而深市最低占比数是 97.52%（2010 年），最高占比数则高达 100%（2011 年，2016—2019 年）。图 1 列示了在总计 2364 家沪深两地〔3〕首次公开发行股票的上市公司中有关实际控制人的占比走势，数据结果可以验证在我国首次公开发行股票必须存在“实际控制人”的猜想。

进一步观察，依据中国证监会和沪深两地上市规则对于实际控制人的定义，绝大部分上市公司的实际控制人可归类为单一的自然人或者国资性质。尽管如此，在全部有实际控制人的上市公

〔3〕 深市包括了中小板、创业板数据。

司中,沪深两市也都各有约20%的发行人通过一致行动协议或者基于法定关系(比如夫妻关系)的解释而被认定存在“共同实际控制人”(参见图2)。

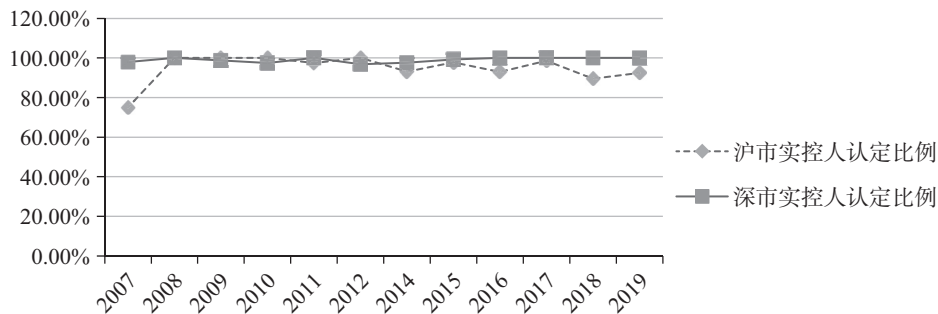


图1 样本期间沪深两地有实际控制人的上市公司比例走势图〔4〕

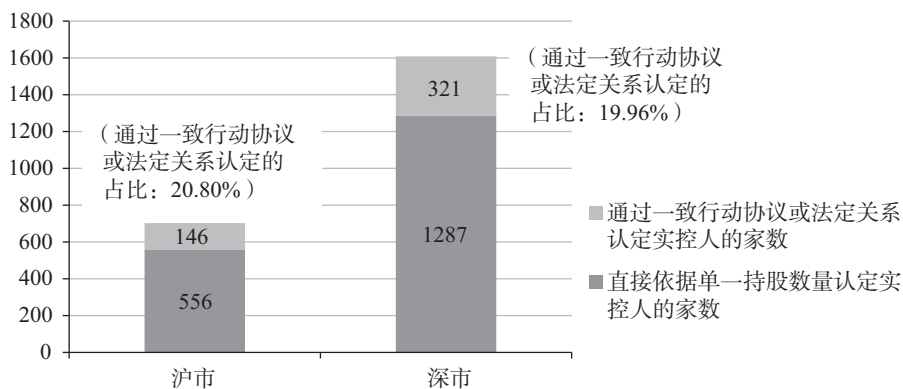


图2 样本期间沪深两地上市家数实际控制人认定情况

表2是在样本期间逐年统计的无实际控制人的上市公司的家数和占比。在近二十年2364家上市公司中,只有54家拟上市公司是以无实际控制人的股权结构上市成功的,在全部成功上市公司家数中占比仅为2.28%。在这仅有的54家上市公司中,19家(18家沪市,1家深市)发行人属于中小银行、券商等金融机构,这些金融机构根据相关金融监管部门“不允许存在高度集中持股的股东”的要求而不具备认定实际控制人的基本条件。除去这19家发行人后,无实际控制人的上市公司为35家,占比降到1.48%。在此基础上,通过研究招股说明书,我们进一步发现:尽管不存在实际控制人,这54家无实际控制人的发行人仍需根据《首发业务若干问题解答(一)》证明其分散的股权结构符合“确保发行人股权结构稳定、正常生产经营不因发行人控制权发生变化而受到影响”的条件,并且持股比例排名在前的股东需按持股比例从高到低承诺将各自所持股份自上市之日起自动锁定36个月,直至锁定股份的总数不低于发行前股份总数的51%(即“共同锁定安排”),〔5〕以此在股价锁定方面形成类似于“一致行动协议”中的联合管

〔4〕2013年无数据,原因在于根据中国证监会的统一部署,2012年11月16日至2013年12月期间中国股市第八次暂停股票IPO。

〔5〕中国证监会发布的《首发业务若干问题解答(一)》中的“问题3”涉及控股股东、实际控制人股份锁定期安排的要求是:对于发行人没有或难以认定实际控制人的,为确保发行人股权结构稳定、正常生产经营不因发行人控制权发生变化而受到影响,审核实践中,要求发行人的股东按持股比例从高到低依次承诺其所持股份自上市之日起锁定36个月,直至锁定股份的总数不低于发行前股份总数的51%。

控效果。

表 2 样本期间内按年份统计的沪深两地上市无实际控制人公司数量占比

	2007—2019 深沪 IPO 家数			无实际控制人家数	无实际控制人家数	比例
	沪市	深市	总计	深市	沪市	(两市合计)
2007	24	97	121	2	6	6.61%
2008	6	71	77	0	0	0.00%
2009	9	80	89	1	0	1.12%
2010	24	322	346	8	0	2.31%
2011	39	242	281	0	1	0.36%
2012	22	129	151	4	0	2.65%
2013	0	0	0	0	0	0.00%
2014	43	84	127	2	3	3.94%
2015	88	130	218	1	2	1.38%
2016	100	125	225	0	7	3.11%
2017	215	221	436	0	3	0.69%
2018	48	48	96	0	5	5.21%
2019	120	77	197	0	9	4.57%
总计	738	1626	2364	18	36	2.28%

在此背景下，虽然 2020 年 3 月 1 日实施的新《证券法》在证券公开发行方面从“核准制”向全面的“注册制”过渡，但其不仅在监管条件上没有减弱对于上市公司“实际控制人”作用和地位的强调，而且无论是从“发行条件”还是从“法律责任”上都在总结先前监管经验的基础上进一步强化了对于上市公司“实际控制人”的法定责任要求，有关“实际控制人”的概念和法定要求不减反增（有关新旧《证券法》实际控制人法律责任的比较参见表 3）。

• 407 •

表 3 新旧《证券法》实际控制人法律责任比较

涉及事项	旧《证券法》	新《证券法》
公开发行条件	无	第 12 条：……（四）发行人及其控股股东、实际控制人最近三年不存在……刑事犯罪；……
实际控制人责任方式	第 26 条：……发行人的控股股东、实际控制人有过错的，应当与发行人承担连带责任。	第 24 条：……发行人的控股股东、实际控制人……应当与发行人承担连带责任，但是能够证明自己没有过错的除外。……责令负有责任的控股股东、实际控制人买回证券。
公开承诺的责任	无	第 84 条：……发行人及其控股股东、实际控制人……作出公开承诺的，应当披露。不履行承诺给投资者造成损失的，应当依法承担赔偿责任。
信披责任	第 69 条：……发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。	第 85 条：……发行人的控股股东、实际控制人……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。

二、实际控制人法律责任的私法溯源： 控股股东信义义务的误解与厘清

随着19世纪后期大型企业的出现，公司的股东开始从“所有权人”转换为“出资人”，公司与股东的关系出现了从“企业家时代”向“职业经理人+消极出资人时代”的转化。^{〔6〕}在此过程中，公司法人的独立性在法律实践中逐渐被抽象出来并被日益发展的公司法理论所解释和强调。公司的法律人格是拟制出来的，因此，股东、董事、监事三者之间“三权分立”的良好公司治理结构也是在公司作为拟制主体的基础上由法律所施加的外在要求。比如作为公司法学界经典的萨洛蒙诉萨洛蒙有限公司案（Solomon v. Solomon & Co. Ltd），学者们就经常引用该案判决的观点说明“从法律的角度讲，公司一旦正式注册成立，其就成为一个与股东没有关系的法律上的‘人’，从而拥有自己独立的权利和义务”^{〔7〕}。由此衍生出普通法系上对于公司法律人格的基本认知：公司是一种区别于那些拥有或者经营公司的个人的单一合同主体，通过这种单一的合同主体，具备法定条件和法定程序而设立的公司被视为拥有独立人格，从而拥有对股东所投入资产的独立财产权，即公司的资产归公司所有，而不是属于公司的所有者。一旦公司创建完成，投资者仅掌握着公司控制参与权（比如投票选举董事和批准重大交易）和剩余收益或利润索取权，法律将公司事务的主要权力授予董事会，或者由股东定期选任的专门委员会来行使对于公司日常经营事务的决策和监督权限。^{〔8〕}

由此，数百年来公司法发展的历史在本质上就是在强调公司法人人格独立基础上的“公司治理结构”的改良史，公司治理的核心就是要保证股东能够有效地控制公司实际控制人的侵权行为，在法律上主要表现为对大股东、董事、经理等对公司具有控制力之人有关义务与责任的规定，以及在司法层面所进行的法律责任追究。^{〔9〕}在此基础上，公司治理结构的保护与完善在整个公司法的历史中呈现出两条既不相同又有交叉的路径：一个是作为外部人（outsider）的公司股东（特别是公司控股股东）与公司之间围绕牵制与制约关系而进行的规范与约束；另一个则是围绕作为内部人（insider）的公司董事、高级管理人员与公司之间的权利、义务关系。前者衍生出了诸如公司法人人格否认等例外性制度，后者则产生了包括忠实义务（duty of loyalty）、注意义务（duty of care）在内的公司董事和高管应有的普遍性的信义义务（fiduciary duty）标准。

但不得不承认，公司法所规定的公司法人治理结构只是一种标准化的理想模型，公司日常实践运作中的控制权分布却不一定与立法者的设想与初衷完全吻合。伯利和米恩斯在他们合著的《现代公司与私有财产》一书中，曾将公众公司治理体制划分为高度分散型与股权集中型两种样

〔6〕 参见刘燕：《公司融资工具演进的法律视角》，载《经贸法律评论》2020年第1期。

〔7〕 Paul L. Davies, Daniel D. Prentice, L. C. B. Gower, *Gower's Principle of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, 1997, pp. 77-78.

〔8〕 参见〔美〕莱纳·克拉克曼等：《公司法剖析：比较与功能的视角》，罗培新译，北京大学出版社2012年版，第6-17页。

〔9〕 参见王欣新、王斐民：《论公司治理与公司控制人侵权责任的追究》，载《政法论丛》2005年第6期。

态，世界范围内绝大多数国家的公司属于股权集中型，甚至有些国家和地区以家族控制型为主导。^{〔10〕}在此股权分布特征的基础上，国外学者的研究表明通常只有那些股权集中型的公司才会存在法律规定与实践脱离的状态，而且这种法律与实践的脱节并不是因为法律规定的架空，而是因为股东、董事（或经理）在不同角色上的身份重合或交叉才形成了名义或形式上分权而实质上集权的公司治理模式，由此对于那些私人公司能得出“公司法关于公司分权而治的制度安排似乎又回归到了议行合一的君主体制”^{〔11〕}的结论，而对于那些股权高度分散型的公众公司，境外学者似乎并没有得出公司治理结构立法与实践脱离的观点。但在东亚国家和地区，相同问题的结论却可能大不相同：因为这些国家和地区的大型公司仍然是股权集中型公司，董事在形式上掌管着公司事务，在实质上却可能仅仅充当着控制股东的代理人，董事会只是股东或股东会的附属物。^{〔12〕}类似地，中国学者的研究也表明不论非上市公司还是上市公司，中国公司也往往成为一种受大股东控制的“稻草人”，实际控制人隐身其后进行管理运作，不仅有限责任公司如此，甚至上市公司因为打通了“融资通道”而使得这一问题更加突出，^{〔13〕}“董事会形同虚设，公司控制权实际掌握在控制股东的手中”^{〔14〕}。

在此背景下，如果缺乏有效的权力制衡机制，控制股东为追求自身利益，通过自身的“代理人”或者“亲自揽权”干预公司日常经营活动进而损害公司以及少数股东利益的事例当然会层出不穷。^{〔15〕}而当那些比私人公司更大规模的公众公司存在着控制股东滥用控制权而谋取私利的行为时，就难免构成对社会公众投资者的侵害，^{〔16〕}从而使得原本仅在私法意义上讨论的控股股东的侵权责任进一步上升到“强化控股股东和董事的信义义务是健全我国企业公司治理的重要内容”^{〔17〕}的公法要求，由此也产生了我国对于上市公司实际控制人法律责任的承担在作为私法意义上的公司法与作为公法意义上的证券法上的重合与冲突：一方面，出于公司法上有关公司独立性的法人人格要求，中国证监会及沪深两地交易所通过发布《上市公司治理准则》《上市公司章程指引》和《上市规则》等规范性文件不断强调上市公司在股东、董事、监事层面实现“各司其职，各尽其力”的公司治理结构要求，强调上市公司控股股东不能干涉公司的独立运营，对包括关联交易与同业竞争在内的可能损害公司利益的行为树规立矩，这是一种在私法层面力求突破“一股独大”“一股独强”的监管要求和监管努力；另一方面，出于传统经营理念上“责任到人”的主体责任意识，证券监管机关在维持上市公司运营稳定的诉求下又必须在中国的商业语境中找到能够确保这种稳定性的“责任依靠”，由此有意无意地透过证券公开发行条件的设置传递出监管层对于公司实际控制人应对公司“负责”的冀望。最近的一个例子就是2019年11月由中国证

〔10〕 参见郭富青：《论控制股东控制权的性质及其合理配置》，载《南京大学学报（哲学·人文科学·社会科学）》2011年第2期。

〔11〕 郭富青：《论公司实际控制权：性质·渊源·法律导向》，载《甘肃政法学院学报》2011年第1期，第114页。

〔12〕 参见叶林：《股东权利及其实现机制》，载《扬州大学学报（人文社会科学版）》2013年第5期。

〔13〕 参见周伦军：《上市公司实际控制人案件若干问题研究》，载《人民司法》2008年第11期。

〔14〕 叶敏、周俊鹏：《公司实际控制人概念辨析》，载《国家检察官学院学报》2007年第6期，第124页。

〔15〕 参见习龙生：《控制股东的义务和责任研究》，法律出版社2006年版，第18页；范世乾：《控制股东滥用控制权行为的法律规制》，法律出版社2010年版，第2页。

〔16〕 参见朱慈蕴：《资本多数决原则与控制股东的诚信义务》，载《法学研究》2004年第4期。

〔17〕 鲁桐：《香港交易所IPO新规解读及思考》，载《中国国情国力》2018年第6期，第25页。

监会下发至系统内各单位的《推动提高上市公司质量行动计划》，该计划开宗明义地要求“上市公司及其控股股东、实际控制人、董监高等关键少数担负着自我规范、自我提高、自我完善的直接责任、第一责任”^{〔18〕}，监管层透过公法层面对实际控制人“压担子”，使其“负责任”的意图可见一斑。近些年来，更加体现监管层对于压实实际控制人责任的例子则出现在行政处罚与司法追偿中有关“追首恶”的提法与倾向，这种提法与倾向的出现是因为证券市场上出现了太多实际控制人通过欺诈上市、非法关联交易等方式掏空上市公司的丑闻和乱象。^{〔19〕}但很明显，发行人、上市公司自身并不是违法行为的最大受益者，真正遏制证券欺诈的关键应是将责任主要配置给该行为最可能的实施者和受益者。^{〔20〕}因为原先处理这类案件时往往是以上市公司作为责任主体，先把“责任的板子打在上市公司身上”，由此引发中小股东“实际控制人违法、中小股民买单”的怨言。这也是近年来监管部门以“追首恶”方式追究实际控制人责任的主要原因。而“追首恶”又反过来促使证监会在发行审核过程中对于发行人是否存在“实际控制人”予以重点关注，因为有无“实际控制人”不仅关系到有无责任人承担对上市公司的“管控”责任，而且还关系到未来如果上市公司出现违法违规行为时是否可以成功地对“首恶”进行追责。^{〔21〕}不难看出，对于实际控制人的认定已经在某种意义上成为我国证券监管部门监管工作是否成功、是否富有成效的一个重要抓手。

本文认为现有的监管政策和监管实践在责任路径上混淆了公司法意义上的控股股东责任与证券法上控股股东责任之间的区别，由此出现的问题是，当在我国讨论实际控制人的诚信义务时，其语境与内涵与普通法系公司法项下控股股东的信义义务存在本质上的不同：普通法系项下的控股股东的信义义务是指控股股东在对提名董事或高管人员负有持续监督责任和出售公司控制权时负有谨慎调查责任等极其特殊且例外情况下负有注意义务，其无需像公司董事那样必须处于对于公司经营事事高度注意的常态。^{〔22〕}但若控股股东通过自己的表决权操纵股东大会或者董事会对公司事务的决定施加不恰当的影响，则该等行为通过损害公司的利益而可能间接损害非控制股东的利益。此时，控股股东对公司与非控股股东信义义务的承担则成为普通法系项下追求各方利益平衡的一种衡平法表现，因为对于控股股东信义义务的要求符合了保护公司和非控制股东双重利益的法益目标。^{〔23〕}因此，尽管存在“控股股东信义义务”的概念，但普通法意义上的控股股东信义义务通常也只包括“不得欺诈、排斥中小股东”“不得进行内部人交易”“不得进行不公平自我交易”“不得篡夺公司机会”“竞业禁止”和“不得违反信息公开义务”等类型，^{〔24〕}而且这种义务也非由控股股东直接向少数股东承担，而是需要透过控股股东对于公司义务的执行而得到体现^{〔25〕}。

〔18〕 温济聪：《多举措推动提高上市公司质量》，载《经济日报》2019年11月20日，第6版。

〔19〕 比如中捷股份、九发股份、康美药业、康得新的大股东侵占上市公司资金等不法行为。

〔20〕 参见郭雳：《证券欺诈法律责任的边界——新近美国最高法院虚假陈述判例研究》，载《中外法学》2010年第4期。

〔21〕 比如，受中国证监会直接领导的中证中小投资者服务中心已经开始在大连控股、*ST圣莱虚假陈述等证券支持诉讼案件中以追责“首恶”为诉讼原则，使“追首恶”担负起证券投资者“权利救济”渠道的重要功能。

〔22〕 参见宋从文：《公司控制权正当行使的实证分析》，载《法律适用》2009年第4期。

〔23〕 参见王继远：《控制股东对公司和股东的信义义务》，法律出版社2010年版，第138-139页。

〔24〕 See William T. Allen et al., *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, Wolters Kluwer, 2012, p. 417.

