

强制现金分红规则的实施机制

曹兴权* 王婷婷**

摘要:基于公司章程相对必要记载事项路径的间接强制性以及鼓励和引导的政策意图,是理解与适用《证券法》第 91 条现金分红规则的逻辑起点。应当从私法与公法两个层面发掘相关制度的作用空间。在私法层面,应借助于软法机制与惯例机制去关注现金分红章程条款设计、股东承诺等指引规则的完善问题;在公法层面,应关注如何将现金分红监管理念融入信息披露与公司内部决策机制等其他监管措施,同时考量如何将现金分红监管与行政许可监管脱钩等问题。

关键词:现金分红 公司章程 承诺履行 信息披露 行政监管

一、问题的提出

2019 年 12 月修订的《证券法》增设专章体系性地引入投资者保护制度。其中,第 91 条规定:

* 西南政法大学民商法学院教授。

** 西南政法大学 2018 级民商法专业硕士研究生。

“上市公司应当在章程中明确分配现金股利的具体安排和决策程序,依法保障股东的资产收益权。上市公司当年税后利润,在弥补亏损及提取法定公积金后有盈余的,应当按照公司章程的规定分配现金股利。”该条将证监会强制上市公司分红的监管思路和政策转化为法律规定,意图对上市公司的分红决策自由施加某种强制,以完善上市公司现金分红制度。该条在实施中就面临很多疑问:上市公司不修改章程引入此类条款的,法律后果是什么?进一步而言,在股东大会表决引此条款入章程的议案时,控股股东否决议案的将会面临何种不利后果?比如,直接认定控股股东违反强制性规定中小股东起诉维权或者由证券监管机关直接进行处罚?若允许其他股东要求控股股东赔偿则涉及是否构成一种特殊的表决权滥用?如果构成,又如何确保公司基于有效决议的路径去实现引入相关章程条款的目的?针对公司而言也是如此,可否直接认定上市公司违反强制性规定中小股东起诉要求法院强制公司分配现金或者由证券监管机关直接处罚上市公司?公司章程中存在该类条款而在具体决议时控股股东否定分红议案的,也存在类似的问题。更进一步讲,是否应对回到宣示性规范的角度去理解,是要着眼于在法条之外的鼓励与引导机制的构建而非在于强制公司或者控股股东的决策呢?这些问题也涉及对《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》(以下简称《意见》)所提“鼓励和引导上市公司现金分红”政策的理解适用。因此,有必要结合公司法基本原理与证券市场监管原理,深度解读其中的事理逻辑与政策逻辑,探寻《证券法》第91条的实施机制。

二、《证券法》第91条的文本解读

(一)关于现金分红的间接性强制

从表述看,《证券法》第91条对上市公司直接施加了两项具有强制性色彩的义务:第一,按照规定修改章程的义务。章程中应当包含记载分配现金股利的具体安排和决策程序的条款。第二,严格执行公司现金分红的章程条款,只要符合公司法设置的分红条件,就应当进行现

金分红。根据该规定,上市公司股东直接享有两项权利:第一,可以直接要求公司必须章程以引入分配现金股利的具体安排和决策程序的条款;第二,可以直接要求公司在经营管理中必须执行这些条款并现金分红。

但这并不意味着法律强制可以直接针对上市公司的具体分红决策行为而展开。《证券法》第91条所设的强制并不直接针对公司是否分配、分配多少、选择何种形式分配等事宜,而是针对章程条款的引入以及章程条款的执行两个要素展开。虽然就现金分红引入了强制规则,但这种强制至多是一种间接性强制。上市公司违反该规定所面临的法律后果,特别是民事法律后果显然不能直接等同于直接强制义务违反的情形,作为权利人的公司股东也难以简单适用直接性法定权利规则去维护自己的权益。

(二) 一种新型的公司章程相对必要记载事项

若执行《证券法》第91条,上市公司的章程则必须包含记载有关现金分红的具体安排和决策程序的条款。该条实际上是直接针对公司章程内容所作的强制安排,可以理解为针对公司章程记载事项的法律要求。

关于公司章程内容,有必要记载事项与任意记载事项之区分。所谓必要记载事项,是依据法律规定必须载明或者选择列举的事项;任意记载事项,是法律未予明确要求而由章程制定人任意选择记载的事项。“现代公司法对公司章程的强制性要求已经呈现出一种简化倾向”,以至于很多公司法仅仅要求章程记载一些“最低限度的信息”。〔1〕其实,借助于合同法关于合理成立与生效的二分原理去界定章程绝对必要记载事项可能较为科学。如果股东未就关乎那些公司设立与运行机制的必备要素达成一致并由章程固定下来,或者存在若没有磋商就无法经由公司法的填补而加以确定的情形,那么,我们可以认定,难以根据此文件去组成公司,或者所谓的公司并非公司法意义上的组织体。就此而言,公司章程必要记载事项的范围乃是根据公司运行的客观技术规定性而确定的;并且,该等要素缺乏的法律效果应当首先是章程不成立,然后才是不成立导致没有效力。

