

何为公开公司法“理论”*

——以资本市场与股份公司法制度为中心

上村达男**著 熊 洁***译

摘要:股份公司与资本市场互为表里。有限责任制度是股份公司进入资本市场的基础,从中“游离”出来的股份架起了股份公司和资本市场的桥梁。比起美国宽松的公司法制,谨慎型的欧洲公司法制度更值得日本借鉴。

关键词:公开公司法理论 股东 投资者 资本市场

股份公司是证券市场的主体,但股份公司的有限责任特征容易造成市场失灵,不利于保护投资者权益。为此,需要重构公开公司法理论。

一、何为公开公司法“理论”

股份公司制度是能够有效利用最大规模的证

* 本论文曾提交于2012年度清华大学举办的“二十一世纪商法论坛”。

** 日本早稻田法学院教授。

*** 西南政法大学民商法学院副教授,日本早稻田大学法学博士。

券市场的公司形式,在这点上它与其他的公司形式存在很大的差别。适合于证券市场的股份公司制度的特征应来自于证券市场的理论,应符合市场要求,在此意义上股份公司法就必然是公开公司法。那是否有必要还特别提出公开公司法理论呢?对证券市场的失控导致了股份公司制度的崩溃,随之出现了经济大混乱。欧美国家已有沉痛的教训,积累了相应的经验和智慧,而日本并不具备这种经历。与最大规模的证券市场成为一体的股份公司制度应为何种制度,剖析前暂且先搁置欧美国家目前的理论,需以新的设想重新构建公开股份公司法理论,应对因运用股份公司制度而出现的风险。仅仅因为欧美国家依然使用着旧的概念与理论,我们如果直接继受欧美的理论,就会因不学习历史而徒劳地重复重大的失败。欧美国家虽然有着丰富的经验,但他们因为易于依赖经验所以尚在反复失败。构建公开公司法理论正是我们对欧美国家的现状持批判态度的体现。因此,重要的是将欧美国家过于依赖经验而怠于理论化的问题趋向理论化,由此实现以理论型“智慧”超越经验型“智慧”。

二、股份公司为何能够运用自如证券市场?

回应这一问题只能从何为股份公司谈起。笔者认为需构建将传统理论中的以人的集合体社团社员一股东为中心的理论转换为以物为中心的证券市场的理论的基础,再将焦点回放到人的意义上。也就是说,将迄今为止以人的意思为中心说明一切的理论转换为具备适合证券市场出资形式的股份的理论后,结合人的理论。需从理论上克服被冷酷的资本理论贯穿的证券市场这一非人性的世界,从而看到真正的人类。因此,首先应探讨有限责任性质的转换。

股份公司法最大的特色在于全体股东均负有限责任。但是同为有限责任,资合公司(康孟达—Kommanditgesellschaft)的有限责任社员、有限责任合伙(partnership in commendam、limited partnership)的有限责任合伙人与股份公司的有限责任在本质上完全不同。前者的这些公司或事业中的有限责任附着于人之上。无限责任也是如此。在章程中记

载某人为有限责任社员或无限责任社员。但是,股份公司中是否存在被称为有限责任社员的人呢?有人见过此人吗?股东是股份(share)的持有人(holder),“有限责任社员”似乎完全不存在。此处并不存在有限责任社员,而是因为持有限定责任的金融商品—股份这一物的结果,持有人的责任仅为有限责任而已。总之,有限责任不是附着在股东这一人之上,而是附着于股份这一物之上。

为何股份这一物必须是有限责任呢?这是因为作为整体的各不相同的股权“stock”变形为均一的、同一性质的、大量的抽象单位“share”这一形态,金钱出资为前提以“一份股份多少钱”的形式形成价格,由此可以形成证券市场。无论是设立阶段还是新股发行阶段,发起人、投资者通过认购股份、缴纳股款“成为股东”。或者通过在证券交易所购买已发行的股份,投资者或公众“成为股东”。于是由于股份这一适合证券市场的物先于股东存在,因此股份公司从设立阶段开始通过公开募集可以骤然与证券市场成为一体启动。

另外,利润分配请求权、剩余财产分配请求权、表决权都当然地附着在每一股份这一物上,因此1万股有可能是由一个人持有或由1万个人持有。创投企业、封闭型公司在章程中规定认可权利的属人性。在此特地表述为属人性的前提是因为如果未在章程中规定这些权利就不具备属人性,自然各项权利就附着于股份这一物上,其实在这些类型的公司中各项权利原本就具有属人性,没有必要特地指出属人性。日本由于废除了本应有的区分立法,所以令人不可思议地在探讨这些问题,但另一方面在大规模公开公司中谈及有限责任“社员”,可以说暴露出了将一切以人为中心构成的理论的不合理之处。