〔25〕 参见楼建波、陈炜恒、朱征夫、李骥译：《公司治理原则：分析与建议》（上卷），法律出版社2006年版，第378-415页。

由此，公司法上对于实际控制人的法律责任实际上讲的是在公司独立性原则被绝对遵守的前提下，由控股股东对于公司或者其他少数股东在特定事项上负有的信义义务责任。需特别注意的是，普通法系并不反对控制股东基于“控制的事实”而获得控制权利益。无论是美国各州的州法还是具有示范作用的《美国模范商业公司法》（MBCA）都没有规定针对股东特别是控股股东的法定性义务，^{〔26〕} 相关义务都是需要在具体案例中由法官根据控股股东是否透过对公司董事的“控制”而损害公司的利益进行判断，只有认定公司利益受到损害，控股股东才构成对中小股东利益的损害。除了特殊情形以外（例如关联交易），上市公司的股东对其他股东不负有任何义务，^{〔27〕} 更遑论诸如我国现有监管政策上那种作为公法意义上的证券法所施加给控制股东的对其他中小股东承担责任的“信义义务”。

三、实际控制人法律责任的中国路径： 公司治理结构之秩序矫正与证券责任主体之逻辑转换

在近三十年证券市场发展过程中，我国上市公司治理结构从零起步并逐渐改进，发展至今总体而言难言满意，大股东侵占上市公司利益时有发生，因此才会在新一轮《公司法》修法之际学界发出有关“中国公司法早在 2005 年《公司法》中就引入了‘股东信义义务’的规定（《公司法》第 20 条），但过于简单、原则，操作性不强，特别是对实际控制人的责任明示比较缺乏，需要在公司法的相应条款中增加实际控制人的列举”^{〔28〕} 的呼吁。在本次《证券法》修法已经于公法层面先一步反映了追究实际控制人“控制责任”的监管需求背景下，对于即将到来的公司法改革和下一步证券法的有效执法而言，我们认为实际控制人的法律责任应在公法（证券法）和私法（公司法）层面有着泾渭分明的区分，万不可将两个不同部门法的义务混同起来对待。如果把公法上对于实际控制人的责任追究方式延伸到私法领域，可以预见的后果就是在未来相当长的时期内公司的运营仍会仰仗公司“实际控制人”的努力，中国的公司法实践仍然会无法独立区分实际控制人对公司的权利义务与公司自身的权利义务，由此在执行层面会破坏私法领域对于树立真正的公司法人独立人格的基本努力。

（一）实际控制人私法责任的世界经验与中国改进

当公司这种法律组织形式被法律或者国家所承认时，公司已经被拟制为独立承担责任的拟制性主体（artificial person，即拟制法人）。在拟制法人制度中，公司在法律意义上被比拟成与自然人并列的“人”。而拟制法人要实现法律所赋予的独立人格效果，需要有自己的意思表示机关和决策机关，公司必须通过自己的意思表示机关和决策机关实现自己作为被法律所承认的“人”的功能，由此公司不再依托于股东的意思表示。这就如同经合组织在其最新的《公司治理原则》中所再三强调的“公司不能由股东投票进行直接管理……股东不应被期望来承担管理公司事务的责

〔26〕 参见〔美〕史蒂文·L. 伊曼纽尔：《公司法》（英文影印版），中信出版社 2003 年版，第 249-250 页。

〔27〕 参见朱大明：《美国公司法视角下控制股东信义义务的本义与移植的可行性》，载《比较法研究》2017 年第 5 期。

〔28〕 朱慈蕴：《论中国公司法本土化与国际化的融合——改革开放以来的历史沿革、最新发展与未来走向》，载《东方法学》2020 年第 2 期，第 101 页。

任”^[29]。在普通法系,公司的这种决策机关和意思表示机关的功能逐渐落在董事会身上,董事会成为公司这种法人的“大脑”,负责就公司这个“人”的日常一切重大事项作出决定,股东就此不能干预公司日常事务(比如日常经营、借贷、对外投资等)的决策(有的国家如英国仍允许通过公司章程方式保留股东对公司重大事项决策的权利,但美国大部分州的公司法则直接规定所有在公司目标范围内的决策都应由公司董事会行使决定权,股东大会甚至无权对董事会的决策进行限权,股东的权利仅仅被限制在选举董事、公司清算与合并等引发公司章程所述目标落空的议案上^[30])。而在大陆法系方面,日本没有在公司法中建立对控制股东进行直接规制的法律制度,而是通过对公司经营者进行强有力的规制实现对控制股东不正当行为的间接规制。日本法律并没有规定母公司仅仅因其母公司的身份就能获得对子公司的指挥命令权,即便是从属于企业集团的子公司,只要是法律上的一个独立的公司,子公司的董事就必须完全为了子公司的利益而行动,子公司并没有遵循母公司指示的法律义务,子公司的董事必须为了子公司的利益履行自己的职权,母公司在公司法上没有对子公司“指手画脚”的权力,母公司(控制股东)行使其影响力的行为构成对子公司的侵权,因此应当承担损害赔偿责任。^[31]将决策权力分配给管理层或董事会的好处不仅在于简化了决策程序(相对于众多合伙人的一致认可),而且在于确定了为实际行动负有责任的人,限制了各种各样的参与者(如总裁)或主要投资者可能拥有的控制权。^[32]

尽管公司通过董事进行决策的公司独立性逻辑是清晰的,但在中国语境下,公司治理结构的问题并不在于有无法律规定,而是在公司法“西学东用”的过程中,我们虽引入了外在的董事制度,但董事在实践中很大程度上被异化为控制股东对于公司控制的一个“权力代表”,董事会制度成为实际控制人控制公司的橡皮图章。形成此种局面的原因有二:其一,在法律层面,现行《公司法》没有明确董事会是公司管理的最高权威机关,却明确了股东大会的权力机构地位。^[33]在此基础上,行政规章又较为任意地改动股东和董事之间的分权界限,特别是在证券监管层面会基于所谓的“中小股东保护”目标而将许多公司的战略管理权力交给股东会,这和现实中广泛存在的董事会不过是控股股东对公司控制权的延伸、董事席位由股东按资瓜分而不是选举产生等诸多情形相吻合。^[34]由此,无论是在公司法还是证券法层面,上市公司的治理结构都呈现明显的“股东(会)中心主义”而非“董事(会)中心主义”色彩。其二,在执行层面,虽然《公司法》在立法本意上试图排除不符合现代企业制度的国有企业的组织模式和组织形态,而限定在以股份

[29] G20/OECD, Principles of Corporate Governance (2015), available at <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264250574-zh.pdf?expires=1586517269&id=id&accname=guest&checksum=B6EB507F8667FB8E7B39D0CF0D5ABEDB>, last visited on Apr. 10, 2020.

[30] 比如,美国《特拉华州普通公司法》[Delaware General Corporation Law (DGCL)]第141(a)条就明确规定“本章节规定的任何公司业务和事务应当由董事会或者在董事会领导下进行管理,本章节或公司章程另有规定的除外”。

[31] 参见朱大明、[日]行冈睦彦:《控制股东滥用影响力的法律规制——以中日公司法的比较为视角》,载《清华法学》2019年第2期。

[32] See Margaret M. Blaire, Locking in Capital What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century, 51 *UCLA Law Review*, 435 (2003).

[33] 《公司法》第98条规定:“股份有限公司股东大会由全体股东组成。股东大会是公司的权力机构,依照本法行使职权”。此外,《民法典》第80条规定了“营利法人应当设权力机构。权力机构行使修改法人章程,选举或者更换执行机构、监督机构成员,以及法人章程规定的其他职权”的赋权性安排。

[34] 参见邓峰:《董事会制度的起源、演进与中国的学习》,载《中国社会科学》2011年第1期。

作为资本形态的公司，^{〔35〕}但在实践中因为国有企业在选任机制、考核机制、激励约束机制上必须坚持党和国有资本的绝对领导，所以上级党组织或者国有资产管理部门对国有企业仍然延续着管人（党管干部）、管事（重大决策）、管物（国有资产的保值增值）的传统，即便是已上市的国有控股公司，也会因为国资成分而出现作为实际控制人的国资委对于上市公司资产、业务、人事、运营“一管到底”的管理穿透现象，由此导致“公司法不仅不能直接规范国有公司的资产关系和内控背景，而且在治理环节完全丢失了董事会、监事会制约机制”^{〔36〕}。国有企业的这套运行模式原本无可非议，也是我们在国有企业中坚持党和国家领导所不可更改的根本前提，但问题在于，前述可适用于国企的公司治理管控方式却在无形中影响着那些非国有企业的法人治理结构，“东施效颦”般的做法使得在我国能够真正按照现代企业制度让董事独立承担公司日常管理、决策职责，并且有效阻止实际控制人直接或间接（透过其所控制的董事）干预日常事务的非国有公司少之又少。我们在公司法的私法层面“从一开始就没有遵循两类公司在域外实践的应然模式，而主要是基于国家对于企业控制程度进行的考量”^{〔37〕}，由此形成了我国公司这种组织形态仅具备独立法人之“形”（体现为股东责任切割），却少了独立法人之“魂”（公司在董事会下自主经营）的“夹心饼”局面。

面对这种学者所称的“由国家控制的历史到私人控制的现实”之局面，在解决实际控制人法律责任的私法路径层面，我们觉得应该考虑两个方面的改进：第一，在“坚持党对国有企业的领导不动摇”的基本方针下，为了防止公司法运行逻辑的混乱，我们不妨考虑在接下来的公司法改革中采取有针对性的分离立法模式，即单独针对国有控股公司、国有独资公司（但不包括国有权益在50%以下的国有参股公司）制定与《公司法》并行的《国有控股公司法》，^{〔38〕}在明确国有公司独立法人人格、独立承担法律责任的基础之上，把现有体现党和国家对于国有企业进行领导、管理的相应规定整合并入《国有控股公司法》，由此把“党建入章”等国有企业特殊性治理要求^{〔39〕}作为具有中国特色社会主义道路的创新写入《国有控股公司法》，通过这种类似于德国“公营公司”^{〔40〕}的特殊类型公司的单独立法来实现中国公司法的本土化创新，并由此回应目前对于国有公司丧失传统公司法意义上法人经营独立性的批评与指责。第二，对于除国有控股、国有独资公司以外的其他普通类型公司，要严格切分股东与公司的权利、义务边界，根本抓手就是要在公司法的立法和司法实践中切实落实“董事责任”制度。这是因为在公司演进的过程中，董事这一角色在公司中的地位越来越重要，从早先的“股东的代理人”演变为“公司的代

〔35〕 参见江平：《〈公司法〉的立法分歧》，载《英才》2011年第4期。

〔36〕 甘培忠、周游：《我国公司法建构中的国家角色》，载《当代法学》2014年第2期，第63页。

〔37〕 周游：《公司法上的两权分离之反思》，载《中国法学》2017年第4期，第294页。

〔38〕 在《国有控股公司法》中无需针对公共事业或者竞争事业进行“公益性国企”与“营利性国企”之分，只是将国有控股公司视为一个国有资本通过“独立法人”的形式进行管人、管事、管物的特殊目的载体。

〔39〕 我国在2010年至2017年间推出的一系列政策进一步巩固了党组织在国有企业中的核心领导地位，也明确了党组织在企业的决策链中比董事会位置更靠前。2017年的改革首次要求国有企业将党建工作写入公司章程，将党组织从幕后一下推到了台前。有关“党建入章”的历史与分析可参见亚洲公司治理协会：《党建入章：公司治理更透明的制度变革》，载《董事会》2018年第10期。

〔40〕 有关德国“公营公司”的介绍可参见何源：《论政府在国企改革中的第三种职能及其法律制度建构——以德国法上的母体行政组织对公营公司的影响义务为借鉴》，载《政治与法律》2015年第2期。

理人”，从要求董事代表股东的利益行事到要求董事代表公司的利益行事，这一变化的过程贯穿着公司作为虚拟法人人格的强化过程。董事会是公司意志的来源，董事会决定有关公司经营的一切活动，并由此对董事会成员施加了对公司负有忠实和注意的勤勉义务。作为实际控制人的自然人如果存在与公司董事重合的身份，则对其是以董事身份而非股东身份进行追责。在此基础上，对于那些隐藏于幕后利用控制权操纵经营管理者按其意旨行事的实际控制人，“经营管理者实质上只是其表意和行为的化身，是其掌握的工具或另一个自我”^{〔41〕}，通过“事实董事”制度使得实际控制人在公司经营活动中与名义董事同样承担相应的董事责任义务。这种以董事会为中心的责任制度构建对于我国上市公司治理结构具有非常重要的现实意义，因为其“不仅适应了大型公众公司集权和决策效率的需要，而且在充分保障股东诉权与董事信义责任机制的配合下，董事会中心主义将更符合权责统一的公司法要求，责任追究渠道反而更加顺畅进而更有利于保护中小股东利益，也顺应了专业化经营的世界趋势”^{〔42〕}。因此，无论是出于公司法的立法逻辑还是司法实践的现实需要，我们主张在公司法的进一步修改中将规范的对象聚焦于普通类型的公司，在此基础上细化公司董事信义义务的规则，^{〔43〕}明确董事不应直接代表股东的利益，董事只应代表公司的利益，且不偏不倚地公平对待每一位股东，否则过去四十多年我们所追求的那种现代公司法人治理结构仍会是一种高高飘在理想国上空的“空中楼阁”。

（二）实际控制人公法责任的美国做法与中国借鉴

如果说公司法上对于实际控制人法律责任的追责逻辑根源在于确保公司独立性基础上的董事责任制度（确保公司日常经营决策不受股东干预）和侵权责任制度（追究关联交易、欺诈、同业竞争等不法行为）的话，那么在以信息披露为主要方式的证券法上，实际控制人法律责任的归责路径就需要更加谨慎地处理实际控制人与公司之间责任的分配逻辑，避免任何可能导致对公司法人人格混同理解的归责制度。

美国法对此问题的基本经验是：在证券市场信息不对称的背景下，强制性的真实、准确、完整地披露信息义务是法律对于发行人、收购人或者上市公司所施加的法定义务。在此过程中，作为证券监管机关的美国证券交易委员会（SEC）不对信息披露文件内容的真实性进行实质性审核，但如果监管机关事后发现注册文件的内容有假，则信息披露义务人会因为直接违反了在递交注册文件过程中向政府部门所做的承诺（该承诺包含了注册文件的真实、有效、完整），需根据美国《1933年证券法》和《1934年证券交易法》的规定承担相应的民事责任、行政责任和刑事责任。在此责任基础上，为了防止实际控制人利用公司的法人独立人格规避法定义务，《1933年证券法》和《1934年证券交易法》又分别形成了控制人（controlling person）的连带责任（joint and several liability）标准：《1933年证券法》第15章“控制人责任”一章中规定“任何人利用或通过股票所有权、代理或其他方式，或者根据其与一个或一个以上的他人利用或通过股票所有

〔41〕 郭富青：《公司收购中目标公司控股股东的诚信义务探析》，载《法律科学（西北政法学院学报）》2004年第3期，第68页。

〔42〕 朱慈蕴、林凯：《公司制度趋同理论检视下的中国公司治理评析》，载《法学研究》2013年第5期，第29页。

〔43〕 基于本文的重点不在于讨论董事如何履行对公司的信义义务，且我国学界对于董事信义义务的讨论非常多，故在此并不展开具体的论证。

权、代理或以其他方式达成的协议或谅解，得以控制第 11 章或第 12 章项下责任人的，应与该被控制人一起在被控制人同样的限度内向该被控制人负有责任的任何人承担连带责任，除非控制人不知悉或没有合理的理由相信存在指控被控制人承担责任据以成立的事实”^{〔44〕}；《1934 年证券交易法》第 20 章“控制人和教唆违法者的责任”一章中明确“（a）直接、间接控制本法或者本法任何规则、条例项下责任人的每一个人，除非其善意行事并且未直接、间接诱致构成违法或者构成诉因的行为，否则也应当与该受控制的责任人一起向受控制责任人的责任对方〔包括依据第 21（d）条第（1）项或者第（3）项提起的诉讼中对证券交易委员会〕承担相同程度的连带责任”。因此，就美国证券成文法项下实际控制人法律责任的归责构成要件而言，其必须满足“（1）被控制人负有违反证券法的直接责任；（2）被控制人是由控制人控制的；（3）作为被告的控制人的抗辩没有达到法条规定的要求”^{〔45〕}这三个基本条件。

但在此间，“除非控制人不知悉或没有合理的理由相信存在指控被控制人承担责任据以成立的事实”和“除非其善意行事并且未直接、间接诱致构成违法或者构成诉因的行为”这两个抗辩因素最易被误解为一种“过错推定”条款。而事实是，法条上“相同责任”的限制性要求使得实际控制人法律责任的一个关键性因素取决于“被控制人违法”的前置认定。这是因为在制定《1933 年证券法》时，美国国会对传统的普通法和衡平法项下的各项赔偿责任构成要素进行了调整，总体上对证券违法责任建立了一种过错责任而非严格责任制度。无论是在《1933 年证券法》第 11 条（“因虚假注册登记表引起的民事责任”^{〔46〕}）、第 12 条（“与招股说明书及通讯有关的民事责任”^{〔47〕}），还是《1934 年证券交易法》第 10 条（“对利用操纵和欺诈手段的监管”^{〔48〕}），只有那些在证券登记中或者证券登记前的法律文件中“做出”（make）错误陈述（misstatement）、出现遗漏（omission）而给买卖该证券的投资者造成经济上的损失的人（《1933 年证券法》第 11 条）和在证券交易中使用操纵（manipulative）或者欺骗（deceptive）手段（scheme）违反法律或者 SEC 规章（《1934 年证券交易法》第 10 条）的行为人才是需要承担证券法下法律责任的义务人。而且除招股说明书所列的客观事实错误外，由原告充分证明行为人存在违法的“故意”（scienter）因素仍是证券法上认定存在欺诈事实的关键因素。^{〔49〕}在得以证明主观故意的前提下，原告还需进一步证明损害事实与过错之间的因果关系，这就使得美国证券法项下的违法责任仍是建立在过错责任而非无

〔44〕 Section 15（a） of Securities Act of 1933.

〔45〕 陈舜：《美国证券法中的控制人责任》，载《证券市场导报》2005 年第 10 期，第 4-5 页。

〔46〕 《1933 年证券法》第 11 条对于责任人的范围进行了规定，包括发行人、承销商、董事等在注册文件上签署的每一个人，但第 11 条的责任人范围不包含实际控制人。

〔47〕 《1933 年证券法》第 12 条规定的责任包括“（1）若违反第 5 条的规定（作者说明：即公开发行证券时未经注册）发售或出售证券；或（2）包含有重大事实的不实陈述、遗漏了重大事实或遗漏了为使陈述在陈述时的具体情况下不致产生误导而必须说明的任何重大事实”。

〔48〕 《1934 年证券交易法》第 10 条规定“任何人直接、间接利用任何州际商业手段、工具，利用邮递或者利用全国性证券交易所任何设施从事以下行为，均属违法：……（b）对于买卖于全国性证券交易所注册的任何证券、未进行此等注册的任何证券或者任何以证券为基础的互换协议，违反证券交易委员会为维护公共利益或者保护投资者制定的必要或者适当规则和条例，使用或者利用任何操纵、欺诈手段或者计谋”。

〔49〕 参见〔美〕路易斯·罗思、乔尔·赛里格曼：《美国证券监管法基础》，张路等译，法律出版社 2008 年版，第 877 页。

过错责任的基础之上。^[50]而在责任的性质方面,实际控制人在证券法项下的法律责任也不会构成一种类似于“一方主体对于另一方主体的教唆、协谋”的共犯责任(aider and abettor)。虽然在早先的司法实践中,法院会引入传统侵权法中“假如他知道其他行为人构成义务的违反并给予帮助或鼓动的话,……该人应承担责任”^[51]的共犯责任来追究包括实际控制人在内的其他人的共同连带责任,但在丹佛中央银行案后,美国最高法院认为《1933年证券法》第11条、第12条以及《1934年证券交易法》第10条(b)款[包括SEC的10(b)-5规则]都从来没有明示(expressly)规定所谓的协谋和教唆的共犯责任,因此只要存在误导和欺诈的事实,行为人都需要承担在证券法上的主要责任(primary liability)。^[52]2011年6月,美国最高法院在Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders案^[53]中重申了“只有制作虚假陈述的人才需要承担10b-5(b)规则项下主要责任”的司法观点。因此,一个显而易见的结论是:就实际控制人在证券法项下所承担的法律义务而言,《1933年证券法》第11条、第12条以及《1934年证券交易法》第10条(b)款均没有将公司作为实际控制人承担责任的组织屏障,不论是内部控制人还是外部控制人,都要对被其控制者(不论是个人或是公司)的证券违法行为承担起主要责任。^[54]这种主要责任而非共同责任的逻辑并非因为其具有的公司股东身份或者是基于股东身份而对股东权利的滥用,而是将实际控制人认定为雇用了“影子董事”进行不法行为的人、商号、公司或者其他主体,因此控制“名义董事”的这些主体就如同实际董事般地需要承担起证券法项下的全部责任,^[55]从而在尊重公司独立性的前提下将一项对于公司的法定责任要求引申到对于公司以外的实际控制人的行为约束。

由此,如果将目光转回到国内,对照本文第一部分表3中“有关新旧《证券法》实际控制人法律责任”的论述,我们可以发现在新《证券法》之前,我国对于公开发行、信息披露的发行人、上市公司采取的是严格责任的归责原则,而对于发行人、上市公司的控股股东、实际控制人采用的是过错责任原则,只有其被证明有过错,才需承担连带赔偿责任。^[56]在过错责任原则下,侵权责任法和民事诉讼法对原告施加了更高的证明义务要求,由此导致在实践中出现实际控制人法律责任的制度虚化状态。^[57]也正是因为司法实践中一直存在赔偿责任主体单一化的困境,证券监管部门才一直希望将完善证券侵权民事赔偿制度作为投资者保护工作的主要突破口,^[58]这使得在由中国证监会主导的本次《证券法》修法过程中,为了实现“追首恶”的目标而在实际控制人的法律责任方面引入了过错推定原则,并由此呈现出实际控制人与上市公司“连坐”的共同责任方式。

不可否认,共同责任方式在现有司法实践中会是一个在短期内具有一定司法威慑力的法律工

[50] 张巍:《资本的规则》(II),中国法制出版社2019年版,第18-24页。

[51] Section 876 (b) of the Restatement (Second) of Torts.

[52] See Central Bank of Denver, N. A v. First Interstate Bank of Denver, N. A and Jack K. Naber, 571 U. S. 164 (1994).

[53] Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders, 564 U. S. 135 (2011).

[54] 参见前引[45],陈舜文。

[55] See S. Rep. No. 47, 73d Cong., 1st Sess. 5-6 (1933); H. R. Rep. No. 152, 73d Cong., 1st Sess. 27 (1933).

