

## 公司法资本制度与证券市场: 制度变迁、法律移植与中国实践

刘燕\* 楼建波\*\*

**摘要:**证券市场的兴起影响了公司融资方式,也给公司法管制资本的传统做法提出了众多挑战。英、美、德、法等国公司法不同的应对方式也塑造了当下公司资本制度的多种样态。其中,资本市场最发达的美国见证了法定资本制的式微以及证券市场监管的崛起,后者在一定程度上替代了资本制度的功能,给上市公司的公众股东以及债券投资者提供了更有效的保护。本文以出资管制与资本市场之间的互动为重点,从功能主义的进路概括了公司资本管制的内在逻辑与制度要素,分析了对我国公司法资本制度与证券监管并存的“双轨制”特征,在此基础上对此次公司法资本制度改革以及对证券市场的潜在影响做了初步探讨。

**关键词:**资本制度 公司法 证券监管 替代性

以1975年美国加州公司法修改以及1979年

---

\* 北京大学法学院教授,博士生导师。

\*\* 北京大学法学院副教授,博士生导师。

美国示范商业公司法改革为起点,公司法资本制度改革在过去的四十年间成为一种全球化现象。各国顺应信息时代的竞争需要,对传统的、过度监管的法定资本制〔1〕进行了不同环节、不同程度的修正。我国的改革也不示弱,2014年1月1日起生效的《公司法》实行注册资本认缴登记制,取消对一般性公司的最低资本额、股东出资期限、首次出资比例或现金出资比例等方面的限制,工商管理机关在公司设立时不再登记“实收资本”,也不再要求验资。

股份公司是证券市场中最重要融资主体,资本制度通常也被视为资本市场的基础,因此公司法资本制度改革对于证券市场的影响成为一个值得关注的问题。2005年《公司法》放松资本管制曾被众口一词地誉为“利好资本市场”;〔2〕此次修订取消了股份公司500万元的最低注册资本要求,也进一步消除了小型科技创业企业的股份化进而公开发行上市的法律障碍。然而,整体上看,此次公司资本制度改革遭遇到公司法学界的强烈批评而非赞誉,学者质疑改革过于激进、冒失,对债权人利益以及市场经济秩序都将带来严重冲击。〔3〕考虑到公司法与证券法之间的联动,特别是当前IPO以及上市公司重大资产重组程序改革的主基调都是放松管制,先行一步的公司法改革引发的学界反弹尤其值得深思。它对我国资本市场以及正在修订中的《证券法》究竟意味着什么?认缴即设立的公司对证券发行、交易、登记、信息披露

---

〔1〕“法定资本制”或“legal capital”在不同语境下有不同的含义。我国学者多将“法定资本制”作为大陆法系资本三原则中专门针对资本形成过程的管制,与“授权资本制”、“折中资本制”相对应。但在域外,“legal capital”或“法定资本制”一词泛指公司法对资本的形成、维持、清算分配等各环节的管制,几乎等同于“公司法资本制度”一词,英美法系、大陆法系国家皆同。我国已有学者洞察此一差异,例见傅穹:“法定资本制:诠释、问题、检讨——从公司不同参与人的利益冲突与衡量观察”,载《南京大学法律评论》2004年第1期。本文也是在这一最宽泛的意义上使用“法定资本”概念,泛指公司法中与资本管制相关的规则,覆盖出资、分配、回购、减资、清算分配等所有方面。

〔2〕邱永红:“《公司法》修改对资本市场的积极影响”,载中国民商法律网,<http://www.civillaw.com.cn/Article/default.asp?id=23553>。

〔3〕例见甘培忠:“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(总第109期)。

等监管实践将会产生什么样的影响?〔4〕更进一步,我国资本市场法制,特别是上市公司监管借鉴美国经验甚众,而美国《修订示范商事公司法》——它俨然成为各国公司法资本制度的发展方向〔5〕——的突出特征是在公司法中彻底消除了“资本”概念及其法定资本规则,转而用董事信义义务或破产法下的清偿能力标准来调整传统上由法定资本制约的公司行为。那么,一个失去了“资本”概念的资合公司法如何成为资本市场的基础?

上述问题无法在法律文本中觅得答案,也难以从国内已有的学理研究获得启示,不论是“法定资本制 vs 授权资本制”还是“核准制 vs 注册制”的比较,都充斥着太多顾名思义的解读或者对域外实践的浪漫想象。〔6〕在十年前欧美学者关于欧盟公司资本制度改革方向的大讨论中,Richard Booth 教授指出,“(美国)法定资本制需要从历史角度解读,它展现的是美国公司法演进的轨迹”。〔7〕这一评论也适用于公司法资本制度与证券市场的关系。追溯历史,证券市场并非仅仅受制于公司法资本制度,它同时也是推动后者演进的最大动力。事实上,面向大众的证券市场的出现给公司法管制资本的传统做法提出了众多挑战,各国不同的应对方式也塑造了当下公司法资本制度的多种样态。其中,资本市场最发达的美国见证了法定资本制的式微以及证券市场监管的崛起,后者在一定程度上替代了资本制度的功能,给上市公司的公众股东以及债券投资者提供了更有效的保护。正因为如此,1980 年美国《修订示范公司法》彻底废除法定资本制,几乎没有在证券市场中激起一丝波澜。当然,我们并不能直接从美国经验推知中国问题的答

〔4〕 参见程合红在 2014 年 5 月 11 日中国商法学研究会、最高人民法院、中国政法大学公司法研究中心联合举办的《公司法》司法适用高端论坛上的发言,载 <http://www.askmylawyer.cn/news/show.php?itemid=1254>。

〔5〕 例见 John Armour, *Legal Capital: An Outdated Concept?* *European Business Organization Law Review* 7:5-27 (2006); 邓峰:“资本约束制度的进化和机制设计——以中美公司法的比较为核心”,载《中国法学》2009 年第 1 期。

〔6〕 对相关研究的批评,参见傅穹:《重思公司资本制原理》,法律出版社 2004 年版;沈朝晖:“流行的误解:注册制与核准制辨析”,载《证券市场导报》2011 年 9 月号。

〔7〕 Richard A. Booth, *Capital Requirements in United States Corporation Law*, University of Maryland Legal Study Research Paper No. 2005-64, available at [http://digitalcommons.law.umaryland.edu/fac\\_pubs/13/](http://digitalcommons.law.umaryland.edu/fac_pubs/13/).

案,因为初始的法律移植就是分裂式的——证券监管学习美国,公司资本制度则效法德国——再加上传统体制残留的影响,导致我国公司法资本制度与证券市场的关系独具特色,表现为“资本制度 vs 证券监管”的双轨制。尽管如此,历史仍然是一面镜子。从宽泛的制度演进的视角来观察公司法资本管制与资本市场、证券监管之间的一般关系,可以为理解我国公司资本制度改革争议及其对资本市场可能产生的影响提供一个背景性框架。

公司资本制度涉及股东对公司的出资以及公司对股东的分配(或回报)两个方面,我国此番改革主要集中于公司设立与股东出资环节。股东出资与公司融资——股份公司在证券市场中的主要活动方式——正好是一个硬币的两面。基于此,本文的历史观察尽管覆盖整个资本制度,但以出资管制与资本市场之间的互动为重点。下面分为五个部分:第一部分从功能主义的进路〔8〕对公司资本管制的内在逻辑与制度要素进行概括,并指出传统规制方式的内在局限。第二部分描述了证券市场的兴起在影响了公司融资方式的同时,如何对传统公司法出资管制方式提出挑战。第三部分介绍英、美、德、法等国公司法应对对资本市场挑战的不同做法。第四部分以“替代性路径为题”,描述了美国证券监管的兴起以及对公司资本制度功能的替代。在上述历史背景下,第五部分对我国公司法资本制度与证券监管并存的“双轨制”特征进行了高度概括,并针对此次公司法修改对证券市场的潜在影响做了初步探讨。最后是一个简要的总结。

## 一、公司法资本制度的逻辑结构与要素

资合公司的逻辑与现实起点,就是股东出资设立公司,并将对出资财产的所有权转换为对公司本身的份额所有权,它进而决定了股东们

---

〔8〕 功能主义通常被是英美法系国家立法的思路,即在进行法律制度设计时注重功能性、实用性、效益性,不受法律概念或教义的刻板拘束。这也是公司法的比较法研究的基本进路,以免陷入不同法系的概念之争。参见〔美〕莱纳·克拉克曼等:《公司法剖析:比较与功能的视角》(第2版),罗培新译,法律出版社2012年版,前言。

参与公司决策与分享收益的权限。公司法中最古老的概念就是描述股东出资设立并拥有公司这种财产性关系的一组概念——资本(出资)、股、股份等,<sup>[9]</sup>它们诞生于17世纪初的西欧特许公司与合股公司时代,并作为公司资本制度的基本要素塑造了法定资本制的原始形态。19世纪中期开始的准则主义公司法基于有限责任的外部性而更强调对债权人利益的保护,但总体上说,公司资本制度作为调整股东与公司之间基于投资而产生的财产进出交易的一套法律规则,<sup>[10]</sup>除了保护债权人利益外,也在平衡着股东间利益,特别是防范公司大小股东之间、内部人股东与外部股东之间潜在的利益冲突。

### (一) 股东出资关系的描述:公司资本制度的基本构成要素

法律上将“公司”视为区别于股东的独立人格,这种独立性依附于股东的出资所形成的公司资本。出资代表了公司与股东之间最初的财产交换:股东将特定财产交付公司,而公司签发或者确认一定数量的股份给股东,作为其出资的对价及股东身份的证明。这个过程除了法律性质的确权外,还涉及两个价值计量:一是股东投入的财产的价值;二是公司签发的一定数量的股份的价值。二者应相等,否则便难以称之为“对价”。引入“对价”的观念,是为了在不同股东之间实现公平对待,称为“股东平等原则”。<sup>[11]</sup>更进一步,当日后有限责任规则出现时,为了保护债权人利益而进行资本公示,则要求股东投入财产的价值不得少于公司签发的股份的价值,也即“股份不得折价发行”规则。<sup>[12]</sup>

由此,公司法需要关注或者解决两方面的问题:其一,股东投入财

---

[9] 对这些概念形成过程的一个简要描述,参见[英]罗纳德·拉尔夫·费尔摩里:《现代公司法之历史渊源》,虞政平译,法律出版社2007年版,第6~10页。

[10] 张开平:“公司资本制度与董事责任”,2009年于清华大学法学院的讲演。另参见Bayless Manning & James J. Hanks Jr., *Legal Capital* (3<sup>th</sup> ed.), Foundation Press, 1997, p. 30. 该书中译本参见后向东译,张开平校:“法律资本制度”,载王保树主编《商事法论集》(第12卷),法律出版社2007年版。

[11] 在美国,1866年出版的权威公司法著作就已经论述股东平等原则,参见[美]阿道夫·A. 伯利、加德纳·C. 米恩斯:《现代公司与私有财产》,甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译,商务印书馆2007年版,第153页。

[12] 英国1892年的一个判例(Oregum Gold Mining Company of India Limited v. Raper [1892] AC 125 H. L.) 对此功能做了清晰的解释,参见何美欢:《公众公司及其股权证券》(上册),北京大学出版社1999年版,第50页。

产的价值,它构成了公司法管制出资形式的主要内容,涉及各种非现金出资形式是否合法,如何估值,等等。其二,公司向股东签发的股份之价值,它是股东的出资转换为股东对公司的所有权份额的关键步骤。公司法通过引入“股份面值”(par value)使股份具有了均等的构成单位,这样便于计算在既定的股东出资金额下,公司应签发多少数目的股份;同时也便于股东转让股份。换言之,股东应获得的股份(数量)等于“股东出资(金额)除以股份面值”;相应地,公司整体的资本(金额)就等于“股份总数×股份面值”。借助公司资产负债表的结构来观察,上述两条法律管制路径实际上涉及股东与公司资产负债表的两边之间的互动关系,以图例表示如下(图1):