按照该等基于技术逻辑的判断标准,有关现行分红安排及决策程

〔1〕 施天涛:《公司法论》,法律出版社2009年版,第122页。

序的条款,绝非客观事理逻辑层面上的上市公司章程绝对必要记载事项。相对而言,将其理解为一种新型的相对必要记载事项较为合理。首先,该类条款并非属于绝对必要记载事项,不涉及章程的成立;上市公司章程缺乏现金分红章程条款的,并不发生章程因不成立而无效的法律效果。其次,该内容至多与相对必要记载事项相关,但与一般逻辑意义上的相对必要记载事项有区别。基于某种逻辑,上市公司章程应当选择记载而不能选择忽略。只不过,如何设置现金分红的比例、如何选择现金分红的时间、如何执行分红决议以支付现金红利等,《证券法》第91条并未设置具体要求,公司章程只须记载涉及现金分红安排及决策程序的内容即可。至于这类条款的具体要素及表达,可以尊重商业惯例的方式来确定,《上市公司章程指引》关于现金分红的条款可直接援引。因此,上市公司章程若引入此类条款,则应将《上市公司章程指引》关于分配比例、分配时间、最有利于中小股东的决策程序、现金红利支付时间等规定列为最低要求。

(三)一点启示

基于以上分析我们可以发现,难以从私法强制性规则以及章程必要记载事项的一般逻辑去解释《证券法》第91条的强制性。进一步讲,逻辑特殊性意味着这种强制性的法律意义可能存在法律场域的区分。在民事逻辑上,此种强制可能是一种宣示性的规定,甚至也必须从宣示性规定的原理中去理解,如同《公司法》第5条、《民法典》第86条关于“应当承担社会责任”的规定。在行政监管的公法逻辑,此种规定或许具有实质的法律意义。^[2]

三、现金分红中公司自治与国家强制的关系

(一)经营事务与组织治理逻辑中的现金分红

股东分红权实质为股利分配请求权,而该权利的对象为公司。公

[2] 当然,这并不排除监管法逻辑的法律效果对民事法律效果产生某种实质性的影响。因为,基于其他机制,如《民法典》第10条的习惯机制,行政监管要求可能是形成习惯或促成习惯形成的某种力量。

司的分红决策及具体方案关乎经营决策,公司有权自主决定。根据公司经营状况、财务状况及后续发展战略,经营管理部门是否提出利润分配方案并且提交董事会审议,董事会是否通过该决议并且提交股东大会审议、股东大会是否通过该决议,都应遵循公司经营自由原则,法律不能够随意强制。因此,基于尊重公司经营决策自由的逻辑,不存在强制公司分红、强制公司现金分红的可能空间。

不过,公司利润分配方面的经营决策自由也不是绝对的。公司是各种利益相关者利益的载体,任何经营决策都可能关乎这些主体利益的制衡。就此而言,也应当从公司治理的角度考量利润分配事宜。现金分红事实上是一种激励机制,有助于降低管理层的代理成本;股东利益的法律保护、股权结构与现金股利政策三者之间存在互动关系,股利政策可能成为控制股东侵占小股东利益的一种途径。因此,无论是为了抑制管理层强势可能对股东利益保护带来的过度风险,还是基于抑制控股股东滥用权利可能对其他股东带来过度风险的目的,充分保护股东获得现金红利的分配权,都有助于改善公司治理。^{〔3〕} 不过,“股利分配是小股东利益法律保护的结果,而不是投资者利益保护的替代品”。^{〔4〕} 因此,需要关注现金分红问题,但更应当关注治本,要尊重公司自治原则,充分利用借助于契约设计和制度创新来增强公司股东对现金分红决策的参与度,同时借助于控股股东的诚信义务与强制股利分配之诉来事后救济。^{〔5〕} 即便是从公司治理的角度理解公司分红与现金分红,也应当坚持自治为原则、强制为例外的私法调整逻辑;即便存在强制调整的空间,也应当是事后救济式的、例外式的。^{〔6〕} 该例外的救济,应针对具体的现金分红行为,而不宜针对条款设置的公司行为以及是否引入该条款是控股股东的特别同意权。如果公司股东会否决引入现金分红条款的公司章程修改议案,也不适宜给中小股东针对此