三、出现证券市场失控的可能性

如此公司制度的设想是以人类的意志、人类的责任限制为中心发展至今,而股份从中脱离出来,展现股份公司与证券市场成为一体的独特的世界。有限责任原本保护的是只出资而不参与经营的人类的生活,但是由于有限责任附着于股份这一物上的性质,只要购买股份,任

何人都能享受有限责任利益。因此,普遍认为无论是法人、国家、隐名基金,任何在证券市场“购买”股份“者”就能成为股份公司制度乃至于经济社会的主角。在“个体”得不到尊重的世界这些显得理所当然。公司法原本以人为中心,而脱离到物的世界后应有效运用资本市场的股份公司制度,但它却成为了轻易地认可资本市场理论的路径以及市场失控的契机。巨大的股份(share)市场具有强烈的、抽象的资本(capital)市场的性质,股份的转让从表现或传达人类意思的场所变质为充满资本或金钱论的世界。股份市场虽为市民社会评价企业实现使命的场所,但是以供求关系形成价格的要素更高。在股份市场适时披露信息如同生命,股份市场机制需要信息内容的准确性、会计制度的统一、审计制度、内部控制制度、市场违规行为的防范体制、有效的市场监督体系、多样的制裁手段等。但历史告诫我们这些机制并不能够“事先”充分地抑制在市场中贪得无厌的行为。全球化市场亦存在于这些理论的延长线上。民主理论无法控制市场理论时,市场理论的失控(泡沫的形成与崩溃)就会导致企业经营失败、失业、社会不稳定、犯罪,最终引发殖民地战争以及现今的殖民地的内国化,甚至成为造成贫富差距、贫困的工具,破坏国民生活的手段。

“公司是股东的”、“股东是公司的所有者”这一传统的认识原本具有强调出资人或股东这一人的含义。但它为金权主义的设想开辟了道路,也就是说只要是能够购买股份这一物的(无论其是事业法人、国家、独裁者抑或是犯罪人)就似乎是企业社会的主权者。在欧美国家,股份公司制度历来具有调整市场理论与民主理论的性质(欧美国家主张股东是个人,重视股东对公司经营进行牵制的意义。例如:股东大会、代表诉讼、对董事违法行为的停止请求权、信息收集权,等等),因为大部分股东都是个人或对个人负有严格的受托人责任的机构投资者。正因为如此,美国依然存在人民资本主义(people's capitalism)的传统,还未到无可救药的地步,而同时在美国盛行的法与经济学、金融理论则彻底地放弃了民主理论,过度信赖以合理的经济人假设为前提的市场机制化。这使美国、尤其是未经民主传统和历史的国家的股份公司法理论退化。2006年的日本公司法正是最为典型的退化例,该法将泡沫崩溃后的病人对策般的規制放宽,并普遍化。以表决权为中心

股东参与公司治理的权利绝不是为了获取经济利益的激励机制。以经济利益说明民主的价值纯属对人类历史的无知,只能是严重有损股份公司制度的理念(后述)。

一百多年前,无论是欧洲还是美国均禁止法人持股。日本1947年最初的反垄断法禁止法人持股。这一制度渊源来自法国革命以来欧洲最大限度地尊重“个体”憎恶法人、团体(禁止一切团体、结社的谢普雷(Loi Le Chapelier)法就是其表现)的观念。而日本大部分股东是法人、中国公开企业的大部分控股股东为国有法人,我们两国在真正理解欧美派的股份公司制度的基础上应解决这一制度“瓶颈”。股东主权、股东价值最大化的口号经由全球化市场,与个人分离的事业法人、王族、独裁者、国家成为主权者的契机。股东主权经由空虚的、抽象的“合理经济人假设”概念,在欧洲之外的地方发挥大幅度的肯定公司制度脱离人类的功能。由少数出资者组成的隐名私募基金的横行意味着大幅度认可无名无姓的大规模股东的存在,笔者认为这与日本曾经学习过的欧美市民社会理念是背道而驰的。年金基金等的终端存在无数的市民阶层出资者,隐名股东在以基金运用人对基金终端的个人负有极为严格的受托人(fiduciary duty)责任的前提下是具有存在的合理性的。但在只有几个大富豪为隐名股东的情况下,就难以做出合理的解释。因为背后的出资者向基金运用者逐一发出指令,背后的实质性的出资者就是有名有姓的股东(英国公司法对这种情形规定公司应载明事实股东的姓名或名称)。如果国家基金壮大,基于国家的性质资本市场的性质也会发生很大的变化,随后出现重大的国际政治问题。股份公司制度虽然是谋求市场与民主相协调的世界,但与全球化金融市场相对应的全球化民主却并不存在。显而易见,由此出现了重新强调国家、国家利益的倾向,这是全球化金融、资本市场的本质问题。