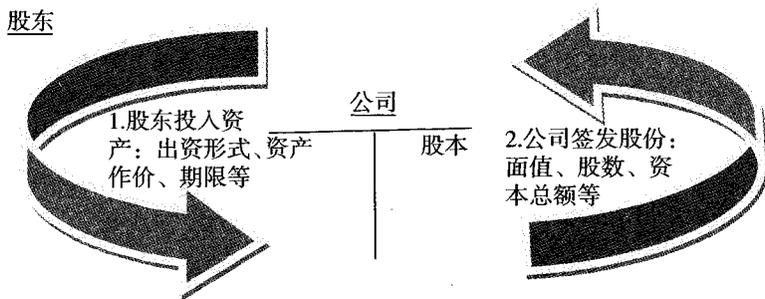


图1 股东出资设立公司环节的法律规制路径

图1也揭示了“资本”与“股份”两个概念之间既相关但又彼此独立的关系。公司的资产负债表中记载的是“资本”(capital)或“股本”(share capital, stock capital)而非“股份”(share),因为资产负债表是以货币为计量单位来表达金额,而“股份”作为股东权益的划分单位<sup>[13]</sup>是一个数目或者更确切地说是一种比例关系。“资本”与“股份”实际上是从不同的角度描述股东对公司的出资关系,体现了不同的制度功能:“资本”(额)代表了股东以出资方式投入公司经营且非经法律程序不得撤回的财产金额,它对于债权人很重要。相反,“股份”作为数量单位或者比例关系,对股东至关重要,但与债权人无涉。资合公司的理

[13] 我国学者一般表述为“股份是公司资本的构成单位”,参见赵旭东主编:《公司法》(第2版),高等教育出版社2006年版,第241页。

念是资本多数决,因此,股东的分红权、投票权仅仅取决于其所掌握的“股份”而非“资本”,股东拥有的股份的确切数额(100股还是1万股)甚至价值金额(1万元或者100万元)并不重要,重要的是其在公司全部股份中所占比例。将“资本”这个金额尺度与“股份”这个数量或比例概念连接起来的桥梁就是“股份面值”,三者的关系体现为如下公式:“股东出资(资本或股本)=股份面值×股份(数量)”。<sup>[14]</sup>

## (二) 债权人利益保护:公司资本制度重心的转移

当19世纪中期的准则主义公司法普遍承认股东的有限责任后,对债权人利益的保护就成为公司资本制度发展的最重要的推动力。1824年美国 Wood v. Drummer 一案成为法定资本制历史上的标志性案例,<sup>[15]</sup> Story 法官在该案判决中提出的“公司资本是为债权人利益而设立的‘信托基金’”的主张(即 trust fund theory)不仅对美国的法定资本概念产生深远影响,某种程度上也代表了此后各国准则主义公司法的基本立场。资本对于债权人的价值并非指“资本”本身被用于偿还公司债务,也不是指“资本”被提交给债权人作为法律意义上的担保品,而是指公司能够用它来吸收经营亏损、应对商业风险,从而避免累及债权人的债权。正是在这个意义上,英文中把“资本”保护债权人利益的功能称为“缓冲垫”(cushion)。<sup>[16]</sup> 维持“资本”这个缓冲垫也就成为公司法管制资本以保障债权人利益的主要方式,它附和并强化了原本基于维护股东平等原则而对股东出资环节的管制,并进一步发展出限制公司对股东进行分配或返还财产的一系列规则。由此,公司法资本制度正式成型:

在股东出资设立公司环节,基本的法律原则是“资本真实而确定”,即股东必须用现金或者可估值的财产缴纳股本,公司不得折价发行股份,免费股票或者掺水股都是不合法的。为便利债权人评价

[14] 上述逻辑在我国法律上的体现,参见《股份有限公司规范意见》第12条:“公司注册资本应为在工商行政管理机关登记的实收股本总额。股本总额为公司股票面值与股份总数的乘积。”

[15] Wood v. Dummer, 30 F. Cas. 435 (No. 17, 944) (C. C. D. Me. 1824).

[16] William W. Bratton, *Cases and Materials on Corporate Finance*, 6<sup>th</sup> ed. NY: Foundation Press, 2008, p. 383.

公司信用,公司法强制公司设立之时公示股东的出资,形成了“注册资本”以及“资本公示”的理念。当然,债权人最期待的是“资本充足或足够”,但法律上殊难确定何谓“资本充足”,因为实践中的公司多种多样,法律所设定的整齐划一的“最低资本额”并不具有经济上的合理性。

在公司开始经营之后,基本的法律原则是“资本维持”,即公司只能从利润中对股东进行分配,分配不得削弱法定资本。资本维持原则管制的行为最初仅指公司向股东分派股息红利的行为,后来又进一步扩展到股东抽回出资、减资、公司回购或赎回股份甚至公司通过关联交易向股东输送利益等。从这个意义上说,“分配”一词几乎涵盖了公司以各种方式向股东返还财产的交易,因为它们都破坏了股东所承诺的、同时也为债权人所信赖的“资本为股东投入公司永续经营且若非清算不得撤回”的理念。

然而,当各国法定资本制的意趣从维系股东间平等转向保护债权人利益后,“资本”(金额)而非“股份”(比例关系)成为法律管制的重点,传统的法定资本制也被称为“以面值和声明资本为中心的一套管制技术”<sup>[17]</sup>。在出资环节,法律关注的是股东出资如何作价并形成公司“资本额”的过程;在分配环节,“资本额”成为约束公司分配行为的底线,也是“资本维持原则”的标杆。但是,以公平正义为核心的法律思维擅长的是逻辑推理,对于价值或金额计算问题并不在行。特别是,随着19世纪后期面向大众的证券市场的兴起以及股份公司融资方式的复杂化,传统的管制方式捉襟见肘,非但不能实现保护债权人的目的,更对公司的融资与财务运作造成了不必要的束缚。从某种意义上说,当公司法资本制度的规制重心从“股份”转向“资本”,从调整法律关系转向侧重于价值金额的判断,就已经埋下了未来变革的伏笔,也预示了证券监管的崛起。

---

[17] Bayless Manning & James J. Hanks Jr., *Legal Capital* (3<sup>th</sup> ed.), Foundation Press, 1997, p. 179.

## 二、现代证券市场的兴起对传统资本管制方式的挑战

自17世纪的西欧特许公司与合股公司开始,股份公司的融资就与面向公众的证券市场天然地联系在一起。当然,工业革命之前各国普遍存在的资本匮乏,故早期证券市场的参与者人数极少;1720年前后的英国南海泡沫事件、法国密西西比泡沫事件等进一步导致相关国家叫停了证券市场的运作。进入19世纪中期,随着工业革命的进程与准则主义公司法的出台,投资热潮再起,面向大众的证券市场也逐渐发展起来。<sup>[18]</sup>这种有组织的资本市场不仅便利了公司融资,而且也为公司并购、资本结构调整以及债务重组等交易提供了一个良好的平台。

从公司法的角度看,“公司融资”与“股东出资”是硬币的两面,自然受制于法定资本制在出资环节的约束,其核心规则是“不得折价发行股份”。“折价”的判断标准是股份的面值,因此不得折价发行规则又称为“面值规则”。若公司收到的股东出资财产的账面价值低于公司所发行的股票面值,则构成了“掺水股”(watered share),我国公司法称为“虚假出资”与“虚报注册资本”。掺水股意味着公司资产及股本被人为地扩充膨胀,可能招致民事甚至刑事责任。从本质上说,掺水股现象是公司法实践中永远面对的问题——不论公司大小或是否涉及公开融资——但大众参与的证券市场的出现给掺水股提供了巨大的激励,同时也将传统资本管制应对掺水股的局限更为清晰地呈现出来。在19世纪与20世纪之交,掺水股成为各国公司法领域争议最激烈、最受关注的议题之一,<sup>[19]</sup>它贯穿于资本化、IPO、再融资、资本结构调整等

---

[18] [美]P. 金德尔伯格:《西欧金融史》,徐子健、何建雄、朱忠译,虞关涛校,中国金融出版社1991年版,第268~290页;Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti, Jr., *A History of Corporate Finance*, Cambridge University Press, 1997, pp. 89-209.

[19] “掺水股问题在美国19世纪后半期最受关注的公司法问题中可排在头两名,至少是前三名,催生了几百个案例以及数以千计的法律论文。”参见Morton J. Horwitz, *The Transformation of American Law 1870-1960: The Crisis of Legal Orthodoxy*, at 93 (1992)。

一系列交易中,并最终导致了不同国家的公司法资本制度趋向分化。与此同时,融资工具创新也在股东—债权人利益冲突之外,制造出不同类别股东之间的冲突,凸显了传统公司法资本制度在维护股东平等原则方面的不足。

### (一) 资本化过程中的掺水股争议

在公司财务实践中,“资本化”(capitalization)一词通常有三种含义:一是指估值过程,即以特定资产的未来收益为基础,对该资产进行估值;二是指公司的资本结构,即股本与长期债务的构成比例;三是指一种会计处理程序,将某项支出确认为资产而非当期费用。<sup>[20]</sup> 本文的“资本化”指的是第一种含义,即将某个能创造收益的资产进行估值,它通常发生在将特定营利性资产转手,特别是将资产作价出资、投入新的公司的过程中。简单的资本化可以表现为单项非现金资产出资,如专利持有人将专利出资并设立公司;复杂的资本化则体现为将一个完整的企业或其部分营业作价出资,德国法称为“实物承受”,我国实务中称为“净资产出资”。此外,创业企业吸收新一轮投资人,非上市企业变更为公司并在股票市场上进行首次公开上市(IPO)等,都涉及对企业整体的估值以及证券发行的资本化过程。

资本化过程的掺水股争议最集中地爆发于美国 19 世纪末 20 世纪初的第一次并购浪潮中。<sup>[21]</sup> 当时,摩根等银行家发起设立的巨型现代股份公司并购了众多私人企业,并向原企业主发行了大量的股票和债券作为对价,其面值远远高于注入公司的企业净资产的账面价值。以美国钢铁公司的成立为例,投入新公司的各钢铁厂有形资产之账面价值为 6.8 亿美元,共发行了 3 亿美元的债券和 11 亿美元的股票(其中部分股票支付给安排交易的摩根等银行家作为发起人报酬),差额高达 7.2 亿美元。之前司法实践中形成的判断模式是将公司价值界定为“公司所拥有的有形资产的成本价”,以此作为股东的出资并折合为股

---

[20] Richard T. McDermott, *Legal Aspects of Corporate Finance*, 3<sup>rd</sup>. ed., Lexis Publishing, 2000, p. 88.

