

禁止财务资助的制度逻辑和规则重构

——以降低代理成本为视角

王几高*

摘要:禁止财务资助制度在20世纪90年代引入我国,目前有关立法呈现出规则 and 标准不一致、缺乏独立性和灵活度、立法技巧不足、立法层级较低、违规成本较低等弊端,已不适应公司法现代化的要求。传统的资产维持、保护债权人及小股东利益、遏制杠杆收购以及防范市场操纵等理由已无法对禁止财务资助的制度变迁提供有力解释,其正当性的充分解释应是如何使财务资助交易中股东之间、股东与经营者之间、股东与其他利益相关者之间的代理成本降至最低。我国禁止财务资助需要在降低代理成本的逻辑框架内进行规则重构,依照公司类型、公司控制权、交易动机以及交易杠杆等不同特征进行差异化管理、科学配置附条件豁免模式并加强事后惩处机制。

关键词:财务资助 立法不足 代理成本 差异化管理

* 华东政法大学经济法学博士研究生。

一、我国对禁止财务资助的引入及现行规定

财务资助(financial assistance),是指公司对他人取得或将取得本公司股份的交易行为,以直接或间接方式提供诸如赠予、借款、担保、免除义务等具有财务属性的帮助。公司禁止财务资助制度创设于英国,《1928年英国公司法》第16条以成文法形式首次规定禁止公司提供财务资助。^[1]此后,澳大利亚、新西兰、中国香港地区、新加坡、马来西亚等主要英美法系国家和地区都先后移植并发展了该制度。由于英国政府的极力要求,^[2]1976年欧盟公司法第2号指令中引入了禁止财务资助制度。为履行该指令要求,自20世纪80年代以来,欧盟成员国相继在国内立法中针对公众公司提供财务资助行为做出了禁止性规定。在日本、韩国和我国台湾地区等大陆法系国家和地区(欧盟成员国除外),目前公司法律中未引入禁止财务资助制度。

我国对该制度的正式引入是20世纪90年代初,针对境内公司到

[1] 英国《1928年公司法》第16条规定:

(1)除下文另有规定外,公司为了对任何购买(purchase)或者将要购买其股份的人或为了与此相关的,无论是直接的还是间接的且无论是通过贷款、保证或提供担保或者其他方式提供财务支持,都是非法的。本条规定并不禁止下列情形:(a)当提供借款是公司的正常业务的一部分时,且该借款是公司按照它的正常业务程序进行的;(b)公司依据任何已经生效的任何计划,为将要为公司员工之利益而持有公司股份的信托受托人购买或认购该公司的付讫股份提供资金,这里的公司员工包括了有薪酬职务的董事或高级人员;(c)公司为善意雇佣的员工提供借款,为了让这些人能够购买或认购公司的付讫股份,这些股份将被他们以收益所有权方式予以持有。

(2)第(1)款中的但书(c)不会使公司向身为公司董事的人提供贷款成为合法的。

(3)按照本条第(1)款中的但书(b)至(c)之授权而做出的任何待偿贷款的累计金额应该作为一项独立科目显示在资产负债表中。

(4)如果公司违法了本条规定,公司被处以不超过100英镑的罚金,并且公司的知悉且故意授权或批准该违法行为的每位董事、管理人员、秘书以及其他高级人员应该被处以相关处罚。

[2] [挪威]马德斯·安登斯、[英]弗兰克·伍尔德里奇:《欧洲比较公司法》,汪丽丽等译,法律出版社2014年版,第37页。

香港上市的跨境证券融资合作中所出现的境内股份有限公司规范意见与香港 1991 年公司条例之间的规则差异性,内地于 1991 年制定了三个规范性文件以此来消弭两者之间的主要差异。这些规范性文件包括了《到香港上市公司章程必备条款》,该章程必备条款借鉴了香港公司条例的内容,就到香港上市公司提供财务资助的行为进行了禁止性规定。随后,我国在各类监管规则中都零星地做出禁止财务资助的规定。

我国现行公司法并未直接规定公司是否可以提供财务资助,唯一部分涉及的是第 148 条规定的公司董事和高级管理人员不得擅自将公司资金借贷给他人或者以公司财产为他人提供担保,但是该条是对公司提供借贷和担保的一般性限制,也并非针对财务资助的特殊限制。同时,针对境外上市公司、境内上市公司、非上市公众公司以及一些特殊企业组织,我国法律法规存在一些特别规定。

