

融资财务控制权对公司制度的挑战

● 缪若冰 *

【内容摘要】 融资财务控制权是指资金供给方在为公司提供资金的交易过程中,为保障资金安全,防范信息不对称下的道德风险,对公司及公司股东所形成的控制性权利。这一由金融市场所形成的控制权在实践中突破、改造甚至限制了《公司法》下股权的行使。其结果是,股东与公司之间的股权纽带,以及公司这一组织形式与契约之间的界限,在这一类金融商事创新中变得模糊。根据“实质重于形式”的原则,会计已对类似财务安排所形成的控制权进行了确认,但偏重形式的法律尚未有效回应。从历史维度看,融资实践对公司制度的发展有着深远的影响,而我国的融资创新与制度环境有所割裂,应当借鉴域外经验,令公司制度更好地回应金融创新。

【关键词】 融资财务控制权 金融创新 股权 公司法

资产负债表右侧的负债及所有者权益分别代表着公司融资的两种路径,即公司或者通过股或者通过债从资本市场完成融资。在公司的负债端,公司可选择的融资工具包括公司债、中期票据、超短期融资券及银行贷款等,并且不同种类的债因期限长短、风险程度的大小对应着不同层次的权利与义务。与负债端多样性的融资工具相比,我国除部分上市公司能够发行优先股外,根据《公司法》的规定,普通股却保留了同质性,似乎不同类型、规模或者行业的公司,股东的权利义务设置将趋于近似。然而,域外资本市场上存在的黄金股、^{〔1〕}双层股权结构、^{〔2〕}多种类的类别股等,却表明股权的设置并非只有固定的范式,在法律或者股东自由意志的安排下,股权也可以呈现出不同的权利分配状态。

股权安排的多样性与债的多样性在原理上是相似的,其背后都反映了不同公司融资交易下各方差异化的投资动机与博弈状态。例如,在高科技行业,风险投资持有的普通股(或者在域外常见的可转换票据持有人)在退出前,通过契约安排获得了相当多的排他性权利,这些权利包括董事高管的任免权、优先退出权、反稀释权、优先认股权等。之所以有这样的权利安排,是因为高科技行业存在着高风险,金融资本在进入前必须最大化其利益的同时减少投资风险。因此,通过差异性的权利安排,可

* 作者单位:北京大学法学院。

〔1〕 黄金股主要出现在欧洲国有企业私有化过程中,政府在国企私有化过程中拥有特殊权利的股份用以保留控制权,这类拥有特殊权利的股份也称为“黄金股”。参见张立省:《欧洲黄金股研究及对我国的启示》,《管理现代化》2012年第1期。

〔2〕 双层股权结构是指具有不同投票权能的股权安排。参见马一:《股权稀释过程中公司控制权保持:法律途径与边界以双层股权结构和马云“中国合伙人制”为研究对象》,《中外法学》2014年第3期。

以在一定程度上使其获得交易安全的保障。

资本市场是公司融资最为活跃的市场,不同需求的资本聚集其中,在追逐利润的推动下,复杂多样,并且突破传统框架的金融创新不断地设计出来。在部分交易中,金融创新能够让资本供给者借助契约,绕过公司法的股权框架,在公司体外构建、转移、复制或者分化公司法下的股权功能。其中,协议控制模式是典型的在公司法框架外构建“股权”的交易安排。在协议控制模式下,境内的实际运营主体及股东与外商独资企业签订了一系列协议,股东权利随后通过合同的安排“转让”至后者,并在会计处理实质重于形式的原则下,并表至境外的上市主体从而完成境内实体的境外上市。尤其应关注的是,境内实体与境外上市主体的联系并非为股权,而是一系列的协议。

除协议控制模式之外,包括股权收益权、股债复合型金融工具的引入,标志着一系列带有共同特征的金融创新模式出现在我国公司融资实践之中。这一系列新出现的金融交易安排,其本质是金融市场融资过程中所形成的财务控制权,这一融资财务控制权在历史上塑造了公司的基本制度,并始终保持着对公司的制度性构建力量。在实质重于形式的原则下,融资财务控制权在会计上得到认可,但在形式重于实质的法律体系内,尚未获得承认。这样的矛盾对于公司法而言,无疑提出了如何平衡权力结构稳定与金融创新的命题。