[21] 它也成为德国、法国、日本等大陆法系国家公司法现物出资规制的核心问题,参见[日]志村治美:《现物出资研究》,于敏译,王保树审校,法律出版社 2001 年版,第 5~14 页。

份；而美国钢铁公司有形资产的价值仅能对应于公司债券及部分普通股的发行金额，剩下数亿元的普通股发行并无财产支持，因此构成了“掺水股”或者“过度资本化”(over-capitalization)。公司发起人辩称，普通股的收益来自于公司未来的盈利而非变卖公司资产的价值，因此，对普通股可以依据公司预期未来收益的一定倍数来确定发行数量。<sup>[22]</sup>今天来看，这种对企业整体资产的估值方法类似于收益现值法，而银行家们收到的股票则相当于是将自己对公司的服务报酬请求权折抵为出资，属于债权出资；但当时的主流观念尚不能接受这一切，由此引发了长达十余年的关于掺水股的激烈争议。<sup>[23]</sup>这种争议的强烈程度可以用美国钢铁公司交易中的一个小插曲来说明：当时美国钢铁大王卡内基将其属下的钢铁厂作价4.8亿美元并入美国钢铁公司，成为这场交易的最大获益者，但他却拒绝接受美国钢铁公司股票作为对价，要求用公司债券支付，因为前者是掺水股！<sup>[24]</sup>

当然，资本化过程的掺水股争议也不能完全归咎于公司法对非现金资产作价观念的落后，当时的经济学家也尚未对估值问题达成共识。更重要的是，资本化过程与证券市场之间的密切联系使人们对这种估值方法的滥用更加警觉。在19世纪末之前，很少有公众持有一般制造业公司的普通股，因此，资本化过程不过是企业创始人或者管理层对自有企业的公司化改制，自身从企业主转变为公司股东而已，公司股份并未易手，也就没有发行掺水股的动力，因为多发的股份不过是稀释了自己持有的每股股份的价值。但19世纪末的公司并购潮正逢大众开始参与证券市场投资，发起人或者企业创始人可以将新公司的普通股大量倾泻到证券市场而迅速变现，巨额财富落袋为安。这就使企业主将自有企业出售给新设立的公司时尽可能提高报价，而发起人或者银行家则迎合企业主的要求，且其服务报酬也通过新公司的股票来体现，故

---

[22] Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti, Jr., *A History of Corporate Finance*, Cambridge University Press, 1997, p. 156.

[23] 对此一过程的生动描述，参见 Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy: How Finance Triumphed Over Industry*, San Francisco: Berrett - Koehler Publishers, Inc., 2007, pp. 57 - 89。

[24] [美]罗恩·彻诺：《摩根全传》，金立群校译，重庆出版社2010年版，第70~74页。

双方都有强烈的动机发行掺水股。由此导致实践中掺水股现象的普遍化,股票上市后价格一泻千里,对公众股东伤害很大。不仅如此,具有流动性的股票还可以被视为现金等价物,作为进一步收购其他公司、寻求垄断地位的工具。实践中一些公司仅将资本化过程创造出的部分股份抛售到市场中,剩余的股份则秘而不宣,造成公司股权结构的不透明。<sup>[25]</sup> 因此,掺水股问题并未被视为是一个单纯的估值技术问题,而是一个涉及估值、股东平等、收购与反垄断等诸多因素且没有完美解决方案的复杂问题,“最终的救济还得来自法庭和立法机关”。<sup>[26]</sup>

## (二) 持续经营过程中的资本管制冲突

在持续经营期间,股份公司需要面对出资与分配两方面的管制,前者针对公司的再融资行为,后者针对公司的利润分配、回购或赎回股份等行为。问题在于,“股份面值”或“股本”作为法定监管指标都是固定不变的,但公司财务状况以及证券市场价格却是千变万化的,机械地恪守面值规则或者资本维持原则给公司的一些正常的再融资或资本运作制造了法律障碍。

面值规则与再融资的冲突通常发生在陷入财务困境的公司身上。此时,公司的股价可能远远低于面值,为募集新资金所增发的股份只能低于面值发行甚至以“发行债券+送股”的方式进行,此时便可能遭遇掺水股的法律风险。英国 1892 年 *Oregum Gold Mining Company of India Limited v. Raper* 案、美国 1891 年的 *Handley v. Stutz* 案皆为此类。在前一个案例中,公司股份(包括普通股、优先股)的面值均为 1 英镑,但普通股市价仅为面值的 1/10 左右。公司参照普通股的折价水平发行了一批优先股以筹集经营资金。四年后,原告购买了 10 股普通股并提起派生诉讼,指控公司之前折价发行优先股构成了掺水股。法官虽然同情公司,但也不得不宣布其发行优先股的行为违法,要求优先股持有人补缴股款。<sup>[27]</sup> 在后一个案例中,更富有创新精神的美国最高法院则确立不得折价发行原则的一种例外,适用于公司财务困

---

[25] Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy: How Finance Triumphed Over Industry*, San Francisco: Berrett - Koehler Publishers, Inc., 2007, p. 74.

[26] Ripley, *Trusts, Pools, And Corporations*, Boston: Ginn; 1905, pp. 121 - 148.

[27] [1892] AC 125 H. L.

境下的再融资。<sup>[28]</sup>

资本维持原则的机械适用造成的束缚,最典型地体现在股份回购上。公司可能基于多种目的而需要回购股份。例如,在公司股价非正常下跌时回购股份以提高股东回报、实施股权激励计划、配合管理层收购或公司并购等。这些回购交易的目的通常并非是为了减资或损害债权人利益;若坚持回购必须履行减资程序则可能错过股份回购的最佳时机,人为增加了公司的负担甚至导致相关交易的挫败。

有时,一个行业的独特融资模式也可能触发掺水股的风险,铁路业就是如此。铁路业属于资金密集型行业,高度依赖公众资金。由于信息不对称,19世纪中后期英美铁路建设的融资主要依赖向大众发行债券。风险大的普通股仅在人口稠密、经济较发达的铁路中心地区能够被接受;一旦开发边远地区的铁路,分散的投资者就不愿意购买股票而仅接受铁路债券。<sup>[29]</sup> 实践中,绝大部分的铁路债券是抵押债券,它通常采取在铁路资产上设定留置权的形式。少量的无担保债券也大多是可转换债券,债权人要求取得股票期权作为对放弃担保的补偿,期待从未来铁路的繁荣中分得一勺羹。与投资者的这种预期相适应,同时,为了降低债务利息,铁路公司在发行普通债券时附送红股或认股权证。铁路公司的发起人则通常取得公司的大部分普通股,以保留对公司的控制权。这种以债务融资作为主要资金来源的模式也导致铁路公司杠杆过高,在激烈的市场竞争中很容易倒闭。一旦破产,受到损害的普通债权人则以掺水股作为法律武器来追究公司股东以及接受了红股的债券持有人的责任。19世纪末的出版物清楚地反映了当时的主流观点对铁路融资模式的谴责:“铁路公司发起人几乎完全是用发债募集的资金来修铁路,而把股票留着给自己作为未来取得利润的来源……股票经常是为推销债券而免费送出。最终结果是,发起人拥有了铁路线——但他们几乎一个子都没掏或者花费甚少——铁路线又抵押给了债权人,所担保的债务价值远远高于铁路线的价值……这就是1850年

---

[28] 139 U. S. 417, 11 S. Ct. 530 (1891).

[29] Arthur Stone Dewing, *The Financial Policy of Corporations*, 4<sup>th</sup> ed., New York: The Ronald Press Company, 1941, p. 69.

之后铁路建设的常规。”<sup>[30]</sup>与之相反,在美国国会的工业委员会 1899 年围绕着掺水股问题举行的听证会上,铁路公司的律师以及发起人都极力申辩不存在掺水股,它只是铁路行业特有的融资模式。他们特别指出,如果没有随铁路债券而附送的红股,欧洲投资者就不可能购买美国铁路债券,因而就不会有美国铁路的大发展。<sup>[31]</sup>同样的辩护逻辑,也被应用到其他一些被指控发行掺水股的工业公司身上:如果没有资本化过程的特殊折股方式,众多的小企业根本就不可能参与合并,从而也不会出现美国的第一次并购浪潮和大型股份公司的诞生,美国工业的现代化也就难以实现。

### (三) 融资工具创新与资本结构复杂化的隐忧

如果说,资本化、IPO 与再融资过程的掺水股争议显示的是公司法传统管制方式的僵化带来的桎梏,融资工具创新与资本结构复杂化则暴露出法定资本制的不足。伴随着证券市场的发展,超级表决权股、无表决权股、低面值股、无面值股、优先股、认股权证等不断涌现,对债权人的利益以及传统的股东平等原则都产生了强烈的冲击,但却并没有违反传统法定资本制下的任何具体规则,对此法律管制也只能是鞭长莫及。

多种市场因素催生了这一局面:

一是 19 世纪末铁路公司破产潮中诞生的公司重整安排对公司资本结构的调整。银行家与律师重新设计了铁路企业的资本结构,将原有固定负债转换为收入债券、优先股等可变型债务,设置优先级一劣后级的资本结构,消减债务利息或延长还款期限等,以便债务人在破产接管结束后可以重归正常的财务状态。下面这起发生在 1890 年的重整是一个典型的例子:债券持有人每 1000 元旧债券被置换为利率为 4% 的 500 美元债券,外加股息率为 5% 的 500 美元优先股;原来的普通股股东及优先股股东则放弃原来的股票,若其缴纳一定量的现金,则可以按比例相应获得 50 美元利率为 4% 的债券以及数量不等的重整后公

---

[30] Jonathan Barron Baskin & Paul J. Miranti, Jr., *A History of Corporate Finance*, Cambridge University Press, 1997, pp. 147 - 151.

[31] Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy: How Finance Triumphed Over Industry*, San Francisco: Berrett - Koehler Publishers, Inc., 2007, pp. 57 - 89.

司的普通股。<sup>[32]</sup> 19世纪末铁路重组中的资本结构调整达到如此复杂的程度,以至于20世纪80年代的杠杆收购中的多层优先一次级债务安排在公司财务学者眼中不过是在向一百年前的先辈致敬。<sup>[33]</sup>

二是公司管理层为规避资本管制而进行股份拆细或消减面值,制造出低面值股、微面值股或空白面额股票,消除股东对新股的优先认购权。<sup>[34]</sup> 更进一步,1912年纽约州公司法承认无面值股后,董事会可以从发行无面值股票所收到的对价中任意指定一部分作为公司的“资本”,由此美国公司的法定资本也被称为“声明资本”(stated capital)。<sup>[35]</sup> 股份要素与内容的重构对债权人与股东都影响甚大:对股东而言,传统的按出资比例拥有公司的股东平等观念已然瓦解;对债权人而言,低面值股的流行导致公司资本账户金额微乎其微,建立在“法定资本”之上资本维持原则名存实亡。这种微资本的状态延续至今,其中不乏赫赫有名的大公司。图2显示了美国脸书公司(Facebook)的所有者权益结构,其中第一栏“普通股(即股本)”的金额部分是空白,因为Facebook的股票面值仅为0.000006美元,它已经发行在外的股票高达25.47亿股,但股本仅为区区1.5万美元。在以“百万美元”为报告单位的资产负债表上,股本指标无法呈现出来,结果就像是一个没有“资本”的公司。<sup>[36]</sup>

[32] [美]小戴维·A. 斯基尔:《债务的世界——美国破产法史》,中国法制出版社2010年版,第69页。

[33] [美]路易斯·洛温斯坦:《公司财务的理性与非理性》,张蓓译,上海远东出版社1999年版,第3页。

[34] [美]阿道夫·A. 伯利、加德纳·C. 米恩斯:《现代公司与私有财产》,甘华鸣、罗锐初、蔡如海译,商务印书馆2007年版,第139~215页。

[35] 参见《特拉华州公司法》第154节;另参见 Arthur Stone Dewing, *The Financial Policy of Corporations*, 4<sup>th</sup> ed., New York: The Ronald Press Company, 1941, pp. 81-82.