对于境外上市公司,根据《到香港上市公司章程必备条款》和《到境外上市公司章程必备条款》,原则上禁止提供财务资助,但是规定了 6 种特殊豁免情形。

对于境内上市公司,根据 1997 年颁布的《上市公司章程指引》,上市公司或其子公司不得对购买或者拟购买公司股份的人提供任何资助。但是,根据 2006 年修订的章程指引,上市公司在不违反法律、法规的前提下可以根据需要增加或修改章程指引规定的必备内容。换言之,上市公司章程指引由强制性规范变成了缺省性规范。^{〔3〕}此外,境内上市公司还存在几种特殊规定:一是在股票发行过程中,发行人及相关人员不得直接或通过其利益相关方对参与认购的投资者提供财务资助或者补偿。^{〔4〕}二是在公司收购过程中,被收购公司不得提供财务资助。2002 年《上市公司收购管理办法》首次规定,“被收购公司不得向收购人提供任何形式的财务资助”。2006 年《上市公司收购管理办法》对相关条款进行了调整,尽管与 2002 年管理办法中相关条款表述不一致——前者规定的禁止对象是“被收购公司”,后者规定的禁止对象是“被收购公司董事会”——但是结合第 52 条规定协议方式收购中被收

〔3〕 但从目前实际情况来看,未发现有上市公司对章程中财务资助条款另做其他规定。

〔4〕 《证券发行与承销管理办法》第 17 条。

购公司的禁止性行为以及中国证监会要求各地方监管局加强对收购人“是否存在上市公司向收购人提供财务资助的嫌疑”〔5〕予以重点关注,可以看出最新立法和监管导向应是与2002年规定保持一致的,即禁止提供财务资助。三是员工股权激励过程中,上市公司不得为激励对象提供贷款以及其他任何形式的财务资助(包括为其贷款提供担保)〔6〕。

对于一些特殊企业组织,法规做出了特别要求。一是对于国有企业、国有控股和混合所有制企业开展员工持股试点时,试点企业不得向员工无偿赠与股份或提供垫资、担保、借贷等财务资助。〔7〕二是对于保险公司,原中国保监会〔8〕要求在其章程明确规定不得为董监高人员购买本公司股份提供借款、担保等形式的财务资助。

二、我国禁止财务资助的现行立法之不足

(一) 规则碎片化,缺少统一性和独立性

现有禁止财务资助制度散落在各类监管通知和部门规章中,基本上都是碎片化规则,缺乏规则的一致性。例如,针对境外上市公司的章程必备条款中规定公司及其子公司都不得提供财务资助,但上市公司为员工持股计划提供财务资助是被特别豁免的。但在针对境内上市公司的相关规则中,禁止财务资助的规制范围不完全包括子公司,上市公司也不得为股权激励对象提供任何形式财务资助。再如,财务资助的具体形式不一致,针对境外上市公司的章程必备条款中规定了馈赠、担保、补偿、解除或者放弃权利、提供贷款或者签订由公司先行履行义务

〔5〕 《关于发布〈上市公司的收购及相关股份权益变动活动监管工作规程〉的通知》。

〔6〕 《上市公司股权激励管理办法》第21条。

〔7〕 《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》。

〔8〕 2018年3月,十三届全国人大一次会议审议批准了国务院机构改革方案,将中国银行监督管理委员会和中国保险监督管理委员会的职责整合,组建中国银行保险监督管理委员会;将中国保险监督管理委员会拟订保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入中国人民银行,不再保留中国保险监督管理委员会。

的协议等,在《上市公司章程指引》中规定了赠与、垫资、担保、补偿或贷款等,在《保险公司章程指引》中规定的主要形式有提供借款、担保等,在《上市公司股权激励管理办法》则表述为提供贷款以及其他任何形式的财务资助,使实践中对“财务资助”具体的定义和形式难以准确确认。

除针对香港上市公司和境外上市公司的章程必备条款中将禁止财务资助制度作为一项独立制度规则外,其他涉及财务资助的立法规则都是附属于其他规则之下。具体来说,在《上市公司证券发行管理办法》中,相关规则作为一项罚则条款出现;在《证券发行与承销管理办法》中,禁止财务资助规则所在第17条规定了各种发行人和承销商的禁止性行为,其共同特点是确保发行过程的公平、公正;在《上市公司收购管理办法》中,禁止财务资助规则是从被收购公司的董监高人员的忠实义务和勤勉义务延展开来;在《上市公司股权激励管理办法》中,禁止财务资助则是从股权激励对象的参与资金来源的合规性方面延展开来。无论是附属于哪类规则之下,整体而言,禁止财务资助规则并未单独成为一项规范制度。