一、典型金融创新对公司法权利配置的解构

金融市场承载着资源配置的功能,不同种类的交易安排在市场中出现以满足公司多样化的融资需求。诸多交易在为公司提供资金的同时,也改变了公司的股权设置。典型的如硅谷风险投资行业中所运用的可转换票据(Convertible Notes),债券持有人可以通过交易文件的安排获得公司治理的权利;又如协议控制模式,创造了契约化的“股权”交易结构,实际控制人并不需要完成组织法层面上的真实出资,即可绕过公司法股权的架构,实现对公司的控制;此外,在部分资产管理计划中,股权收益权的交易结构使得股权中的部分权利通过契约的形式“转移”到了受托管理人手中。金融市场上的类似创新都是以契约的形式在公司外部复制或者转移了“股权”,在满足其交易需求的同时,也对公司法内部权利配置带来了冲击。

(一)复合型金融工具的引进与发展

将股票与债券放在公司资本结构中进行考察,会发现两者有越来越多的融合趋势。可以看到的是标准化的债券与强调财产上权利的股票,在慢慢地融合。^[3]如美国风险投资中兴起的可转换票据,风险投资企业通过标准化的契约,以票据融资的形式为新创企业提供资本。但在公司的运营过程中,风险投资并不仅仅是以债权人的身份出现,他们不仅通过契约的安排在董事会中获得了权力,更是能够对公司的运营形成多层次的权力介入。这样的权力分配使得这一类金融工具在公司的角色以及所起的作用已经很难被传统的股-债二分法下的权力结构所解释,实际上,金融工具的持有人已经与公司的股东分享了公司的控制权。

理论上认为,股东有“剩余财产索取权”,债的提前偿还安排及承受的风险程度限制了他们在公司中的角色。因而,股与债虽都为公司提供了发展的资本,两者却主要由不同的法律所囊括,前者为公司法,后者为合同法。但以域外风险投资行业中的可转换票据为例,在某些公司的发行文件中,他们不仅有固定期限和固定利率的条款,也有任命公司董事会的权利。在极端情况下,可转换票据为公

[3] 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2012年版,第284页。

司提供的资金远多于普通股的数额,董事会中可转换票据持有人任命的董事数量也多于普通股股东任命的董事。

实际上,在传统的资本结构下,股与债之间的区分有其合理性。根据汉斯曼的理论,股可以视为股东对企业的永久性贷款,虽然部分股东有权对外转让其股份,但整体而言,公司股本只能在公司解散、减资或清算时退出公司。这样的结构和功能上的安排,使得股为公司建立稳定的资本结构,起到了不可替代的作用。此外,资本的聚集也使得投资者共同分担了潜在的损失风险,有助于企业进行长期性的创造活动,如技术的研发及新产品的开发。^[4]相较而言,债通常设置了一个固定的还款日期,它们并不能如股一样始终嵌入到公司内部,伴随公司从出生到死亡的整个过程。因此,基于两者之间功能上的差异,股与债在公司中有着不同的适用法律和权力安排,前者主要适用公司法,后者主要适用合同法。

在很多方面,股债混合的复合型金融工具对股债之间泾渭分明的界限发起了挑战。例如,从时间上看,永续债可以设置无固定的期限,理论上可以永久地锁定在公司内,为公司提供长期发展的资本;从资本的作用来看,可转换票据在部分初创企业中,能够为风险资本提供相比普通股更为安全、便利的融资安排。因此,在很多方面,股与债之间的界限并不再如从前那般截然不同。

包括永续债、可转换优先股、可转换票据等复合型金融工具已经或正逐步引入中国,但是,复合型金融工具为“股债二分法”结构所带来的变化并未反映到我国公司法之中。总体而言,我国关于股债复合型金融工具的规定依然集中体现在公司法保护一般债权人的条款之中,如资本维持制度、^[5]减资涉及的股东会(大会)决议及债权人通知制度、^[6]限制公司股份回购制度^[7]等规定。这样的滞后,突显了在管制较严的中国公司法叙事体例中,股东一所有权的范式似乎理所当然,并未给予其它融资工具必要的权利空间。