[36] Facebook 2013年年报,来源:<http://www.sec.gov>。

股东权益

普通股,面值\$0.000006;其中A类普通股已授权股份50亿股;截至2014年3月31日、2013年12月31日,分别发行并流通在外19.91亿股、19.7亿股;B类普通股已授权股份41.41亿股,截至2014年3月31日、2013年12月31日,分别发行并流通在外5.73亿股、5.77亿股。

额外缴付的资本	12,921	12,297
累积的其他综合性收入	15	14
保留盈余	3801	3159
股东权益合计	16,737	15,470
负债及股东权益合计	\$19,028	\$17,895

图2 Facebook公司2013年12月31日的“所有者权益”(单位:百万美元)

三是公用事业领域多层控股公司的出现,用“少量有表决权的普通股+大量的债券和优先股”搭建起多层次的“金字塔式”控股架构,实现了少数个人或银行家对电力、天然气等公用事业经营公司的垄断。控制者持有顶层控股公司中的普通股,然后发行债券或优先股募集资金用于建立次级控股公司,并持有其中的普通股;然后以次级控股公司的名义再发行债券或优先股,用于建立进一步的控股公司或收购公用事业经营公司。依托于这种金字塔架构,并借助于无表决权股票、表决权委托、分类董事、兼任董事制、契约关系等手段,控制者仅用少量资金就实现了对多层次的庞大的公用事业王国的控制。一个最极端的例子是美国标准天然气及电力公司,该公司集团拥有的全部资产高达12亿美元,但却被顶层控股公司中价值2.31亿美元的普通股所控制。从公司财务的角度看,这种控股公司架构主要依赖债务型证券(包括优先股)来控制下层控股公司以及经营最终的公用事业,杠杆率极高,财务风险很大。在1929年后的危机与萧条中,大量公用事业控股公司陷入破产境地。<sup>[37]</sup>

著名公司法学者阿道夫·伯利教授在20世纪20年代对层出不穷的新融资工具进行了详细的考察,认为公司型企业的各种参与者之间财

[37] [美] 乔尔·塞里格曼:《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程》(修订版),田风辉译,经济科学出版社2004年版,第128~130页。

务关系 (financial relationships) 已经成了公司法问题的焦点。<sup>[38]</sup> 其中, 公众股东逐渐丧失财产所有者的地位、转化为消极的投资人并遭到发起人、控制股东或公司管理层盘剥, 这一发现也成为伯利教授最终提出现代公司中“所有权与经营权分离”命题基础。

#### (四) 小结

面向大众的证券市场的兴起以及融资工具多元化展示了传统的法定资本制所未曾预料的复杂场景: 公司从简单设立到并购设立, 股东从现金出资到营业资产出资。股票市场交易的常态化, 意味着在公司章程最初设定的股份面值、公司账簿记录的股份净值之外, 还有一套新的市场估值与作价方法; 同时, 永续存在的公司与流动性股票的结合也将股东从“公司成员”变成了公司生命中的“过客”。此外, 传统法定资本制的基础是有限责任的外部性引发的“股东—债权人”冲突, 而现代股份公司中所有权与经营权的分离又增加了“发起人—公众股东”、“管理层—股东”、“控制股东—中小股东”之间的冲突类型。

相对于日新月异的证券市场实践, 公司法的传统管制方式简单而笨拙: 第一, 以历史成本或账面价值来对非现金资产出资进行作价监管缺乏“面向未来”的视角。第二, 依赖股份面值来实现股东平等或保护债权人不是幻觉就是作茧自缚。第三, 微资本时代的资本维持原则某种意义上变成了一个笑话。有时, 资本管制显得多余——如在金额庞大、结构复杂的资本化交易或融资交易面前, 传统法定资本制所预设的为保护债权人利益之最低资本额几乎可以忽略不计; 更多的时候, 资本管制暴露出的是不足——不同规模的公司或不同资本结构的公司, 其面临的债权人保护或股东平等问题都各不相同, 殊非整齐划一的传统管制模式可以解决。可以说, 公司法资本制度的重心与规制方式都面临转型。

### 三、公司法资本制度的回应与分化

由于各国历史传统、产业结构以及融资模式的差异, 证券市场的发

---

[38] Adolf A. Berle Jr., *Studies in the Law of Corporation Finance*, Chicago: Callaghan and Company, 1928, p. 64.

展态势及其影响并不相同。现实中,掺水股问题或者股东平等原则受到的冲击在各国的严重程度参差不齐,相应地,公司法资本制度应对证券市场挑战的方式也大相径庭。

### (一) 英国模式:信息披露 + 例外规则

英国是股份公司以及证券市场的主要发源地,早在17~18世纪就经历了公司滥设与证券投机的狂潮。1720年的《泡沫法案》中断了股份公司融资达一个世纪之久。工业革命之后,面对重开股份公司与证券市场的压力,立法者总结了此前南海公司投机泡沫及其合股公司实践的流弊,将公司失败的原因分为三类:(1)公司的商业基础不牢靠,即公司拟从事的营业不具有可行性;(2)公司内部架构不完善且疏于管理;(3)公司自始具有欺诈性目的。立法者认为,第二、三种原因可以通过股东会、强制审计、信息披露等制度来应对;但第一种原因属于商业风险,非法律所能防止,与其设置政府机构对公司发起人的商业计划进行详细审查,不如要求发起人尽早披露商业计划以便警示潜在的股票投资人。<sup>[39]</sup> 基于上述考量,1844年英国出台了被誉为现代公司法之鼻祖的——《合股公司注册、组建及监管法案》,采用信息披露、特别是资本公示的思路来遏制公司设立过程中的欺诈与利益冲突行为。它也标志着股份公司从传统的特许设立转向准则主义设立。

在非现金出资以及资本化的规制方面,1855年皇家英国银行案暴露出发起人非现金出资的弊端,英国随即修改公司法,强化了非现金出资的信息公示。当股东以非现金形式认缴出资时,公司不仅需要在章程中记录存在非现金出资,还必须与相关股东必须签订详细的出资协议,说明非现金出资的具体内容,该认缴协议以及公司对此种出资情况的报告必须一并交公司登记处供公众查询。<sup>[40]</sup> 一旦非现金出资协议已经公示,法院通常并不再对公司出资是否充分,或者公司股份发行的公允性进行实质判断,除非出资合同明白显示出出资财产低于股份面值或者出资财产过于不确定。

为了克服“不得折价发行规则”给公司在证券市场融资造成的障

---

[39] Ronald Ralph Formoy, *The Historical Foundations of Modern Company Law*, London: Sweet & Maxwell Ltd., 1923, pp. 61 - 63.

[40] *Ibid.*, at 80 and 103 - 105.

碍,英国最终在1948年公司法中确立了该规则对持续经营公司的适用例外,并设定了一系列的前提条件,包括:(1)发行前公司已经经营1年以上;(2)股份属于已发行类别股;(3)发行需征得现有股东和法院的同意,该同意书只在很短时间内有效,并需载明所准予的最大折扣率;(4)发行折扣需在招股说明书上披露,等等。<sup>[41]</sup>不过,对于公司来说,更方便的做法是对大面值股份进行分割,成为低面值、甚至微面值股,或者引入美国式的无面值股,从而一劳永逸地消除面值规则的束缚。实践中,英国《1867年有限责任法案》允许公司对股票进行分割,从而便利了小面值股的流行;但对无面值股的立场经历了长期的辩论仍未有定论,人们担心无面值股票被滥用可能引发更大的危害。<sup>[42]</sup>

作为最近一轮资本制度改革的结果,英国《2006年公司法案》仍然没有承认无面值股,但放松了资本维持原则对股份回购以及资助第三人收购公司股份的限制,以满足公司在证券市场中的交易需求。

## (二) 欧陆模式:第三方验证机制 + 面值约束下的变通

德国在1870~1873年间经历了一段繁荣的“发起人时代”,随后便因股份公司大量破产清算引发了经济秩序动荡,由此对于发起人主导的实物出资以及资本化过程持高度怀疑态度。1884年的公司法修订引入了第三方验证机制,并强化发起人责任,这一规制模式一直持续至今。<sup>[43]</sup>第三方验证机制是指由独立的第三方(通常由会计师担任)对公司设立及股东出资过程、特别是非现金资产的作价折股情况进行审查,以克服股东出资内在的关联交易属性可能引发的掺水股风险。审查人需要审验股东出资以及发起人就公司设立过程提出的书面报告,并向公司董事会以及法院各提交一份审查报告,后者可供公众查阅。只有当审查报告表明实物出资或实物承受的价值非为不显著地低于对此应给予

---

[41] 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50~54页。

[42] [英]艾利斯·费伦:《公司金融法律原理》,罗培新译,北京大学出版社2012年版,第87~91页。

[43] [日]志村治美:《现物出资研究》,于敏译,王保树审校,法律出版社2001年版,第22~46页。

的股票的最高发行价时,法院才能给予公司设立登记。<sup>[44]</sup>此外,区分股份公司与有限责任公司的不同融资模式,德国《股份法》对股份公司的设立与融资施加了更多限制,对资本化过程、后续设立等都建立了相应的管制措施。<sup>[45]</sup>

针对财务困难企业受制于“不得折价发行”规则而难以融资的现实问题,德国实践中发展起一些变通的做法,尽可能在不直接冲击面值规则的前提下满足企业融资需求。例如,先通过减资程序冲销亏损或赤字,令公司净资产回复到面值以上,然后再发行新股融资。或者,当老股东自愿提供额外资金时,将其类同于优先股<sup>[46]</sup>处理,以激励老股东对公司再施援手。<sup>[47]</sup>

德国的第三方验证机制也为其他欧洲大陆国家以及日本、韩国、我国台湾地区所借鉴,并被《欧盟公司法第2号指令》所吸收。此外,法国1893年的公司法修订还创设了一种特殊的管制措施,即限制发起人自己因实物出资取得的股份在一定期限(如两年)内转让,以降低发起人发行掺水股的动力。<sup>[48]</sup>类似的对发起人的要求如今可见于《欧盟公司法第二号指令》。该指令针对资本化过程的主要形式——公司并购设立下的实物出资或净资产出资——设置了事后的规制措施,要求实物出资的股东(公司)对被投资企业的债务在两年内承担担保责任,并提取与其出资额相等的公积金储备,三年内不得分配。<sup>[49]</sup>

### (三)美国模式:公司法资本管制的式微

美国从英国继承了特许公司的规制方式,独立后由各州议会通过授予公司特许状而对公司资本结构与出资方式进行严格的监管。<sup>[50]</sup> 证券

[44] 德国《股份法》第27条、第32~38条。

[45] 德国《股份法》第27条(区分实物出资与实物承受)、第52条(后续设立)。

[46] 根据《商法典》第272条,这些额外缴付的资金计入资本公积金而非优先股。但公司对其提供一个优先股息权利,所以事实上构成了一种优先股。

[47] [德]格茨·怀克、克里斯蒂娜·温德比西勒:《德国公司法》,殷盛译,法律出版社2010年版,第621页、第641~642页。

[48] [日]志村治美:《现物出资研究》,于敏译,王保树审校,法律出版社2001年版,第57~58页。

[49] 参见《欧盟公司法指令第二号》第10条。

[50] [美]阿道夫·A.伯利、加德纳·C.米恩斯:《现代公司与私有财产》,甘华鸣、罗锐初、蔡如海译,商务印书馆2007年版,第142~144页。

交易则从纽约曼哈顿南端的梧桐树下开始起步并逐渐扩大。尽管起步比西欧诸国晚得多,但美国并未经历西欧国家在 18 世纪至 19 世纪 20 年代间叫停合股公司与证券交易的一段历史,结果进入 19 世纪的准则主义公司法时期后,美国公司法的制度与观念似乎反而比西欧诸国超前了半个世纪,不论是各州对有限责任制度的采纳,还是 1824 年 Wood v. Dummer 案确立的资本维持理念(表述为“信托基金”理论),皆为例证。<sup>[51]</sup> 因此,当西欧诸国在 19~20 世纪之交忙于加强立法、填补传统法定资本制的漏洞时,美国公司法已经打算结束持续一个世纪的资本管制,开始走向放松管制,直至最终放弃资本管制。

针对实物出资,特别是资本化过程中的掺水股争议,美国法院最初采取的立场是董事会应按真实价值对财产进行估价,即真实价值规则(true value rule)。<sup>[52]</sup> 当原、被告两造对“真实价值”的分歧无法调解时,这意味着由法院自己来为股东因购买股票而交付的财产进行估价,并根据法官的估价来记账。经过司法实践中的反复尝试,大多数法院得出这样的结论:财产的估价工作简直是太困难了,与其让法官们注意财产的实际价值,还不如去关注董事们的心理状态,即适用诚信规则(good faith rule)。“如果董事们‘诚实行事’或并非‘有意过高估价’或者‘并非欺骗’,即使在股票依法发行以后,仅在事实上发现财产并不等值于在当初为该财产发行的股票的面值,法庭也不会因此宣布交易无效,或要求股票的获得者来承担债务。”<sup>[53]</sup> 结果,对股东出资作价的管制就从“真实价值”规则退到“诚信”规则,最终驻足于董事们的“商业判断”,公司法的强制性逐步让位于实施中的现实可能性。现代美国各州公司法通常都规定,除非存在欺诈,否则“就与对价的充足与否有关的股票是否有效发行、价金是否全额支付以及是否应重新评估,董事会的认定是终局的。”<sup>[54]</sup>

---

[51] 英国是在 1880 年前后才通过股息分配的判例确立资本维持原则,参见 E. A French, *The Evolution of the Dividend Law of England*, in W. T. Baxter and Sidney Davidson (ed.), *Studies in Accounting*, London: ICAEW, 1977, pp. 306-331.