〔3〕 参见朱芸阳、王保树:《上市公司现金分红制度的自治与强制——以股利代理成本理论为逻辑基础》,载《现代法学》2013年第2期。

〔4〕 同上。

〔5〕 同上。

〔6〕 当然,能否完全适用控股股东诚信义务机制(如股权滥用、表决权滥用机制)来救济,也值得深思。

种情形的特殊救济权。当然,针对公司的具体分红行为,或许可例外赋予中小股东在此情形下的诉讼救济权利。

(二)关于公司分红的司法、监管及法律立场

1. 司法立场

关于是否能够强制公司分红,司法界有明确立场。在河南思维自动化设备有限公司与胡克公司盈余分配纠纷案中,最高人民法院清晰地将公司利润分配完全当作公司经营事务来处理、尊重公司决策自由的观点。“公司是否分配利润以及分配多少利润属公司董事会、股东会决策权范畴”,“在公司董事会、股东会未就公司利润分配方案进行决议之前,公司股东直接向人民法院起诉请求判令公司向股东分配利润缺乏法律依据”。〔7〕在庆阳市太一热力有限公司与李某某公司盈余分配案中,最高人民法院改判了甘肃省高级人民法院强制公司分红的裁决,认为公司分红的内部冲突,“原则上这种冲突的解决属于公司自治范畴,是否进行公司盈余分配及分配多少,应当由股东会作出公司盈余分配的具体方案”。“一般而言,即使股东会或股东大会未形成盈余分配的决议,对希望分配利润股东的利益不会发生根本损害。”当然,“当部分股东变相分配利润、隐瞒或转移公司利润时,则会损害其他股东的实体利益,已非公司自治所能解决,此时若司法不加以适度干预则不能制止权利滥用,亦有违司法正义”。〔8〕显然,此刻应当重点审查是否存在一部分股东滥用权利导致公司不分配利润而损害其他股东利益的情形。

在处理盈余分配纠纷时,最高人民法院的立场已经从经营决策的单一关怀转向到了尊重经营决策自由与公司治理底线审查的二维关怀。单一关怀过于绝对,不符合公司制度运行实际。河南思维案中法院仅仅关注经营决策的立场也为学界所批判。〔9〕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》)坚持了二维立场。“是否分配和如何分配公司利

〔7〕 最高人民法院(2006)民二终第110号。

〔8〕 最高人民法院(2016)民终528号。

〔9〕 参见梁上上:《论股东强制盈余分配请求权——兼评“河南思维自动化设备有限公司与胡克盈余分配纠纷案”》,载《现代法学》2015年第2期。

润,原则上属于商业判断和公司自治的范畴,人民法院一般不应介入。”“公司大股东违反同股同权原则和股东权利不得滥用原则,排挤、压榨小股东,导致公司不分配利润,损害小股东利润分配权的现象时有发生,严重破坏了公司自治。”^[10]《公司法司法解释四》第15条表达了不支持股东抽象利润分配权的立场,但同时设置了“违反法律规定滥用股东权利导致公司不分配利润,给其他股东造成损失”的例外。当然,此种介入思路与法律后果之间的逻辑匹配性本身有待商榷。因为,如果控股股东滥用权利导致公司不能够分红,则应当承担责任的不是公司而实施侵权行为的控股股东;而根据该解释,例外构成的结果将是强制公司分红,将受强制的主体从实际从事违法行为的控股股东转向公司。对于公司治理中国家强制的必要性与正当性的论证与实施路径的选择之间可能存在错配,造成“失之毫厘,谬以千里”。这意味着,针对公司分红甚至现金分红的法律强制策略在实施中可能遭遇障碍,而这种障碍在本质上涉及公司制度中自由与强制之间的矛盾。

2. 监管立场

可能有人认为,新《证券法》颁布实施后将出现大量上市公司修改章程的现象。但事实并非如此。针对上市公司不愿意分红、不愿意现金分红甚至是忽悠式分红导致的中小股东保护不力、公司治理难以提升等问题,证监会在《证券法》第91条被引入之前早就实施有关强制现金分红的监管措施。这些措施包括:

第一,与其他监管措施挂钩,在效果意义上推行强制现金分红监管政策。2001年发布的《上市公司新股发行管理办法》虽然将现金分红与再融资审查监管挂钩,但是仅将未分红作为再融资监管中董事会及主承销商的特别解释事项要求。根据该要求,此种强制采纳了遵守或解释的逻辑,只要能够充分解释,未分红也不会有实质影响。2004年《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》将上市公司最近三年未进行现金利润分配作为公开发行股票审批的否决事由。根据该要求,现金分红成为实质性的强制条件。最新的《上市公司证券发行管理办法》又有显著变化,仅仅将“最近三年以现金方式累计分配的利润