(二) 协议控制模式对股权的概括性转移

从新浪赴美上市开始,协议控制模式开始在国内广泛地应用于境内互联网企业境外上市的交易架构之中。在一个典型的协议控制模式中,境内企业的实际控制人在海外设立 SPV, SPV 返程在境内设立外商独资企业(简称 WFOE), WFOE 再通过一系列的契约安排取得对境内公司的实际控制权。在这一过程完成后,SPV 按照境外上市规则下的会计准则与境内公司合并报表,从而成功地完成境外上市的申请。

[4] [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78~79页。See Henry Hansmann and Reinier Kraakman, The Essential Role of Organizational Law, 110 Yale Law Journal (2000), pp. 387-440.

[5] 《中华人民共和国公司法》第35条:“公司成立后,股东不得抽逃出资。”

[6] 《中华人民共和国公司法》第37条:“股东会行使下列职权……(七)对公司增加或者减少注册资本作出决议。”第177条:“公司需要减少注册资本时,必须编制资产负债表及财产清单。公司应当自作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人,并于三十日内在报纸上公告。债权人自接到通知书之日起三十日内,未接到通知书的自公告之日起四十五日内,有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。”

[7] 有限责任公司参见《中华人民共和国公司法》第74条规定:“有下列情形之一的,对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权:(一)公司连续五年不向股东分配利润,而公司该五年连续盈利,并且符合本法规定的分配利润条件的;(二)公司合并、分立、转让主要财产的;(三)公司章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现,股东会会议通过决议修改章程使公司存续的。自股东会会议决议通过之日起六十日内,股东与公司不能达成股权收购协议的,股东可以自股东会会议决议通过之日起九十日内向人民法院提起诉讼。”股份有限公司参见《中华人民共和国公司法》第142条规定:“公司不得收购本公司股份。但是,有下列情形之一的除外:(一)减少公司注册资本;(二)与持有本公司股份的其他公司合并;(三)将股份奖励给本公司职工;(四)股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议,要求公司收购其股份的。”

在协议控制模式中,WFOE 与境内运营的实体公司之间只存在合同关系并无股权关系。实践中,为取得实际控制权,WFOE 将与境内运营实体签订包括《独家服务协议》、《业务合作协议》、《独家购买权协议》、《股权质押协议》(具体内容见表一)在内的一系列协议,以达到境外上市的标准。

表一 协议控制模式中主要协议的相关内容

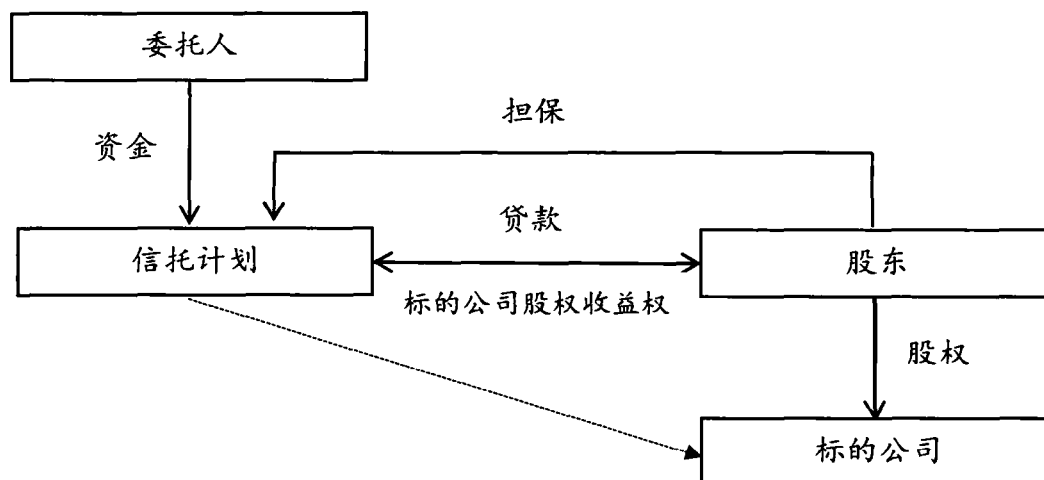
协议名称	协议主要内容
《独家服务协议》	境内实际运营主体与 WFOE 签订独家服务协议,指定 WFOE 为其唯一的服务商。
《业务合作协议》	境内实际运营主体的股东指定 WFOE 的工作人员为境内运营主体的法定代表人、董事、总经理、首席财务官和其他高级管理职务,由 WFOE 的工作人员对境内运营主体的日常运营和财务管理系统提出建议,且境内实际运营主体将相应地严格遵守和履行。
《股东委托协议》	境内实际运营主体的股东授权 WFOE 作为唯一排他的代理人行使股东权力。
《独家购买权协议》	WFOE 有权要求境内股东向 WFOE 或 WFOE 指定的第三方全部或部分(以 WFOE 的具体要求为准)转让股东持有的境内企业的股份,且股东应按照外资企业的要求向外资企业和/或被指定方转让股份。WFOE 有权随时行使其全部或部分购买权,取得全部或部分标的股份,且行权次数不限。
《股权质押协议》	境内运营主体的股东无条件和不可撤销地将其持有的境内企业全部股份质押给 WFOE。