[52] *Clinton Mining & Mineral Co. v. Jamison*, 256 F. 577 (3d. Cir. 1919).

[53] [美]阿道夫·A. 伯利、加德纳·C. 米恩斯:《现代公司与私有财产》,甘华鸣、罗锐初、蔡如海译,商务印书馆 2007 年版,第 154~155 页。

[54] 例见美国《修订示范公司法》第 6.21 节(c)。

针对传统公司法下以面值为核心的股份作价监管规则的僵化,美国最高法院在 1891 年的 *Handley v. Stutz* 中确立了财务困难企业融资的一个例外,即“最好价格”规则:如果一家公司处于财务上的紧急状况,它为了筹集新的资金,可以其“能够获得的最好价格”发行股份,不论该价格是否低于面值;新股东并不因此而承受按照面值补缴出资的法律风险。<sup>[55]</sup>更为彻底的改革则是 1912 年纽约州公司法承认无面值股票。无面值股票只是一个纯粹的股份单位或股份比例,其金额随着公司净资产值而确定,公司进行市场化交易时则参考股票市价。这样一来,财务困难企业的融资问题就迎刃而解,同时也消除了股票面值给投资者可能带来的误导。

上述两方面改变代表了对法定资本制下两条传统规制路径的直接修正,而特拉华州公司法在 20 世纪 20 年代的两次修改则被视为最终改变了股东在公司资本结构中的地位。一是 1927 年正式废止了已存在一个多世纪的股东优先购股权。股东优先购股权规则自 1807 年由马萨诸塞州法院首次创设,很快就被各州公司法采纳,作为维持股东平等原则、避免稀释股权的重要工具。一旦废除股东优先认购权,董事会就可以自由选择新股发行的对象,从而改变现有股东对公司的股权比例以及相应的财产与收益的分享比例。<sup>[56]</sup>二是 1929 年承认了认股权证以及空白股票的合法地位。前者赋予权证持有人以事先确定的价格购买公司股票的权利,即使行权价大大低于股票市价。后者允许在公司章程中设置一种特别股,其名称、权利内容(包括投票权、选举权、优先权、收益分享权、选择权或其他权利等)以及所受到的任何限制均无须在章程中事先规定,而是由董事会在投资者购买了股票后再自行确定。<sup>[57]</sup>从资本管制的视角看,认股权证给董事会提供了绕开出资作价监管甚至市价约束的机动性,空白股票则赋予了董事会单方面调整不同股东在公司中的利益格局的权利。在这些新的规则面前,传统上“出资”与“股份”或“股权”间的简单线性关系及其隐含的私人财产权的基本理念开始瓦解了。

美国公司法放松资本管制意味着公司董事会从此获得了对股东出

---

[55] 139 U. S. 417, 11 S. Ct. 530 (1891).

[56] [美]阿道夫·A. 伯利、加德纳·C. 米恩斯:《现代公司与私有财产》,甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译,商务印书馆 2007 年版,第 155~158 页、第 186~190 页。

[57] 同上注,第 194~196 页。

资以及公司资本结构设置的主导话语权。董事会本身属于公司内部机构,此举不仅难以消除股东出资内在的关联交易隐患,还可能引发其他问题。例如,由于董事会自主确定股东对无面值股票缴付的对价中作为“资本”的比例,若其有意进行操纵,无面值股票是个更方便的工具。再如,将股东出资作价委诸于董事会的商业判断,自然无法摆脱董事个人的局限性,“在极端的情况下,这一规则将意味着董事会越是无能,他们稀释股票的权力就越大,因为那种估价过高的行为,不管多么愚蠢和不公平,也仍然被视为无辜的”。<sup>[58]</sup>

不过,相较于传统法定资本制的束缚,这种改变似乎更适合美国在南北战争之后快速且持续发展的经济环境与证券市场的需要。首先,美国巨大的经济发展潜力与缺乏资金历史积累之间的矛盾,导致社会各方都倾向于认为激发股份公司与证券市场的活力最符合个人与国家的共同利益。<sup>[59]</sup> 其次,19世纪后期管理人资本主义的兴起成为美国股份公司的典型特征,它很大程度上消解了公众对“股东出资—公司融资”过程中利益冲突的担忧。主流观点认为,由职业经理人组成的公司经营者与早前兼有股东与经营者身份的企业主不同,前者更看重公司的稳定和长久发展,缺乏损害债权人利益或小股东利益的动机,因此,公司法放弃资本管制也不会产生严重后果。<sup>[60]</sup> 20世纪早期美国大公司的良好业绩似乎也印证了这一点,“合作资本主义”、“商业的黄金时代”成为1929年之前十余年的标签。<sup>[61]</sup> 此外,19世纪末各州之间已经开始进行公司法规则竞争,公司友好型立法受到追捧。<sup>[62]</sup> 所有这些因素最终推动了美

[58] 同上注,第155页。

[59] [美]加里·约翰·普雷维茨、巴巴拉·达比斯·莫里诺:《美国会计史:会计的文化意义》,杜兴强、于竹丽等译,孙丽影、杜兴强审校,中国人民大学出版社2006年版,第187~198页、第263~268页。

[60] William W Bratton, *Corporate Debt Relationships: Legal Theory in a Time of Restructuring*, 1989 Duke L. J. 92, 1989, pp. 107-109.

[61] [美]加里·约翰·普雷维茨、巴巴拉·达比斯·莫里诺:《美国会计史:会计的文化意义》,杜兴强、于竹丽等译,孙丽影、杜兴强审校,中国人民大学出版社2006年版,第264页。

[62] 早期的研究可参见美国最高法院法官布兰代斯在 *Liggett Co. v. Lee*, 288 U. S. 517 (1933) 案中发表的反对意见;另参见[美]阿道夫·A. 伯利、加德纳·C. 米恩斯:《现代公司与私有财产》,甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译,商务印书馆2007年版。

国公司法资本制度在 20 世纪上半叶就基本上放弃了对出资环节的管制。这也进一步动摇了资本维持原则的基础,因为建立微不足道的资本额或董事会任意设定的“声明资本”基础上的法定资本,几乎不存在维持的价值。20 世纪 80 年代之后,美国大部分州都追随《修订示范商业公司法》而放弃了资本维持原则,甚至从公司法中完全剔除了“法定资本”、“声明资本”、“面值”、“股本溢价”、“库藏股”等一整套传统公司法资本制度下的概念。

#### (四)小结

在应对证券市场的挑战方面,英、美、德、法等国的公司法资本制度采取了不同的做法,其中欧陆国家与美国分别处于加强管制与放弃管制的两极,英国则居其中,尽可能在管制与自治之间寻求平衡。就资本化过程、特别是其中的非现金出资可能产生的利益冲突而言,英国式的信息披露、德国式的第三方验证与美国式的诉诸董事会判断形成鲜明的对比。在“不得折价发行”方面,各国基本上都回应了财务困难企业的融资需求,只是在突破面值规则的方式与强度上有差异:英国式的例外规则或德国的变通处理都在面值规则的框架下进行,美国则不满足于例外规则,最终采纳无面值股甚至空白股票的形式。

近年来,有学者主张美国模式代表了公司法资本制度的方向,但各种模式都是与本国特定的经济环境相适应的,它们之间难以直接比较优劣,遑论相互替代。<sup>[63]</sup>更何况,美国式放弃管制只是消除了原有管制方式的僵化对市场的过度束缚,但出资或融资过程天然存在的利益冲突(如发起人秘密获得大宗利益或者企业主高估自己投入公司的营业资产

---

[63] 在 20 世纪末欧美各国关于法定资本制的辩论中,一些学者强烈主张欧盟应转向美国《修订示范公司法》模式,例见 Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, 86 *Cornell L. Rev.* 1165, p. 1187。但毕马威会计公司受欧盟委托对德国、英国、法国、瑞典、加拿大、澳大利亚、美国特拉华州、纽约州、加利福尼亚州等不同法定资本制版本的收益—成本分析显示,各种版本对于公司施加的合规与遵从成本差别不大,特别是看起来截然对立的《欧盟公司法第 2 号指令》与美国《修订示范公司法》模式给公司造成的负担都不显著;相反,公司遵守债务契约或者满足证券监管要求的合规成本大得多。参见 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*, 2008。

的价值等)并不会随之消失,公司法的消极无为只能刺激实践中产生一些替代性的安排来解决问题。自19世纪末开始,商业实践中的会计、估值、信用评级等技术逐渐开始修补法定资本制的疏漏,<sup>[64]</sup>在法律机制方面,债务契约(特别是其中的消极性承诺条款)、联邦破产法及司法重整程序、各州的欺诈性转让法等都开始发挥作用;公司资本严重不足时,法官还可能揭开公司“面纱”。<sup>[65]</sup>不过,上述机制主要着眼于保护债权人利益,鲜少关注传统法定资本制下维护股东平等原则的功能,而后者恰恰是证券市场对法定资本制的最大挑战。最终,证券监管登场,替代已经式微的公司法资本管制,在保护投资者利益的总目标下发挥着维护公众股东以及公众债权人利益的作用。

#### 四、替代性规制路径:美国式证券监管

在美国,随着19~20世纪之交州公司法放松资本管制,证券发行过程中的欺诈行为日渐泛滥,给投资者造成很大损失。由此也催生了专门针对证券发行欺诈进行监管的动议,州、联邦以及交易所三个层面分别展开了各自的行动,最终在罗斯福新政时期出台《证券法》、《证券交易法》、《信托契据法》、《控股公司法》、《钱德勒破产法修正案》、《投资公司法》等一系列证券监管法规。证券立法的直接目的并非替代公司法进行资本管制,但由于证券发行与公司资本制度之间的天然契合,证券监管在很大程度上承担起法定资本制本应承担的责任。

##### (一)前奏:蓝天法、战时资本管制与交易所上市规则

1911年,堪萨斯州颁布了美国州层面第一部专门针对证券发行的监管法,俗称“蓝天法”。该法的缘起是堪萨斯州银行委员在1910年针对当时一股地产、采矿和保险等行业的公司证券欺诈浪潮所进行的调查,结果发现股票和债券给投资者带来的损失远高于银行倒闭给储户造

---

[64] 关于商业实践对法定资本制漏洞的弥补,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。

[65] William P. Hackney and Tracey G. Benson, *Shareholder Liability for Inadequate Capital*, 43 U. Pitt. L. Rev. 837 (1981-1982).