(二) 规则单薄僵化,缺乏体系性和灵活性

境外国家和地区的禁止财务资助制度都经历了一个漫长和复杂的发展过程。以英国为例,禁止财务资助在1928年公司法中初创时仅有1条2款,内容上对公众公司及私人公司一律禁止提供财务资助,1985年公司法修改为8条33款,内容上新增财务资助形式、无条件豁免、“主要目的”豁免及针对私人公司的“洗白”程序豁免,再到2006年公司法中7条28款,内容上完全废止了对私人公司的禁止性规定,整个变化过程在结构上体现出“简单—复杂—精简”的特点,在立法导向上体现出“严格禁止—限制性管理—放松管制”的特点。在欧盟、澳大利亚、中国香港地区和新加坡等国家和地区的公司法中,禁止财务资助制度演化过程也有类似特征。

相比较而言,目前我国禁止财务资助制度整体上还停留在90年前英国禁止财务资助制度初创时的立法水平。在现有立法中,《到香港上市公司章程必备条款》《到境外上市公司章程必备条款》中规定的禁止财务资助制度参照了香港公司条例的有关规定,整个制度规则体系

相对完备,但是其余的部门规章和监管要求中对禁止财务资助制度的规则都是极其简单和僵化的,基本上都只有一条原则性禁止条款,对“财务资助”的界定和范围基本没有规定,也没有提供特定情形下的豁免条款。相比较而言,国内禁止财务资助制度规则的内容显得过于单薄,由于内容单薄不成体系,只能采取僵化的完全禁止性规定,而不是类似当前欧盟、澳大利亚等国家和地区中采取的在符合一定条件、遵循一定审批及披露程序后可以提供财务资助的这种更为灵活、富有弹性的规范模式。

(三)立法技巧不足,禁止范围易混淆

我国现有法规中有关条款内容没有体现出禁止财务资助行为的核心构成要件。财务资助是一项具有“财务”或“资金”属性的商业行为,其行为本身具有中立性,法律所要规制的是对“取得公司股份的交易行为”进行财务资助,而不是规制某个商业主体进行财务资助,例如尽管对某购买人提供财务资助但是其目的不是帮助其购买公司股份,则不应属于禁止财务资助制度所试图规范的范畴。换言之,在“财务资助”和“取得公司股份的交易行为”之间必须存在一种目的性联结。例如,英国2006年公司法对于目的性进行了这样的规定,即“当他人正在或计划取得公众公司的股份时,该公司或其子公司在取得发生之前或之时为取得之目的而直接或间接地提供财务资助”。其他各国规定也都明显地体现出了这种核心要素。

反观我国相关规定,《上市公司章程指引》中规定“不得……对购买或拟购买公司股份的人提供任何资助”、《证券发行与承销管理办法》中规定“不得直接或通过利益相关方对参与认购的投资者提供财务资助”、《上市公司收购管理办法》中规定“不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助”等,在这些规定中“财务资助”的对象是“取得公司股份的人”而不是“取得公司股份的交易行为”。尽管两种规范条款所规制的情形范畴会在相当大部分中予以重叠,一些交易行为都会被两种规范条款所规制,但是由于现有的条款无法直接地体现出禁止财务资助制度的核心构成要求,一方面,容易造成一些不属于禁止财务资助制度所试图禁止的良性交易行为由于可能涉及股份取得方作为交易一方而变得无法施展;另一方面,使那些属于被禁止财务资助

制度试图禁止的不良交易行为由于在一定的嵌套结构遮掩下未明显涉及股份取得方面而得以逃离禁令的规制。同时,由于我国属于成文法而非判例法国家,不管是行政执法部门还是司法机关对于法律条款的依赖性很大,所以严谨和精准的立法条款就显得更为必要。

(四) 立法层级较低,违规成本较低

现有规则的发文主体主要是国有资产监督管理委员会、财政部、中国证监会、原中国保监会,禁止财务资助规则基本上都是在部门规章中进行规定,立法层级比较低,使违反相关规定的法律后果及惩罚措施也相对较轻。例如,在投资者参与认购新股时,如果上市公司和保荐机构、承销商违反规定向其提供财务资助的,中国证监会可以责令改正;情节严重的,中国证监会可以处以警告、罚款。同时,对于违反相关规定进行的提供财务资助的交易行为,并不必然是无效的。由于前述针对财务资助的禁止性或限制性规定都是部门规章所规定的,根据《合同法》第52条的规定,违反“法律、行政法规的强制性规定”的合同为无效合同。因此,如果上市公司是通过合同形式对他人提供财务资助的话,合同并不会因为上市公司违反了禁止财务资助规定而无效。