从上述协议安排可以看到在协议控制模式下,传统《公司法》下股东拥有的人事任免权、股权转让权、分红权等都通过契约安排转让至非公司股东的外部第三方。根据上述契约的约定,WFOE 无需通过传统的股权纽带,即能够控制境内的公司。因而,协议控制模式下的公司存在双轨股权,一类为形式上的股权,这一类股权为公司法所承认,拥有法律规定的股东权利;另一类为契约形式上的“股权”,这一类“股权”由契约构造,虽然在公司框架之外构建,且不为公司法所承认,但上述契约却能够使得境外投资者控制境内企业的权益。

(三) 股权收益权对部分股权权能的分离

如果说协议控制模式成功地在公司架构之外建立了“股权”,冲击了公司法的股权设置,那么,集合资金信托计划中的股权收益权则是实现了股东部分权能的体外“分离”。以一个简化后的股权收益权集合资金信托计划为例(见图一):委托人将资金交付信托公司成立集合资金信托计划,信托计划则以向标的公司股东购买股权收益权的名义发放贷款。在签订的交易合同中,双方约定在一定的期限后,信托计划有权要求标的公司股东以一定的溢价回购标的公司股权收益权,且回购价款等于贷款本金加上利息。实际上,这一类集合资金信托计划是以购买标的公司股权收益权的形式,向标的公司的股东发放了信托贷款。

图一 集合资金信托计划中的股权收益权



在集合资金信托计划的交易文件中,股权收益权通常被定义为基于标的股权所获得的一切收益的权利,包括但不限于经营、管理、处置标的股权以及因标的股权产生的其他任何收益。从前述定义来看,“股权收益权”基本囊括了公司法下股东因处分股权能够获得的所有权益。股权收益权并不是法律上的概念,我国《公司法》并未规定公司可在股权之下另行设立“股权收益权”,并向非股东的外部第三人进行转让。但是,信托行业的这一交易模式,却达到了以合同约定取得公司股权部分权能的目的。

在股债复合型金融工具中,可以看到的是当公司融资的需求与公司法下股权设置逻辑不一致时,金融创新通过一系列交易文件构建了功能和结构上与股权相似,但不受公司法退出程序及股利分配原则束缚的股债混合型金融工具;在协议控制模式之下,境外可变利益实体运用一系列的合同约定,实现了“股权”在公司体外的构造,创造了双轨股权;而在集合资金信托计划中,市场创设了法律上并没有的“股权收益权”概念,以契约为纽带,完成了部分股权权能的“转移”。上述三类交易安排清楚地表明,公司融资的创新安排并没有遵循公司法下股权的设置逻辑,按照法律的规定在公司法的框架内完成交易,而是按照其交易需求,以不同种类的契约,对公司的股权设置进行了改造、分化或者转移。