成的损失。堪萨斯州遂颁布法令,要求任何投资公司在向州银行委员提交文件对其业务操作进行描述并得到相应的许可之前,不得从事证券的销售活动。如果存在下列任何一种情形,州银行委员可以拒绝发放许可:“不公平、不正当、不公正现象;或者对任何投资群体构成压制;或者通过对公司实务的调查,银行委员认为该公司没有偿付能力且没有公平、诚实地从事商业活动的意图,同时根据他的判断,该公司的股票、债券或其他证券流入市场之后不能带来公平的利益”。堪萨斯州的蓝天法很快被其他州所效仿,州政府承担起了对公司发行证券进行实质审核的责任。不过,实践中各州蓝天法的实施效果不尽理想,原因有多方面:首先,通过邮件进行的跨州销售可以避开当地州的蓝天法的适用;其次,各州蓝天法通常都设定了很多豁免,如交易所上市公司的股票、接受监管的公用事业公司股票、甚至所有在本州注册的公司或金融机构发行的股票以及有担保债券等;最后,州执法力量有限,应对证券欺诈这种专业性较强的欺诈行为比较困难。<sup>[66]</sup>

在联邦层面,第一次世界大战临近结束的1918年4月,美国国会设立了战时资本发行委员会对超过10万美元的证券销售活动进行调查鉴定,以决定它是否与国家利益相容。战时资本委员会有权否决那些在政府对信贷、劳工和原材料等进行战时征用过程中起阻碍作用的股票发行活动,从而把资本引导到社会基本需要的方面。这也是美国联邦政府第一次对资本交易进行管制。在委员会存续的6个月内,它审查了3000多份申请,否决了超过9亿美元的证券发行活动。不过,提交该委员会审核证券发行计划是自愿性的,且委员会也没有强制执行权,因此很多毫无价值甚至欺诈的证券发行仍然逍遥于世,但它毕竟让更多的人意识到在联邦层面进行管制的意义。此后直至1929年股市崩溃,美国国会曾引入了无数证券议案,试图阻止欺诈性证券交易活动,弥补州蓝天法的不足。<sup>[67]</sup>

在市场力量方面,20世纪20年代,针对公司法出资管制的瓦解对股

---

[66] [美]乔尔·塞里格曼:《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程》(修订版),田风辉译,经济科学出版社2004年版,第43~45页。

[67] 同上注,第48~49页。

东财产权带来的威胁,阿道夫·伯利教授曾呼吁证券市场的三类机构——投资银行业、证券交易所、保险公司等机构投资者——联合起来,对公司管理层日益扩张的权力进行制约。<sup>[68]</sup> 实践中,受制于美国特殊的政治氛围,机构投资者在 20 世纪前半叶并未发挥实质作用;<sup>[69]</sup> 投资银行家虽然在债务契约或破产重组实践中尽力保护债券持有人,但在资本化、多层控股公司架构中深涉利益冲突之潭,超级表决权股票甚至被称为“银行家控制”(bankers' control),与公众股东手中的无表决权股票形成对峙。<sup>[70]</sup> 相对来说,只有证券交易所、特别是纽约证券交易所承担起了伯利教授所期待的责任,它集中体现在上市规则对挂牌公司的信息披露要求中。

1913 年,纽约证券交易所应进步主义时代的纽约州立法者的要求,对该所上市证券的发行人实施了财务报告公开政策。<sup>[71]</sup> 具体来说,在股票上市前,发行人公司必须向交易所提交申请书,其中须详细描述公司的财务结构、公司历史、负债、资产、5 年内的财务报表以及管理人员等信息。与申请书同时提交的还有公司的下列文件:公司章程、内部细则、租赁合同、特许经营权、相关董事及股东决议、外部律师在公司成立及该证券发行合法性问题上的意见,以及一个由具备资格的工程人员所做的近期不动产实际状况的报告。这些信息披露的要求远远超过了任何一部州蓝天法,并成为《1933 年证券法》确定的注册申请文件及招股说明书信息披露范围的标本。此外,纽约证券交易所还针对上市公司规避资本管制的一些行为表达了强烈否定的态度。例如,公司一开始派发股票股利时,并不将其视为“分配”行为,不调整保留盈余账户,而是将全部保留盈余继续用于派发现金股息。纽约证券交易所明确反对公

---

[68] Adolf A. Berle Jr., *Studies in the Law of Corporation Finance*, Chicago: Callaghan and Company, 1928, pp. 37 - 39.

[69] [美]马克·J.洛:《强管理者,弱所有者——美国公司财务的政治根源》,郑文通、邱东辉、王雪佳译,上海远东出版社 2000 年版。

[70] Adolf A. Berle Jr., *Studies in the Law of Corporation Finance*, Chicago: Callaghan and Company, 1928, pp. 41 - 62.

[71] [美]加里·约翰·普雷维茨、巴巴拉·达比斯·莫里诺:《美国会计史:会计的文化意义》,杜兴强、于竹丽等译,孙丽影、杜兴强审校,中国人民大学出版社 2006 年版,第 187 ~ 198 页。

司做法,要求公司派发股票股利的行为受制于法定资本制的。<sup>[72]</sup>当然,证券交易所自律监管的局限性也很明显,只有到该交易所上市的公司才受其上市规则的约束,非上市公司则无须遵守;不同交易所之间的竞争也导致纽约证券交易所有时不得不屈从于“向底竞争”的压力,如对双层股权结构的“否定—接纳”的大逆转就是一个例子。对于纽约证券交易所在证券监管方面的创新,伯利教授曾给予非常客观的评价:“在1925~1929年之间的大繁荣时期,金融领域内采取最有远见措施的机构并不是政府,而是那个备受诽谤的机构,即纽约证券交易所”。<sup>[73]</sup>

蓝天法、战时资本管制以及交易所的自律监管的效果虽然不甚理想,但它们提供了不同的证券监管思路,前两者奉行实质审核,后者实行信息披露,这些对日后联邦证券监管立法很有帮助。

## (二) 证券监管与公众股东利益保护

《1933年证券法》与《1934年证券交易法》分别对证券发行与证券交易建立了一套监管框架,它们直接的着眼点是对公众投资者、特别是公众股东的利益保护。就与公司资本制度相关的内容而言,它们更关注的是传统法定资本制下第二位的规制目的——维护股东间的平等。其中,《1933年证券法》明确了公司公开发行股票、债券等投资凭证时必须公开披露的信息,《1934年证券交易法》则要求公司在证券存续期间持续公告公司的财务报表及相关信息。从实践层面看,这些证券立法至少在以下三个方面重张了法定资本制的理念,并通过自身的机制有效地实现了公司法下的资本管制期望实现但未能实现的一部分功能。

其一,通过信息披露,创造了一个有助于形成“出资—股权”间公平价格关系的制度环境。《1933年证券法》的核心部分是对发行人的信息披露要求,发行人不仅需要申请注册文件以及招股说明书中公布其财务报告,还要提供公司业务、对资本的需求、管理人员、证券发行成本等方面的信息。1934年《证券交易法》除了持续性的信息披露要求外,还对公司的代理投票机制进行干预以保证公司股东在投票前获得必要的

[72] [美]阿道夫·A.伯利、加德纳·C.米恩斯:《现代公司与私有财产》,甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译,商务印书馆2007年版,第178页。

[73] [美]乔尔·塞里格曼:《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程》(修订版),田凤辉译,经济科学出版社2004年版,第46页。

信息。这些证券立法并没有对公司设立过程或股东出资作价的评估设定任何实质性约束,也没有授权监管者对证券质量进行鉴定或者引导资本的流向,证券监管机关仅进行形式审查。这也体现了证券监管比传统法定资本制高明之处,即回避直接监管股东出资作价与公司股份定价的难题,而是让市场中的其他专业人士或投资者接受、消化、理解发行人披露的信息,并进而形成对公司证券价值的合理预期。

其二,揭示股东出资过程中的利益冲突。发行人信息披露中与法定资本管制最密切相关的一项披露内容,就是发起人和内部人取得公司股票的过程与情况。立法者期待资本化过程中掺水股背后的利益冲突可以借助这种公示充分暴露出来,从而给主导公司设立或证券发行过程的发起人或控制股东制造外部压力并产生约束,即“阳光是最好的消毒剂、电灯是最好的警察”。这一思路延续至今,充分体现在 SEC 发布的《S-K 条例》第 506 条中:“如果发行人申请注册普通证券,该证券的公开发行价格与管理层、董事、发起人和关联人在最近 5 年购买的或其有权购买的普通股的实际现金成本之间存在重大差异,且发行人在提交注册说明书之前,不受《证券交易法》第 13(a)条或第 15(d)条规定的报告义务所约束,则发行人应当提供拟公开发行中公众出资与上述人士的实际现金出资对比的信息。在上述情况下,以及普通股证券发行人最近 3 年连续亏损且存在申购者的股权权益被重大稀释的其他情况下,应披露:(a)稀释前后的每股有形资产账面净值;(b)因申购者以现金付款购买发行股份导致每股有形账面净值增长的金额;以及(c)由公开发行价格导致的并由这些申购者直接承担的稀释金额。”<sup>[74]</sup>

其三,消除了掺水股交易中受欺诈之股东追究发起人责任的法律障碍。在《1933 年证券法》出台前,受损害的投资者若要直接追究发起人的责任,只能采取普通法下欺诈之诉,它必须证明发起人有故意虚假陈述行为。由于非现金资产作价本身的困难,这种证明几乎是不可能的。因此人们退而求其次,以公司之名义起诉发起人,因为发起人对其所发起设立的公司负有普通法下的信义义务,必须向公司充分披露其个人利

---

[74] 中国证券监督管理委员会:《美国证券交易委员会自身组织与通用规章》,法律出版社 2012 年版。

益以及与公允性相关的其他信息,若其未尽责,公司可以要求补偿。然而,实践中这一救济路径也存在很大困难。由于发起人的信义义务仅施惠于公司,如果一项掺水股交易发生时公司的全体原始股东、董事和管理层都知晓发起人的欺诈行为,就无法追究后者的责任,因为从法理上说全体原始股东及董事的知情就推定为公司知情,不存在公司被欺诈一说,即使后来公司吸收了外部投资者且这些投资人受到损害时也是如此。这正是美国最高法院在 *Old Dominion Copper Mining & Smelting Co. v. Lewisohn*<sup>[75]</sup> 一案中所持的立场。实践中,掺水股交易往往发生在几个发起人合谋用高估非现金资产出资的方式换得公司大量股份、公司上市后随即套现走人的场合;一旦公司被推定为知情,公众投资者以及新的管理层往往面对残局而无可奈何。<sup>[76]</sup>

《1933年证券法》通过强制公开发行公司披露注册文件以及招股说明书并对其中的虚假陈述施加法律责任,消除了普通法的不确定性。证券法直接将救济权给予受欺诈而买入公司股票的投资人,这样就化解了以公司之名义起诉并证明公司被欺诈的难题。同时,该法还规定公司董事会成员、CEO、财务总监、审计师、工程师或鉴定师都需要就披露文件或其中自己负责部分的实质性不实陈述或重大遗漏承担法律责任,进一步扩大了公众股东可以寻求救济的责任主体范围。此外,《1934年证券交易法》下的反欺诈条款、特别是规则 10b-5 还给公司起诉发起人提供了另一条途径。规则 10b-5 允许受欺诈的证券买方或卖方向对方起诉,而公司可以主张当初受发起人欺诈从而给了发起人过量股份。此时发起人不得主张将自己的意思归于公司意思,因为发起人在此间有利益冲突,必须另有代表公司做意思表示的第三人。*Miller v. San Sebastian Gold Mine, Inc*<sup>[77]</sup> 一案就是依循这条救济路径而使掺水股中的发起人无从遁形。<sup>[78]</sup>

---

[75] 210 U. S. 206(1907).