[56] 参见周正庆、李飞、桂敏杰主编:《新证券法条文解析》,人民法院出版社2006年版,第172-174页。

[57] 参见杨城:《论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新》,载《证券市场导报》2017年第7期。

[58] 参见肖钢:《证券法的法理与逻辑》,载《证券法苑》第10卷,法律出版社2014年版,第3-5页。

具，但如果对照公司法项下实际控制人对于公司承担法律责任的基础，我们不难发现过错推定原则实际上存在着明显的逻辑漏洞：第一，在过错推定责任下，证券法直接把发行人（上市公司）的违法行为推定是为实际控制人进行控制的结果，这其实是在法律上提前假定了实际控制人对发行人（上市公司）的控制关系，因此是一种基于“人格混同”而非“人格独立”的“有罪推定”，这就与公司法上公司法人人格独立的要求发生冲突。第二，实际控制人法律责任的过错推定原则是一种在“侵权责任法”项下的连带责任的追责路径。如果依据《民法典》第178条“二人以上依法承担连带责任的，权利人有权请求部分或者全部连带责任人承担责任。连带责任人的责任份额根据各自责任大小确定；难以确定责任大小的，平均承担责任。实际承担责任超过自己责任份额的连带责任人，有权向其他连带责任人追偿”的规定，虽然过错推定的方式可能在对外的关系中解决了投资者“胜诉后无法获赔”的实践痛点，但带来的新问题却是在实际控制人与被控制人（发行人、上市公司）的内部之间会再次产生责任的认定与分配问题。所以它虽然解决了对外赔偿的责任主体选择问题，但并没有像美国法那样直接明了地将证券违法主体限定在法定的信息披露法定义务主体范围之内，这使得发行人（上市公司）在实际控制人控制下的违法责任是基于两个不同主体之间“不同违法行为造成同一后果”（即“多因一果”）的主犯从犯的共犯逻辑，而非“视为同一违法行为造成同一后果”（即“一因一果”）的主犯逻辑，这也从另一个侧面反映了立法者和监管层关于实际控制人对发行人进行了“实体控制”的预设立场。最后，虽然新老《证券法》对于董事责任也是遵从了“过错推定”的原则，但在“追首恶”的监管重心和舆论倾向下，未来可以预见的司法和监管的优先选择将会是把责任板子的重心打在具有更多偿付能力的发行人、上市公司或者控制股东的身上，而那些代表着上市公司从事着非法行为或者放任实际控制人插手干预公司事务的“花瓶董事”却可能在责任承担方面“毫发无损”，这又反过来使得“收益（声誉）—成本”的市场机制失效，无法在制度层面真正激励董事作为“公司的代理人”而非“股东的代理人”进行勤勉履职。

• 417 •

四、结 论

在实际控制人的法律责任方面，我们固然能够理解我国现有公司主体的控制现状使得监管层更愿意优先采用公法上的权力干涉以实现私法上的权利保护效果，^[59]但我们还是主张应该认识并尊重公司法与证券法之间的监管边界：一方面，在证券监管的理念上，我们要对证券监管的对象、领域、手段有清醒的认识，不能动辄使用公司法或者其他限制私权的方式进行证券法项下的监管；另一方面，在公司监管的方式上，应该逐渐认识公司的本质，清楚地区分股东、董事、公司三者之间的关系，鼓励通过私法的救济手段而非公法的监管手段解决股东、董事、公司之间的纠纷，应让公司法成为公司治理结构（包括表决权纠纷）的准据法基础，证券监管在公司治理结构方面既不错位也不越位，由此在公司治理结构方面形成良好的公私二元互动结构。

[59] 比如本文所反映的首次公开发行项下对于实际控制人的要求，以及在上市公司收购过程中对于“蒙面收购”的持股人的表决权限制（比如原《证券法》第213条，新《证券法》第63条第4款）。

因此,对于实际控制人追责的改进,本文的核心观点反倒不在于如何把实际控制人套入侵权法的归责要件体系。证券法上对于实际控制人法律责任的追责关键点还是在于上市公司法人治理结构的真正落实,其核心要义仍在于公司治理结构中那个能够掌控公司运营义务的人(即董事)所应具备的行动准则和法律责任。也就是说,如果上市公司的董事责任无法真正落实,那么实际控制人操纵公司经营的弊端就难以根除,所有绕开“董事责任”而寻求的他方主体责任只是“治标不治本”的短期应对之道。如同对于公司法上董事责任的分析,证券法上同样需要在尊重公司法人人格基础上强调董事对于公司包括忠实、注意义务在内的勤勉义务,董事只有明白履职有风险,开始珍惜作为公司董事的个人声誉和个人责任,才有可能认真对待公司运营、股东和投资者,防范实际控制人操纵公司的前道防御屏障才有可能建立。在以“董事追责”为主体的证券违法行为追责体系中,在面对监管部门的行政处罚或者投资者发起的民事诉讼过程中,相关董事如果能够如实说明实际控制人的“控制事实”,那么其虽不可逃脱相应的行政处罚和民事责任,但在涉及可能的证券违法刑事处罚时,可以以此陈述作为刑事免责的依据。同时,在以前述方式固定实际控制人对于发行人或者上市公司违法行为具有控制事实的证据背景下,建议通过司法解释的路径相应变通《证券法》第85条有关“连带责任”的追责顺序,将实际控制人作为在诉讼意义上的“主犯”,鼓励投资者首先追究实际控制人的责任,从而弥补现有“追首恶”政策在公司治理结构上可能产生的法人人格混同的逻辑缺陷。

• 418 •

Abstract: Since 1980s, the target of SOE's reform is to establish an advanced system of modern company. On one hand, both of the law-maker and the scholars realize the importance of the legal independence on the incorporated company and emphasis on the separation between the controlling shareholders and the company, so it raised so many discussions on the fiduciary duty of the controlling shareholders in the level of corporation law. On the other hand, due to the target of protection of minority shareholder's investment interest, there are some misunderstandings on the border of the controlling person's fiduciary duty. The securities regulator stress too excessively on the liability of the controlling person to the company. It makes the boundary between the shareholders and the company vague in the practice of securities regulation. One of our suggestions is to split the governance rules of SOEs from the company law and enforce the director's liability in the common company in the legal practice. And we also suggest to convert the characteristic of the controlling person's liability from the tort liability into the statutory liability in the future reform of securities law.

Key Words: controlling person, legal personality, fiduciary duty, legal liability

(责任编辑:周游 赵建蕊)

直接上市制度改革及其“看门人”机制分析

高振翔*

内容提要：直接上市允许公司在不经 IPO 流程、不使用承销机构的情况下，自主选择是否发行新股，并将股票直接在交易所上市交易，是一种新型上市模式。美国直接上市改革的重要动因是私募市场繁荣发展对交易所市场造成压力，具体制度演变经历了仅限老股上市和 2020 年 8 月起兼容新股发行上市两个阶段。“看门人”弱化是直接上市改革的争议焦点问题，直接上市财务顾问仅提供顾问服务，所面临声誉压力、合同责任压力和法定责任压力远小于 IPO 承销商，难以起到市场“看门人”功能，现有应对路径包括递延财务顾问报酬给付、财务顾问承担承销商法律责任等。美国直接上市改革离不开发达私募市场、完备诚信环境和良好做市机制等条件。尽管我国引入直接上市制度的条件尚不成熟，在发行定价、上市路径、保荐承销制度等方面，直接上市改革仍然给我国带来启示。

关键词：直接上市 IPO 上市 证券私募发行 看门人 保荐承销

• 419 •

直接上市（direct listing）是一种新型上市方式。直接上市允许公司在不经首次公开发行股票（IPO）流程情况下，自主选择是否发行新股，并将股票直接在交易所上市交易。直接上市的最大特点是上市环节简化，无需承销商承销、路演、询价等环节，降低了发行人发行上市成本，提高了公开市场吸引力。

经美国证券交易委员会（以下简称 SEC）批准，纽约证券交易所（以下简称“纽交所”）在 2018 年推出了直接上市改革，允许满足一定条件的公司不发行新股、不筹集资金、不使用承销机构，简单登记股票后即可在纽交所上市交易。^{〔1〕} 公司股东结构不会改变，但持股人却可以公开

* 高振翔，中国社会科学院大学法学院博士研究生，任职于深圳证券交易所。

本文仅代表作者个人观点，与所任职单位无关。

〔1〕 See Elana Lyn Gross, SEC Approves NYSE Direct Listing Proposal (Aug 26, 2020), available at <https://www.forbes.com/sites/elanagross/2020/08/26/sec-approves-nyse-direct-listing-proposal/?sh=1b6e44fa6bc5>, last visited on May 13, 2021.

出售股票,满足了不缺少资金、不愿意稀释股权的科技初创公司提高股票流动性、便利早期投资退出的需求。但该模式只允许公司老股上市,不能发行新股融资。2020年8月,经SEC批准,纽交所原有直接上市模式基础上增加了发行新股的直接上市模式,并将前者称为“卖出股东上市”(selling shareholder direct listing),后者称为“初次直接上市”(primary direct listing)。^{〔2〕}“初次直接上市”允许公司不经承销向公众发售新股,新股老股一并直接上市,丰富了直接上市的募资功能。与此同时,围绕直接上市在保护投资者方面缺陷的争议随之而来,SEC一度因为市场主体申诉而缓期实施“初次直接上市”制度。^{〔3〕}

直接上市改革为资本市场带来了全新上市模式,同时伴随司法争议和利益博弈。特别是直接上市缺少承销商等中介机构“看门人”的支撑、承销、推广、战略投资和超额配售等,可能给投资者带来风险。本文阐述了美国直接上市改革的背景动因和具体制度安排,比较分析了直接上市与IPO上市的“看门人”职责与角色,并围绕改革的争议焦点——“看门人”弱化问题及其对投资者保护的影响作深入解析。美国直接上市制度改革为我国完善以注册制为核心的发行上市制度提供了借鉴,本文结合美国直接上市改革具体情况及其面临问题,对我国引入直接上市制度的前景提出思考和建议。

一、直接上市的改革背景与制度安排

(一) 改革动因:提高公开市场的吸引力

美国积极推出直接上市改革的背景是私募市场的发展繁荣给公开市场造成压力。由于IPO数量持续走低以及公司的正常退市,美国上市公司的数量已从1997年的历史峰值8884家下滑至2015年的3812家,2016年的IPO数量与融资金额更是创下2010年以来最低水平。^{〔4〕}与公开市场的疲软态势不同,近年美国私募市场却呈现欣欣向荣景象。据统计,2017年,美国风险投资机构累计向8076家公司投资了842亿美元。^{〔5〕}许多初创型公司通过证券私募市场即可募得足够资金,无需借助IPO途径。2015年,Airbnb公司从证券私募市场获得了15亿美元的股权融资,而2017年美国IPO平均募资规模仅为1亿美元。^{〔6〕}

〔2〕 See Mark S. Bergman, Raphael M. Russo, Tracey A. Zaccane, SEC Approves NYSE Rule Change Permitting Primary Direct Floor Listings (September 9 2020), available at <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=ae11a7a6-625e-4fbc-94ea-c84cf66989b3>, last visited on May 13, 2021.

〔3〕 See SEC Commissioner Elad L. Roisman, Statement on NYSE Primary Direct Listing Proposal (December 22, 2020), available at <https://www.sec.gov/news/public-statement/roisman-listings-2020-12-22>, last visited on May 13, 2021; SEC Commissioner Allison Herren Lee, Caroline A. Crenshaw, Statement on Primary Direct Listings (December 23, 2020), available at <https://www.sec.gov/news/public-statement/lee-crenshaw-listings-2020-12-23>, last visited on May 13, 2021.

〔4〕 数据来源于Wind。

〔5〕 See Pitchbook-national Venture Capital Association, Venture Monitor Q4 2017 (January 2018), available at https://nvca.org/wp-content/uploads/2019/07/4Q_2017_PitchBook_NVCA_Venture_Monitor.pdf, last visited on Mar. 20, 2021.

〔6〕 See Lia Der Marderosian, 2017 IPO Report, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Finance Regulation (May 25, 2017), available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/25/2017-ipo-report/>, last visited on Mar. 20, 2021.

美国私募市场发展壮大与监管制度的“松绑”密切相关。美国 1933 年《证券法》第 4 (a) (2) 节规定了“与公开发行无关的发行人的交易”的豁免证券注册条款，为私募市场发展留有空间。根据该规定，针对有证据表明能够实施自我保护 (fend for themselves) 的人进行要约发行，属于非公开发行的交易。^{〔7〕} 为使私募证券发行豁免更具操作性，1982 年 SEC 颁布了《D 条例》(Regulation D) 并引入“获许投资者” (accredited investors) 概念，允许公司向“获许投资者”发行未向 SEC 注册的证券。《D 条例》的核心规则 506 规定，购买者如果是“获许投资者”，或者属于“成熟投资者” (sophisticated purchaser) 且这部分投资者的人数不超过 35 位，则可享受注册豁免。^{〔8〕} 同时，为提高私募证券的可交易性，SEC 又于 1972 年和 1990 年分别颁布《144 规则》(Rule 144) 和《144A 规则》(Rule 144A)，允许向“获许投资者”发行的未注册的证券在二级市场交易。特别是《144A 规则》允许向“合格的机构买方” (qualified institutional buyers) 基本无人数量限制地转让非公开发行的证券，私募证券的流动性得到极大提升。总体上，以 1933 年《证券法》第 4 (a) (2) 节、《D 条例》和《144 规则》为核心的美国私募证券发行和转让制度，满足了私募发行人的筹资需求，一定程度上解决了私募证券的转售和流动性问题，促进了证券私募市场的蓬勃发展。

不同于私募发行转让制度的持续“松绑”，公开市场监管却不断“收紧”，特别是 21 世纪以来的两次大规模证券监管改革大大增加了上市公司信息披露负担，降低了公开市场对市场主体通过公开市场募资的吸引力。美国国会 2002 年出台的《萨班斯—奥克斯利法》(Sarbanes-Oxley Act) 要求，上市公司管理层必须每年对于该公司财务报告相关内部控制的有效性出具书面意见，书面意见必须根据相关的控制测试结果得出。审计师必须对被审计单位财务报告相关内部控制的有效性出具审计意见。^{〔9〕} 而 2010 年出台的《多德—弗兰克法》(Dodd-Frank Act) 则包括了一系列有关股东权利和薪酬披露的条款，以及影响公司治理和其他披露事项的条款。^{〔10〕}

虽然私募市场为企业融资提供了具有吸引力的路径，但公司仍有在交易所上市交易的需求。私募证券转售仅限于“获许投资者”或者不超过 35 人的“成熟投资者”，流动性无法与上市交易的股票相提并论，且上市便于公司后续开展收购行动。在此背景下，纽交所直接上市改革应运而生。直接上市移除了承销商的承销流程，避免了证券发行承销过程中高额的承销费用和发行折价，以及静默期 (gun-jumping)、股票锁定期 (lock-up period) 等传统 IPO 监管要求，在降低公司发行上市成本的同时，为原始股东提供了更为通畅的退出通道。SEC 批准直接上市改革也体现了监管层平衡公开市场与私募市场发展的考虑：公开市场相比私募市场有更为透明的信息披

〔7〕 参见郑坤山：《借鉴美国经验完善我国证券私募监管法律制度研究》，载黄红元、徐明主编：《证券法苑》第 12 卷，法律出版社 2014 年版，第 199 页。

〔8〕 《D 条例》规则 501 列举了八个种类的个人和实体作为“获许投资者”，主要包括资产或收入达到一定标准的金融机构、公司、信托等商业组织、自然人等，且对人数没有限制。《D 条例》也规定了“成熟投资者”可以投资于私募证券，“成熟投资者”由发行人进行认定，发行人必须合理地相信“成熟投资者”在商业和金融方面有充分的知识和经验来适当评估潜在投资风险。根据《D 条例》的制度设计，“成熟投资者”的风险承受能力低于“获许投资者”，因此将其人数限定在 35 人以下。

〔9〕 See Section 404 of Sarbanes-Oxley Act of 2002.

〔10〕 See Sections 1502, 1503 and 1504 of the Dodd-Frank Act.

露、更为公平的竞价机制，能给中小投资者带来更多投资机会。基于此，有必要吸引更多已获得私募融资的公司到公开市场上市。

纽交所直接上市制度一经推出便受到市场积极反响，截止 2020 年底，已有 4 家“独角兽”公司在纽交所直接上市。该四家公司上市的情况请参见表 1。

表 1 直接上市案例情况（截至 2020 年底）

时间	公司	方式	上市首日收盘市值（亿美元）
2018 年 4 月 3 日	流媒体音乐服务公司 Spotify	不发行新股，老股直接上市	265
2019 年 6 月 20 日	团队协作软件开发公司 Slack	不发行新股，老股直接上市	195
2020 年 9 月 30 日	团队协作软件开发公司 Asana	不发行新股，老股直接上市	45
2020 年 9 月 30 日	大数据分析公司 Palantir	不发行新股，老股直接上市	206

（二）制度安排：从仅限老股上市到兼容新股融资

美国直接上市改革经历了从仅限老股上市到 2020 年 8 月起兼容新股融资两个不同阶段。事实上，早在 2018 年 2 月 SEC 正式批准纽交所直接上市规定之前，纳斯达克市场已默许公司直接上市。但纳斯达克市场的上市规则未明确规定直接上市制度，且 SEC 对直接上市模式也未予认可，因此，尽管实践中存在纳斯达克市场直接上市案例，直接上市制度尚未真正确立。^{〔11〕}

1. 2018 年直接上市规定

为在上市规则中增加不发行新股的直接上市模式，2017 年 3 月 13 日，纽交所向 SEC 递交了《上市公司手册》（Listed Company Manual）修改申请。经三次修正，修改申请在 2018 年 2 月 2 日获 SEC 正式批准。^{〔12〕} 根据修改后的《上市公司手册》第 102.01B 条规定，公司在纽交所直接上市遵循以下程序：

一是向 SEC 注册拟上市股票。直接上市改革是上市方式的改革，不涉及上市前股票注册程序的调整。计划直接上市的公司仍须按照美国证券法律的规定向 SEC 提出拟上市股票的注册申请（registration statement）和公开发行申请表格，即便是老股转让也构成美国证券法下的公开发行（secondary offering）。直接上市提交的注册表格与 IPO 提交的注册表格相同，两者在信息披露上也基本相同。^{〔13〕} 如果拟上市股票符合《144 规则》“安全港”规定的豁免注册条件，公司则可以豁免这部分股票的注册。

〔11〕 据统计，2018 年 2 月前已有 11 家公司在纳斯达克市场完成了直接上市。See Tom Zanki, NYSE Rule Change Would Make It Easier to List without IPO (July 6, 2017), available at <https://www.law360.com/articles/933065/nyse-rule-change-would-make-it-easier-to-list-without-ipo>, last visited on Mar. 20, 2021.

〔12〕 See SEC, Release No. 34-82627, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Notice of Filing of Amendment No. 3 and Order Granting Accelerated Approval of Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 3, to Amend Section 102.01B of the NYSE Listed Company Manual to Provide for the Listing of Companies that List Without a Prior Exchange Act Registration and that Are Not Listing in Connection with an Underwritten Initial Public Offering and Related Changes to Rules 15c, 104, and 123D (February 2, 2018).

〔13〕 美国本土发行人使用 Form-S1 进行注册，非美国本土发行人使用 Form-F1 进行注册，包括招股书和注册说明书。

二是向纽交所申请股票直接上市。公司履行 SEC 注册程序后，便可向纽交所提出直接上市申请。申请在纽交所直接上市，公司需完成相应的估值程序，并满足以下条件：

(1) 公众持股量和股价要求

就公众持股量而言，直接上市要求公司公众持股的股份数不少于 110 万股，股东不少于 400 名，股价不低于每股 4 美元。公司董事、高管或他们的直系亲属，以及占公司股本 10% 或以上的股东持股不计入公众持股量。

(2) 市值要求

直接上市公司的市值要求为：A. 如果公司曾在证券私募市场实施过私募融资（private placement），公众持股市值不低于 1 亿美元，计算方式为在（a）独立第三方对公司的估值和（b）由全国性证券交易所（national securities exchange）或注册经纪商（registered broker-dealer）运营的未注册证券交易系统（合称“私募融资市场”）中的公司普通股最近一次交易价格，两者中取较低值；B. 如果公司未实施过私募融资或者没有在私募融资市场的最近交易价格，则需要独立第三方对公司估值为公众持股市值不低于 2.5 亿美元。相比 IPO 上市中 4000 万美元的市值要求，纽交所为直接上市设置的市值门槛更高，目的是为公司直接上市后保持一定市值规模，以及上市后的二级市场交易提供流动性。

公司满足上述条件，且 SEC 注册文件生效，就可以和纽交所选定日期完成直接上市。直接上市股票定价由公司指定做市商（designated market maker）完成，如果公司股票上市前已在私募市场转让，指定做市商将根据私募市场的最新定价确定股票上市价格，如果公司股票未曾在私募市场转让，指定做市商将在咨询公司聘请的财务顾问（financial advisor）意见后确定股票上市价格。

2. 2020 年直接上市新规

为拓宽直接上市适用场景，满足公司筹资需要，经 SEC 批准，纽交所在 2020 年对直接上市规则进行了修改，允许公司发行新股并直接上市。2019 年 12 月 11 日，纽交所向 SEC 递交《上市公司手册》修改申请。经两次修正，新规于 2020 年 8 月 26 日获 SEC 批准。^[14]而就在 2020 年 8 月 25 日，纳斯达克交易所也向 SEC 提交了增加发行新股的直接上市规定申请，SEC 于 2021 年 5 月 19 日批准了纳斯达克交易所的直接上市规定。^[15]

纽交所直接上市新规把不发售新股、只出售老股的直接上市方式称为“卖出股东上市”，而把允许发行新股筹资的直接上市方式称为“初次直接上市”，并对“初次直接上市”的上市条件和交易机制作了特别规定：

[14] See SEC, Release No. 34-89684, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Order Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Amend Chapter One of the Listed Company Manual to Modify the Provisions Relating to Direct Listings (August 26, 2020).

[15] See SEC, Release No. 34-91947, Self-Regulatory Organizations; The Nasdaq Stock Market LLC; Order Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Allow Companies to List in Connection with a Direct Listing with a Primary Offering In Which the Company Will Sell Shares Itself In the Opening Auction on the First Day of Trading on Nasdaq and to Explain How the Opening Transaction for Such a Listing Will be Effected (May 19, 2021).