二、融资财务控制权在法律概念上的提出及其会计解释

(一) 融资财务控制权在法律概念上的提出

协议控制模式、股权收益权及股债复合型金融工具的运用都发生在公司融资的过程中。从三类金融创新的初始目的来看,协议控制模式的运用主要是为了规避我国特定行业在外商投资准入上的限制;股权收益权的运用则是在不转让股权、便利交易双方的情况下,向标的公司发放贷款;复合型金融工具的运用,以可转换票据为例,则更多的是以金融工具的应用减少高科技行业早期股权投资中存在的投资风险。

虽然有着并不相同的交易目的,但三类公司融资交易也体现了共性,即都在公司架构之外行使或者部分行使了与股权相同或者相似的权利(见表二)。

表二

交易模式	发生过程	实际权利安排	法律路径	《公司法》下的定位
复合型金融工具	公司融资	行使部分股东权利	合同	非股东
协议控制模式	公司融资	行使股东权利	合同	非股东
股权收益权信托计划	公司融资	行使部分股东权利	合同	非股东

在理论上,公司独立法人资格的法律拟制,决定了股权控制着公司,股东与企业的纽带(控制权意义上的)也只能是股权,契约是公司权利结构之外的第三人。^[8]在此基础上,公司股东只能由出资取得股权,并未有其它的可能性。因此,三类交易模式运用的直接后果虽然使得公司内部权利体系不再完整,并且在权利内容的外在表现上与股权相同或者相近,但其行使的并不是公司法下的股权。

在否定其“股权”法律属性的基础上,本文认为上述三类交易模式所形成的权利可以被定义为融资财务控制权,即资金供给方在为公司提供资金的交易过程中,为保障资金安全,防范信息不对称下的道德风险,对公司及公司股东所形成的控制性权利。这一权利主要作用对象为公司及公司股东,主要表现为通过合同从公司外部限制、约束、转移或者分化公司内部股东的权利。

通常,公司或者通过股或者通过债,将资金使用权从公司外部转移到公司内部。为保障资金安全,对于公司的股东而言,可以借助公司法的规定及公司内部治理体系创建控制机制,^[9]进而从公司内部降低交易风险;对于公司的外部债权人而言,公司资本维持制度、刺破公司面纱制度及合同法下的追偿制度,则能够直接或者间接地保障债务人的利益。

但是,随着资本市场的发展,金融市场开始出现不同的权利诉求,这一系列权利诉求并不能为传统公司法下的权利结构所囊括。例如,若仅以负债的形式提供融资,债权人往往并不能及时了解公司内部财务状况的变化,也难以影响公司内部的重重大决策,以事后的方式进行债务追偿无疑蕴含着巨大的财务风险;若仅以股的形式融资,股东受限于公司资本多数决下的分红与减资安排,也受限于公司破产清算时的最后清偿顺位,难以保障融资方的交易利益。在此情形下,以债的形式提供资金,同时在体外拥有类似股东的权利,规避以股权为对象的限制,成为部分金融创新的目的,而融资财务控制权正是这一金融诉求下的产物。

值得注意的是,在权利内涵上,融资财务控制权与股权相同或者相似。这一相似性的主要原因为,在公司权利体系内,股权有着最为广泛的权利内容,不仅有权获得关于公司经营的相关信息,也有权决定公司运营中最为重要的问题——如公司利润的分配、公司的合并、分立,以及再融资等事项。因此,融资财务控制权以股权为蓝本,构建与股权相同或者相近的控制权,从而最大限度地保障其交易

[8] See William W. Bratton and Adam J. Levitin, A Transactional Genealogy of Scandal: From Michael Milken to Enron to Goldman Sachs, 86 Southern California Law Review(2013), pp. 783-868.