因此,由于提供财务资助的合同一般情况下不会由于违反禁止财务资助规定而必然无效,同时,上市公司及其相关人员违反禁令的行为仅仅会受到行政处罚,较低的违法成本难以给上市公司及其高级管理人员带来威慑效果。

三、禁止财务资助的法理依据及其反思

在传统观点中,有学者认为禁止财务资助是资本维持原则的衍生,意在对公司购买其自身股份予以限制,阻止公司不恰当地将资本返还至股东;^[9]詹森斯委员会则认为,如果一个人不能从本身资源中提供必要资金去购买公司控制权,公司将只获得一个虚幻对价……如果这

[9] Kenyon - Slade, *Mergers and Takeovers in the US and UK: Law and Practice*, Oxford University Press, 2004, p. 530.

种投机交易失败了,对债权人和小股东而言,仅有的一丝慰藉只是公司董事要承担过失责任;^[10]有学者基于财务资助肇始于“一战”后出现的“杠杆收购”雏形的历史认为,禁令是为了对杠杆收购的核心——使用目标公司资产作为债务融资的担保或最终还款来源——形成阻碍;还有观点认为,由于财务资助可能被公司管理层用来人为地虚增二级市场的需求,从而推动股票价格上涨,因此,禁止财务资助可以有效保护目标公司股票的价格机制,防范市场操纵行为。^[11]

这些传统观点在不同程度上提供了各自的逻辑论证,但是都无法对禁止财务资助制度的具体微观规则和制度变迁过程进行强有力的解释。例如,禁令的限制范围远远超过了资本维持原则所试图去规范的范围,对于一些完全没有对公司资产造成减损的交易(如提供贷款)也在禁止范围,对于这些交易被禁止的合理性,资本维持原则无法提供有利的解释,因为“涉及财务资助的交易事实上没有减少公司的股份资本”^[12]

在现代企业理论中,企业的出现被认为是“一系列合约被一个合约替代”“生产要素通过合约同意在一定限度内听从企业家的指挥”,^[13]企业本质是一个由不同契约所构建的契约结构或“契约束”。同时,由于人的有限理性和事前的信息不对称性、事后的信息不对称性引起的强弱不等的不可观察性和不可证实性、语言文字的限制性、市场一方是异质且存在足够多的偏好合作类型,使公司契约是一种不完备契约,^[14]并由此产生了三种代理成本问题:第一类代理成本问题是指

[10] Jenkins Committee, *Report of the Company Law Committee*, available at https://www.takeovers.gov.au/content/Resources/other_resources/downloads/jenkins_committee_v2.pdf, last visit on July 23, 2018.

[11] Javier Tortuero, *The impact of Spanish Financial Assistance Regulations on Leveraged Buyouts*, J. I. B. L. R., 2007.

[12] The Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law: Company Formation and Capital Maintenance*, available at <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121101191814/http://www.bis.gov.uk/files/file23277.pdf>, last visit on July 23, 2018.

[13] [美] 罗纳德·H. 科斯:《企业的性质》,姚海鑫译,商务印书馆 2006 年版,第 26 页。

[14] [美] 艾伦·斯瓦茨:《法律契约理论与不完全契约》,载[瑞典] 拉斯·沃因等编:《契约经济学》,李风圣译,经济科学出版社 1999 年版,第 103 页。

因所有权与控制权分离所导致的公司所有者与其雇用经营人员之间的利益冲突;第二类代理成本问题是指因“资本多数制表决”原则所导致的公司大股东或控股股东与中小股东之间的利益冲突;第三类代理成本问题是指因“有限责任”制导致的公司本身或其股东与其利害关系人(主要是债权人)之间的利益冲突。公司法的重要功能就是通过促进公司利益相关者的协作、降低利益相关者的减损价值和遏制利益相关者的机会主义来回应这三类代理成本,“公司法的核心在于解决代理问题”。^[15] 禁止财务资助制度尽管是一种保护机制,但它有时候会使那些增加公司价值的、有益于公司利益相关者的良好交易被拒之千里。^[16] 财务资助法律制度的功能价值应从“遏制”演变为“遴选”,即阻止具有资产剥夺性质的财务资助,准许经济有效的财务资助得以进行。