(1) 市值要求

“初次直接上市”发行人需满足在上市首日发行新股的市值达到 1 亿美元；否则，上市首日发行新股的市值与上市前一刻既有公众持股市值合计应达到 2.5 亿美元。新股市值按 SEC 注册文件中设定的价格区间最低价计算。

(2) 公开竞拍机制

由于没有承销商协助，新股在上市首日通过公开竞拍（opening auction）方式由发行人直接售予投资者。所谓公开竞拍，是借由交易所技术通过市场的买卖订单进行价格匹配从而实现股票价格发现的机制。公开竞拍前，发行人须指定做市商，由其根据市场供需情况，并在咨询发行人财务顾问基础上确定竞拍价格。同时，发行人在向 SEC 注册时，需要在注册文件中设定发行价格区间，竞拍价格须在区间内（目前，纳斯达克交易所正在向 SEC 申请允许竞拍价格可以在注册文件设定的价格区间上下浮动 20%）。为此，纽交所创造了一种新的交易指令，即发行人直接要约（Issuer Direct Offering, IDO）。^{〔16〕} IDO 实质上是发行人下达的一笔股票卖单，卖单价格在发行价格区间内，数量与发行人向 SEC 注册的发行股数相同。老股东也可在公开竞拍时段挂出卖单，老股东以低于竞拍价格挂出的卖单称为更优价格卖单（better-priced sell order）。在竞拍成交时，IDO 和更优价格卖单均优先成交，且 IDO 是第一顺位成交。IDO 和更优价格卖单必须完全执行，如果市场需求不足以消化所有 IDO 和更优价格卖单，做市商不执行交易，此前已被接受的订单退回，直接上市失败。公开竞拍机制由公司直接与二级市场投资者对接，发行与交易紧密相连，避免了传统 IPO 发行中繁琐的承销商路演、询价流程，所有投资者都可以参与发行定价，定价过程更加透明公开。

卖出股东直接上市和初次直接上市条件的对比请参见表 2。

表 2 卖出股东直接上市和初次直接上市条件对比表

	卖出股东直接上市（不发行新股）	初次直接上市（发行新股）
注册义务	须向 SEC 注册拟上市股票	
公众持股量	上市前公司公众持有的股份数不少于 110 万股，股东不少于 400 名，股价不低于每股 4 美元。公司董事、高管或他们的直系亲属，以及占公司股本 10% 或以上的股东持股不计入公众持股量。	
市值条件	如果曾实施过私募融资，公众持股市值不低于 1 亿美元；如未曾实施私募融资，或者虽实施过私募融资但没有在未注册证券交易系统的最近交易价格的，则需要独立第三方对公司公众持股市值估值不低于 2.5 亿美元。	上市首日发行新股的市值达到 1 亿美元；否则，上市首日发行新股的市值与上市前一刻既有公众持股市值合计应达到 2.5 亿美元。新股市值按 SEC 注册文件中设定的价格区间最低价计算。
发行机制	不适用	公开竞拍机制

〔16〕 参见林蔚然、程威：《美国直接上市模式的改革及启示》，载 <http://opinion.caixin.com/2020-09-24/101609224.html>，最后访问时间：2020 年 11 月 26 日。

3. 直接上市的特点与优势

总的来看，直接上市具有程序简单、成本较低、监管要求灵活的特点与优势。

(1) 发行上市程序简化，成本较低

直接上市无需承销商参与，简化了发行上市程序，降低了成本。对不发行新股的直接上市，直接上市避免了路演（推介发行证券）、询价（簿记建档）等新股发行承销环节，程序简化带来上市成本的降低。对发行新股的直接上市，新股发行采取公开竞拍机制，由发行人与投资者直接对接，也无需路演、询价等繁琐程序，节省了因承销商参与发行承销所产生的高额费用。但由于没有承销商包办证券销售事务，直接上市发行人需要直接面向市场发售股份，这意味着直接上市公司须具备一定市场知名度和公众吸引力，否则直接上市很难成功。

(2) 监管要求灵活

同时，直接上市的监管要求也更为灵活。一是没有静默期限制。传统 IPO 中，公司向 SEC 提交注册文件至注册文件生效期间内，公司及公司高管需要对公众保持静默，不得以书面形式向外界透露招股说明书以外信息，避免对股票发行价格产生影响。从现有 Spotify 和 Slack 直接上市案例看，直接上市没有静默期的限制，高管可以在上市前公开讨论公司情况。^[17] 二是没有锁定期限制。传统 IPO 中，原始股东所持股份存在限售锁定期。美股锁定期由承销商与发行人约定，一般为 6 个月。锁定期的初衷是避免上市初期原始股东的大额股份变动损害新股东的利益，以此确立公众投资人对新股价值的信心，激励内部股东提升公司业绩，但锁定期也增加了原始股东，特别是创投公司等财务投资者退出的不确定性。直接上市锁定期较为灵活，如 Spotify 案例中，除少数股东股份自愿锁定外，其余股东和高管都能立即在二级市场卖出其股份。^[18]

直接上市与 IPO 上市的对比请参见表 3。

表 3 直接上市与 IPO 上市对比表

	直接上市		IPO 上市
	卖出股东上市	初次直接上市	
上市目的	提高股票流动性、便利后续兼并收购	募集资金、提高股票流动性、便利后续兼并收购	
券商承担的角色	财务顾问 (协助公司准备注册上市文件、开展投资者交流、提供估值定价咨询服务，收取固定费率)		承销商 (提供路演、询价、承销、配售等服务，按发行金额比例收取承销费用，一般为 7%)

[17] See Cody L. Lipke, Direct listing: How Spotify is Streaming on the NYSE and Why the SEC Should Press Play, 12 *The Journal of Business, Entrepreneurship & the Law*, 173 (2019).

[18] 由于 Spotify 股东腾讯在直接上市前就与公司订立了股份锁定协议，因此在 Spotify 直接上市后，腾讯仍需遵守股份锁定的承诺。

续前表

	直接上市		IPO 上市
	卖出股东上市	初次直接上市	
股票定价	股票上市价格由做市商根据公司在私募市场的最新转让价格确定，若无私募市场转让价格，则根据财务顾问意见确定	通过发行人直接要约的公开竞拍方式，在股票上市首日确定发行价格，价格发现由二级市场驱动	承销商组织路演、询价以确定股票发行价格和数量，投资者按照规定的 IPO 价格购买股票
锁定期	锁定期灵活，现有股东可以立即变现		原始股东受锁定期限制（一般为 180 天）
静默期	无静默期要求		有静默期要求
投资者教育	公司高管通过公开网上直播召开“投资者日”（Investor Day）活动		承销商组织路演与各机构投资者举行会议

（三）改革争议：重点关注“看门人”弱化问题

直接上市改革初衷是降低发行上市成本，提高公开市场对科技初创企业的吸引力。因此，制度设计的主轴是简化发行上市步骤，提升效率。但直接上市中新股发行没有锁定期限制、无需承销商参与等对发行人“减负”的安排却可能增加投资者追究发行人欺诈责任的难度，造成“看门人”弱化问题。不过，欺诈责任追究问题具有美国证券立法和司法的独特背景，且在 IPO 上市中同样存在，目前，SEC 已不认为该问题构成直接上市改革障碍。而“看门人”弱化问题却可能给市场带来更严重不利影响，值得制度移植重点关注。

1. 欺诈责任追究

纽交所直接上市新规获批两周后，投资者理事会（Council of Institutional Investors，简称 CII）便于 2020 年 9 月 8 日向 SEC 提交了对直接上市新规的复议申请，认为直接上市可能削弱投资人所持股票与发行注册文件之间的可追溯性（traceability），导致 1933 年《证券法》第 11 条有关发行欺诈的规定难以适用。^{〔19〕} 所谓的可追溯性，是指投资者购入的证券能否被追溯至发行人的注册文件。1933 年《证券法》第 11 条规定，如果发行人注册登记声明书生效后被发现存在对重大事实进行不实陈述或者对必需、必要事实存在遗漏，导致声明书陈述具有误导性情形，任何购买“此类证券”（such securities）的投资者只要事先不知情，都可以通过对责任人提起诉讼的形式维护自身权益。对“此类证券”的解释，美国司法判例在传统上将其狭义解释成根据特定的注册登记声明书所发行的证券，而并非发行人发行的所有证券。可追溯性问题并非新问题，在

〔19〕 See CII, Petition of Council of Institutional Investors for Review of an Order, Issued by Delegated Authority, Granting Approval of a Proposed Rule (September 8, 2020), available at <https://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2020/34-89684-petition.pdf>, lasted visited on Mar. 26, 2021.

IPO 锁定期结束后或者老股东借由《144 规则》豁免注册后直接流向二级市场，其追溯问题同样存在。IPO 模式下由于发行股票均在注册登记声明书范围内，且新股转让存在锁定期，因此 IPO 初期不存在可追溯性问题，但直接上市没有锁定期，新股老股一并向公众公开转让，使得可追溯性问题在股票发行上市初期即存在，加重了这一问题。

虽然新规一度因 CII 申诉而暂缓实施，但 SEC 最终于 2020 年 12 月 22 日复核通过直接上市新规。^[20] SEC 指出，可追溯性问题不构成实施直接上市新规障碍。首先，可追溯性问题非因直接上市改革产生，对该问题的处理应依赖司法部门，法院对可追溯性问题的司法结论一直在变化。在最近一起针对 Slack 的证券诉讼案中，加州北区的联邦地区法院便认为，传统的追溯标准在直接上市情形下显得过于苛刻。法院最终采用了统计意义上（statistically）的追溯，即原告仅需证明其持有的股份大多数系注册文件中的股份即可。^[21] 其次，技术变革也为构建更好的股份所有权追溯体系带来了机遇，基于区块链的可追溯证券可以用于构建不可篡改的托管链条，在必要时可以为投资者主张权益提供证据。

2. “看门人”弱化

直接上市无需承销商参与发行上市环节，最大好处在于避免了“IPO 抑价”和高额承销费用。多数公司 IPO 上市首日存在股票折价（underpricing）现象，理论界大多把折价“罪魁祸首”指向承销商。如承销商垄断假说^[22]认为，承销商垄断了发行市场，虽然抑价发行可能使承销费受损（折价后 IPO 规模下降），但承销人可以利用手中掌握的低价 IPO 资源，向长期客户（主要是机构投资者）配售 IPO，而这些长期客户可以通过提高交易佣金的方式，向承销商输送利益。又如证券欺诈集团诉讼假说^[23]认为，如果 IPO 定价过高，股票价格大幅回落将引来集团诉讼。IPO 定价越高，价格回落导致的投资者损失也越大，而压低 IPO 价格能减轻承销商在证券欺诈诉讼中可能担负的成本。再如发行人与投资者信息不对称假说^[24]认为，发行人相比承销商拥有更多的内部信息，作为理性投资者的承销商及其背后的机构投资者有意压低报价，避免发行价格远高于发行人的真实资产价格。而直接上市没有承销商参与也就避免了发行折价，由此发行人可以募集更多资金。^[25] 同时，发行人还省却了高额承销开支。在发行人 IPO 全部费用开支中，发行承销费用占比最高。据美国 PricewaterhouseCoopers (PwC) 统计，大型 IPO（发行规模在 10 亿

[20] See SEC, Release No. 34-90768, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Order Setting Aside Action by Delegated Authority and Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Amend Chapter One of the Listed Company Manual to Modify the Provisions Relating to Direct Listings (December 22, 2020).

[21] See *Dennee v. Slack Technologies, Inc. et al.*, 3 _ 19-cv-05857, No. 74 (N.D. Cal. Apr. 21, 2020).

[22] See Jonathan Reuter, Are IPO Allocations for Sale? Evidence from Mutual Funds, 61 *The Journal of Finance*, 2289-2324 (2006).

[23] See Michelle Lowry, Susan Shu, Litigation Risk and IPO Underpricing, 65 *Journal of Financial Economics*, 309-335 (2002).

[24] See Chris J. Muscarella, Michael R. Vetsuypens, The Underpricing of “Second” Initial Public Offerings, 12 *Journal of Financial Research*, 183-192 (1989).

[25] See Tayler Tanner, Spotify’s Direct Listing and Foreign Private Issuers: Protecting Investors When Foreign Private Issuers List on a U.S. Exchange but Not on Their Home Exchange, 2019 *Brigham Young University Law Review*, 599 (2019).

美元以上)的发行费用约为7030万美元,其中约6140万美元为承销费用。^[26]

虽然直接上市通过移除承销商的方式避免了承销商给发行人带来的利益损害,却也把承销商扮演“看门人”(gatekeeper)角色而给市场带来的益处一并去除。“看门人”是以声誉资本对发行人、上市公司信息披露质量或发行证券品质向投资者提供担保的中介机构,承销商是证券市场最重要的“看门人”。美国1933年《证券法》并未使用“看门人”一词,该词最早出现在20世纪80年代的证券法学者论文中。^[27]按照学者观点,“看门人”形象描述了1933年《证券法》对承销商的角色定位,即阻止公司的错误行为,保护投资者免受注册声明中虚假陈述的损害。承销商最重要的资产是声誉,声誉良好的承销商可以为投资者提供证券价值的验证和认证服务。^[28]承销商声誉越好,认证作用越强。承销商的声誉在承销费用上得到合理的反馈与对价,激励承销商在每单发行中通过充分的尽职调查给市场提供优质证券,以提升自己的声誉。

但在直接上市模式下,承销商角色由财务顾问替代。直接上市财务顾问主要为公司提供顾问服务,与公司利益捆绑程度低,难以发挥类似IPO承销商的“看门人”功能。“看门人”角色的缺失将导致发行上市监督链条上缺少重要一环。从以往司法实践看,在承销商、审计师、律师等IPO中介机构中,承销商在欺诈发行案件中被追究责任、承担赔偿责任的可能性更大。SEC在批准直接上市新规的决定书中也承认,直接上市模式下传统承销商尽职调查等环节的缺失,将对投资者保护带来不利影响。^[29]“看门人”弱化是直接上市改革亟需面对且无法回避的问题。

二、直接上市与IPO上市的“看门人”角色

直接上市模式下,财务顾问取代承销商为公司提供发行上市服务。虽然IPO承销商和直接上市财务顾问均为公司发行上市提供了重要保障,具体职责和“看门人”角色却存在不同。

(一) IPO中的承销商职责分析

承销商是为发行人提供证券发行和销售服务的中间人。根据美国1933年《证券法》第2(a)(11)条,承销商是以证券销售为目的,从发行人购买证券出售,或者代理发行人出售证券的任何人,其他直接或间接参与证券销售活动的机构或者个人,也可以视作承销商。^[30]承销包括代销和包销两种模式,实践中包销模式占据主流。包销是指承销商事先将发行人证券以协议折扣价格全部购入,再向公众进行发售,发行失败风险主要由承销商承担。而代销则指承销商代发行人

[26] See PwC Deals, Considering an IPO to Fuel Your Company's Future? Insight into the Costs of Going Public and Being Public (November 2017), available at https://www.pwc.com/hu/hu/szolgaltatasok/konyvvizsgalat/szamviteli-tanacsadas/kiadvanyok/cost_of_an_ipo_2017.pdf, last visited on Mar. 10, 2021.

[27] See Ronald J. Gilson, Reinier H. Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, 70 *Virginia Law Review*, 549-644 (1984).

[28] 参见前引[27], Ronald J. Gilson、Reinier H. Kraakman文,第549-644页。

[29] 参见前引[20]。

[30] See 15 USC § 77b (a) (11).

发售证券，承销结束时，未出售证券全部退还发行人，发行失败风险主要由发行人承担。除证券销售，承销商在 IPO 中还发挥着以下功能：

1. 簿记建档 (book building)

簿记建档是以询价方式确定证券发行价格的核心环节，由承销商代表发行人与机构投资者接触，以确定潜在投资者买入需求，包括拟买入证券的数量和价格，承销商将买入需求进行簿记建档。受发行人委托，主承销商担任簿记管理人，负责簿记建档的具体运作。在预路演阶段，根据市场反馈信息，主承销商与发行人确定申购价格区间。在正式路演阶段，承销商在公证机关（往往由律所充当）的监督下开展簿记建档。簿记建档是确定发行价格的重要依据。

2. 推介发行证券

通过路演 (road show) 等手段，承销商向投资者推介发行人拟发行的证券，这是公众投资者了解发行人经营、财务、产品状况的重要途径，也是潜在投资者判断证券发行价值的关键环节。路演中，承销商陪同发行人拜访重要客户，向潜在投资者介绍发行人情况以及拟发行证券种类、价格，并回答潜在投资者的提问。承销商利用长期积累的声誉和经验为发行人发行证券进行背书。

3. 注册文件准备

承销商协助发行人完成向 SEC 的证券发行注册程序，包括根据《证券法》要求向 SEC 提交注册文件。承销商作为专业化的金融中介，在发行方案设计、申报材料制作、向 SEC 注册方面具有丰富经验，既熟悉证券发行的流程和监管要求，也了解市场不同需求，可以有针对性地向发行人提供各种服务。

IPO 注册文件的准备是一项极为耗费人力物力的工作。在特斯拉汽车公司 (Tesla Motors, Inc) IPO 中，发行人向 SEC 提交了 173 页的招股说明书。^[31] 据美国白宫管理及预算办公室 (The White House Office of Management and Budget) 估计，对发行人提交的 S1 注册文件，SEC 监管人员平均需要花费 653 个工作小时进行答复。^[32]

4. 发行定价及价格维持

发行前的定价和发行后的价格维持是承销商协助发行人 IPO 的核心工作。承销商需要综合考虑发行规模、发行人的商业经营、资产及盈利情况、管理经验、市场反应等因素，与发行人协商确定发行价格。证券成功发行并上市交易后，承销商还发挥着稳定价格的作用。为了减少证券上市初期价格巨幅波动风险，发行人往往授予承销商超额配售选择权。超额配售又称绿靴期权 (green-shoe option)，如果发行后一段期间内，证券供过于求，承销商有权在二级市场回购已发行股份，以稳定价格，避免证券价格跌破发行价。反之，如果证券供不应求，承销商可以以发行价格从发行人手上额外购买证券出售投资者。

[31] See Tesla Motors, Inc., Form S-1 Registration Statement under the Securities Act of 1933 (January 29, 2010), available at <http://wallstreetnewsnetwork.com/TeslaS1.pdf>, last visited on Mar. 22, 2021.

[32] See SEC, Form S-1 Registration Statement under the Securities Act of 1933 (March, 2021), available at <https://www.sec.gov/files/forms-1.pdf>, last visited on Mar. 22, 2021.

(二) 直接上市中的财务顾问职责分析

尽管直接上市模式下，公司无需聘请承销商，但仍需聘请财务顾问（financial advisor）。财务顾问为直接上市公司提供三类服务：一是咨询服务，包括确认公司估值达到直接上市所要求的市值标准，协助做市商确定公司直接上市首日的开盘价等；二是协助公司制作向 SEC、纽交所申报的股票注册、上市文件；三是协助公司开展投资者宣传、沟通事宜，如 Spotify 财务顾问曾协助公司在直接上市前通过线上方式举办“投资者日”，向公众投资者推介公司投资机会。直接上市财务顾问相比 IPO 承销商收费更低。如 Spotify 案例中，财务顾问费用仅为 3500 万美元，相同规模的 IPO 承销费在 8000 至 1.2 亿美元之间。^[33]

(三) IPO 承销商与直接上市财务顾问职责对比及角色差异

总结来看，IPO 承销商与直接上市财务顾问的职责对比请参见表 4，两者在“看门人”角色上存在以下三个方面差异：

一是为发行人提供的服务内容不同。承销商包办了证券发行承销的全部工作，直接上市财务顾问则主要为发行人提供估值咨询、注册文件准备和投资者沟通等服务。与承销商相比，财务顾问不通过路演方式向潜在投资者推荐发行证券，也未通过询价方式协助发行人进行发行定价，更未采取包销、代销等手段代理发行人销售证券。

二是参与发行人证券发行的程度不同。如直接上市财务顾问和 IPO 承销商均需协助发行人完成发行上市定价，但直接上市财务顾问仅向发行人提供定价咨询，不参与发行定价决策，更无需通过簿记建档、路演等方式具体协助发行人确定发行上市价格。直接上市财务顾问参与证券发行上市的程度相对较低。

三是与发行人的利益捆绑程度不同。承销商通过证券包销、代销等方式为发行人承销发行股票，同时，按照超额配售机制约定，协助发行人平抑证券价格波动。承销收入取决于发行是否成功，承销商的经济利益与发行人深度捆绑。但直接上市财务顾问不提供证券承销和上市后价格维持服务，其报酬主要根据工作量由合同约定，与发行人利益捆绑程度较低。

表 4 IPO 承销商与直接上市财务顾问职责对比表

	IPO 承销商	直接上市财务顾问
注册上市文件准备	协助发行人完成 SEC 证券注册程序以及交易所证券上市程序	
发行上市定价	通过询价方式协助发行人确定股票发行价格	仅向发行人提供股票上市价格估值咨询
上市价格维持	通过超额配售方式减少上市交易初期的价格波动	无

[33] See Maureen Farrell, Spotify Disrupted the Music World, Now It's Doing the Same to Wall Street (January 15, 2018), available at <https://www.wsj.com/articles/spotify-disrupted-the-music-world-now-its-doing-the-same-to-wall-street-1516024778>, last visited on Mar. 10, 2021.