[9] 理论上关于公司“控制机制”相关的讨论滥觞于上世纪70~80年代的美国,这一时期研究的代表人物曼宁曾提出公司控制机制可包括内外两部分,内部为董事会的构成、股东的监督、高级管理人员的内部竞争;外部则为收购与股权购买等。另一代表人物詹森则提出公司经营中的“控制力量”可以分为资本市场、法律/政治/法规制度、产品和生产要素市场以及董事会为主的内部控制机制。详见沈艺峰:《公司控制权市场理论的现代演变(上)——美国三十五个州反收购立法的理论意义》,《中国经济问题》2000年第2期。

利益。

作为在公司法体系外形成的控制权,融资财务控制权所带来的直接结果则是《公司法》下股东权利的形式与实质发生了全部或部分的分离。其中,协议控制模式几乎架空了标的公司的治理结构,从董事会、高级管理人员的任免、公司利润的分配到股东转让股权的权利,协议控制模式都将其纳入到外部协议之中;股权收益权则集中于将股权的部分实质内容纳入其中,并没有意愿影响公司治理的基础;复合型金融工具则处于两者之间,有一定的灵活空间。总之,不同控制强度的融资财务控制权,反映了不同融资过程中的权利博弈状态,但都影响了《公司法》下权利行使的完整性。

(二)实质重于形式——权利形成的会计解释

对于融资财务控制权,法律与会计有着并不相同的判断标准,法律强调形式,并未从法律层面上认可这一权利,而会计强调实质重于形式,认可其权利实质。这一不同的出发点,导致了两者对同一交易产生了并不相同的判断。

1. 协议控制模式的会计计量。对协议控制模式中的会计实质,美国财务会计准则委员会2003年颁布了《可变利益实体的合并》,指出“只要某一实体对另一个实体事实上拥有‘控制性财务利益’,即要求合并财务报表,而不论其控制是否建立在多数表决权的基础之上”,并且在公布这一会计准则时,美国财务会计准则委员会特别指出:“对于那些并不依据表决权控制实体或者权益投资者并不承担剩余经济风险的实体而言,表决权标准无法有效地判断谁拥有一家实体的控制性财务利益。”^[10]在内容上,“可变利益实体”拥有的控制性财务利益包括:(1)直接或者间接地通过投票权或者相似的权利对企业的活动作出决定;(2)有义务对企业预计的损失进行消化;(3)对企业预计的剩余收益有索取权。^[11]从中可以看出,会计准则不以表决权的法律形式为准,而以是否拥有控制性财务利益确认权利实质。

与美国公认会计准则在“可变利益实体”并表下,侧重于“控制性财务利益”的标准不同,国际财务报表准则主要关注公司对特殊目的实体是否能达到“控制”的标准,所谓“控制”是指“当一个投资者通过对被投资者的涉入承受了变动回报风险或有权利获得变动回报,并且有能力利用其对被投资者的权力影响变动回报金额”。^[12]在满足以下条件的情形时,协议控制模式下的特殊目的实体应并入到公司的财务报表中:①公司受益于特殊目的实体的活动;②有能够允许其从特殊目的实体获益的决定权;③分担特殊目的实体的风险和收益;④对特殊目的实体享有剩余权益。^[13]我国会计准则与国际财务报表准则相同,都是以是否达到“控制”为标准,判断合同联系的企业是否应合并财务报表。

因此,对于实践中应并表操作的协议控制模式,无论是以“控制性财务利益”还是“控制”作为计量标准,会计都认可其对标的公司的实质性权利。并且,该种权利的内涵包括了可以获取标的公司的收益、共同承担损失、享有剩余权益等,在很大程度上,与股权是相同或者接近的。

2. 复合型金融工具的会计计量。我国财政部颁发的《企业会计准则—基本准则》中,对公司的负债及所有者权益有着清晰的定义,其中负债是指企业过去的交易或者事项形成的、预期会导致经济利益流出企业的现时义务,所有者权益则是指企业资产扣除负债后由所有者享有的剩余权益,公司的所有者权益又称为股东权益。从上述定义出发,形成了所有者权益=资产-负债的计算公式。

[10] 刘燕:《企业境外间接上市的监管困境及其突破路径——以协议控制模式为分析对象》,《法商研究》2012年第5期。

[11] See FASB, Summary of Interpretation No.46, available on <http://www.fasb.org/summary/finsum46.shtml>, last visit on Mar 13, 2017. 美国财务会计标准委员会从反面论证当权益投资者缺乏上述权利时,可被认定为属于可变利益的情形。

[12] 吴军:《“协议控制”及其会计处理》,《中国注册会计师》2011年第7期。

[13] See Becker CPA Exam Review, Financial 10, Becker Educational Development Corp., 2016, pp.16-19.