[10] 最高人民法院在《公司法司法解释四》新闻发布会上的权威解读。

不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十”作为评判财务状况良好的必要条件,从直接否决的直接强制转化为经由财务审查的间接强制。有意思的是,证监会能够有权开展监管的场合而上市公司直接提出了现金分红比例强制要求。2006年发布的《上市公司证券发行管理办法》对上市公司现金分红设置了最低比例,“最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之二十”;2008年颁布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》提高了比例,要求“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十”。不过,这些比例强制依然是基于上市公司再融资许可监管措施而存在的。

第二,强化能够约束上市公司分红意愿的各种市场性约束条件。一方面,要求上市公司应当将其利润分配办法载明于公司章程。2004年的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》、2008年的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》均有该规定。另一方面,强化市场透明度。2004年的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》就要求,董事会未作出现金利润分配预案的应特别披露原因,并且独立董事应当对此发表独立意见;年报准则要求,上市公司必须披露利润分配预案;对报告期内盈利但未提出现金利润分配预案的公司,应详细说明公司未分配利润的用途和使用计划的理由。

第三,降低现金分红的监管要求。比如,2008年就允许上市公司中期财务会计报告不经审计即可实施半年度现金分红。在实施这些监管措施时,证监会并没有忽略公司经营逻辑以及公司自治的理念。具体而言:其一,这些监管措施并非针对所有上市公司。上述第一种具有明显强制性色彩的,但仅仅针对那些需要获得证监会监管许可的公司;而修改公司章程引入现金分红条款、强化信息披露的监管要求,因缺乏法律后果规则而事实上无法强制所有公司。其二,这些监管措施并非直接针对具体分红行为本身。分红要求被作为其他监管措施的一个要件而存在;即使要求要引入章程、披露不分红决策的理由,也不是直接针对分红的具体行为。其三,即使是强制要求上市公司修改章程、引入现金分红内部约束规则,也在表决机制上遵从公司资本民主的逻辑,遵从公司自治与股东自治。被认为是强制要求上市公司章程引入现金分

红内容的文件,是2008年《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》。该决定相关内容的表述为:“《上市公司章程指引(2006年修订)》第一百五十五条增加一款,作为第二款:‘注释:公司应当在章程中明确现金分红政策,利润分配政策应保持连续性和稳定性。’”《上市公司章程指引》的内容并非属于强制性要求,也未对章程修改的决策作特别要求。2012年的《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》虽然要求进一步完善董事会、股东大会对公司利润分配事项的决策程序和机制,但依然坚持公司决策分红事宜的内部决策逻辑。

3.《证券法》第91条与《公司法》第74条的隐喻

如前所述,《证券法》第91条对现金分红采取的强制具有明显的间接性,并且依赖于一种特殊的公司章程相对必要记载事项机制来实现。此种规定表达了公司经营与公司治理并进的二元思维。该条事实是将证券市场中长期推行的监管措施的成文化,延续了强化中小股东保护的治理逻辑。但是,立法者在成文化过程中对治理逻辑的处理立场并非强化而是弱化。一方面,没有应强化投资者保护的治理要求而引入章程修改的特别表决机制,没有赋予中小股东在修改章程引入此类条款时的特殊影响权利。另一方面,在《证券法》中看不出任何将其其他强制监管措施与分红监管措施进行关联或者挂钩的表达。同时,期望通过公司引入公司章程的方式去保障股东现金收益权的安排,已经清晰地表达出立法者处理公司经营逻辑与公司治理逻辑冲突的政策立场,即将尊重公司经营自由作为最基础的考虑,于迫不得已的场合中才在尊重公司自由之外基于治理逻辑去保护中小股东的收益权,才有了基于“应当”的强制性。从直接强制转向间接强制之后,章程安排与章程“应当”安排之间,自由与强制之间的困惑依然突出,由此带来的实施难题是不言自明的。

其实,《公司法》第74条的隐喻立场可能更加突出。根据该条,连续五年满足分配条件而不向股东分配利润的,异议股东仅有权要求公司以公平价格回购股权,此种对利润分配的强制介入相对弱化。尊重公司经营自由、例外地强调组织治理,即使例外地引入某种强制性也不一定针对分红行为,是该条表达出的基本立场。强制介入情形的例外性、强制介入路径的多元性,是在有限公司股东股利分配权保护制

度设计中处理公司经营逻辑与公司治理逻辑矛盾的基本思路。若坚持行体系解释的原则进行解释,股份公司股东难以享有公司不分配利润时的公平退出权保护,股份公司股东分配权保护的强制性则应更微弱。