续前表

	IPO 承销商	直接上市财务顾问
推介发行证券	通过路演等方式向投资者推介发行人拟发行的证券	仅协助发行人开展“投资者日”等活动
代理证券销售	通过证券包销、代销等方式为发行人承销发行股票	无

三、直接上市“看门人”机制的弱化及其应对

（一）直接上市面临“看门人”弱化问题

根据“看门人”理论，承销商在 IPO 中充当了“声誉中介”（reputational intermediary）的角色，也即在投资者对发行人状况不甚了解的情况下，承销商的声誉成为投资者判断发行人投资价值的重要标尺。^{〔34〕}发行人和投资者之间的信息不对称使得发行失败（如认购不足、IPO 破发）的风险一直存在。承销商在大量的承销案例中建立了口碑和声誉，由承销商为发行提供担保，相当于将自身声誉“出借”给发行人，能有效降低发行人的发行成本。特别是对发行难度较大的创新项目，发行人往往聘请知名的大型金融机构作为承销商，确保发行成功。同时，承销商的“自利”（self-interest）动机，包括维持其在市场的良好声誉，履行其与发行人的承销合同义务，避免承担证券法规定的欺诈责任，使得承销商得以勤勉尽责地确保发行人披露的发行注册文件真实、准确、完整。因此，承销商在优化资本市场生态上发挥关键“看门人”角色：在为发行人提供证券承销服务过程中，承销商为资本市场筛选出公司治理结构健全、财务经营状况良好、发展潜力较大、投资价值较高的“好公司”，并将治理结构和内控制度混乱、投资价值较低的“坏公司”拒之门外。投资者最大程度避免了证券欺诈风险，保障证券投资的长期回报。

以下将从声誉、合同责任和法定责任三个层面对直接上市财务顾问能否起到与承销商相似的“看门人”功能作分析。

1. 声誉约束

IPO 中，承销商通常采取包销方式承销证券。包销模式下，无论承销商是否找到投资者，承销商都需要购入全部的发行证券，承销商收入与发行情况密切关联。承销商在事实上起到了发行人的担保人作用。为了确保发行成功，承销商需要建立并维持良好的“声誉资本”（reputational capital）。如果承销项目发行成功，为购入证券的客户（通常是机构投资者）带来良好收益，承销商的“声誉资本”将会增加。反之，如果客户利益受损，则“声

〔34〕 参见前引〔27〕，Ronald J. Gilson、Reinier H. Kraakman 文，第 613 - 621 页。

誉资本”减少。^{〔35〕}理论上,承销商“声誉资本”越高,发行项目就越有把握,也更容易从发行人处获得超额的承销收入。在声誉机制和经济利益的驱动下,承销商将仔细甄别发行项目,对发行人进行深入细致的尽职调查。声誉机制促使资本市场形成“优胜劣汰”的良性生态,提高了市场运行效率。

但在直接上市中,发行人只需聘请财务顾问提供顾问服务。与IPO中承销商需要面临证券承销压力不同,直接上市中的财务顾问的角色相对被动,无需深度参与发行项目,面临的声誉压力也更小。从财务顾问的服务内容看,首先,财务顾问为发行人提供估值测算服务。纽交所《上市指引》要求直接上市的发行人估值超过2.5亿美元,为发行人提供估值服务的机构应当具有相应的服务经验(experience)和能力(demonstrable competence),因此,财务顾问通常由投资银行充当。其次,财务顾问需要协助发行人确定股票上市首日的开盘价,纽交所上市规则要求,为确保证券上市首日开盘价公正、有效,做市商需在咨询财务顾问后确定直接上市股票的上市首日开盘价格。此外,财务顾问还承担了协助准备发行文件、与投资者进行沟通等工作。但整体上,与IPO中承销商需要全面担保发行人证券发行成功不同,直接上市财务顾问主要为发行人提供顾问服务,无需动用自身资金参与证券承销,顾问收入由合同事先确定,不和发行情况直接挂钩。因此,相比IPO承销商,直接上市财务顾问面临的声誉压力更小。

2. 合同约定责任约束

IPO的承销商和直接上市的财务顾问为发行人提供的发行服务差异明显,两者需要向发行人承担的合同义务也大不相同,其中最突出的是价格稳定义务。IPO承销合同往往约定,承销商承担平缓发行证券的二级市场价格波动义务。如果发行证券的二级市场价格波动巨大,承销商需要动用自有资金维持发行证券的价格稳定,价格波动所造成的损失均需由承销商承担。证券价格稳定机制促使承销商定价时更加小心翼翼,充分评估和衡量市场各方风险,让证券二级市场价格贴合发行人的真实价值,避免触发价格稳定义务。

直接上市的财务顾问则无需承担价格稳定义务。根据SEC为直接上市制定的规则,财务顾问无需承担稳定发行证券价格的义务。这无疑使得发行证券在二级市场面临更大波动,不利于中小投资者利益的保护。Spotify的招股书也对直接上市这一内在风险向市场进行了提示。招股书表示,由于直接上市不存在承销商,也就不存在承销商在证券上市初期维持证券价格稳定的义务。由于没有价格稳定机制,证券上市初期的价格将存在巨幅波动的风险。^{〔36〕}

3. 法定责任约束

证券市场的复杂性使得承销商仅仅依靠声誉压力和合同责任压力无力阻止公司造假,法律责任的并行不可或缺。1933年《证券法》第11条规定了注册文件虚假陈述的民事责任,责任对象包括了承销商。该条规定:“一旦注册声明书任何部分在其生效后有对重要事实不真实陈述或疏

〔35〕 See Benjamin J. Nickerson, The Underlying Underwriter: An Analysis of the Spotify Direct Listing, 86 *University of Chicago Law Review*, 1022 (2019).

〔36〕 See Spotify Technology S.A. Prospectus (March 23, 2018), available at <http://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001639920/f9537bde-f9af-4553-b0bd-e7421f1f5074.pdf>, last visited on Jul. 16, 2021.

忽陈述要求陈述的，或需要使该陈述不产生误解的重要事实，任何获得该证券的人（除非已证明他在获取时得知这种不真实性或疏忽），可以根据法律或衡平法在任何有管辖的法院提起诉讼：……（五）与该证券有关的每个承购人……”

在 *Escott v. BarChris* 案^[37]中，法院指出，根据第 11 条，承销商要为招股说明书等注册文件的真实性承担责任，只有承销商证明其已在注册文件中勤勉尽责（due diligence），才能免于承担虚假陈述的法律责任。^[38] 第 11 条进一步明确，对不同的注册文件内容，承销商的勤勉尽责义务不尽相同。对于发行注册文件中的非专业部分（non-expertized portion），承销商只需证明其已履行对事实的合理调查（reasonable investigation）义务，有合理理由（reasonable ground）确信相关部分真实，即可免除虚假陈述责任。^[39] 而对于专业部分内容，如资产负债表、营业收入等财务报表和数据，承销商需要证明其已经排除了不存在虚假陈述的所有合理怀疑（no reasonable ground to believe that it was untrue），才能免责。^[40] 为避免承担法律责任，承销商往往在承销前对承销对象开展仔细尽职调查，避免承销证券出现虚假陈述。上述法律责任设计使得承销商成为资本市场重要的“看门人”。

然而，在直接上市中，财务顾问却极力避免被视作承销商，进而承担第 11 条规定的法律责任。在 Spotify 直接上市的注册文件中，高盛等财务顾问否认作为承销商为 Spotify 提供服务。注册文件小心翼翼地回避了“承销商”字眼，并表示财务顾问为发行人提供的服务不同于承销商。高盛等财务顾问也没有在注册文件中作出承担第 11 条法律责任的保证。但 IPO 承销商在注册文件中明确作出承担第 11 条责任保证是常规操作。此外，根据前述分析，就算法院判定财务顾问承担第 11 条法律责任，原告股东能否将所购股票追溯至发行人注册文件也将成为问题。^[41] 特别是个别法院还对“此类证券”解释采取了较为严格的要求，要求当事人要实际找到证券对应的注册文件（actual tracing requirement），不能通过数据分析（statistical analyses）进行近似替代。^[42]

在财务顾问承担承销商法律责任不明的情况下，财务顾问是否还有足够动因对发行项目作出细致尽职调查存在疑问。如果财务顾问无需为直接上市的发行人虚假陈述行为承担可能的法律责任，财务顾问也就难以起到筛选高质量公司进入资本市场的“看门人”作用。

IPO 承销商和直接上市财务顾问充当资本市场“看门人”动因的对比请对见表 5。

总而言之，基于维护声誉影响、避免潜在的合同责任和法定责任考虑，承销商在协助发行人 IPO 过程中有足够动因扮演价值筛选和判断角色，充当资本市场重要“看门人”。但财务顾问协助公司直接上市，却更多只是单纯作为顾问机构提供顾问服务，其所面临的声誉压力、基于合同或者法定的责任压力远小于承销商。直接上市面临“看门人”弱化问题。

[37] *Escott v. BarChris Construction Corporation*, 283 F. Supp. 643 (S. D. N. Y. 1976).

[38] See 15 U. S. C. 77k (a).

[39] See 15 U. S. C. 77k (b) (3) (A).

[40] See 15 U. S. C. 77k (b) (3) (C).

[41] 参见前引 [35]，Benjamin J. Nickerson 文，第 1006 页。

[42] See *Krim v. PcOrder. com*, 402 F3d 489, 502 (5th Cir 2005).

表 5 IPO 承销商和直接上市财务顾问充当资本市场“看门人”动因对比

	承销商	财务顾问
声誉约束	较强，承销商基于自身声誉承销和推介发行人股票	较弱，财务顾问仅为发行人提供顾问服务，投入的“声誉资本”有限
合同责任约束	较强，承销合同往往约定“超额配售”机制，承销商需要动用自有资金，协助发行人平抑二级市场价格波动	无，财务顾问并无平抑二级市场价格波动的合同义务
法定责任约束	较强，股票发行存在虚假陈述，承销商需要承担证券法上的法定责任。	较弱，目前司法上对财务顾问是否构成承销商还存在疑问。

（二）直接上市“看门人”弱化的应对路径

面对直接上市“看门人”弱化导致的投资者利益保障不足问题，美国学界和实务界提出的应对方案主要如下：

1. 递延财务顾问报酬给付时间^{〔43〕}

递延支付报酬是投行机构为加强业务内部控制，控制从业人员道德风险，避免因短期利益而“逆向选择”的常见举措。这一做法同样可用于改变财务顾问的激励方向，强化财务顾问充当资本市场“看门人”的经济动因。具体可将公司支付给财务顾问的费用报酬存入特定信托，在公司直接上市且顺利运行一段时间后未发生虚假陈述等违法行为，才划付财务顾问。但递延报酬给付时间只是增加了财务顾问提高服务质量、勤勉履行职责的动因，并不能彻底解决由于“看门人”弱化带来的投资者保障不足问题。特别是当发行人无力承担投资者赔偿责任，财务顾问又无需承担类似承销商的民事连带赔偿责任时，投资者仍面临“求偿无门”困境。

2. 财务顾问承担承销商法律责任

1933 年《证券法》把直接或间接参与证券销售活动的其他机构或者个人也视作承销商。美国法院判断“直接或间接参与证券销售”存在不同路径，关于这些路径以及这些路径能否适用于直接上市财务顾问分析如下：

一是当事人是否进行了证券推介，公众是否依赖当事人的专业知识作出投资判断。在 McFarland v. Memorex Corp. 案中，法院认为，机构投资者不构成承销商，因为机构投资者无权决定发行人证券注册文件的内容，公众也没有依赖机构投资者的专业知识作出投资判断。^{〔44〕} 法院指出，承销商承担第 11 条责任的原因是在其证券发行过程中展示出受公众信赖的专业身份，承销商对发行人财务状况进行了第三方评价，是投资者进行投资决策的依据和参考。财务顾问在直接上市中仅协助发行人举办“投资者日”，准备与投资者沟通材料，并未直接参与到证券路演

〔43〕 See Brent J. Horton, Spotify’s Direct Listing: Is It a Recipe for Gatekeeper Failure, 72 SMU Law Review, 211 (2019).

〔44〕 See McFarland v. Memorex Corp., 493 F Supp 631 (ND Cal 1980).

推介、询价承销等活动中，与承销商存在较大区别。财务顾问提供的估值、注册文件准备、定价等咨询服务也仅面向发行人和做市商，公众并未直接依赖当事人的专业知识做出投资判断。因此，财务顾问可能较难通过此路径被认定为承销商。

二是当事人在证券销售中的角色是否不可或缺（necessary to the distribution）。在 *Harden v. Raffensperger* 案中，Firstmark 公司为发行人发行债权进行了尽职调查和推介工作。^[45] 法院认为，虽然 Firstmark 公司既不从事证券包销，也不从事证券代销，但其在证券销售中的角色不可或缺，应当被视为承销商。相比前述 *McFarland v. Memorex Corp.* 案的判决思路，该案认定逻辑更为激进，只要当事人在证券销售中充当了“不可或缺”的角色，就应当视作承销商，进而承担第 11 条规定的承销商责任。财务顾问参与直接上市估值、股票注册、定价等多个环节，为发行人提供了许多必需服务，符合该路径要求的“证券销售不可或缺角色”。

三是当事人是否参与了法定的证券销售活动。在 *In re Lehman Brothers Mortgage-Backed Securities Litigation* 案中，法院认为，参与了抵押贷款支持证券（MBS）设计的信用评级机构不构成承销商，因为信用评级不是证券法规定的证券销售有关工作。^[46] 原告提出，信用评级对预测证券销量产生影响，因而信用评级机构也是参与证券销售的一方当事人。法院反驳了原告观点，法院对“为证券销售提供服务”和“参与法定的证券销售活动”两种行为进行了区分，并认为后者才能视作承销商。相比前两种路径，该路径事实上对承销商定义作了限缩解释。评级机构未“参与法定的证券销售活动”，因此也就不构成承销商，无需承担 1933 年《证券法》第 11 条规定的责任。虽然财务顾问在直接上市所承担的职责远比信用评级机构在 IPO 提供的服务要核心，但其为直接上市发行人提供的估值、注册文件准备、定价等服务是否属于“参与法定的证券销售活动”，还有待司法确认。

根据上述分析，司法上认定直接上市财务顾问承担 IPO 承销商的法律责任存在解释空间，但最终认定还有待案例揭示。SEC 也曾指出，司法对财务顾问能否被认定为承销商尚不明确，这将导致财务顾问尽力规避承担承销商的法律责任。^[47] 从监管角度，最为直接、有效的做法无疑是在直接上市规则中要求财务顾问明确作出承担 1933 年《证券法》第 11 条法律责任的承诺，倒逼其有效发挥“看门人”功能。

但需要注意的是，财务顾问承担承销商法律责任，虽能缓解直接上市“看门人”弱化问题，却也带来财务顾问“权责利”不匹配的情况。直接上市的本意是绕开承销商承销环节，简化发行上市程序，降低公司发行上市成本，财务顾问所承担的工作职责和所获得的报酬要远少于承销商，若要求财务顾问承担与承销商相等的法律责任，财务顾问很可能通过增加顾问费用的方式将风险成本转嫁至公司，与直接上市为公司发行上市“减负”的诉求背道而驰。

[45] See *Harden v. Raffensperger*, 65 F3d 1392 (7th Cir 1995).

[46] See *In re Lehman Brothers Mortgage-Backed Securities Litigation*, 650 F3d 167 (2d Cir 2011).

[47] See SEC Commissioner Allison Herren Lee and Caroline A. Crenshaw, Statement on Primary Direct Listings (December 23, 2020), available at <https://www.sec.gov/news/public-statement/lee-crenshaw-listings-2020-12-23>, last visited on May 13, 2021.

四、我国引入直接上市制度的前景与启示

（一）我国引入直接上市制度前景

美国直接上市制度根植于美国资本市场制度环境，是发行上市制度与现实互动、持续改良完善的产物。长期以来，我国资本市场一直采用IPO的上市模式，实行发行与上市联动的机制。我国是否引入直接上市制度，有必要立足我国实际情况作审慎分析，避免制度移植“水土不服”。总体上，直接上市制度的成功推行离不开成熟的私募市场、完备的诚信环境和良好的做市机制等条件，我国在这些方面都存在一定欠缺。

1. 私募市场

如前所述，美国直接上市制度改革的重要动因是证券私募市场的繁荣给公募市场带来压力。直接上市主要目的是通过简化程序、降低成本方式吸引已通过私募融资的公司回流公募市场。从制度设计看，直接上市要求公司在上市前有一定的私募市场估值和转让记录，以确保上市后二级市场流动性。而私募市场的发展离不开私募制度的完善，美国已形成以豁免注册为本源，以合格投资者、证券转售规则、灵活信息披露等为主要特征的私募制度，较好解决了私募证券的流动性问题。^{〔48〕}

反观我国，我国证券发行法规体制仍以公开发行为核心和主线，对证券私募制度缺少系统性规定。我国《证券法》第9条第2款对证券“公开发行”列举了“向不特定对象发行证券”和“向特定对象发行证券累计超过两百人”两种情形，同时明确了非公开发行的限制性方式，即不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式，但对于何谓“特定对象”“非公开发行”等未进行完整界定。“一刀切”地规定不允许采取广告、公开劝诱等方式，并不符合证券私募的本质特征，证券私募的核心内容是解决了信息不对称问题而没有公开必要，从美国经验看，只要私募发行和转让面向的是合格投资者，采取什么发行方式无需特别关注。此外，非公开发行限定于特定对象且不得超过200人，“200人”的规定具有随意性，从根本上限制了私募证券的发行范围和筹资规模。根据《非上市公众公司监督管理办法》，股东累计超过200人则成为公众公司，应当向中国证监会申请核准。

严格的私募发行及转让规则难以孕育适合直接上市制度的证券私募市场环境，受非公开发行“200人”限制，我国非上市非公众公司无法满足直接上市一定公众持股量或公众持股市值要求。

2. 诚信和自律环境

直接上市的重要特点是“承销商出局”，这意味保荐制一同抛弃。虽然美国证券监管法规未明确规定承销商的保荐职责，但保荐职责已隐含在法律责任中，且承销商作为证券市场“看门人”理论早已为公众认可。在Escott v. BarChris案中，法院认为，承销商必须采取合理努力独

〔48〕 参见前引〔7〕，郑坤山文，第196页。

立验证发行人注册声明中所有重要事实。^{〔49〕}美国直接上市改革引发“看门人”机制弱化质疑，我国也面临同样的问题。

我国证券中介服务机构区分了保荐人和承销机构两个不同角色。前者聚焦合法合规，确保信息披露真实，后者侧重推介证券，实现市场定价合理。虽然立法对保荐人和承销机构进行了分别规定，保荐人、承销机构均由证券公司担任。证监会发布的《证券发行上市保荐业务管理办法》第7条第3款规定：“证券发行的主承销商可以由该保荐机构担任，也可以由其他具有保荐业务资格的证券公司与该保荐机构共同担任。”实践中，IPO的主承销商和保荐机构往往为同一家证券公司。

在我国诚信和自律机制还较为缺失的情况下，放弃保荐制并不具备可行性。保荐人既是证券发行的推荐人，又是担保人，其本质是将政府承担的证券发行监管职责通过市场化的手段转嫁给保荐人，建立起保荐人对上市发行过程的强制性、持续性监督管理机制。^{〔50〕}我国新股发行体制经历了从额度审批制、通道制下的核准制、保荐制，到注册制改革的演变，保荐制作为监管延伸意味浓厚。在当前我国注册制改革初期，声誉和诚信机制尚难充分发挥作用的情况下，市场还深受财务造假和欺诈发行等证券违法行为困扰，草率放弃保荐人这一业已积累相当经验的有效“抓手”，并不明智。

如果我国直接上市仅移除承销机构，仍保留保荐人角色，移除承销业务后证券公司能否发挥保荐作用值得探讨：首先，证券公司保荐、承销两项收入并不对等，承销收入往往是保荐收入的五至六倍甚至更多。同时，承销费采取“风险收费”模式，与申请人发行上市与否直接挂钩。因此，如果证券公司仅收取保荐费用，可能不足以激励其提供高水平保荐服务。而提高保荐收费标准，又与直接上市降低成本初衷背道而驰。此外，拿掉“大头”承销收入，却仍需承担风险更高的保荐责任，证券公司面临的风险、收益并不对等，是否还有动力承接保荐项目存在疑问。

3. 做市机制和投资者结构

直接上市没有承销商介入，发行人无法借助承销商超额配售机制平抑股票上市初期的价格波动。纽交所指定做市商制度，在一定程度上发挥了承销商的超额配售功能，确保了直接上市股票得以维持充足流动性以及合理定价，否则参与其中的投资者将面临极大交易风险。纽交所的指定做市商制度实质上是一种混合交易制度，集合了竞价制度和做市商制度的优势：当市场缺乏价格连续性、存在或可能存在深度及供需不平衡时，指定做市商有义务以自己的账户、自有资金提供做市服务，否则，指定做市商不得进行自营买卖，市场订单以集中竞价方式成交。^{〔51〕}直接上市首日，指定做市商协助发行人确定直接上市股票的竞拍价格并执行股票出售。直接上市后，指定做市商为市场提供持续双向报价服务。一旦集中竞价交易机制出现供需

〔49〕 See *Escott v. BarChris Construction Corporation*, 283 F. Supp. 643 (S. D. N. Y. 1976).