当公司发行股票或者进行债务融资时,有着并不相同的会计处理方式:典型的负债融资如银行贷款,在会计上处理为借记公司现金的同时贷记公司的负债;当进行权益融资如发行普通股时,则在会计上处理为借记公司现金的同时,在公司所有者权益项下贷入股本(或部分计入资本公积)。

当包括优先股、永续债等在内的复合型证券引入中国资本市场时,这一类既有股又有债性质的证券使得此前的股债二分法的处理发生了混乱。面对这类金融工具会计处理上的难题,财政部颁发了《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》专门规定了包括永续债、认股权等股债融合的金融工具的会计处理。在这份文件中,专门提到“根据所发行金融工具的合同条款及其所反映的经济实质而非仅以法律形式,结合金融资产、金融负债和权益工具的定义,在初始确认时将该金融工具或其组成部分分类为金融资产、金融负债或权益工具。”^[14]

根据上述规定,会计师在面对股债复合型金融工具的计量时,将适用实质重于形式的判断标准,根据股债复合型证券的条款特征,将上述金融工具分别处理为公司的金融资产、金融负债或者权益工具。因此,股债复合型金融工具,在会计上可以划分为权益工具,计入所有者权益,这代表着部分新的公司融资工具开始打破原有的股债二分法,在会计上认定为属于所有者权益的一部分。

由于控制权的相对薄弱,股权收益权尚未在会计计量上体现出与一般债务融资的实质性差别。但实践中,股权收益权集合资金信托计划能够在部分融资项目中对标的公司股东的权利进行限制,如交易文件会规定公司在利息未及时偿还的情形下,股东不能在公司内部进行分红,从而保证了贷款资金的交易安全。但是,根据《公司法》的规定,无疑上述权利归于公司股东,而不是信托计划。

因此,与法律上重形式轻实质相比,协议控制模式以及复合金融工具形成的融资财务控制权已经体现在会计计量上。作为商人的语言,会计并不会对类似金融创新的合法性作出判断,但实质重于形式的判断标准,却最真实地反映了公司的权利行使状况。与其说“融资财务控制权”是新概念的创设,还不如将它视作对当前金融实践的一种提炼。

基于防范信息不对称下道德风险的动机,三类交易模式构建了与公司法下股权相同或者相似的融资财务控制权,虽然两者在权利内容上有相当多的重叠之处,但也有着诸多方面的不同:首先,这一权利产生的最主要目的是保障公司融资的顺利实施,降低交易风险,而不是如股权一般,追求股东利润的最大化;其次,这一权利的监督对象不仅涵盖了公司,也包括了公司股东;最后,部分融资财务控制权的行使具有时间上的限制,并不会陪伴公司从出生到死亡的整个过程。无论初始的交易目的是否相同,从结果上看,融资财务控制权引发了《公司法》下权利运作的实质与形式相分离的问题,随着资本市场的发展,类似的创新方式也开始从公司融资溢出到包括公司并购在内的实践之中。

三、融资财务控制权影响下的公司制度创新

公司融资实践中财务控制权的出现为公司法带来了不同层面的挑战:首先,融资财务控制权模糊了公司内外的界限,公司内外由法人独立资格所形成的封闭体系有了缝隙,公司归公司法,合同归合同法的原则不再绝对适用;其次,动摇了公司法内部权利体系设置的有效性,外部控制权形成后,股东的权力行使在部分情况下受到限制,由公司法构建的权利体系在这一类交易中不再有效;最后,公司

[14] 详见《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》第2条:“企业应当按照金融工具准则的规定,根据所发行金融工具的合同条款及其所反映的经济实质而非仅以法律形式,结合金融资产、金融负债和权益工具的定义,在初始确认时将该金融工具或其组成部分分类为金融资产、金融负债或权益工具。”

独立法律人格受到了冲击,不仅股东权利不再独立,内部公司治理机构的自由意志也不再独立。可以说,外部融资财务控制权的出现与实施在不同程度上冲击了公司最基础的法律制度。