首先,从第一类代理成本的角度出发,对于私人公司,绝大部分的主要股东既有意愿又有精力参与日常经营,股东身份和管理层身份在很大程度上合二为一,这种经济结构和组织范式使管理层只会强烈偏好于那些有益于增加公司价值的财务资助。对于公众公司,股东人数众多且分散化导致了两个新情况:第一,由于股东无法直接管理,使得公司的剩余控制权(控制公司各项商业事务的法律权威)被授予给董事会和管理层;第二,对经营层的监督成为一种“公共物品”,每个股东希望其他股东进行监督而自己“搭便车”,最终没有或几乎没有监督。^[17] 对于财务资助交易,公众公司的董事和管理层并不具有天然偏好,一般在两种情况下才符合其个人效用最大化:一种是财务资助有益于增加公司价值和盈利水平,由于管理层的正常经济回报和公司经营绩效水平直接相挂钩,那么,管理层也欢迎这类财务资助;另一种是财

[15] [美]莱纳·克拉克曼、[美]亨利·汉斯曼:《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2~5页。

[16] Eilis Ferran, *Corporate Transactions and Financial Assistance: Shifting Policy Perceptions but Static Law*, Cambridge Law Journal, Vol. 63, Issue 1 (March 2004), pp. 225-243.

[17] [美]奥利弗·哈特:《企业、合同与财务结构》,费方域译,上海人民出版社2006年版,第159~160页。

务资助不会提升公司价值但是管理层本人可能从中获益,例如,在向管理层的个人挚友或家族成员提供财务资助时,尽管该资助行为不会增加公司价值,但是由于这些财务资助对象与管理层有着密切的社会关系和情感联结,从中会为管理层带来较多社会性的回报和私益。

其次,从第二类代理成本角度出发,私人公司有着较少的股东人数而且彼此之间相互熟悉和信任,在成为公司股东之前,往往已经有过其他经济合作或个人生活关系,公司日常运营也都建立在相互信任的基础之上,因此第二类代理成本较小。对于公众公司而言,作为代理人的控股股东有动机去充分利用控制权使得私益最大化,而作为委托人的小股东对控股股东的监督则普遍具有“搭便车”心理。^[18]此外,由于公众公司缺少人合性特征,股东之间不存在其他社会关系,所以第二类代理问题比较突出。在提供财务资助中,如果在控股股东本身希望与第三方建立合作关系、取得获利颇丰的商业合作机会时,该三方正计划购买本公司股份,控股股东将会为了获取这些商业机会而愿意帮助第三方购买本公司的股份,或者第三方实际上是由股东实际控制的,控股股东希望以低融资成本进一步增加对公司的持股比例等,而公司向第三方提供财务资助所产生的成本却是由公司全体股东实际承担的,使控股股东仅仅承担部分成本却享受全部收益,所以控股股东对促成这种财务资助行为有着极大的动力。^[19]

最后,从第三类代理成本角度出发,这类成本的根源在于公司股东仅以出资额为限对公司债权人承担有限责任,这在一定程度上刺激了股东做出次优的投资决策。如果是向他人提供贷款的形式提供财务资助,由于对外借款不会直接影响公司的股份资本,因此它并不必然损害公司的净资产,公司的股份资本、资本偿还准备金、股份溢价账户不会发生变化,只是公司资产科目下的某一类资产被替换为另一类资产,

[18] 芦峰:《基于公司内外部治理结合的中小股东权益保护研究》,合肥工业大学出版社2015年版,第15~16页。

[19] Lucian Arye Bebchukl, *Stock Pyramids, Cross - Ownership, and Dual Class Equity: The Creating and Agency Costs of Separating Control From Cash Flow Right*, NBER Working Paper, 1999, 转引自曹富国:《少数股东保护与公司治理》,社会科学文献出版社2006年版,第71页。

即原来金额为 x 的“现金”变成了同等金额的“其他应收款—借款”。^[20] 在公司经营良好、正常展业且不存在无法偿付到期债务时,尽管现金类资产被置换成了其他类型资产,但是只要提供贷款的交易对价是公允合理且提供充分担保措施的话,这笔“财务资助”并不会损害到公司资产和价值,它也不会比由于其他原因而提供贷款或任何其他交易对公司产生更多的损害。^[21] 在这种情况下,公司所做出的这种财务资助行为并不必然会损害公司债权人利益,对债权人利益产生不利影响的是那些直接损害公司偿还能力的财务资助行为,会减弱目标公司的对外偿付能力。由此可见,当财务资助行为发生在公司具有高杠杆率财务结构、偿债能力严重不足或者可能损害目标公司偿还能力时,会出现比较严重的第三类代理成本问题。