〔50〕 参见马一、韩子惠：《我国保荐人制度：制度反思与变革探索——以证券发行注册制改革为背景》，载《海南金融》2016年第7期。

〔51〕 参见交易制度课题组：《纽交所指定做市商制度演进及其运行效果研究》，载《证券市场导报》2016年第3期。

失衡,做市商将实时根据订单情况,以自有资金或存货为市场提供流动性支持,维持股票价格的连续性。

我国证券市场缺乏成熟做市制度和经验丰富做市商,目前做市商制度仅在新三板有所试行,制度效果不彰。交易所内进行的股票交易以集中竞价方式为主,并无专门在交易冷清时活跃市场的做市商,缺乏特殊情况的交易量和交易价格维护机制。在“承销商出局”背景下,我国场内股票交易机制可能无法为直接上市股票提供充分流动性支撑,形成合理定价。

此外,直接上市制度还可能不利于我国专业机构投资者的培育。IPO机制下,承销商通常向机构投资者询价确定发行价格,机构投资者在发行定价过程中有较大话语权,大部分新股都通过网下发行配售给机构投资者。机构投资者对于稳定新股价格、防止过度炒作和投机发挥着重要作用。但直接上市模式下,新股成交取决于公开竞拍中的出价,散户与机构投资者一同竞争买入新股,机构投资者并无新股定价和配售的优势。我国证券市场投资机构至今仍以散户为主,直接上市制度可能对我国股票市场投资者结构优化产生不利影响。

(二) 相关启示

根据上述分析,我国短期内引入直接上市制度的条件尚不成熟。但不可否认的是,直接上市改革对畅通科技型企业的上市融资渠道,提升发行上市制度的包容性和适应性具有重要意义。美国的直接上市制度改革依旧带给我们许多很好的启示。

1. 更为合理的发行定价

长期以来,我国新股发行深受定价乱象困扰。新股发行一度出现“高发行价、高市盈率、高募集资金”的“三高”现象,上市后价格又不断下跌,严重损害了二级市场投资者利益。监管层不得已对发行价格设定“23倍市盈率”的定价上限和窗口指导。注册制改革后新股定价完全依靠询价机制发挥作用,但近期科创板、创业板IPO连续“地板价发行”现象却显示,改革后的IPO定价机制解决了发行价格过高的问题,又带来了发行价过低问题,引发公众对询价机构是否为了避免高价配售而串通压低价格、现有的询价机制是否合理等质疑。发行定价制度设计应尽可能兼顾各方利益,在发行人、交易所、早期投资人、中介机构、一二级市场投资者等各方之间求得平衡。美国直接上市采取新股发行公开竞拍机制是询价配售制以外的发行机制创新,发行人根据竞拍价格发出新股的直接要约,二级市场投资者竞拍购入新股。发行环节由交易所的竞价系统完成,所有二级投资者均可参与,定价过程更为透明公开和市场化。这种“去中心化”的发行定价方式不存在询价配售制中承销商对定价整体进程及关键要素的掌握,可在一定程度上避免“黑箱作业”、利益输送,防止腐败发生。公开竞拍机制可能带来的“散户化”问题则可通过限制向散户出售的新股比例等措施加以缓解。公开竞拍的透明化、灵活性和市场化等特点值得我们借鉴。

2. 更为多元的上市路径

纽交所直接上市制度改革为上市企业提供了更多选择和空间,可以说是美国证券私募市场的一次延伸。虽然我国股权私募市场受到严格法律限制,近年来也得到了较大发展。截至2019年6月底,中国证券投资基金业协会已登记私募股权投资基金27534只,基金规模8.17万亿元;创

业投资基金 7155 只，基金规模 1.01 万亿元。^{〔52〕} 我国“独角兽”企业也存在相似的提高私募市场流动性、早期投资者退出等需求。对一些暂不缺钱、资金充裕，但又需要为现有股东提供上市流动机会的科技企业，直接上市提供了一条新路。我国曾发生科创板上市公司公告使用大部分募集资金购买理财产品事件。^{〔53〕} 问题在于，公司 IPO 上市就必须公开发行募集资金。为了上市，公司只能处心积虑去编造募投项目。直接上市允许公司上市时选择是否发行新股，公司无需为了募资而募资，由此也可省下承销费，避免以低于内在价值的 IPO 价格发行、迎合或让利一级市场投资者。

尽管受制于严格的私募股票发行和转让制度，我国的非上市非公众公司并不具备直接上市的公众持股量和持股市值等条件。但先通过在新三板市场挂牌成为公众公司公开转让股票，再转板至沪深交易所上市不失为一条变通办法。根据《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》和沪深交易所、全国股转公司出台的转板上市办法和指引，现阶段，转板上市限于新三板精选层公司，转入板块限于科创板、创业板，转板上市股本总额、股东人数和公众持股比例要求较为严格，公司还需聘请转板保荐人。待制度运作成熟，转板上市条件、转入板块限制等要求可考虑放宽。同时，新三板精选层公司面向不特定合格投资者公开发行已实行保荐制，转板上市前在精选层连续挂牌一年以上，受到趋同于上市公司的信息披露规范约束，转板保荐人可考虑取消。此外，可考虑给予转板上市公司同步发行新股募资选择，以满足公司多元化转板上市需求。

3. 保荐承销制度完善

直接上市让公司得以“甩开”承销商，以低成本、高透明度的方式几乎直接面向市场发售股票并融入资金，但也带来“看门人”弱化，投资者保护不足等问题。我们理应准确认识承销商（保荐人）在发行上市中的两面性：一方面，承销商（保荐人）参与发行承销，带来发行成本上升、IPO 抑价及其潜在利益输送等问题；另一方面，承销商（保荐人）通过尽职调查发挥“看门人”功能，提供股票承销、询价、路演、跟投、超额配售等服务，确保了股票发行上市成功，保护了市场投资者利益。我们既不能一味为了降低发行上市成本而“舍本逐末”，抛弃行之有效的市场“看门人”机制，置投资者利益于不顾，也不能僵化看待投资者保护，放弃发行上市制度的活力和吸引力。

完善我国的保荐承销机制，首先要完善保荐承销机构的利益分配。目前，我国保荐收费与承销收费基本混淆，且保荐收费极低，这导致保荐承销商的收入主要取决于招股成功与否以及最终的发行规模，这种与保荐服务本质相背离的“风险收费”模式很可能导致保荐机构为了发行成功而放弃尽职推荐操守。此外，保荐承销机构过度强调业绩文化，导致在业绩和风险控制冲突时，往往牺牲风控。因此，要改变保荐承销机构单纯以项目为中心的利益导向机制，通过项目奖金递

〔52〕 参见《中基协：截至 6 月底协会已登记私募基金管理人 24304 家》，载 <http://news.cnstock.com/news/bwkw-201907-4400923.htm>，最后访问时间：2021 年 3 月 20 日。

〔53〕 科创板上市公司传音控股曾公告使用额度不超过 25 亿元的闲置募集资金购买理财产品，约占其实际募资净额 26.75 亿元的九成多。

延发放等方式形成健康行业文化。其次,要完善承销商主导的定价机制,通过采取更为合理和市场化的定价和配股机制(如扩大询价、配股范围和对象,提高网上投资者申购新股的普惠度等),防范承销商利益输送损害发行人利益。最后,还要强化承销保荐机构对发行人的信托义务。目前证券监管实践更多强调投资者权益保护,较少提及保荐承销机构对发行人的信托责任。事实上,保荐承销机构民事责任的一个重要方面是对发行人的忠实、尽责、勤勉义务。因此,要通过压实法律责任激励其履行合同和法定职责,尽心尽力为发行人提供服务,消除市场对承销商在发行定价中利益输送的疑虑。

Abstract: The direct listing is a new type of listing that allows companies to choose whether to issue new shares without going through the IPO process or using underwriting institutions, and to list the shares directly on the exchange. The main motivation of the direct listing reform in the United States is that the prosperity and development of the private equity market has exerted pressure on the exchange market. The specific system evolution has gone through two stages, which are listing only old shares and listing compatible with new shares since August, 2020. The weakening of gatekeeper is the focus of controversy in the reform of direct listing. Financial advisors in direct listing only provide advisory services. The reputation pressure, contract liability pressure and legal liability pressure faced by financial advisors are far less than that of IPO underwriters. Thus, it is difficult for financial advisors to play the role of market gatekeeper in a direct listing. Response paths include deferred payment of financial advisors' remuneration, financial advisors assuming legal liabilities of underwriters, etc. The reform of direct listing in the United States cannot be separated from the developed private equity market, a complete integrity environment and a good market-making mechanism. Although the conditions for introducing the direct listing system in China are not yet mature, the reform of direct listing still brings enlightenment to China in terms of issue pricing, listing path and sponsorship and underwriting system.

Key Words: direct listing, IPO listing, securities private placement, gatekeeper, sponsor and underwriting system

(责任编辑:周 游 赵建蕊)

证券型通证发行的法律性质与监管范式转变 ——以美国数字资产投资合同分析框架为视角

张 超*

内容提要：缺乏监管制约和价值支撑的首次代币发行（ICO）浪潮已经退去，证券型通证发行（STO）的出现与兴起是创新业态回归金融基本逻辑、寻求与既有法律体系相协调的具体表现。我国对 ICO 和数字货币严厉禁止的监管态度和相对宽松的执法力度使得 STO 在我国“名亡实存”。域外以美国为代表的监管机构积极寻求现行证券法律框架内对数字资产法律性质判定的标准，行政机关和司法机关在适用投资合同分析框架时判定标准存在差别，利润获取方式是判定新型数字资产是否构成证券的关键。STO 存在技术优势和监管合规之间的内生悖论，这种内生悖论的破除需要在保障国家金融主权的前提下有条件地接受制度变革。STO 的本土化适用必须转变“融资手段”的刻板印象，向创新技术优化传统模式的思路转变，应以宏观审慎和微观行为监管并举的取向看待证券型数字资产在金融机构中的存在方式，以股权众筹的技术选择预留出证券型数字资产在非金融机构中的创新空间。

关键词：证券型通证发行（STO） 数字货币 金融监管 投资合同 股权众筹

• 441 •

一、引言

STO（Security Token Offering）为证券型 Token 发行，即证券型通证发行，^{〔1〕}是在 ICO（Initial Coin Offerings）即首次代币发行融资方式因其自身缺陷与监管压力而宣告失败后的一种

* 张超，北京大学法学院博士研究生。

本文系司法部法治建设与法学理论研究部级科研项目“我国股权众筹模式的法律问题研究”（14SFB4006）的阶段性成果。

〔1〕 Token 的本质可以认为是：数字经济时代基于区块链的新的组织方式产生的新的一种权益凭证及其分配机制，参见杨东：《“共票”区块链治理新维度》，载《东方法学》2019 年第 3 期。本文证券型 Token 和证券型通证取相同内涵，证券型 Token 发行即证券型通证发行。

遵循监管合规要求的证券发行方式。虽然 STO 在发行结构上与传统的证券发行区别不大,但其独特之处在于其发行标的——Token 的法律性质尚未明晰。Token 与区块链和数字货币〔2〕关联紧密,且相关法律法规呈现出一定的滞后性,金融监管中安全与创新之间平衡的维系也因此受到分布式技术特性、市场投机情绪的冲击。当前我国监管理念的滞后几乎成为社会各界的共识,监管者长期受传统监管理念、方式的影响,〔3〕对于 ICO、虚拟货币等新业态采取完全禁止的监管态度,而美国、欧洲、新加坡、我国香港地区等国家和地区对待 STO 持续关注,在现行金融市场监管法律基础上,相继出台针对性的监管框架和规则指引。在积极鼓励技术创新、审慎对待金融创新的非正规金融规制倾向下,我国重视大数据、人工智能和区块链等新技术的研发与运用,而 STO 监管必将是区块链技术应用金融领域的细分议题。区块链在金融场景的应用潜力不局限于作为分布式账本维护系统安全和提高结算效率等,Token 作为区块链网络运转的“燃料”和权益证明的出现,是不以监管意志为转移的客观现实。Token 与区块链都是互联网领域科学技术的体现,是静态的客观存在,其自身并不会给社会带来任何危害,只有被应用到具体的场景中,才可能涉及公共利益。〔4〕在不改变对假借区块链、虚拟货币等名义进行违法犯罪活动的高压惩治前提下,我国相关监管机构以开放务实的态度追踪世界各国针对区块链、数字货币、STO 等监管动态,并从中获取经验与启示,这不仅能预防和治理金融风险,还能疏通和引导金融创新。

本文第一部分梳理了数字货币和 ICO 的历史脉络和兴起成因,指出缺乏监管制约、价值支撑的 ICO 必然向接受监管、寻求价值的 STO 转变的逻辑机理。STO 是创新业态回归金融基本规律的表现,但新生模式必须与现有法律框架相适应才能维系自身。第二部分从美国证券型数字资产的监管文件入手,深入分析了美国监管部门在适用豪威测试考察数字资产法律性质过程中的判定标准和关注焦点,比较了行政机关和司法机关对待投资合同构成要素的不同态度。第三部分以 STO 的监管规则入手,提出 STO 存在技术优势和监管合规之间的内生悖论。STO 的本土化适用必须转变“融资手段”的刻板印象,向创新技术优化传统模式的思路转变,提出监管范式转变的最佳实践建议和应注意的问题。

二、数字货币生命周期视野下 STO 的发微

STO 并不是为社会广泛熟知和接受的概念,其追求监管合规的特性又与大众眼中“监管规避”的数字货币理念格格不入,因此,精准把握 STO 的科学内涵就需要从数字货币兴衰交替的完整生命周期进行剖析。

〔2〕 学术观点、监管政策和商业实践中经常将数字货币、电子货币、虚拟货币、加密货币混用,事实上这些概念相互之间有所区别。可参见谢平、尹龙:《网络经济下的金融理论与金融治理》,载《金融研究》2001年第4期;刘颖:《货币发展形态的法律分析——兼论电子货币对法律制度的影响》,载《中国法学》2002年第1期;European Central Bank, Virtual Currency Schemes, 2012; BIS Committee on Payments and Market Infrastructures, Digital Currencies, 2015; BIS, Cryptocurrencies: looking beyond the hype, BIS Annual Economic Report 2018。数字货币的概念最为通用且接受程度较高,数字货币属虚拟货币和加密货币的上位概念。See Nicole Julie Fobe, *Bitcoin as a Parallel Currency-An Economic Vision and Multiple Legal Consequences*, São Paulo, 2016, p. 22。本文在表达相似概念时,概括性地使用数字货币概念。

〔3〕 参见尹少成:《“互联网+”与政府监管转型:机遇、挑战与对策》,载《法学杂志》2016年第6期。

〔4〕 参见赵磊:《对“去中心化”的区块链如何监管》,载《经济参考报》2019年1月9日,第7版。

（一）ICO 的生成脉络与兴起动因

2008 年，中本聪发明了点对点的现金交易系统——比特币，能够降低交易信任成本、保护隐私的比特币系统的价值逐步为人们所肯定，此前与现实世界相对隔离的比特币〔5〕被认为是一种财产，比特币的交易市场也逐渐形成。比特币本身是一套开源的可编辑系统，这意味着开发者们可以基于比特币的脚本发行其他满足特定需求的数字货币。一套开源的电子现金系统通过代码和交易机制的设计实现了价值生成的闭环，无疑对后来者产生了巨大的激励效应。2013 年 7 月，Mastercoin 项目提出使用现有的比特币协议创造出新的加密货币，这种加密货币将在比特币“支持商业活动的坚固基础上”拥有更多的功能，Mastercoin 在实现其项目时，并没有募集法定货币而是选择募集 5000 个比特币（当时价值超过 50 万美元）。〔6〕自此，比特币作为一种融资媒介而被赋予了新的功能，Mastercoin 的融资和发行数字货币的行为后来被称为 ICO（Initial Coin Offering，即首次代币发行），利用数字货币融资也与众筹之间产生了密切关联。比特币、区块链、ICO 意图破除社会经济运行、治理机制中惰性的安排，变革人们对财富和数据的观念，加上诸多天才技术开发者和投资先觉者的推动，这些概念注定不会是光怪陆离的现代社会中的惊鸿一瞥，而会在合适的契机酝酿出不可小觑的浪潮。后来的事实证明，ICO 突破技术层面和制度层面上的桎梏后，确实带来了人类史上最令人咂舌的造富浪潮，下文将主要在我国语境下探寻 ICO 的兴衰历程。

技术层面上看，受限于市场规模和行业基础设施，ICO 模式出现后并未立即引起社会的广泛关注。比特币虽然从“极客的玩具”被赋予了财产价值，但以比特币为代表的数字货币市场规模依然较小，影响人群仍旧十分有限。〔7〕此外，比特币虽然是一套开源系统，但僵化的系统设定已经成为其关键的价值来源，系统性能和可编辑性较弱，〔8〕大规模的多元化商业应用缺乏成熟的软件系统。2017 年后，比特币的价格在一年内增长约 20 倍，一度到达 20000 美元的历史高点；〔9〕以太坊（Ethereum）等新的区块链系统使开发人员能够构建新的应用程序，建立开放式的金融系统，理论上使分布式、开放的新型互联网有存在的可能，这种新型互联网区别于饱受诟病的中心化、垄断的传统互联网。〔10〕作为信息技术领域出现的伟大创新，区块链将推动信息互

• 443 •

〔5〕 比特币不是法定货币，并不具备强制通用力，也就是说社会公众一般不负有接受其作为货币的义务。但是，比特币无须第三方信用的支持，只要当事人明确表示认可比特币的货币地位，就可在具有“货币认同”的群体内或者当事人之间等同于法定货币，应当依照货币处理当事人之间的权利义务关系。参见赵磊：《比特币可能具有什么法律性质》，载《经济参考报》2018 年 5 月 2 日，第 8 版。

〔6〕 See Nermin Hajdarbegovic, Mastercoin Foundation Lets Virtual Currencies Use Bitcoin Protocol, available at <https://www.coindesk.com/mastercoin-foundation-virtual-currencies-bitcoin-protocol>, last visited on May 8, 2019.

〔7〕 根据 Foundico 数据，截至 2017 年 6 月仅统计到有 6 个 ICO；截至 2018 年 1 月，ICO 项目达到 347 个；截至 2018 年 5 月，ICO 项目达到 3000 多个。不同来源的统计口径可能不同，但 2017 年后 ICO 项目呈现大幅增加的态势显而易见。

〔8〕 比特币的总量固定、出块速度固定等特征被认为是计算机代码保证下的对人的“作恶”倾向的限制，比特币永不增发等观念是社区的共识，因此比特币并非良好的商用级软件系统。

〔9〕 根据 CoinMarketCap 数据，2017 年前比特币价格在 1000 美元下震荡，2017 年 12 月，比特币价格达到约 20000 美元。

〔10〕 80% 以上的 ICO 项目在以太坊系统上开发，其中类别集中于金融、贸易、基础设施（公有链）、支付业务等，参见《ICO 市场统计》，载 <https://foundico.com/zh/stats/>，最后访问时间：2019 年 7 月 16 日。以太坊定位于互联网新时代的基础设施：建立金钱和支付的互联网；保护用户数据；开放的金融系统；开放式的基础设施。以太坊的出现使得加密货币钱包、游戏、分布式交易市场等应用成为可能。See What Is Ethereum, available at <https://ethereum.org/beginners/>, last visited on Nov. 29, 2019.

联网向价值互联网转型,^[11] 市场规模的膨胀和新型区块链系统的出现,使 ICO 金融指标和代码技术上的瓶颈得以突破,但 ICO 的爆发还需要在制度层面寻求突破。

ICO 试图在融资手段上既摆脱证券发行繁琐、冗长、昂贵的备案和审核过程,也在规避非法集资的法律规制的前提下尽可能多地吸纳社会资金,我国股权众筹机制尚未建立和数字货币的商品性质成为助推 ICO 制度突破的动因。股权众筹是由以小微企业为主的筹资者、提供融资平台的集资门户和投资者共同构成的小额公众型集资体系。^[12] 2014 年,李克强总理提出为解决“融资难,融资贵”问题,建立资本市场小额再融资快速机制,开展股权众筹试点。^[13] 后因不规范的股权众筹平台大量出现,违法行为屡禁不绝,而公开、小额、涉众的股权融资涉及公共利益和经济金融安全,2016 年,证监会印发《股权众筹风险专项整治工作实施方案》,规范互联网股权融资行为,惩治通过互联网从事非法发行证券、非法集资等非法金融活动,我国的股权众筹实际上陷入停滞。股权众筹试点的暂停导致某些初创企业缺少融资渠道,普通民众缺少投资渠道,其他金融业态也未发挥相应的递补作用,ICO 成为一些市场主体不得已的选择。^[14] 2013 年,中国人民银行等五部委发布《关于防范比特币风险的通知》(以下简称五部委《通知》)将比特币定义为一种虚拟商品,提示了比特币的洗钱和炒作风险,要求金融机构不得开展与比特币相关的业务,涉及比特币的互联网站应当在电信管理机构备案。实践中,比特币的商品性质被类推到其他数字货币,为 ICO 融资方式在我国的涌现打开方便之门。如果说股权众筹还存在小额、非公开等条件的限制,而募集属于“商品”的数字货币去发行另外一种“商品”,比一般意义上的产品众筹体现了更明显的法律规避取向,尤其是对非法集资的规避。

• 444 • (二) ICO 向 STO 转变的内在逻辑

金融抑制型监管模式下对投融资渠道的迫切需求与游走于法律灰色地带的 ICO 融资模式相适配后,经由比特币等数字货币动辄百倍、千倍的超额回报的煽动,ICO 的迅速兴起便不难想象。与传统的融资方式相比,ICO 融资具有发行门槛低、面向受众广、融资速度快、监管限制少等特点,存在于跨国界且全天候不间断的区块链网络系统中的数字货币使资金进入、转移与退出的流程异常便利。但 ICO 对融资便捷性的极度追求是以牺牲金融安全为代价的,其争议的焦点在于:证券立法规定的程序责任旨在切实保障广大投资者的利益,创业者不能利用区块链技术轻而易举的规避这种责任,为其高风险创业项目募集资金。^[15] ICO 融资模式是无差异地向公众募资,可能涉嫌非法吸收公众存款,尤其自 2017 年以来,几乎所有项目的投资者都有典型“散户化”特征。ICO 项目发起人几乎均未作投资者适当性控制,其行为突破了法律底线。^[16] 在金融下沉地区,ICO 几乎已经等同于诈骗、传销和非法集资,ICO 对正常金融秩序的冲击招致监管的重拳打击。2017 年 9 月 4 日,中国人民银行七部委联合发布的《关于防范代币发行融资风险的公