四、始于投资者的股份公司法理论

股份公司是适合证券市场的公司形式、股份公司法理论以股份的性质为中心展开时,其起点就应在先于股东存在的投资者或公众,而并

非始于购买股份后的投资者—股东。投资者或公众对公司的投资在了解上市公司披露的相关信息为主把握投资客体的真实价值后购买其股份,“成为股东”(信息披露中适时披露信息最为重要—年度报告仅仅是每年收集整理一次适时披露信息的年鉴或年报而已)。在证券交易所公开股份的阶段或者公布准备公开股份的阶段,该公司就必须业已具备能切实地实行为投资者披露信息、进行会计审计、内部控制等公司治理体制。股份公司的公司治理体制首先必须能够切实地实施资本市场法制所要求的为投资者的制度(根据上市基准公司治理水平未达标的情况较多)。

投资者是股份购买者,为了投资者股份公司应尽到公司治理的责任,由此股份公司制度经由投资者概念向市民社会敞开。股份的购买者是全体国民。在资本市场中“购买”和“出售”是对等的,因购买股份而成为股东者亦随时可能成为资本市场中的“出售者”。股东成为“出售者”时就是投资者,这就要求资本市场法制充分发挥作用,要求公司治理切实地符合资本市场法制。例如,要约收购是围绕股份溢价分配的制度,所以有见解认为该制度应为公司法的制度。在要约收购中股东作出“出售或不出售”决定时等于是投资者、也就是作为投资者的股东,因此理所当然可理解为公开公司制度就是资本市场法制(有见解认为要约收购是公司法的制度,如此一来,现行法中的诸多行政法规就应废止,结果将会造成理论无法自圆其说,这是不负责任的见解)。

五、股东是行使股东权的主体

股东是买卖投资主体,股东购买股份后作为重要的利益相关人对公司的经营方针、方式产生比较大的影响。比如,在股东大会上行使表决权;通过股东代表诉讼监督经营;行使知情权;行使各种诉权。在此所指股东不是作为投资者的股东,而是作为股东权行使主体的股东。传统的股份公司法理论从私法的角度只探讨这部分,一直信奉这才是股份公司法本身。而公开公司法法理将该部分与市场理论并列论述,体现出了股份公司制度中的民主理论应有的形态。如前所述,股份公

司是提供国民生活所需的财富、服务、雇用等的主体,其整体运营方式必须受到享受这些利益的市民的控制。

1602年的荷兰东印度公司被称为全球史上最早的公司,据说公司中并不存在股东大会,而英国东印度公司设置股东大会则是因为受克伦威尔的民主改革的影响。欧洲在公司制度里融入民主要素是因为应社会变革民主之风的需要。股份公司制度是一国国内的问题,也是根本问题,而在没有国境的市场中未经民主改革的地方就潜藏着很大的问题。全球化市场与全球化规则未配套,导致全球化市场的规则仅仅是仿效美国州法的境内规则。这就是全球化金融危机的根源所在。这种情况曾在美国出现过,美国证券市场超越洲际已达到联邦层面,而相应的治理规则却未超越洲际层面。美国的州际公司法制为确保税收,进行朝底竞争(美国学者自嘲为 race to the bottom)而退步,这种状况在全球扩大化。

虽然美国有最大的自由,但同时美国也以美国特有的极为严格的制度应对。即悬赏(bounty)举报违规行为的机制;存在如同西部剧中的保安官似的SEC;命令交出利益的disgorgement制度;要求最高3倍赔偿的民事制裁(civil penalty);兜底条款SEC Rule 10b-5;共谋罪(conspiracy);司法交易;集团诉讼(class action);证据披露(discovery);诱捕、窃听、伪装调查,等等。美国就因为具备这种严厉的制度而能保障美国的自由,而像日本在基本不可能移植美国式严厉的制度状况下,一味地仿效美国的自由,最终日本市场经济的去向是可想而知的。