四、控股股东现金分红意愿的诱导

(一) 公司现金分红中自由与强制的连接点: 股东意愿

关于股东股利分配权保护中立法者所持有有限公司与股份公司相区分的立场,因为《证券法》第91条的特殊考虑而有所改变。不过,证券立法的特殊政策立场能够在多大程度上实质性地改变股利分配上自由与强制的矛盾、公司经营逻辑与公司治理逻辑的矛盾呢?答案是有变化,但这种变化仅是表面而非实质性的。

首先,公司治理逻辑本身应遵循公司自治的原理展开。而尊重股东自治、公司自治是公司内部治理制度展开的底层逻辑,强制当然是例外。其次,公司经营决策与监督机制本身涉及公司治理,而确保公司经营效率也是公司治理制度的一个核心目的。在公司自治的层面,公司经营逻辑和公司治理逻辑高度统一。最后,通过强制公司分配股利特别是现金股利的手段而实现保护中小股东的治理目标,最终需要在公司经营与决策体制中落实。即使是为了改善公司治理而在公司内部权利配置上所做的某种强制安排,如果涉及经营事项,也应尊重公司经营决策的内在逻辑。公司股利分配,正属于此类事项。

因此,无论从公司经营逻辑还是从公司治理逻辑,均须尊重公司内部决策机制。股利分配涉及董事会与股东大会两个层面的决策。在股权分布较为集中、存在控股股东的情形,两个层面的决策事实上均受到控股股东的控制。若控股股东缺乏分红的意愿,受其控制的董事将不会推动甚至阻止董事会提出分红议案、分配比例较高的议案、现金分配议案,股东大会也会否决董事提出的分配议案。只要不存在明显违反章程、违反法律法规的其他情形,则很难适用抽象的诚信义务规则在利润分配事宜上对董事施加法律意义上的责难;只要不存在《公司

法司法解释四》第15条所言滥用股权的行为,也很难仅仅就股东大会针对分红议案的否决性表决行为控股股东施加法律上的责难。在分红事宜上对控股股东的刚性约束,应当涉及股东协议、控股股东单方承诺或者公司章程的具体规定。不能够强迫公司分红,也不能够强迫股东支持公司分红的决策,但可以构建直接约束股东意愿表达的正式约束机制,这恰好是《证券法》第91条的制度设计的出发点。因此,即使强制要求上市引入有关现金股利的政策与决策机制,也没有根本性地改变分红事宜上自由与强制之间关系的基础结构。

除非法律或者章程另有排除性安排,股东表决权是针对公司决策的所有事项;除非章程或者法律有特别安排,自主决定是否参加表决、如何表决,是表决权自由的当然内容。无论是强制要求股东表决通过关于利润分配的章程条款,还是强制要求股东通过利润分配方案,都缺乏正当性和可操作性。因此,对于涉及股东大会表决的所有制度安排,均应考虑尊重股东意愿、引导股东产生意愿的逻辑。也就是说,在公司内部约束的构建上,需要聚焦于考虑如何激发股东引入该机制意愿的问题;在分红议案的具体形成与决策上,需要聚焦于如何激发股东支持意愿的问题。有关强制措施,如果不能围绕这些股东意愿激发与诱导而展开,则难以实施。这正是《意见》所提要鼓励和引导上市公司现金分红政策的基本初衷。

当然,鼓励和引导的措施除在形式上针对公司外,还应当实质性地针对控股股东。如何将激励和引导措施指向的分红意愿,从形式上针对公司完成到实质上针对公司控股股东的转化,是完善股票市场基础制度、推进资本要素市场化配置不能够忽略的问题。

(二) 股东意愿诱导的私法机制

如果股东大会否决关于引入分红政策及其决策机制条款的章程修正案或者公司分红议案,则很难直接适用表决权滥用机制去追究控股股东的法律义务。因此,就股东支持公司分红的意愿而言,私法强制性规范很难发挥作用。出路在于,可重点考虑如何有效利用公司法上的任意性规范或者其他私法机制诸如股东承诺机制。

1. 股东承诺

在我国资本市场中,上市公司及其控股股东或实际控制人等相关

主体因重组、并购、股改、禁售等事项作出具有市场利好性质的公开承诺可谓比比皆是。^{〔11〕} 控股股东承诺支持分红特别是现金分红是保护中小股东的常见措施。此种承诺,应当属于单方法律行为,自控股股东向中小股东作出支持分红的意思表示即生效。

为确保明晰性,控股股东在分红事项上的特别承诺应当包括3个方面:第一,支持公司按照《证券法》第91条的规定修改章程;第二,支持公司按照公司章程的规定形成分红议案;第三,对该分红议案表达支持意见。在上市公司基于监管机关的要求完成章程修订事宜后,支持公司形成议案以及议案表决时表达支持意见的承诺则是关键环节。实践中,很多上市公司以公司公告的形式发布了此类承诺。