[11] 参见邓建鹏:《区块链的安全风险与国际监管趋势》,载《中国信息安全》2018 年第 12 期。

[12] 参见杨东:《互联网金融的法律规制——基于信息工具的视角》,载《中国社会科学》2015 年第 4 期。

[13] 参见《李克强主持召开国务院常务会议》,载《人民日报》2014 年 11 月 20 日,第 3 版。

[14] 参见杨东、黄尹旭:《ICO 本质及监管机制变革》,载《证券法苑》2017 年第 5 期。

[15] 参见〔英〕凯伦·杨:《区块链监管:“法律”与“自律”之争》,林少伟译,载《东方法学》2019 年 3 期。

[16] 参见邓建鹏:《区块链的规范监管:困境和出路》,载《财经法学》2019 年第 3 期。

告》(以下简称七部委《公告》)将首次代币发行(ICO)定性为“本质上是一种未经批准非法公开融资的行为”,禁止代币融资交易平台从事法币交易与币币交易,甚至将信息中介服务也予以叫停,七部委《公告》对我国的数字货币交易行为进行了“全口径禁止”。

ICO项目的落地应用与其融资能力严重脱钩。目前最大的ICO融资项目为EOS,募资总额为42亿美金,但该项目至今未推出成型的商业级应用,其许诺的乌托邦式的去中心自治理念信服力日渐式微。^[17]借助区块链概念,鼓吹颠覆性的变革而不强调真实价值的创造,ICO和数字货币的全部价值几乎都体现为投资价值。但金融业之所以能发展至今,绝不是凭借炒作与庞氏骗局,而是实现了社会经济的风险交易和资源配置。大量ICO无视金融产品风险、罔顾资源配置的有效性,自然是一场不可持续的击鼓传花式庞氏骗局。2018年初,数字货币市场重挫,多数主流数字货币跌幅高达九成,大量无实际价值支撑的“空气币”归零,投资者损失惨重。市场寒冬下,行业也不得不反思区块链、数字货币的可持续问题,提出区块链项目需要有实际价值支撑,保障项目除炒作以外的盈利能力,同时还需要接受监管以防范违法诈骗行为,STO即是在这一背景下出现的。

STO明确表示其发行的是证券型Token,是融资手段创新的必要前提。与ICO相比,STO有实际的股权、债权等资产作为价值支撑,受到证券法律保护,还保持了证券Token化在权益可编辑性、开拓融资渠道、不间断交易市场、降低中介成本等方面的优势。^[18]STO在发行标的使用了Token这一词语,Token的词意内涵较币(Coin)更为丰富,如此的变化间接表示了行业对区块链系统中权益代表凭证认识的深化,Token的主要类型包括证券型Token(Security Token)、实用性Token(Utility Token)和支付型Token(Payment Token)。^[19]Token在区块链业态中的用途和功能主要有赋权、记账、奖励、密钥、支付工具、付费工具、承诺、等价物,其中具备记账和承诺用途的Token类似有价证券。^[20]投融资的目的即是完成资源的有效配置以创造价值、获取利润,ICO在将自身定义为融资手段的同时,强行割裂项目成功与投资者收益之间的关系,背离了投融资的基本逻辑。

因此,STO的出现是行业反思价值虚泛和监管缺失的结果。早期的ICO项目为了规避证券法律监管,不遗余力地避免其发行的数字货币被视为证券,不明确承诺投资收益率甚至完全忽略项目的盈利能力,这种价值的虚泛化已经被证明是不可持续的。监管压力也给数字货币投资带来了不可控风险,寻求合规路径成为行业共识。发行符合证券法律监管的数字货币,缓解与监管部门对抗的压力,利用监管部门的权威背书成为行业自救的关键。ICO向STO转变表明金融创新回到符合金融发展规律的理性道路上,监管的介入是否就能保证初创项目的内在价值,这些问题需要客观冷静的分析。国内并无STO业态生成的空间,境外监管部门对STO保持高度关注,包容创新和保障安全并重,本文以国际视角考察STO出现后金融监管的应对之道,继而反诸国内之实践。

[17] 数据来源:Coindesk ICO Tracker,载<https://www.coindesk.com/ico-tracker>,最后访问时间:2019年5月11日。

[18] See Polymath: Why Tokenize Securities? available at <https://polymath.network/>, last visited on Jun. 17, 2019.

[19] See FINMA's ICO Guidelines-for Enquiries regarding the Regulatory Framework for Initial Coin Offerings (ICOs), 2018; MAS, A Guide to Digital "Token" Offerings, 2018; FCA, Guidance on Cryptoassets, Consultation Paper, 2019.

[20] 参见前引[1],杨东文。

三、证券型数字资产的法律性质分析

(一) 数字货币商品与证券的二元划分

STO 监管的核心问题是区块链系统中 Token 的法律性质确认,即 STO 项目方发行是否从事了证券发行的行为,从而判断是否适用证券法律框架。目前绝大多数数字货币在监管机构视野中都属于证券,^[21]这一现在看来不言自明的结论成为共识的时间并不久远。以比特币为代表的早期数字货币尚未与资金融通联系在一起,我国和美国的监管机构认为比特币是一种商品,欧洲等地也倾向于将其视为与游戏币类似的虚拟货币。^[22]美国《商品交易法》对“商品”的定义十分广泛,农产品、期货合约甚至期权都属于商品,且该定义还在不断扩大。^[23]美国商品期货交易委员会(CFTC)的工作人员多次在公开场合表示比特币属于“商品”,CFTC 于 2015 年在裁决中正式将比特币认定为商品,并裁定 Coinflip 违反了《商品交易法》的第 4c 条和 CFTC 的规则第 32.2 部分,Coinflip 在 2014 年 3 月至 6 月进行了涉及商品期权交易的行为。《商品交易法》第 1a(9)节规定,商品包括“目前或将来处理未来交付合同的所有服务,权利和利益”。采取 UTXO 记账方式的比特币实际上是经公众一致同意之后的未来价值的索取权,^[24]CFTC 将比特币认定为商品不难理解。美国证券交易委员会(SEC)的官员认为比特币和以太坊存在于分散的网络结构中,不存在豪威测试中“来自于第三方努力”的证券认定的条件,不属于证券范畴。^[25]

ICO 出现以后,数字货币带有了更浓厚的金融资产的性质,与其称之为“货币”不如称之为“资产”更为合适,即当事人之间对私人货币不存在“货币认同”,可视其为一种无形资产,按照财产法规则处理。^[26]欧盟认为数字货币虽有货币之名,但并不承担货币职能,更近似于一种中性的数字资产而非法定货币,在保留支付型和功能型的基础上,对资产型数字货币(Asset Token)提供了更全面的分类方式,以适应其金融市场监管法律。资产型数字货币根据是否赋予金融权利、表决权,是否可流转、分配利润或者现金流、在有组织的金融市场交易等标准将其分为货币、商品衍生品、股权、债权等类别。^[27]关于数字资产是否应该被纳入证券法律监管的问题,美国的监管机构通过发布多个处罚案例、指引文件和官员公开言论为本国乃至全球数字资产监管政策提供了宝贵的参考。下文从美国对数字资产证券属性的认定为切入点分析 STO 的监管政策。

[21] See SEC Chief Clayton, Every ICO I've Seen Is a Security, available at <https://www.coindesk.com/sec-chief-clayton-every-ico-ive-seen-security>, last visited on Jul. 10, 2019.

[22] See European Central Bank, Virtual Currency Schemes, 2012.

[23] See Board of Trade v. SEC, 677 F. 2d 1143.

[24] 参见姚前:《分布式账本与传统账本的异同及其现实意义》,载《清华金融评论》2018年第6期。

[25] See William Hinman, Remarks at the Yahoo Finance All Markets Summit: Crypto, available at <https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418>, last visited on Jun. 20, 2019.

[26] 参见赵磊:《论比特币的法律属性——从 HashFast 管理人诉 Marc Lowe 案谈起》,载《法学》2018年第4期。

[27] See Securities and Markets Stakeholder Group, Advice to ESMA, Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, ESMA22-106-1338, 2018.

（二）美国证券型数字资产监管文件

当 ICO 成为融资手段和各类山寨币（Altcoin）出现后，数字货币的证券属性越来越明显，其金融资产的性质充分显现。现行对证券型数字资产最具解释力的文件当属 DAO（Decentralized Autonomous Organization）的调查报告和《数字资产投资合同分析框架》。2017 年，SEC 发布 The DAO 的调查报告，在豪威测试（Howey Test）的分析框架下将 DAO Token 认定为证券。^{〔28〕} 该报告为美国的数字货币的证券性质分析定下了基调。DAO 是一个非公司化的分布式自治组织，是通过计算机代码设立于区块链账本上的虚拟组织。2016 年，DAO 在一个月內便募集到 1200 万个以太坊（价值 1.5 亿美元），Slock.it 以营利公司的身份运营 DAO，并把 DAO Token 以 ICO 的方式出售给投资者，这些资金将用于投资 DAO 生态中的项目来实现投资者回报。投资者获得 DAO Token 以后，即意味着获取了决定 DAO 将资助何种项目的投票权，投票权数量根据所持有的 DAO Token 数目的多少确定，投资者还可以在二级市场中交易 DAO Token。在 DAO 的系统中，项目的发起人被称为 Contractor，发起人将项目的提案发布在 DAO 的网站上，DAO 将针对这些项目发起投票，获得多数同意的项目将获得 DAO 的资助。为避免恶意事件，DAO 设立了 Curator 来审核项目的真实性和项目代码的可靠性，这些 Curator 由 Slock.it 公司选定并拥有极高的权限，所有项目在上线 DAO 的网站发起投票前都要经过 Curator 的审核，Curator 对是否对项目发起投票保留最终决定权。2016 年 6 月，DAO 被黑客攻击损失 360 万个以太坊，Slock.it 决定发起对以太坊网络的硬分叉（Hard Fork）来恢复被盗资产。^{〔29〕}

从 DAO 的运营模式可以清晰发现，DAO 与比特币和以太坊系统意图实现某种特定功能不同，DAO 向投资者明确地表明投资收益将由 DAO 投资的项目收益保障。SEC 将 DAO Token 认定为证券法中“投资合同”的范畴，并使用豪威测试的分析框架从金钱投资、对利润的合理预期、利润来自他人的努力三个方面论述 DAO Token 属于投资合同。具体而言：（1）金钱投资。豪威测试对金钱（Money）的认定范围并不局限于现金，SEC 援引使用比特币投资能够构成投资合同的案例说明，使用以太坊进行投资也能构成投资合同。^{〔30〕}（2）对利润的合理预期。DAO 的投资者购买 DAO Token、对经 Curator 审核的项目进行投票，是基于希望从项目的盈利中获取回报，因此 DAO Token 符合投资合同的构成要素。（3）利润来自他人的努力。DAO 的运行极大程度上依靠 Slock.it 在网站维护、论坛管理、Curator 选择、项目运营等方面积极主动的努力。DAO Token 的拥有者（投资者）的投票权实际效果非常有限，DAO Token 的持有者仅就被提交投票的项目进行选择，这些持有者分散且匿名，很难形成反应实际社区意愿的决定。由此，投资者获取利润的来源是 Slock.it 的努力，DAO Token 符合投资合同的构成要素。

〔28〕 See SEC, Report of Investigation Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934, The DAO, Release No. 81207/July 25, 2017. 豪威测试要素包括：（1）金钱投资；（2）投资于共同企业；（3）引诱获利预期；（4）仅来自他人的努力。参见〔美〕路易斯·罗斯、乔尔·塞利格曼：《美国证券监管法基础》，张路等译，法律出版社 2008 年版，203-212 页。联邦法院和 SEC 经常使用“投资合同”分析框架来确定新颖的投资工具或安排（如数字资产）是否属于受联邦证券法管辖的证券。

〔29〕 分叉是区块链系统中的一种技术事件，结果表现为一条区块链变成两条区块链。分叉分为硬分叉和软分叉，硬分叉中新分叉所产生的区块将被旧软件视为无效。See Antonopoulos, Andreas, *Mastering Bitcoin: Programming the Open Blockchain*, O'Reilly media inc, 2017, p. 135.

〔30〕 See SEC v. Shavers, No. 4: 13-CV-416.

在基于 DAO 的调查报告等个案分析的基础上, SEC 在 2019 年 4 月发布的《数字资产投资合同分析框架》(以下简称《框架》) 则从更具普适性的视角提供了数字资产投资合同的分析原则和判定标准。《框架》认为豪威测试应用于数字资产分析时, 重点不在投资标的本身的形式和安排, 而取决于数字资产的相关情况和出售方式。^[31]《框架》强调属于证券的数字资产, 无论其结构组织形式为何都需要保证足够的信息披露, 以解决管理层和投资者之间的信息不对称问题。

《框架》提出了将豪威测试应用于数字资产时的判定标准, 判定标准主要包括“金钱投资”“共同企业”和“对来自他人努力利润的合理预期”。在金钱投资判定方面,《框架》延续了投资合同司法案例和 DAO 调查报告的观点, 即认为金钱投资不需要使用现金, 仅要求“购买者要放弃某种有形、可界定的对价以换取实质具有证券各种特征的全部权益”。^[32]在共同企业判定方面, DAO 的调查报告并未过多着墨,《框架》则认为数字资产投资时通常存在共同企业, 与法院判定共同企业的标准不同, SEC 可以不将共同企业作为投资合同的必须具备的要素, 因此也不用考虑横向共同性和纵向共同性的问题。^[33]即使如此, SEC 还是给出了共同企业的判定倾向,《框架》的注释性文字指出,“根据迄今为止的经验, 数字资产投资构成了对共同企业的投资, 因为数字资产投资者的利益彼此相关或与发起人的努力和成功相关联”, 表明 SEC 在判定是否存在共同企业时采取严格垂直标准。^[34]《框架》承认数字资产构成投资合同(证券)的可转化性, 不存在单一的因素可以单独判定数字资产的性质, 也不存在一成不变的性质认定。《框架》认定标准的特点在于尤其关注“利润的合理预期”是否来自于活跃参与者对数字资产二级市场交易价值的努力与维系, 这与区块链和数字货币落地实践的现实情况紧密关联。

(三) 数字资产证券判定的核心: 利润的获取

有关金钱投资和共同企业的判定相对清晰, 而对来自他人努力利润的合理预期则要根据诸多情势综合进行考量, 依赖他人的努力和合理的利润预期可以概括为利润的获取, 这即是判定数字资产是否属于证券的核心。

1. 利润提供者

在论及“依赖他人的努力”时, 关键的问题是“购买者是否合理的期望依赖活跃参与者(Active Participant, AP)努力”和“这些努力对于企业成功而言是不可否认的重要因素”, 而非自然存在的辅助性工作。关于 DAO 的报告和《框架》对上述问题的理解与以往有关投资合同的

[31] See SEC, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, 2019, p. 1.

[32] See International Brotherhood of Teamster v. Daniel, 439 U.S. 551, 560 (1979).

[33] 参见前引[31], 第13页, 脚注11。有关共同企业判断标准的分析参见前引[28], 路易斯·罗斯、乔尔·塞利格曼书, 第204-205页。Howey案后涉及全权委托账户(Discretionary Account)有限合伙、特许经营、金字塔计划等问题时, 焦点集中在共同企业涉及的是“水平共同性”(投资集合)还是“垂直共同性”(包括经纪商与投资者之间的关系), 目前有三种标准:(1)水平共同标准, 共同企业的构成需要投资资金的集合, 第三、六、七巡回法院采用此标准, 但该标准无法保护少数投资者;(2)垂直共同标准, 投资者的财富获取取决于发起人的专长, 第五、第十一巡回法院采用此标准, 但除非两个或两个以上的人在某种意义上分享一个企业的利润, 否则就很难说存在“共同企业”;(3)严格垂直标准, 投资者的财富与寻求投资的人或第三方的努力和成果相互交织在一起, 且依赖于该等努力和成功, 只要能显示某种形式的利润分享, 该方法就能包含水平共同性和垂直共同性的共同企业, 第九巡回法院采用此标准。

[34] 参见前引[31], 第13页, 脚注11。

司法判例有所区别。司法案例在讨论投资合同“仅依赖他人的努力”这一要素时，重视对“仅”（solely）和“努力”（effort）词语内涵的解释，而数字资产监管指引适用豪威测试时对“仅”这一要素没有提及。如此安排的原因可能是在司法判例中已经明确“仅”并不排除投资者在企业中做出微小的努力，^[35]因此“仅”无须再强调。但这样的猜想显然与基于代码开源区块 Token 发行的现实不符，由于 Token 项目发行并无一套成熟的公司治理机制和权益分配机制，而且区块链网络价值的形成也是需要在代码开源基础上，通过 Token 奖励最大限度地集聚社区参与者的智慧和贡献，投资者自身的努力本就是项目不可或缺的因素。投资者可能出于看好某项目的前景而进行投资，同时基于相同的目的积极参与项目的建设进程中，这与公司制下所有权和经营权相分离、管理人员获得股权或期权激励的范式有明显不同。对“仅”的省略，是《框架》引入“活跃参与者”概念的原因，正是因为投资者与管理者之间的区别难以界定，《框架》将发起人、捐赠人和第三方（或附属于第三方）界定为活跃参与者，这一界定并非是封闭式的列举。就某一概念进行抽象的定义并非英美法系的特点，英美法系倾向于就列举或者行为模式划定规范所欲规制的范围，而且从认识论角度归纳新兴事物的核心特征进而定性，会极大地受制于观念差异与思维方式的路径依赖，难以有效回应实践。因此，规定多样细致的行为，既能够划定活跃参与者这一新概念的行为模式，还能够就“努力”这一要素阐述其应有之意，活跃参与者和努力之间可谓一体两面之关系。

2. 利润实现方式

“合理利润预期”以数字资产交易的利润预期生成和利润预期情势的变更为核心设置判定标准。DAO 的调查报告和《框架》保持了与司法案例同样的对“利润”的理解，即利润可以是投资企业产生的资本增值和使用投资者资金产生的收益，是利润的常识性理解。^[36]然而《框架》对利润预期的常规性表达并非判定标准的主要部分，而是重点强调数字资产在交易过程所产生的利润，在满足以下几个特征时可能被认定为存在合理预期：（1）现在或将来在二级市场上进行交易；（2）存在大量潜在购买者；（3）交易的价格或数量与用于交换数字资产的商品或者服务几乎没有明显关联；（4）活跃参与者已经筹集了超额的资金，并能够从数字资产的分发中获得收益；（5）与数字资产盈利预期有关的营销。DAO 的调查报告也着重阐述了 DAO 组织内交易平台对于 DAO Token 利润形成的关键作用。这些特征表明对数字资产合理的盈利预期不完全来自于企业运营所产生的资本增值和收益，更多的收益来自于 Token 的销售和二级市场的交易。当出现投资者不再合理期望活跃参与者的努力是数字资产收益的关键因素、数字资产的价值与可兑换的商品和服务之间的价值呈现稳定的关系、数字资产实现预期的功能等情况时，就需要重新考虑是否存在对利润的合理预期，这些因素是对利润合理预期的“涤出”。

3. 排除事由

证券型数字资产还有“其他相关考虑因素”是存在合理利润预期的例外情形。当分布式网络或数字资产已经开发完成时，此时就形成了诸如比特币和以太坊等分散的去中心化网络，这样的

[35] See SEC v. Glenn W. Turner Enter., Inc., 474 F. 2d 476, 482 (9th Cir. 1973).

[36] See United Housing Found., Inc. v. Forman, 421 U.S. 837 (1975).

网络难以存在“他人的努力”，自然不属于投资合同。其余例外情形主要包括：（1）数字资产是为了实现预期功能以满足用户需求，而非对其未来网络价值的推测，数字资产升值前景有限；（2）数字资产能够作为法定货币的替代品直接进行支付，成为价值存储的工具；（3）数字资产仅能在特定的网络中流动，对应商品和服务的意图更加明显，限制数字资产的可转移性以遏制投机可能性。不难发现例外情形分别对应着功能型代币、支付型代币、体系内代币，这样的列举与此前 SEC 对数字货币的态度是一致的，即证券型通证需要满足证券注册要求，而其他类型的代币不需要。进一步说，例外情形与司法判例也保持了一致，当盈利目的仅是附带性时，这种收入无投机性、太微小，不足以将整个交易纳入证券法的管辖范围。^{〔37〕}即使数字资产能够用于在网络中购买商品或服务，当活跃参与者努力提高数字资产的二级市场价值时，将数字资产作为对商品和服务的折扣出售给购买者、以超出合理用途的数量出售给购买者、对转售这些数字资产没有应有的限制时，数字资产仍然有可能被视为投资合同，利润合理预期被“纳入”。

综上所述，数字资产是否属于证券的关键在于“利润的获取”是否存在且是投资者价值投入的主要动机。在利润的提供者方面，证券型数字资产削弱了对“仅来自于他人”的要求，承认即使投资者自身参与也可能导致数字资产成为证券；在利润的实现方式方面，尤其强调二级市场交易对利润的促成作用；当利润的获取不属于数字资产的主要目的时，排除数字资产构成证券的可能。

虽然区块链被认为是信任的机器，有潜力改变人们和企业合作的方式，^{〔38〕}但时至今日，成熟的区块链应用场景尚未出现，区块链的社会变革潜力仅仅存在于理想之中。而与之形成鲜明对比的是，数字货币二级市场价格的暴涨暴跌已经经历了数个整体趋势向上的周期，这意味着数字货币作为一种金融资产被更广泛地接受，尤其是在国际经济竞争日趋激烈的背景下，数字货币的价值避险功能逐步显现。由此可见，金融资产属性是数字货币的主要属性，证券型 Token 是数字货币的主要形式。

四、STO 的内生悖论与监管范式转变

（一）STO 的内生悖论

STO 不再试图掩饰 ICO 模式下以功能性代币之名发行证券型通证之实，但这并不意味着 STO 发行方对昂贵、复杂、漫长的证券注册程序也能坦然接受，发行方仍希望寻求证券发行的豁免以降低融资成本。美国证券法律框架下的豁免注册条例包括 Regulation A+、Regulation D、Regulation CF 以及 Regulation S，目前 STO 项目倾向选择 Regulation A+ 规则、Regulation D 规则寻求证券注册豁免。

Regulation A+ 规则是传统 IPO 的替代方案，发行者可以采取保密方式向 SEC 提交发行备忘

〔37〕 See International Brotherhood of Teamster v. Daniel, 439 U.S. 551, 561-562 (1979).