六、资本市场准则自身的追求不可欠缺

如前所述,公开股份公司法内在原理从有限责任社员这一人的理论转化为限定责任的金融商品—股份这一物的理论,该理论支持着形成股份市场或者资本市场的可能性。因此,重要的是确保从人的理论中分离出来的资本市场理论自身的自律性、一贯性。资本市场的交易客体不仅仅是股份、公司债券,从股份公司所产生的金融商品,国债、地方债、金融衍生品等证券化商品等所有的金融商品都是对象,存在适

用于所有商品的共通的准则理念。这一准则曾经是投资者保护政策,然而现在则需要强调发挥资本市场的功能尤其是确保公正的价格形成功能这一市场经济的核心概念(日本的《金融商品交易法》在制定时被称为《证券交易法》,但2007年修改时改为现有名称,其目的规定从正面列举了“完全发挥资本市场的功能”和“公正的价格形成”——立法负责人明确表示这是采用了笔者三十多年来一直主张的见解)。资本市场法制将投资者保护作为法的目的时代,该法的性质被理解为私法,是围绕证券的“交易法”。但是法的目的定位到具有形成公正的价格功能时,资本市场法制被理解为经济法成为围绕证券的“市场法”。市场在巨大化而市场准则欠缺,加之泡沫的形成与崩溃,给一生中从未进行证券交易的个人或市民的生活造成决定性的恶劣影响。非但如此,将此理解为围绕证券的交易法的私法,这就只能将资本市场法制过小化。投资者在成为证券投资者之前作为国民因证券市场健全地发挥作用而受惠。资本市场易于形成泡沫、崩溃,极易误导所有国家及事业团体的政策决定或经营决策。证券市场对全体国民而言是极为重要的公共财富(commoms),不得认为不进行股份交易而袖手旁观。

适合于最大规模的资本市场的公开股份公司法保障股东想卖出股份时可以卖出、希望买进股份时必然能买到的机制。同时要求该交易价格是以具备竞争性的市场机制为基础形成的公正的价格,也就是必须按照公开行情进行交易。资本市场法为确保形成公正的价格功能(投资判断应把握交易客体的真实价值,并通过竞争积累形成的价格)的该法的目的规定需要的是:完善推动市场规则的行业规制;确保证券交易所的价格形成规则;提供有关投资客体物件的相关信息等规则、审计规则、市场监督体系等综合性规则群。这一系列的制度被定位为确保形成公正的价格这一目的规定。

普遍理解股份公司法理论是传统的私法理论,是商法的内容之一,在现实中被证券场所利用。同时还泛滥与证券规制毫无关系的公司法理论,于是与无准则的证券市场为一体的股份公司在实践中毫无节制地活跃在市场。欧洲和美国在实践中曾经历过有效运用证券市场,而同时又因无视证券市场本来必须具备的制度设置贪婪地榨干证券市场而滋生巨大泡沫的痛苦记忆。日本也刚刚经历了因证券交易法受行

政干预的陈旧设想的影响随意使用证券市场导致巨大泡沫的形成及其崩溃的经验。规制动辄就输给泡沫的诱惑。现在的日本经常使用失去的20年这一表述,这一表述蕴涵着日本人期待泡沫经济巅峰时代的再现、非理性化的愿望。

七、公开公司法的基本范畴

资本市场的公开公司法涉及六大基本范畴,构成了公开公司法的基础。

“有限责任”:如前所述,公开股份公司不存在有限责任社员,首先存在限定责任的金融商品这一股份,持有股份者为股东(股份先于股东存在)。在有限责任公司等封闭型公司中,即使存在出资单位均一性的规定,该规定只是任意性法规,有限责任股东确实存在。

“企业价值”:指各企业最大限度地实现其目的、使命,对此作出贡献的资本以及股东通过股价、分红得到回报。经营目的本身不在于股东价值的最大化。在市场经济中国民生活所需财富、服务(消费财富、生产财富、雇用、研发等)的提供主体是各个领域的领头企业群。股份公司制度是最大限度地尊重人类的创意、意思,能给人类带来最大幸福的制度。最大限度地实现各企业的目的、使命这才是股份公司制度的本质价值。

“敌意收购”:从而为最大限度地实现使命作出贡献的盖然性较高的企业并购,即使是敌意的其合理性的也可以得到肯定,但没有贡献时就会被否定。针对滥用的收购者可以使用多种防御手段是因为该收购者取得经营权,与现状相比不可能最大限度地实现经营目的或者使命。

“公司治理”:绝不是指股东价值最大化的体系,而是探讨经营权的正当根据(控制的正当性—马克思·韦伯)。经营权的根据归根结底并不应存在于所谓的公司所有者股东大会的权威中,而应基于对经营者的充分的信任构建较为严格的牵制体系(治理体系)。由此经营者能够大胆地做出经营判断,避免事后的诉讼风险。美国普遍适用独