鉴于控股股东就公司分红事宜作出的特别承诺将构成中小股东进行投资决策的前提,违反该承诺给投资者造成损失的,控股股东应依据《证券法》第84条承担赔偿责任。投资者的损失,应当包括应当获得的相应分红及维权费用。

对于控股股东在分红事项上的承诺,还应当涉及其他相关问题:第一,公司分红承诺不能替代控股股东承诺。现实中,很多公司以签署诚信公约或者其他方式承诺向股东分红。公司此类承诺的履行,有待控股股东的支持;但公司承诺不等于控股股东承诺。第二,违反承诺民事责任宜按违约责任处理。即使有承诺,控股股东不支持分红议案的,也难以认定构成表决权滥用;违约的构成不以控股股东的主观过错为前提的安排,有利于中小股东有效维权。第三,控股股东不得以董事会未提出分红议案或董事会所提分红议案不符合承诺或章程规定为理由进行抗辩。虽然分红议案通常由董事会提出,但控股股东可以通过控股股东大会控制董事会。即使控股股东控制的董事会席位不足,也有义务通过合法手段影响公司其他董事以促成提出符合要求的议案。

2. 公司章程示范性条款

就规则的完备性而言,利润分配政策及决策程序应当包括以下内容:第一,利润分配的基本原则,诸如应充分重视对投资者的合理投资

〔11〕 参见陈洁:《上市公司及相关主体违反公开承诺的民事责任分析——以虚假陈述型违反承诺为中心》,载《法律适用》2013年第10期。

回报,兼顾考虑运营和长期发展方面资金需求、利润分配政策的连续性和稳定性;第二,利润分配的前提条件,诸如当期盈利且合并报表累计未分配利润为正数;第三,利润分配的形式及顺位安排,诸如现金股利、实物股利、股份股利、回购等现金分红优先的顺序安排;第四,现金股利、实物股利、股份股利的条件,特别是以限制非现金股利为目的而设置的特别条件;第五,现金分红的比例安排或者差异化安排策略;第六,非现金股利的特别信息披露机制;第七,股利政策调整的特别决策机制;第八,公司内部的股利分配决策机制,特别是非现金股利的特别程序,诸如独立董事意见、监事会意见、中小股东的沟通;第九,股利的支付;第十,股东违规占用公司资金情况时现金股利的扣减规则。

实践中,上市公司章程对利润分配政策及决策程序的表述差异较大。大多数公司的章程规定较为细致,但也有很多公司的规定过于简略。从私法原理看,关于公司利润分配的规定大多数属于任意性规范。基于公司有权自主决定分配形式、分配比例等逻辑,如果《公司法》或者《证券法》无详细规定,公司有权自主设置相关内容;如果存在规定,这些规定因公司章程的特别规定而被排除适用。因此,鼓励公司分红特别是现金分红政策意图的实现,有赖于公司章程或者法律的详细规定。公司有能力和有意愿起草这些详细规定时,强制或者鼓励现金分红的监管意图能够得到有效落实;如果公司有意愿但是无能力时,由《公司法》或者《证券法》提供详细规则就相当必要了。在公司无意愿的场合,《公司法》或者《证券法》的详细规则事实上具有评价及约束、督促的效果。

或许,抛弃宜粗不宜细的立法理念,显著增加《公司法》或者《证券法》的条文而对公司分红事宜作出详细界定,应成为未来立法的选择。^[12]当然,在公司立法或者证券立法理念保持不变的情况下,也可以考虑正式引入软法机制来丰富有关利润分配任意性规则的供给。最

[12] 学界对公司立法中的软父爱主义理论有很多讨论。参见潘林:《论公司法任意性规范中的软家长主义——以股东压制问题为例》,载《法制与社会发展》2017年第1期;吴飞飞:《论中国公司法的供给侧结构性改革——兼论中国公司法的“服务型”转向》,载《北方法学》2020年第2期;季奎明:《中国式公司内部监督机制的重构》,载《西南民族大学学报》(人文社会科学版)2020年第4期。

新版《上市公司章程指引》在第 155 条提出公司章程应单列股利分配政策条款;在第 152 条对公司现金分红有一些明确指引。该条指引涉及现金分红优先原则、分红决策机制、分红政策调整的条件及程序、利润分配政策的构成要素。这些规定能够很好地指引公司处理利润分配事宜。如果能够对所有利润分配形式的适用条件、非现金股利的特别决策程序及信息披露要求作出具体规定,指引效果可能会更好。因此,建议在适当时机修订《上市公司章程指引》的相关内容。同时,最好以在《公司法》《证券法》等法律中直接明确《上市公司章程指引》的地位,以彰显软法机制在正式制度供给中的积极效应。若不作此种处理,《上市公司章程指引》发挥私法作用的通道也是存在的。可以借助《民法典》第 10 条的习惯法源机制,将其转化为公司治理的习惯,让《上市公司章程指引》事实上具有较强的约束效力。