[76] Robert C. Clark, *Corporate Law*, Aspen Publishers, Inc, 1986, pp. 716 - 717.

[77] 540 F. 2d 807(5<sup>th</sup> Cir. 1976).

[78] 不过,美国著名公司法学者罗伯特·C. 克拉克教授认为此一救济路径在法理解释上比较牵强,参见 Robert C. Clark, *Corporate Law*, Aspen Publishers, Inc, 1986, p. 718.

### (三) 证券监管与公众债权人利益保护

传统法定资本制的首要理念是保护债权人利益。从这个视角看,证券法以保护公众股东为主要目标,与公司法的思路有别。不过,传统法定资本制“眼高手低”,缺乏一个完整的“债券人—股东利益冲突”的理论框架,<sup>[79]</sup>仅仅关注公司设立时点的出资以及以此为基础的分配行为,忽略了资本一旦投入公司经营,可能增加也可能亏蚀,更没有意识到债务人缔约后进行的其他损害债权人利益的机会主义行为,如进行高风险(对股东来说也意味着高收益)的投资或者增加优先受偿顺位的新债务,从而造成在先债权人的债权稀释或者风险增加。因此,对于债权人来说,法定资本制的保护可谓“挂一漏万”,名大于实。相反,证券监管在保护公众股东利益的同时,也为上市公司的债权人,特别是公司债券的持有人提供了更为切实的保障。

首先,证券法确立的持续信息披露制度给上市公司或者达到一定规模从而适用证券监管的非上市公司的债权人提供了大量、即时的信息,有助于债权人更准确地判断公司的信用基础。按照证券法的要求,上市公司须定期公布财务报表,其中“所有者权益”的信息含量远较股东出资形成的“资本”的信息含量丰富,包括股本、股本溢价(或其他缴入资本)、保留盈余等不同项目,公司法定资本空洞化后的股东实际出资基本上都显示在“股本溢价”而非“股本”账户中。特别是,债权人最为关注的公司偿债能力指标,如现金流量、债务比例、资本结构、营运效率等,都可以从财务报表中比较方便地获得;公司所进行的重大项目(含关联交易)、重大担保或重大法律风险等也都在披露之列。此外,证券法要求公开的财务报表一般是多年期(如五年期)比较报表,因此,债权人可以对公司的经营历史以及业绩发展趋势有一个比较全面的把握。这一切,都极大地便利了债权人决定是否向公司提供信用。

其次,强化了公司债券持有人的利益保障机制,这主要是由《1939

---

[79] 20世纪70年代末,美国的公司法学者以及经济学家几乎同时提出了债权人—股东冲突模型。前者例见 Bayless Manning & James J. Hanks Jr., *Legal Capital* (3<sup>th</sup> ed.), Foundation Press, 1997, pp. 5 - 19; 经济学家的模式,参见 C. W. Smith and J. B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, *Journal of Financial Economics* 7, 1979, pp. 117 - 161。

年信托契据法》实现的。在美国,公司债券的发行通常依托信托契据(indenture)进行,<sup>[80]</sup>其中除“消极承诺”条款(negative covenants)对发行人公司的过度分配、提供担保、资产置换等缔约后机会主义行为进行限制外,还确立了一个维护债权人利益的重要的机制——受托人机制。受托人通常由商业银行担任,它为分散的债券持有人之利益而接受并持有发行人公司提供的担保品;当发行人违约时,受托人需采取补救措施,如起诉发行人公司或执行担保品。但是,实践中受托人往往怠于行动,只行使消极的文书职能,导致债权人利益受损。这主要是因为信托契据是发行人与承销商草拟的,受托人并不参与,因此信托契据中视为保护债权人利益的条款往往包含一些精心策划的漏洞,导致其无法真正发挥作用。此外,受托人在信托契据下的收费通常并不包括起诉或采取其他补救措施可能会招致的额外费用,除非债权人给予补偿,否则受托人无义务采取此类行动。然而,受托人寻求救济的权利是排他性的,债权人只能被动地依赖受托人采取行动,除非达到50%以上的债权人一致决议——由于分散的债券持有人的集体行动障碍,这几乎是不可能的。<sup>[81]</sup>

《1939年信托契据法》旨在通过消除利益冲突而强化受托人机制,并通过信息披露来便利债券持有人行使权利。该法案要求受托人不得与其他债券发行活动、公司发行人、承销商或者有表决权的股票持有人存在法律限制的利益关联形式。作为利益关联的一种例外,担任受托人的商业银行可以继续向发行人公司提供贷款;但是除特殊情况外,该银行受托人在债券违约发生后的4个月内不得先行收回自己的贷款而损害债券持有人的利益。为了方便债券持有人行使自己的权利,该法案还要求受托人保证人们能够随时得到债券持有人名单。同时,受托人和发行人须定期提供报告,发生抵押品替换情形时还要提供公平价格证明。最后,如果本金和利息超过规定的支付期限,债券持有人有权直接采取行动。

此外,在债务重组、破产等程序中,证券监管也开始介入以改变债权

---

[80] 对美国债务契约或信托契据历史沿革的一个简要介绍,参见 Churchill Roger, *The Corporate Trust Indenture Project*, 20 Bus. Law 551, 1965, pp. 552 - 557。

[81] [美] 乔尔·塞里格曼:《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程》(修订版),田风辉译,经济科学出版社2004年版,第195~196页。

人的脆弱地位。其权力来源是《1938 年钱德勒破产法修正案》，它在《1898 年破产法》中增加了第十章“重组”，并赋予美国证券交易委员会（SEC）在其中最大的话语权。该法起因于 SEC 成立之初对公司破产、重组和债券销售过程中的内部人控制现象的调查，其中揭露出由债券承销商与公司管理层主导的破产重整存在的大量流弊。美国国会认为，“重组表面上看是当事人之间的诉讼，但本质上是一个商业融资的管理问题”，<sup>[82]</sup>遂将最具专业色彩的监管部门 SEC 引入重组程序，作为公众投资者利益的代表就重组方案的公允性发表意见。对于债务额超过 25 万美元的破产案件，法院须任命独立的破产法管理人，后者不得与公司董事、管理层、雇员或者公司的投资银行有关联。对于债务额超过 300 万美元的破产重整方案，法院必须在听取 SEC 的公允性意见来决定是否批准。学者将《1938 年钱德勒法案》的这种安排称之为“专业化行政机构负责重组、司法机关负责公正监督的父爱主义模式”，它存续了半个世纪，直到 1978 年《破产法》修改才放弃。<sup>[83]</sup>此后美国《破产法》转向信息披露的规制思路，废止了 SEC 对重组方案的实质审批权，其背后隐含的是对 SEC 这样的行政机构能否发现重组的“正确价值”的怀疑。

#### （四）小结

自 20 世纪 30 年代开始，美国式证券监管在对证券市场的发行与交易活动进行管制的同时，也捎带着清理了州公司法资本管制式微留下的“一地鸡毛”。基于证券监管自身的特点，它与传统法定资本制在监管目的、范围与手段上都存在明显差异。例如，证券法采取了以信息披露为主的监管策略，不再直接管制股东（投资者）的出资行为或者公司或金融机构的股份定价行为，而是尽可能为市场主体达成公平价格创造一种公开、透明、信息流动顺畅的制度环境，最大限度地消除发起人、公司管理层或控制股东等强势主体在资本化交易或其他证券市场交易中可能对公众股东造成的压抑或损害。这种监管策略也令证券监管摆脱了

---

[82] Frank, *Epithetical Jurisprudence and the Work of the Securities and Exchange Commission in the Administration of Chapter X of the Bankruptcy Act*, 18 N. Y. U. L. Q. Rev. 317 (1941).

[83] Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, 3<sup>rd</sup> ed., Boston: Little Brown and Company, pp. 362 - 364.

传统法定资本制直接管制资本额或定价行为陷入的左支右绌、进退失据的尴尬境地。再如,证券监管的重心是关注公众股东的弱势地位,这就使“股东平等”这个在传统的法定资本制下基本上隐身于“债权人保护”背后的原则重新回到舞台中央。相反,债权人利益保护则退居次席,且只有上市公司债权人、特别是公司债券持有人利益进入证券监管的视野。

美国式证券监管路径也显示,对于“公司融资—股东出资”过程的法律干预,采用公司法还是证券法的形式并不重要,关键是以何种思路 and 方式进行规制。美国证券监管的精髓是信息披露,其模板恰恰是英国公司法,尤其是在是否赋予政府对证券发行的实质审核权问题上,美国立法者的考量与近一个世纪前英国议会的顾虑如出一辙。<sup>[84]</sup>从这个角度看,英国式的公司法资本制度与美国式的证券监管在出资管制方面可谓异曲同工。

## 五、我国公司资本制度改革与证券市场:双轨制下的隐忧

与域外公司法资本制度历史悠久、证券监管后来居上的演进顺序不同,在我国,股份公司与证券市场的立法几乎是在20世纪90年代初同步发展起来的,迄今只有短短20余年的实践。在这个阶段,法律移植与借鉴成为我国立法者、监管者与学者的共同偏好,但对域外模式的选择基本上是实用主义的,并未考虑不同模式内在的制度逻辑与历史传统。由此导致我国公司法资本制度与证券监管的关系呈现于与域外迥异的特点。

### (一) 公司法资本制度与证券监管的双轨制

在公司法、特别是公司资本制度领域,我国追随大陆法系、特别是德国模式的做法,实行严格的出资管制。最低资本额、出资形式限制、第三人验证机制(我国进一步区分为“评估”与“验资”)、不得折价发行规则

---

[84] James M. Landis, *The Legislative History of the Securities Act of 1933*, 28 *George Washington Law Review* 4, (1955).

等,均见诸我国《公司法》条文。然而,由于缺乏对资本市场实践的敏感性,德国法下不得折价发行规则之变通或者英国法下的例外规则却未引入,导致我国公司法资本管制呈现刚性、僵化的状态。

另外,证券法领域受美国法以及我国香港地区证券监管实践影响较大,如独立的证券立法、IPO 以及再融资的信息披露、债券受托管理人制度等皆为例证。但这并不意味着我国证券监管自始踏上美国式的信息披露路径。实践中,伴随着经济的急速转型以及资本市场的快速发展,类似于域外 19~20 世纪之交资本化过程中的各种利益冲突都在我国证券市场中、特别是 IPO 环节充分暴露出来,如创业板的“三高”现象实际上就是域外所称的“过度资本化”,只不过如今我们已接受了收益现值法的估值方式,因此不再纠结于股份是否“掺水”。不仅如此,我国特有的国企为“脱困”而改制上市以及民企创业者利用资本市场快速变现等体制性背景,使资本化与 IPO 过程中的利益冲突呈现出异常复杂的状态,需要监管的及时应对。因此,证券监管的一整套规则体系在短时间内迅速建立起来,某种意义上构造了一部专门适用于上市公司的特别公司法。尤其是以 IPO 审核标准为代表的一系列政策指引,<sup>[85]</sup>其在细节的丰富、全面以及可操作性等方面远远超过了公司法下资本制度的寥寥数条。它与《国有资产评估管理办法》等法规对估值方法、会计处理的规定结合起来,完全替代了公司法资本制度来对 IPO 这一资本化过程加以约束与规范。这反过来也意味着,域外证券市场对传统公司资本制度的挑战在我国则转化为对证券监管方式的挑战,IPO 从审批制到核准制所遭遇的质疑不过是再现了传统公司法下出资监管方式所经历的挫折而已。