四、我国财务资助差异化管理的多重维度

(一) 维度一: 公司类型

根据我国现有公司法律体系,公司类型可以划分为有限责任公司、上市公司、非上市公众公司和非上市非公众公司(俗称“两非”),^[22] 它们与英美法系国家的私人公司/闭锁公司和公众公司有着如何的映射关系呢? 整体而言,我国现有的有限责任公司和“两非”公司与英国的有限责任私人公司、澳大利亚的股份限制责任私人公司相类似,而上市公司和非上市公众公司则与英国的有限责任公众公司、澳大利亚的股份限制责任公众公司相类似。正如前文所阐述的,对于私人公司而言,在财务资助中出现第一类、第二类代理成本问题的可能性较小,而第三

[20] Simon Mercouris, *The Prohibition on Financial Assistance: The Case for A Commercially Pragmatic Interpretation*, *Company Lawyer*, Vol. 35, Issue 11 (2004).

[21] Maisie Ooi, *The Financial Assistance Prohibition: Changing Legislative and Judicial Landscape*, *Singapore Journal of Legal Studies*, Vol. 2009, Issue 1 (2009), pp. 135 - 160.

[22] 我国《公司法》第2条规定的两类公司类型为有限责任公司和股份有限公司。为便于下文概念比较,这里将股份有限公司的三种类型与有限责任公司并列。

类代理成本问题是存在的。对于公众公司而言,财务资助中普遍存在着第一类、第二类和第三类代理成本问题,这意味着我国各公司类型在财务资助规制的严厉度上也应需做相应差异化管理。

1. 对于有限责任公司和非上市非公众公司,考虑到其第一类、第二类代理成本问题比较小,因此原则上允许公司提供财务资助,将其决策权由公司章程进行规定,但是由于其存在第三类代理成本问题,法律需要明确规定提供财务资助不得损害公司的对外偿付能力。

2. 对于上市公司和非上市公众公司,除了第三类代理成本问题外,还普遍存在着第一、二类代理成本问题。以上市公司为例,截至2017年12月31日,在沪深交易所共3500多家上市公司中,第一大股东持股比例20%以下的占比为18.30%,第一大股东持股20%~60%的占比为76.35%,第一大股东持股60%以上(含)的占比为5.35%;第一大股东持股20%~60%的Z值^[23]平均值约为7.44,第一大股东持股60%以上(含)的Z值平均值约为32。不难发现,我国上市公司中“一股独大”的现象非常明显,且大股东对公司控制程度很高,根据莫克、史莱夫和维斯尼的假设,^[24]当前我国上市公司中第二类代理问题在第一类、第二类代理问题中占据主导,即大股东掠夺中小股东利益的“掏空效应”更为突出。所以在规制力度上要更严格,原则上禁止它们提供财务资助,除非符合特定情形或遵循一定法定程序。

(二) 维度二:公司控制权

对于上市公司和非上市公众公司,是否取得公司控制权的不同股份购买类型所带来的代理成本是不同的。

首先,对于不以取得公司控制权的一般股份购买(包括员工激励和员工持股计划),由于购买方在取得公司股份之后仅仅成为公司的普通股东,不具有对公司股东(大)会和董事会的重大影响力,更无法

[23] Z值(第一大股东与第二大股东持股份额之比)用来衡量第一大股东控制程度或股权制衡度,该数值越大,表明第一大股东对公司的控制程度越高。

[24] 莫克、史莱夫和维斯尼通过对《财富》500强公司的实证分析发现,随着股权结构的不断变化,代理问题呈现交替转化特征:(1)在股权结构分散时,第一类代理问题占主导;(2)在股权集中度较高时,第二类代理成本问题占主导;(3)在股权高度集中时,第一类代理成本问题再次占主导。

对公司日常经营和重大决策予以控制。因此,其股份购买行为本身不会使公司代理成本问题比之前有所加剧。

在这类一般购买交易中,员工激励和员工持股计划需要特别关注。目前,参与资金匮乏已经成为我国推行员工持股计划的最大障碍,其法律根源在于现行立法采取了与发达国家鼓励公司对员工持股计划提供财务资助截然相反的立法导向。现有的绝对禁止政策并不可取,一则股权激励和员工持股计划对实现股权社会化和经济民主、鼓励专用性人力资本投资意义重大;二则实践已充分证明公司以及公司股东愿意采取财务资助方式来推动员工持股计划,^[25]但是考虑到我国员工激励和员工持股计划中高级人员占比较高的特点,这种杠杆型操作容易放大高级人员与公司股东之间的利益冲突,因此需要规制上更为严格。