五、上市公司分红行为的监管激励

公司分红决策属于公司行为,《证券法》第 91 条强制分红规则的落地尚须构建针对公司行为的强制约束和激励机制。公司不作出引入现金分配政策及决策程序条款的章程修正案,或者不提出现金分配议案或者股东会否决议案时,中小股东能否要求公司承担民事责任呢?如前所述,几乎不可能。本部分要讨论的是《证券法》第 91 条是否对证券监管机关的行政行为产生影响、法治化改革对现金分红监管措施的影响,以及如何利用这些影响来推进该条的实施。

(一) 一种特殊的行政处罚授权

上市公司必须履行遵守《证券法》第 91 条关于修改公司章程引入分配现金股利的具体安排和决策程序条款的义务以及严格遵守和执行这些条款的义务。公司治理是证券监管的主要内容,证券监管机关是否可以依据该条而对未遵守这些义务的上市公司直接采取强制性的监管措施甚至处罚呢?

依据《证券法》第 168 条的规定,国务院证券监督管理机构依法对证券市场实行监督管理;依据第 169 条的规定,证券监督管理机构有权

针对证券的发行、上市、交易、登记、存管、结算等行为,依法制定有关证券市场监督管理的规章、规则,并且采取审批、核准、注册,办理备案等监管措施,有权依法对证券发行人、证券公司、证券服务机构、证券交易场所、证券登记结算机构的证券业务活动,进行监督管理,有权依法对证券违法行为进行查处。问题在于:第一,上市公司履行第91条两个义务的行为是否属于与发行、上市、交易、登记、存管、结算等证券市场行为有关的行为。第二,上市公司违反第91条两个义务的行为,是否属于证券违法行为;如果是,则证券监督管理机关可能有权依据第91条对上市公司进行处罚。从证监会强力推行现金分红政策的监管政策演进历史看,第91条事实上是既有监管政策的成文化,延续了证监会就现金分红事务进行强力监管的逻辑。因此,从文本表达以及制度背景看,似乎并不排除证监会直接依据第91条而处罚上市公司的可能;并且,由《证券法》在第91条设置行政处罚事由也不违背创制行政处罚的法治原则。在《证券法》未引入该条前,证监会不能对违反相关监管措施的上市公司进行处罚;而基于第91条的规定,证监会在此种情形下行使处罚权的障碍似已消失。不过,行政处罚的设置必须坚守谦抑性原则。因此,《证券法》在法律责任部分创设的各种处罚均以详细方式列出了违反特定条款所定义义务的特定违法行为。由于未被明文列入法律责任部分,证监会不得仅仅以违反第91条时的两个义务为理由而处罚上市公司。

在监管层面,第91条事实上成为要么遵守要么解释的规则。也就是说,上市公司应当积极遵守,但也可以充分表达理由后不予遵守。证券监管机关对上市公司遵守第91条的执法方向,转到了信息披露的监管要求。在《证券法》修订前,为第91条所创设的上市公司两个义务虽然存在,但层级较低,尚不能完全成为违法信息披露方面进行处罚的法定事由。但是该障碍在修法后完全消失。证监会可以在完善既有信息披露规则的基础上,基于信息披露监管创设新的行政处罚情形。

公司在对待第91条所设义务时,必须经由系列决策。证监会也可从公司内部组织治理监管的角度去督促上市公司执行强制现金分红监管政策。如果在董事会未及时提出相应的公司章程修正案、未能够提出符合规定的分配议案或者提出的分配方案不符合章程规定,上市

公司没有引入必要程序以确保中小股东、独立董事、监事会表达意见时,证监会可在法律规定的框架内针对这些违反监管要求的违法行为实施行政执法甚至处罚。

(二)对市场许可挂钩机制的修正

在《证券法》此次修订之前,借助在公司新股发行、公司再融资等环节的审批或者核准等行政许可机制,证监会已经卓有成效地实施了现金分红强制监管政策。市场化、法治化一直是证券市场监管的主线。该主线在本次《证券法》修改中得到了充分体现,集中表现在证券发行条件的优化及注册制的引入;此外,证券监管机关的很多监管制度有相应体现,比如上市收购制度。但有疑问的是,《证券法》修订后,此前借助证券发行机制的强制分红监管措施能继续下去吗?