〔38〕 See The Trust Machine: How the technology behind Bitcoin could change the world, The Economist, October 31st, 2015.

录，并拥有“试水”（testing the waters）的机会，^{〔39〕}选择精简快速的审核流程。^{〔40〕} Regulation A+提供了两个级别（Tier）的豁免，分别在12个月内提供价值2000万和5亿美元的产品。依据 Regulation A+规则发行证券需要满足公司资格限制、不良行为者取消资格条款、信息披露、非合格投资者投资金额限制等要求。总之，Regulation A+规则所需的申报流程和表格相当复杂，依据该条例获得豁免的难度甚至不亚于进行IPO。当前的STO项目并未解决关键的信息阐述和披露问题，SEC只是严格地执行了审核标准，毕竟有关Token的性质、发行分销方式、估值、流动性、中介服务商、监管等都存在大量悬而未决的问题。^{〔41〕}

Regulation D规则是私募发行的安全港规则，该规则中合格投资者的认定标准至关重要。^{〔42〕} Rule 504规定，发行人可在12个月内筹集最高额为500万美元的资金，他们将被要求向SEC提交包括公司发起人、执行官和董事的姓名和地址等信息，对合格或非合格投资者数量没有限制，不允许公开劝诱；Rule 506（b）规定，发行人可以从不限数量的合格投资者和最多35名非合格投资者筹集无额度限制的资金，但不能使用公开劝诱；Rule 506（c）规定，如果发行中的投资者都是合格投资者并且公司采取合理的步骤进行了验证，则公司可以广泛筹集资金并宣传自己的产品。由于Regulation A+规则过于严格，目前的STO主要通过第二种方式获得证券注册豁免资格进而筹集资金。除了规则的规定外，证券发行还需要满足了解客户（KYC）、反洗钱（AML）反欺诈等要求。

无论使用何种证券注册豁免规则，STO都是基于主动的自我约束和被动的监管压力动因而被纳入证券法律规制的融资模式，但STO所声称的融资优势并不因证券注册豁免带来的成本降低而自然实现，STO还面临着难以回避的内生性矛盾。STO的内生性悖论来自于证券发行并不意味着证券系列行为终局性的成功，而仅仅是发行方实现其目的的第一步，STO后证券的流转交易等环节还面临着包括证券法律在内的更多法律规范的限制。例如STO理论上可以实现跨国界和跨资本市场的全天候自由流动，这样的流动性极可能导致国家地区法律制度之间的不协调甚至是直接冲突，也与国家维护金融主权的底线相抵牾。置于监管下的STO不可能完全发挥其底层技术带来的优势，各国只会以维系本国金融主权、资本市场稳定和法律政策协调性为前提，有条件地承认技术进步带来的制度变革。

我国属于对数字货币采取严厉监管措施的国家，名义上已经基本实现ICO平台和比特币等

〔39〕“试水”指在提交发行材料之前或之后向潜在公众投资者口头或书面的征求意见以获取未来证券发行的市场预估，试水可以面向一般公众，这在对公开劝诱行为严格规制的美国证券法中是一种调和。See Bassberry Sims, FAQs About Regulation A+ Securities Offerings, June, 2018.

〔40〕 See SEC, Regulation A, available at <https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/rega>, last visited on July 2, 2019; NYSE, Regulation A+ (REG A+), available at <https://www.nyse.com/regulation-a>, last visited on Jul. 2, 2019.

〔41〕 See Obert Rosenblum, Amy Caiazza, Ben Dickson, Wilson Sonsini Goodrich, Rosati, Regulation A+ Offerings for Token: What is the SEC Waiting For? Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, September, 2018.

〔42〕 规则 501（a）划定合格投资者的范围：501（a）（5）规定，任何自然人的个人净值或与配偶的共同净值超过1000000美元；501（a）（6）规定，任何自然人在最近两年的每一年中，收入超过200000美元，或与配偶共同收入超过300000美元，并且有合理期望在今年达到相同的收入水平。规则 506（b）（2）（ii）规定，非合格投资者是指，购买者在财务和商业事务方面具有评估预期投资的优点和风险的知识 and 经验，或者发行人在进行销售前有合理理由相信购买者符合上述描述。

虚拟交易场所无风险退出。^[43]但事实并非如此,我国还存在 ICO、STO、数字货币交易等业态和行为是不争的事实,监管部门屡屡发布风险提示以及国内仍活跃着经营数字货币交易业务的平台即是明证。^[44]自 2018 年年初以来,大量区块链融资项目通过出海转内销的方式,继续将融资渠道伸向中国境内居民。无差异地向不特定中国居民发布融资项目,违背中国法律法规。这些身居海外的所谓区块链项目发起人,向中国居民募集的社会资金多为比特币或以太坊等主流虚拟货币。项目发起人通过不法活动,将社会资金向境外转移。此类资金不必经过银行账户或第三方支付的形式转账,使得监管机构对违法行为的监管和追踪难度极大。^[45]可以说目前在我国境内活跃的数字货市实质都应该属于广义的证券或金融产品,在数字货币违规风险屡禁不绝、市场基本面变化大概率引发新一轮市场高潮、各国加快监管应对步伐的今日,急需从域外对证券型 Token 的监管实践中总结经验和获得启示。

(二) STO 本土适用的现实困境

就我国的金融治理现实而言,在经历股市异常波动和互联网金融由盛转衰后,第五次全国金融工作会议、党的十九大、中央经济工作会议等党和国家的重大会议中,防范系统性金融风险成为共识。在维护金融稳定、虚拟经济服务于实体经济、守住不发生系统性金融风险的金融治理现实下,一味强调 STO 的金融创新属性可能并非上善之举。在维护金融稳定的管制型金融成为主导的金融治理现实下,小微企业的融资问题和投资者对多元投资渠道的需求客观存在,这一矛盾在经济环境下行、国际竞争激烈、数字货币市场再度活跃等刺激下持续发酵。

观察数字货币市场价格与我国监管政策之间的关系可以发现,当 2017 年七部委《公告》发布后,数字货币市场遭遇重挫,而 2018 年中国银保监会等五部委发布认知更全面、态度更严厉、手段更坚决的《关于防范以“虚拟货币”“区块链”名义进行非法集资的风险提示》后,市场却波澜不惊,数字货币已经对严厉的国内监管政策有了一定的“抗压能力”。如果说带有非制度化、非常规化和非专业化的运动式治理监管政策已经力有不逮,^[46]法律规范则可能在适应力上稍逊。我国《证券法》对证券的定义过于狭窄和僵化,加之五部委《通知》将比特币定义为一种商品,导致民间对其他数字货币的性质认知也倾向于商品(尤其是以 ICO 方式筹集的数字货币)。在法律和监管政策不明朗的情况下,即使数字货币实质上属于证券,也缺乏足够的法律规则支持执法行动。比特币的商品性质在民间认知和执法实践中被扩大到赋予整体数字货币商品性质,继而使 ICO 这种以筹集数字货币,而非资金的融资方式规避了非法集资等违法犯罪行为的构成要素判断。我国《民法总则》规定,“法律对数据、网络虚拟财产的保护有规定的,依照其规定”,对于网络虚拟财产属于物权或债权学界有所争议,但我国虚拟货币的持有者对虚拟货币享有民事权利而不仅仅是法益已经得到公认。^[47]由于比特币被定义为虚拟商品,数字货币的财产属性得到承

[43] 参见林晓丽:《央行:虚拟货币交易场所已基本实现无风险退出》,载 <http://money.people.com.cn/n1/2018/0424/c42877-29944993.html>,最后访问时间:2018年2月25日。

[44] 参见李冰:《火币回应支付宝、微信下架要求:用户间转账为点对点个人行为》,载《证券日报》2018年1月29日,第B1版。

[45] 参见前引[16],邓建鹏文。

[46] 参见冯仕政:《中国国家运动的形成与变异:基于政体的整体性解释》,载《开放时代》2011年第1期。

[47] 参见杨东、陈哲立:《虚拟货币立法:日本经验与对中国的启示》,载《证券市场导报》2018年第2期。

认，但其他规范性文件没有对后续出现的数字货币根据其定义为证券。数字货币的融资、交易行为不能进入证券法律规制框架之中。我国《刑法》在非法经营罪中规定了“非法经营证券、期货业务”的条款，但因数字货币难以被认定为证券而使数字货币的融资、交易行为陷入法律适用的困难。

《证券法修订草案（三审稿）》在证券定义中增加了“存托凭证”一项，但这对解决数字货币等新型资产和非法集资的法律问题无直接帮助。我国证券的定义呈现出零散化特征，证券定义的规范依据模糊、证券定义囊括社会中新型金融标的的解释力不足。定义证券的作用在于为企业提供明确、合法的融资手段，而不是从兜底性全面监管的立场出发加以界定。^{〔48〕}《证券法》定义的证券主要以股票、债券为原型，证券概念偏窄，不利于法律对金融实践进行规制，且《证券法》实施以来，国务院并未根据法律授权认定过“其他证券”的种类。^{〔49〕}数字货币在我国现行法上并不属于证券。邢会强教授在比较豪威测试和里夫斯测试（Ravestest）后，认为这两种经由美国法院不断发展的证券定义方法形成了共识，证券的特征是投资性、横向共同性和风险裸露性，并从资本形成和投资者保护之间的平衡、市场经济的基本要求出发，认为证券概念应有所扩大。^{〔50〕}倘若立法扩大了证券的定义，则规范当前数字货币相关业态就有了正式的法律依据，但短期而言再度修法的可能性不大，且实际也并无必要对 STO 出台专门法律和监管政策，问题化解的关键在于转变对 STO 作为融资手段的基本观念。

（三）STO 的监管范式转变与最佳实践

STO 作为一种融资手段，继受于 ICO 作为融资手段的刻板印象，STO 之所以能够被赋予融资功能，很大程度上归因于融资范围广泛、Token 的可编辑、交易市场的高流动性等因素，而这些特征并非源于 ICO，而是源于 STO 和 ICO 共同的技术底层——区块链和分布式账本技术。如果将 STO 视为传统融资方式借助区块链技术的自身优化，而非一种彻底创新的融资模式，那么这种观念上的转变有可能成为追求安全的法律规范和追求效率的创新业态之间的“黏合剂”。

观念转变带来的黏合效应可以参考我国的法定数字货币研发进程，与对私人数字货币的严厉禁止态度不同，我国对推进法定数字货币的态度十分积极，官方多次就法定数字货币的进展、路径选择、架构设计发声。中国人民银行前行长周小川在十三届全国人大一次会议答记者问时明确表示，人民银行研究数字货币本质上是要追求零售支付系统的方便性、快捷性和低成本，同时也必须考虑安全性和保护隐私。^{〔51〕}中国人民银行副行长范一飞称法定数字货币属于 M0（现金）的范畴，央行将选择“中央银行—商业银行”二元模式向社会发行。^{〔52〕}可见，如果能够正视区块链在支付、清算、结算等金融领域的具体应用，便完全有可能打破谈“链”色变的数字货币监

〔48〕 参见吕成龙：《我国〈证券法〉需要什么样的证券定义》，载《政治与法律》2017年第2期。

〔49〕 参见姚海放：《论证券概念的扩大及对金融监管的意义》，载《政治与法律》2012年第8期。

〔50〕 里夫斯测试要素包括：（1）什么是推动当事人进行交易的合理动机；（2）分销、流通的计划是否属于投机或投资的常见工具；（3）投资者大众的合理期待是否为证券；（4）有无其他另一规范体系存在以降低投资者的损失风险。参见邢会强：《我国〈证券法〉上证券概念的扩大及其边界》，载《中国法学》2019年第1期。

〔51〕 参见人民创投：《央行行长周小川就虚拟货币答记者问》，载 <http://capital.people.com.cn/n1/2018/0309/c417685-29858553.html>，最后访问时间：2019年2月26日。

〔52〕 参见范一飞：《中国法定数字货币的理论依据和架构选择》，载《中国金融》2017年第17期。

管的路径依赖。美国等域外国家证券型 Token 的监管核心内容,也是更关注数字货币的经济实质而非技术细节,表明区块链技术带来的是系统的优化、效率的提升,而并未颠覆最基本的监管逻辑。将区块链技术作为传统融资方式的自我优化,从而间接地将 STO 治理嵌入现行法律政策框架内,既能够维护法律体系的整体协调和稳定,也能够追踪域外政策开放国家的监管动态并为我所用,发挥后发优势。

我国法定数字货币的研发进程甚至具体操作层面都向 STO 的规制提供了可资借鉴的路径。法定数字货币利用区块链技术可控匿名性、安全性、可编程性和公平性等特征,优化法定货币的支付功能和货币政策的有效性。中国人民银行数字货币研究所原所长姚前曾指出,将货币政策前瞻指引(Forward Guidance)利用区块链的可编程性嵌入法定数字货币中,能够有效地化解传统法定货币的难以追踪性、同质单一性和操作当下性。^[53] 央行可以预先设定“时点条件”“流向部门条件”“信贷利率条件”,以及未来调整商业银行对央行的归还利率的“经济状态条件”,从而构建可实现货币政策实时传导、逆周期调控等目标并兼具前瞻指引功能的法定数字货币发行框架,为宏观经济调控提供一种新的工具。^[54] 因此,对于 STO 的规制是否也可以考虑将可编程性嵌入证券发行和流转的过程中以更好地适用科技监管手段。

改变 STO 监管观念后,STO 已经基本成为证券业务监管的范畴,应与概括性的数字货币监管有所区分,坚持央行主要承担宏观审慎监管,将具有类证券性质的微观行为监管转移给证券监管机构。^[55] 微观行为既可能来自于大型综合性金融机构,也可能来自于小型企业甚至个人,利用区块链技术优化资金、资产流转的权利自然也不仅属于货币发行当局和综合性金融机构。因此,我国未来 STO 的规制理念应该是在淡化 STO 融资概念的同时强调区块链技术的应用实效,但对于证券型 Token 在金融机构和非金融机构的实践形式上应有所区别。

1. 金融机构:宏观审慎和微观行为监管并重

金融机构依托资金、技术、用户等方面的优势,在保障内部权益流转的可控性前提下实现资金融通。目前国内金融机构没有明确发行证券型 Token,但将区块链技术运用于权益流转的实践已经出现,而标记权益流转的系统凭证是实质上的证券型 Token。中国工商银行以供应链中核心企业对一级供应商的付款确认书为基础,采用区块链技术在联盟机构平台签发应付债务信用凭据发展数字信用凭据融资业务,产业链上任一供应商可凭债务数字凭据随时向工行申请保理业务,而在数字信用凭据中涉及资金流转的凭证,从技术角度而言属于证券型 Token。

金融机构利用区块链或分布式账本技术改造体系内证券的登记和流转方式,证券型 Token 接受证券监管框架自不待言,而金融机构中证券型 Token 还可能由不属于证券的金融工具演变而来。相较于普通企业和个人,金融机构需要满足更严格的合规要求,但也可能利用合规的形式规避证券监管的要求,对此需要予以重视。2019 年初摩根大通发行了其稳定币——JPM Coin,

[53] 难以追踪性是指央行难以追踪和监控货币投放后的流通过程;同质单一性是指传统法定货币间除了面额没有差异,因此传统货币政策的总量式调控,仅能在宏观层面上调控社会货币“量”与“价”的变化,难以精准定向投放;操作当下性是指传统法定货币的交易支付是实时、当下的,央行对货币的掌控也是实时、当下的,货币决策不一定最优。参见姚前:《法定数字货币对现行货币体制的优化及其发行设计》,载《国际金融研究》2018年第4期。

[54] 参见前引[24],姚前文。

[55] 参见前引[16],邓建鹏文。

JPM Coin 运用的场景主要是大额国际支付、证券即时结算和移动支付。^{〔56〕} 金融机构与法定货币价值锚定的稳定币不具备升值空间，一般不被认为是证券，但类似于摩根大通的大型综合金融机构在证券等权益凭证流转时利用区块链技术，同时遵循现有的法律体系，就可能在综合金融体系中产生了证券型 Token 并起到融资效果。

综合性金融机构利用区块链技术进行内部权益标记时，为进一步降低成本更有可能选择基于 Token 而非银行账户的发行体系，由此可能将单纯的资金、资产标记转变为带有证券属性的 STO，则发生了非证券资产向证券资产的转变。设想如下情况：银行 A（可提供金融产品）发行稳定币 α ， α 主要用于 A 银行体系内机构和高净值个人资金流转的需求。A 银行体系内某机构 B，投入 5000 万美元购买某金融产品（年利率 10%），B 获取等值于 5000 万美元的稳定币，金融产品到期收益的波动、实际支付的数额和方式在稳定币中编程确定。在没有限制条件下，B 可以向银行 A 体系内的 C 用户转让稳定币 α ，C 用户购买稳定币 α 的动机可以是出于对未来收益的乐观预期，也有可能是基于投资门槛等原因不能直接购买银行 A 的金融产品。因此，金融机构发行的稳定币等名义上不属于证券的金融工具，可能通过 Token 的可编程特点或者体系外的合同安排成为证券，这时候稳定币兼具货币和证券的双重属性，须对其同时施加宏观审慎监管和微观行为监管。

2. 非金融机构：股权众筹试点的技术创新

STO 融资出现的深层次原因与众筹相似，都是为化解小额融资需求与高昂的融资成本之间的矛盾。证监会将股权众筹试点作为 2019 年的立法重点，股权众筹与中小企业融资的实践和学术研究成果颇丰，在制度设计和法律合规等方面已有相对成型的方案。如在未来股权众筹的发行中承认利用区块链技术生成代表股权众筹权益凭证的 Token，则发行该 Token 的项目方就已经进行了 STO。

区块链与股权众筹试点结合形成的 STO 对于 ICO 和数字货币乱象能够产生“良币驱逐劣币”的效果，ICO 是监管缺失、炒作盛行的产物，而法律框架内运行的股权众筹是普惠金融与新技术结合的样本，与之相比，无监管和无实际价值依托的非法 ICO 无法再以新技术的利用进行炒作。此外，股权众筹试点一般都设置了融资额度限制，能够将新技术运用可能产生的风险控制可在可接受范围内。再者，STO 不可能单纯以 Token 的形式孤立地立于证券市场之中，还需要相关的配套措施，这些配套措施及其监管应当结合区块链技术自身特点，坚持“技术中立”和“业务实质”原则，包容和适应技术创新，坚守金融安全底线。^{〔57〕}

五、结 论

本文梳理了 ICO 兴起的始末及向 STO 转变的基本脉络。如果说 ICO 是在新技术出现后，融

〔56〕 See J. P. Morgan Creates Digital Coin for Payments, available at <https://www.jpmorgan.com/global/news/digital-coin-payments>, last visited on Jun. 20, 2019.

〔57〕 参见袁康：《区块链技术在证券市场应用的监管研究》，载《证券法苑》2017 年第 5 期。

资需求在短期内寻求出规避监管的非正常金融状态,那么 STO 则是在对数字资产认识深化后,创新回归于理性的表现。既然监管机构和私人部门都认同无价值支撑和监管制约的资金融通极有可能沦为一地鸡毛的监管游戏,那么就无需将数字资产在法律性质上视为全新的事物,而应该注重依托现有证券监管框架维系市场秩序和投资者保护。但基于区块链技术的分布式金融也有其独特性,通过研究国外监管指引文件分析出证券监管机构视野内,判定数字资产是否构成证券时,需要对豪威测试予以修正。最后,鉴于国内防范系统性金融风险的总体任务和投资者教育相对缺失的现实,本文认为 STO 域内规制路径的关键在于观念的转变,将 STO 视为技术创新赋能融资需求的产物。但 STO 可能引发的风险在金融机构和非金融机构中的表现不尽相同,应以宏观审慎和微观行为监管并举的取向看待证券型数字资产在金融机构中的存在方式,以股权众筹的技术选择预留出证券型数字资产在非金融机构中的创新空间。

Abstract: The ICO wave lacking regulatory constraints and value support has receded. The emergence and rise of STO is a concrete manifestation of the return of innovative formats to the basic logic of finance and the pursuit of coordination with existing legal systems. China's regulatory attitude towards the strict prohibition of ICO and digital currency and relatively loose enforcement of laws have made STO "deserved and lost" in China. The regulatory agencies represented by the United States actively seek the criteria for judging the legal nature of digital assets within the current securities legal framework. There is differences between the administrative agencies and the judiciary judge in standards when applying the investment contract analysis framework. The way to obtain profits is the key to determine whether the new digital assets are securities. STO has an endogenous paradox between technological superiority and regulatory compliance. Getting rid of the endogenous paradox needs to conditionally accept institutional changes under the premise of safeguarding national financial sovereignty. The localization of STO must change the stereotype of "financing means" and change the thinking of optimizing traditional technology to innovative technology. The macro-prudential and micro-behavior supervision should be viewed in the way of the existence of securities-type digital assets in financial institutions. The technology choice of equity crowdfunding should reserves the space for innovation in securities-type digital assets in non-financial institutions.

Key Words: securities token offering (STO), digital currency, financial supervision, investment contract, equity crowdfunding

(责任编辑:周 游 赵建蕊)