由此形成了中国特色的公司法资本制度与证券监管的双轨并行现象,前者适用于有限责任公司,后者适用于股份公司/上市公司,且二者

---

[85] 例见中国证监会发行监管部的《股票发行审核标准备忘录》系列,特别是其中的第 2 号(首次公开发行股票公司资产评估资料审核指引)、第 3 号(改制前原企业近三年存在亏损情况下拟发行公司前三年业绩的审核指引)、第 9 号(关于报告期内存在“未分配利润”为负数问题的拟发行公司是否符合发行条件的审核指引)、第 14 号(关于公开发行证券的公司重大关联交易等事项的审核要求)、第 15 号(关于最近三年内连续盈利及业绩连续计算问题的审核指引)等。

在过去的20年中都呈现出类似的从强管制到放松管制的演化过程,笔者称之为“不同轨,但同步”。与域外公司法下的传统管制方式对证券市场造成的桎梏不同,我国公司法资本制度仅仅是对证券市场交易提供了一些基础性的、前提性的概念——如股东、股份、出资、股本、股权等——基本上没有对证券市场产生实质性约束。一个典型例证就是公司法“不得折价发行规则”的形同虚设。这本是传统出资管制与证券市场融资之间冲突最严重的部分,我国《公司法》也明具此一条文。<sup>[86]</sup> 实践中,2004年TCL集团吸收合并TCL通讯上市、2007年中国中铁整体改制上市等交易,都曾引起市场人士质疑存在“折价发行”。<sup>[87]</sup> 但在我国,无论是证券监管者还是司法机关,都没有对“折价发行”问题给予回应,更没有否定相关交易的合法性。2005年、2013年两次《公司法》修订时,立法者也完全无视此一冲突。公司法资本制度对证券市场的影响由此可见一斑。

## (二)2013年公司法资本制度改革的潜在影响

基于公司资本管制与证券监管的双轨模式,我国2013年年底的公司法修改总体来说与证券市场之间没有直接的关系。不论是废除最低资本额要求,还是实行认缴登记制,都并未超出其他大陆法系国家近年来改革的基本套路——“放松出资监管,便利小微企业的设立”。其影响主要及于个人初始创业,而有资格进入资本市场融资的企业通常都已经经营有年,资本额早已超出公司法要求的最低资本额标准,且通常都已经实缴到位。当然,新公司法取消了股份公司500万元的最低注册资本要求,客观上也有利于小型科技创业企业的股份化直至公开发行上市。

就技术层面的事项(如发行、交易、登记、信息披露等)而言,资本制度改革对于股份交易或股份登记没有直接影响,因为证券市场的股份交易是以“股份数”为交易单位,股份登记也是如此;交易结算以及投资者股票账户中的股份价值则是以股份“市价”而非“面值”计量的,它与公司的资本额或者股票的面值均无关。换言之,证券市场关注的不是公司

---

[86] 参见1993年《公司法》第131条、2005年《公司法》第128条:“股票发行价格可以按票面金额,也可以超过票面金额,但不得低于票面金额。”

[87] 黄玫:“TCL集团律师表示:‘低净值换股’提法不当”,载《证券时报》2003年10月23日第2版。

的注册资本额大小,而是公司发行在外并由投资者持有的股份(数),它由证券登记系统进行登记,表彰着投资者对公司的股权,并由市场主体基于对公司未来发展的预期而定价。对于绝大多数的投资者来说,其取得股份的方式源于二级市场中的买入,而非对相关公司的实际出资。

在证券发行方面,新公司法下认缴登记制的技术特征是否影响证券发行条件尚不确定。由于公司与股东自由协商确定出资期限,目前工商登记的注册资本只是“认缴资本”,而公司账簿以及财务报表中反映的则是“实收资本”,且认缴资本额与实收资本额可能长期处于分离状态。1993年《公司法》曾规定,公司发行新股的前提条件之一是“前一次发行的股份已募足,并间隔一年以上”(第137条)。2005年《公司法》、《证券法》联动修改后,公司发行证券的准入条件集中纳入《证券法》规范,后者在新股发行条件中未再提及此一要求,但在债券发行条件中规定“前一次公开发行的公司债券尚未募足”时不得再次公开发行债券(第18条)。<sup>[88]</sup>如今,“前一次发行股份尚未募足”的情形恐怕会比较常见,证券监管上是否应限制此类公司公开发行证券?理论上说,这里存在非公开发行与公开发行之别,公司设立的出资过程可以解释为非公开发行,从而隔离其对IPO程序的干扰。但更圆满的处理方式,还是通过监管规章进一步明确证券发行条件是否需要调整。

在信息披露方面,一个值得关注的问题是未来股份面值的自由化对证券市场公众投资者可能产生的误导。在公司有权自主决定出资额、出资期限与出资比例后,是否还可以进一步自由设定股份面值?这个问题在我国公司法中没有明确规定。1994年国务院证券委员会与国家经济体制改革委员会联合发布的《关于执行〈到境外上市公司章程必备条款〉的通知》(证委发[1994]21号)曾规定:“公司所发行的股票,均为有面值股票,每股面值人民币1元。”但境外上市的企业往往会依据上市地甚至境外壳公司注册地的公司法把面值设定得很低。例如,最近在美国纽约交易所上市的阿里巴巴集团控股公司(注册地为开曼群岛)的授权股份总数为27.97亿股普通股,注册资本(即全部授权资本额)仅

---

[88] 不过,在中国证监会2007年发布的《公司债券发行试点办法》中,有关公开发行债券的条件中并未体现《证券法》第18条的要求。

69,935美元,每股面值为0.000025美元/股,<sup>[89]</sup>股票面值与阿里巴巴IPO价格68美元以及上市首日开盘价92.7美元之间可谓天壤之别。随着我国证券市场的对外开放、特别是国际版的推出,前来挂牌的外国公司或回归的海外红筹公司的股份面值实践迥异于A股市场的问题将会凸显出来。目前,A股市场的惯例是公司股份面值设定为1元/股,但从H股回归的紫金矿业的股份面值即为0.1元/股,这也是迄今为止A股市场唯一的非1元面值股。在“只此一家、别无分店”的情形下,投资者或许还不容易产生混淆;一旦非1元面值股的情形大幅度增加,可能会在一定程度上误导投资者。未来的公司法以及证券监管下的信息披露规则应对此做出回应,同时区分公司资本、股份、股权等不同法律概念也应成为投资者教育的题中应有之义。

当然,2013年资本制度改革最大的隐忧,恐怕是其可能引致的民众在公司资本观念上的混乱,它对社会整体经济秩序的冲击或影响尚待观察。这也是公司法学者批评改革过于“激进”或“冒进”的原因。我国公司法实践不过20年,国人刚刚开始形成关于公司资本的正确观念,即股东投入的资本是有限责任公司的基石,也是一个负责的创业者或企业家谋求基业长青、取信于世人的最直观的指标。虽然21世纪属于信息化时代,人力资本而非货币资本对于高科技公司的创业成功居功至伟,但徒有人力资本是无法启动一家公司的。实践中天使投资、风险投资对于高科技企业的不可或缺,正反映出负有限责任的公司组织形式对股东出资所形成的“资本”的天然依赖。在我国,由于缺乏商业公司以及市场信用的历史积淀,这种资本责任观甚至不得不通过“虚假出资罪”、“虚报注册资本罪”、“抽逃出资罪”等法律制裁手段来强行灌输,远未像域外那样经历上百年的熏陶,法定资本制下保护债权人利益的原始的、粗疏的规则已经成为“根植于商人、律师、会计师和银行家良心深处的基本原则”。<sup>[90]</sup>更糟糕的是,由于1993年《公司法》的资本规则沿袭计划经济传统以及大陆法系传统而呈现出过度管制的色彩,结果引发了法学

[89] Alibaba Group Holding Limited, Form F-1. 载 www. sec. gov.

[90] Bayless Manning & James J. Hanks Jr., *Legal Capital* (3<sup>th</sup> ed.), Foundation Press, 1997, p. 95.

界对“资本信用”神话的猛烈批判,无意间伤及了正在转型社会的夹缝中艰难成长、尚属孱弱的资本责任观。2013年《公司法》修改再次淡化股东出资对于公司设立的意义,无异于雪上加霜,从一个极端——“资本信用”——走向另一个极端——“资本无用”。目前媒体上充斥的“1元公司”之类的噱头,从反面印证了当一种正确的资本观念未及定型便被毁掉之后人们所陷入的非理性状态。虽然现实中的操作障碍(如公司设立时须缴纳的登记费或执照费)会在一定程度上消除“1元公司”泡沫,但这种混乱的资本观念对于经济秩序的潜在破坏作用仍不容忽视。

### (三) 结语

对当下我国公司资本制度改革与证券市场之间关系的探究,最终演变为一次“发现之旅”,回溯股份公司、资本管制以及证券市场的历史源流与变迁路径,并以此观照我国公司与资本市场的法律移植及其本土化过程。

股份公司是聚合大众出资而从事营利事业的商业组织,股东出资而取得股份,公司获得资本以便进行经营。以17世纪西欧的特许公司章程为起点,法律对公司资本的约束已有300多年的历史,目的在于维护股东间平等与保护债权人利益。证券市场的兴起不仅为股份公司提供了持续融资的平台,也制造出对公司“股份”的外部评价机制,它与公司章程或账面上的“资本”渐行渐远。于是,在“资本”与“股份”之间,传统法定资本制基于保护债权人利益的考量而管制“资本”(额);证券监管出于保护公众投资者、特别是公众股东的目的而聚焦于“股份”(数)或者“股权”。以历史刻度计,19世纪中期准则主义公司法选择了从“股份”到“资本”,20世纪的证券监管则从“资本”回归“股份”,重拾法律人擅长的工具,不再纠结于资本额的多寡,而是致力于理顺股份比例中折射出的公司与股东间的权利与义务关系。

当然,法律管制资本方式的改进也可以在公司法自身的路径上实现,英国公司法的“信息披露+例外规则”即为一例,德国公司法的“第三方验证+面值规则下的变通”也大略如是。本质上说,采取公司法还是证券法的形式并不重要,法律规则的内容以及它是否与本国的公司融资模式、证券市场态势相适应才是关键。需要特别指出的是,在美国式的法定资本制式微与证券监管崛起的格局下,债权人利益的保护将呈现

出分化的局面:一方面,公司债券持有人以及上市公司的债权人在证券监管下获得的保障更胜于传统的法定资本制;另一方面,非上市公司或者小公司的债权人则失落于传统法定资本制与证券监管两套法律保障机制之外。这也意味着这些小公司的债权人还需要寻求其他救济途径,如要求公司股东对公司债务提供个人担保或者揭开公司面纱。此时,一切仿佛又回到了有限责任之前的世界。

20世纪末的中国公司法与证券法把域外跨世纪的演变和选择浓缩到短短数年间完成,形成了一种有中国特色的双轨制。它既非美国式的证券监管对公司法资本管制的替代,也非德国式的公司资本管制,尽管同时混杂着二者的基因。但是,立法可以一步到位,市场主体从培育到成熟的漫长阶段却无法跨越,诚信经营、资本责任的商业理性也不可能一夜之间形成。更何况,我国当下正处于体制与社会的急剧转型过程中,不仅存在古典的、因有限责任外部性引发的“债权人—股东”冲突,更有由国企以及家族企业传统而造就的中国特色的“控制股东—公众股东”冲突,它们强烈地塑造着中国公司法资本制度以及证券监管的独特形态,迫使两套法律都不得不在管制与自治间小心翼翼地寻找平衡。可以预见,在相当长的时期内,我们将继续看到这样一幅场景:针对一般公司的公司法资本管制与针对上市公司的证券监管同步但不同轨,如同两条平行线,一直延伸向远方……