其次,对于以取得公司控制权为目的的收购行为(含管理层收购),在收购完成后收购方将对公司股东(大)会和董事会产生重大影响,并取得经营控制权。如果收购资金来自外部融资,收购方在完成收购之后需要将外部性的高负债进行杠杆内化,一般会采取大量现金分红和频繁关联交易以尽快获取现金资产。大比例现金分红将削弱公司内源性融资能力、增加财务风险,关联交易可能使公司资产流失、股份价值减少,加重第二类代理成本问题。此外,第三类代理成本问题会比收购前更为严重。由于融资资金一般都期限较短,短期内偿付巨大还款资金的压力将在实质上被转嫁至被收购公司,大大限制了公司可用现金,股东没有足够资金进行项目投资(投资不足),同时还会迫使公司将绝大部分资产都出售出去,并以股利分配方式支付给控股股东(清算性股利分配)。

(三) 维度三:交易动机

即便是在上市公司收购行为中,不同的交易动机所产生的代理成本也会有很大差异。进行公司收购总是有着各种动机和原因,其中一

[25] 目前一些上市公司以每年净利润作为基数提取一定比例奖励基金作为员工持股计划资产,例如宝能新能源设立了“员工持股计划奖励金”,每年按照上一年度净利润的10%提取奖励金,分别作为第1~10期员工持股计划的资金。这种方式在经济实质上也是利用了上市公司的资金资源向员工持股计划取得公司股票进行财务资助,同上市公司直接向员工持股计划提供财务资助没有本质区别。

些是完全合理的商业性的或社会性的,有一些则令人怀疑。

在我国市场中,前者主要包括以提升主业竞争力为目标的提升市场地位型动机,常见于同行业的横向及纵向收购,如南北车合并、长电科技收购星科金朋;以获得新的利润增长点而进行经营转型或产业升级为目标的多元化经营型动机,如郑煤机收购博世旗下起动机和发电机业务;以适应国家战略规划和产业政策为目标的适应政策型动机,如宝钢股份吸收合并武钢股份。对于这些交易动机,收购双方本身是为了改善公司经营、提升公司整体的长期价值而不是为了某一方利益相关者的私利,因此代理成本比较小。

在良性交易动机之外还存在一些不良的交易动机,其中最为突出就是资本投机型动机,即以热点、爆点题材为诱饵,频繁交易上市公司“壳资源”,配合虚假宣传甚至市场操纵等非法手段来引导和推高股价,获得公司控制权争夺中产生的股票溢价后进行套现盈利。在这类纯粹以资本投机为目的的收购行为中,收购方寻求的是短期内股价暴涨套利,不是为了改善上市公司经营和提升其长期价值,所以控股股东和中小股东之间的代理问题尤为严重。还存在一些利益输送型动机,其目的主要是通过协议收购这一合法外衣,调节被收购股权的高溢价,实现向原控股股东或实际控制人利益输送,其代理成本问题更是不言而喻。此外,其他不良交易动机还包括了“养壳”“保壳”实施内幕交易、进行概念炒作、配合股东减持等违法违规行为。^[26]

(四) 维度四:交易杠杆

近年来,A股市场上市公司收购日益普遍和活跃,在发挥企业价值发现、引导资源合理配置方面起到了积极作用,其中杠杆收购方式也被频繁使用。从统计数据表明,2015年至2017年三年间发生的上市公司收购中,涉及外部融资的占比超过40%,较为典型的是借助银行并购贷款的龙薇传媒收购万家文化,借助股权质押融资的西藏锋泓对宝光股份的控制权争夺,以及借助保险资金以及资管计划多层嵌套的宝能系对万科的控制权争夺。其中很多负面性案例引发了市场的广泛关

[26] 参见《2017年沪市并购重组及监管情况的答记者问》,载 <http://chuansong.me/n/2161222751121>, 2018年7月16日访问。

注和争议,除了给资本市场带来极大系统性风险隐患之外,甚至还涉及险资违规运用、内幕交易、市场操纵、信息披露不充分等违法违规行为。这些问题的本源都是脱实向虚、空转套利、杠杆无度等金融乱象在上市公司收购领域的折射。

因此,我们在强调杠杆收购所带来的提高被收购公司经营业绩、增加生产水平值等正面价值的同时,^[27]也务必正视高杠杆融资收购产生的负面作用。目前,整个国家宏观经济中的政府、企业和家庭部门都在积极去杠杆、稳杠杆,对于上市公司提供财务资助的法律规则也应充分服务于经济调控的客观需要。