立董事制度的原因并不是经营者从经营的角度考虑,而是因为如果不普及则会在诉讼中败诉。

“资本概念”:美国学派的“法与经济学”以及金融理论探讨分析的是交易规则或交易成本,不具有市场机制的视觉。就调整股东与债权人的利害关系而言,容易变成强调债权人的自我责任而无须资本概念的设想。但是,根据公开公司法理论以金钱出资为前提的有限责任可以形成均一的、同一性质的单位—股份“share”,进而形成一股多少钱的价格,最终成就股份市场。而投资者或股东参与交易,形成价格要具备相应的一定规模的财产或者资产。尽管股价并不限于净资产价格,但如果没有某种最低的资产规模不可能形成市场和价格。上市标准必然规定资产达到一定的规模(市价总额或净资产要件)。资产以股份的形式发行形成股份市场,无论是“公司法”将其整体资产规模界定为资本概念,还是上市标准将其作为内容,规则必然包括关于资产的要求。从这一观点而言,购买了股份的股东理所当然地应确实地支付公正的对价。所谓公开股份公司法中的资本充实责任也就是这一意义上的公司法中的表述而已。欧洲的股份公司当然地应将资本市场的公司称为股份公司,自然就采用严格的资本原则。设立公司时或者发行新股时的切实出资或者资本充实原则正是体现了这样的资本市场理论。有见解认为未全额缴付新股认购价额,对债权人而言只是负有责任财产的多寡问题而已,所以无须资本充实概念,但笔者认为这是因为将股份公司制度从微观的角度解释的结果,是错误的。

“控股股东的责任”:如果有限责任并不是附着在股东这一人之上的,那么控股股东的责任意味着什么呢?从结论而言,如果有限责任的依据在于股份这一微小的、均一的粒子的流动性上,而诛杀流动性,将无数的粒子凝固为长期、永久的块状持有的时候有限责任的依据就基本上丧失或者淡化了。“Stock”这一“块状”股权变为“share”这一“无数个粒子”时,“股份”就需要有限责任。相反,持续持有无数的粒子构成的块状(“share”的“stock”化),则会丧失或淡化有限责任。在这个意义上控股股东责任理论是股份公司法理论的本质问题。

八、结语

完善资本市场的准则,正确地运营与之一体的股份公司制度并不是轻而易举的事情。美国虽然将过度的自由与严厉的制度配套实施,但还重复着失败,而经验不足的其他国家如果效仿就必然导致失败。欧洲从失败中得到的教训是较低地设定对资本市场的依赖程度:不太提倡适用评价经营者业绩尺度的期权(stock option)等;缩小要约收购等企业并购方式的自由度;筹集资金时原则上将资金提供主体视为股东(在英国大多数的股东是个人或者市民,所以增资向股东配股“right issue”为原则);市场准则的中心内容重视行业规制的原则(重视共同体的规范意识),等等。在此基础上,应以戒备市场的公司法予以应对。值得注意的是,德国公司法的稳定:强调法定资本概念;实施最低资本金制度;强调资本充实原则;原则上禁止回购股份;限制企业重组的自由,现金对价逐出少数股东直接影响资本制度。德国只有数千家上市公司,股份公司也只是一万多家,公司法制度贯穿着强行法规。日本在泡沫经济崩溃后的病人对策中彻底地放宽规制,在其后起推动作用的是在美国较为流行的法与经济学、金融理论,简单地信奉该理论的日本的经济学者、公司法学者。其结果并不是真正的运用股份公司制度的制度构建,而是认为有限公司也是股份公司从而导致法规的彻底任意化。日本进一步扩大了公司法与资本市场的距离,目前通过证券交易所规则补充公司法之空白的方式正在扩张,作为紧急对策虽然不可否定,但显然这是退步的表现。美国因没有联邦公司法,证券交易所规则更重要,欧洲自律性规制比成文法规定水准更高,而日本与此不同。日本完全可以在公司法中做出规定的,但却依赖于弱化违法效力的证券交易所规则是不妥当的。笔者在日本主张的是:欧美的任意法规为原则的公司法只能作为学习参考材料。首先,必须确立应对资本市场型的公开公司法;然后准备封闭型公司法,同时还探讨创投企业法制等;以日本人的智慧用10年到15年左右的时间完善欧美国家经150年确立的公司区分立法、创设比欧美更好的制度。