国务院办公厅《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》(国办发〔2020〕5号)要求,要进一步完善上海证券交易所科创板、深圳证券交易所创业板的注册制度试点制度,落实好公司债券公开发行注册制要求,完善证券公开发行注册程序。上市公司执行《证券法》第91条的情况应当是注册问询中的一个必备事项。不过,在证券交易所执行问询的注册模式中,现金分红监管政策的执行可能并非基于强制机制,而是发行人与交易所之间的契约。问题在于,证监会可否继续坚持之前的监管措施,或者修订发行监管制度而将对《证券法》第91条的执行情况、公司现金分红情况作为发行的条件?从《证券法》第169条的条文看,似乎不存在障碍。但从监管改革发展趋势看,继续坚持将强制现金分红与许可挂钩的监管策略可能有失市场化改革初衷,应当对第169条关于“依法制定有关证券市场监督管理的规章、规则,并依法进行审批、核准、注册,办理备案”以及第13条关于“(五)经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件”等规定作限缩解释。

从有效推进现金分红的政策意图看,与许可脱钩的改革可能导致监管“空白”。不过,不必对这一问题过于担心。一方面,这种空白是否合理,本身就值得反思。《意见》关于引导的表达以及市场化改革的战略意图应当得到贯彻。另一方面,由证券交易所基于契约机制推行的自律管理,以及基于信息披露及公司内部决策治理的监管措施能够有效地填补这一所谓“空白”。

结 语

落脚于现金分红来保护投资者具有目的正当性。股利在公司控制权方面具有双重作用,“可以作为一项约束机制,使管理层能够追求价值的最大化”,也“可以成为替代若干内部监督机制的若干公司治理机制”。同时,股利政策在股权相对分散的情况下“还可以构成一项重要的信号机制”,“股利消减被市场解读为关于公司当前境况及其前景的强有力信号”。^[13] 不过,目的正当性并不意味着可以强制推行某种特定监管措施,因为市场的客观理性往往决定着市场监管措施的形与神。某种制度的市场效率价值也并不意味着采取强制措施推进该制度在法律上是正当的。《证券法》第91条所表达的强制现金分红政策,在实施中必须有效协调公司经营决策逻辑(经营自由)与公司治理逻辑(中小股东倾斜保护)之间的关系、公司运行事理逻辑与市场监管政策逻辑之间的关系、公法措施与私法措施之间的关系、公司章程修改与分红决策中公司责任与控股股东责任之间的关系。分红或者现金分红与否的实践,涉及尊重公司决策自由与公司治理中保护投资者的特殊安排。无论是基于尊重公司决策自由的逻辑还是基于尊重公司治理自治的逻辑,都难以得到针对分红行为构建直接强制机制的结论。

虽然《证券法》第91条将证券监管机关一直推行的强制分红监管政策转化为法律规定,但也应当关注法律对现金分红监管政策的独特表述以及这种表述对制度实施带来的影响。该条的意义在于,通过引入一种类似于公司章程必要记载事项的机制,来构建针对上市公司分红的间接强制机制。为此,必须从该特殊角度来理解对上市公司监管的影响。直接强制本身就难以影响针对上市公司的私法约束机制与公法约束机制,更不必说间接强制了。正因如此,《意见》从“推进资本要素市场化配置”的高度强调要建立针对上市公司现金分红的“鼓励和

[13] [葡]路易斯·科雷拉·达·席尔瓦、[卢森堡]马克·格尔根、[比]吕克·伦内布格:《股利政策与公司治理》,罗培新译,北京大学出版社2008年版,第204~205页。

引导”机制的政策意图。鼓励与引导,是上市公司现金分红监管政策及制度应当贯穿的基本理念,也是实施《证券法》第91条所言现金分红间接强制规则的指导思想。鉴于存在单一的占支配地位的控股股东,是中国上市公司的普遍现象,需要从控股股东或者实际控制人、上市公司两个层面去考虑现金分红的鼓励机制与具体行为指引机制。于前者,需要考虑对股东意愿的激励和指引;于后者,除应当考虑借助《上市公司章程指引》的软法机制来优化章程的现金分红条款外,还可以考虑借助针对信息披露及公司内部决策机制的强制监管机制及董事责任机制来构建间接性强制机制。在市场化改革的背景下,则需要变革之前将现金分红与行政许可挂钩的监管策略,抑制直接针对章程条款缺失及分红决议违反章程条款的行为而处罚上市公司的冲动。应当借助证券交易所与发行人之间的合约机制以强化证券交易所在现金分红监管方面的功能,借助证券行业协会、上市公司协会以及其他行业协会的契约机制与内化机制来强化行业组织的自律监管功能,以此来替代证券监管机关的行政监管。这也是优化监管、落实《证券法》第91条的重要方向。

(编辑:姜沅伯)