对收购行为进行财务资助的形式具有多样性,包括赠予财产、为其外部融资提供保证或抵押、免除其已有债务、直接向其提供低息贷款等。但是,并非所有财务资助形式都会导致扩大杠杆的效果,例如赠与、免除所负债务,尽管会为收购方购买股份“铺平”道路,但是由于对于收购方来说不属于债务性融资,所以,需要考虑的是赠与和免除债务的合理性,而不是高杠杆衍生出来的各种风险。此外,杠杆本身成为问题主要源于杠杆率过高引发的各种风险,如果外部融资(包括借款形式的财务资助)在整个收购资金中占比很小,那么这种低杠杆不会引发系统性风险和其他道德风险。所以,在收购中提供财务资助是否会加重代理成本问题还取决于杠杆比率水平。

五、结语

现行禁止财务资助制度基本上是散落在各个部门规章和监管通知中的碎片化规则,而且各种规则的内容和标准不一致,因此需要统一规范,避免出现不合理的规则差异甚至规则冲突。目前相关规定根据是否为境外上市公司、境内上市公司、国有企业、特殊金融企业和一般公司而适用不同规定。这种差别化不是立法者在事前依照不同公司特点

[27] D. Cumming, *Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance*, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, Issue 4(2007), pp. 439 - 460.

合理设计的结果,恰恰相反,其反映的是财务资助相关规定的逻辑混乱和不同监管部门的各自为政。因此,需要在同一种法理逻辑的框架内进行具有统一逻辑性的规则重构。

首先,法律应该明确规定:(1)提供财务资助不得减少公司净资产,或减少净资产时该资助资金是从公司可分配利润中提供的;(2)财务资助是善意的且符合公司最佳利益;(3)财务资助不得损害公司对外偿付能力,以此减少财务资助中可能出现的第三类代理成本。

其次,针对财务资助中的第一类、第二类代理成本,需要结合公司类型、是否涉及公司控制权、交易动机和交易杠杆情况进行差异化管理。对于有限责任公司和非上市非公众公司,原则上允许公司提供财务资助,具体内部决策流程由公司章程自行规定。

对于上市公司和非上市公众公司,如果该股份购买行为不涉及到公司控制权争夺,可以采取新加坡、中国香港地区和新西兰的“资本比例模式”,即在本次财务资助以及其他已提供但未偿付财务资助的累计总额不超过公司付讫资本及储备金之和一定比例的情况下,可以由公司董事会依照公司章程规定的特别决议方式予以批准。其中,如果涉及对员工持股计划或股权激励进行财务资助的,所涉董事予以回避表决,以避免产生利益冲突。

如果该股份购买行为涉及控制权争夺,需要加强规制力度。一是在公司内部审批流程上更加严格,需要经过股东大会特别决议方式进行审批,如果是协议转让方式的,所涉股东予以回避表决。二是需要结合交易动机和杠杆情况进行差异化规制,由于证券交易所具有监管上市公司收购重组的职能,可以赋予交易所对上市公司提供财务资助进行正当性审查的权利。对于那些服务于实体经济发展、为了提升上市公司业务竞争力和长期价值的以及不涉及高杠杆融资性质的良性收购行为,可以提供财务资助;对于那些纯粹进行资本运作和投机套利、实施内幕交易和市场操纵、进行题材炒作、配合股东减持和具有高杠杆融资性质的不当收购行为,禁止提供财务资助。三是赋予上市公司中小股东一定的异议权,即只有在规定期限内没有公司股东向法院申请取消公司有关财务资助决议或提出申请后法院仍旧批准了该决议之后,公司股东大会所批准的财务资助决议才能正式执行。

最后,要求批准财务资助的董事做出偿付能力声明,要求其阐明:(1)资助具体形式和内容;(2)被资助人基本信息;(3)提供财务资助符合公司最佳利益且其交易对价公允合理;(4)基于合理理由判断,在提供财务资助的12个月内公司不会出现无力偿付其到期债务的情形。同时,对在非法财务资助中负有过错的董事,将因其违反信义义务而承担公司在该交易中的所有损失。通过董事做出偿付能力声明的信义义务并强化违法处罚责任,可以有效减少财务资助过程中的代理成本。

由于代理关系本身具有对称性,因此,绝对禁止或放任自由都会在消除一种代理成本的同时,增加其反面的代理成本。因而,法律需要建立一种弹性的、能够平衡各方利益及偏好的灵活机制,建立一种契约自治和法律管制相结合的治理路径,运用法定标准和审批程序等管控措施来降低在财务资助行为中“委托人”可能遭受“代理人”机会主义的伤害,从而提高整体经济效率。

(编辑:何昕、韩励豪)