“罗马并不是一天建成的”,从历史上看,公司融资所形成的金融市场,其本身具有的制度性力量塑造了公司最基本的运行规则,这其中包括公司的资本制度、公司治理的基本模式等。虽然从资本市场传导的力量,引起了部分学者对“金融资本主义”的担忧,^[15]但在公司融资的推动下,公司制度得以在一定程度上不断创新,使其不断焕发出制度上的活力,成为商事企业的主要组织形式;回顾历史,结合域外的实践,本文认为融资财务控制权与公司法互动的未来,需要公司法内部与外部进行协同创新,方能不断满足新的市场需求。

(一)历史维度下公司融资对公司法律制度的影响

从广阔的历史视角看当下的协议控制模式、股权收益权及股债复合型金融工具,或许这些金融市场的创新只是公司融资与公司法互动历史下的一段涟漪。加里·约翰·普雷维茨的《美国会计史》一书对18、19世纪铁路大规模融资在美国公司制度上的影响有着详尽的介绍。根据他的研究,正是在这一时期,公司在铁路行业融资中的杰出表现促使其成为商事交易中广泛应用的组织形式。此外,伴随铁路事业的发展,金融资本主义也开始在美国崛起。金融资本在为公司发展提供资金的同时,“使人们注意到日益严重的所有权与控制权的分离,并且在基于所有权和私有产权的法律制度和真实经济关系之间产生了严重的紧急状态。”^[16]除此之外,公司融资工具的基本形态也扩展到了铁路债券与新型工业企业发行的优先股,大型股份公司的发起与设立成为当时主要的财务实践。^[17]随后,规模越来越大的公司所引发的股东所有权与经营权分离的问题,使得股东们对公司财务的关注度极大提升。

伯利与米恩斯在上世纪30年代敏锐地观察到公司日益增长的资产规模,并在《现代公司与私有产权》一书中,通过详实的资料揭示了现代公司所有权与控制权分离的问题,他们的研究表明“所有权这一旧原子分解成了两个组成部分——控制权和可享受收益的所有权。”^[18]不言而喻,随着公众公司的扩张及股东人数的增长,公司的所有权人不得不将其部分控制权从所有权中剥离,并让渡给专业的经营管理层。在这样背景下,股东不再如旧时代一般能够完整地控制公司,这也导致传统观念下的财产概念在公司制度的发展之中逐步瓦解。

在18世纪,因大规模欺诈融资导致的南海泡沫危机席卷了英国。随之而来的是,英国于1844年出台了现代公司法之鼻祖的《合股公司注册、组建及监管法案》,该法采用信息披露、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,标志着股份公司从传统的特许设立转向准则主义设立。^[19]除立法对资本公示进行明确要求外,为了保护债权人,法院逐渐开始形成公司的资本需要保持,从而为债权人提供一个基金使得他们可以期待获得赔偿的共识。^[20]这一基金随后发展成为英国现代公司法下的资本制度。

从铁路大规模融资促使公司成为经济社会的主要参与者,到公司的资产规模扩张所产生的所有

[15] [美]约翰·贝拉米·福斯特:《资本主义的金融化》,王年咏、陈嘉丽译,《国外理论动态》2007年第7期。

[16] [美]加里·约翰·普雷维茨、巴巴拉·达比思·莫里诺:《美国会计史》,杜兴强、于竹丽译,中国人民大学出版社2006年版,第195页。

[17] 刘燕:《从公司融资、公司财务到公司金融——Corporate Finance 中译背后的知识谱系》,载《北大法律评论》第15卷第1辑。

[18] [美]阿道夫·A·伯利、加德纳·C·米恩斯:《现代公司与私有产权》,甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译,商务印书馆2005年版,第9页。

[19] 刘燕、楼建波:《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》,载《证券法苑》第12卷。

[20] Dean Arden and Maxwell Aiken, An Accounting History of Capital Maintenance: Legal Precedents for Managerial Autonomy in the United Kingdom, 32 Accounting Historians Journal(2005).

权与经营权的问题,直至南海融资泡沫导致的公司法改革——英国公司法下资本制度的建立,这些历史上公司所经历的重大变化都与公司融资的发展有关。大规模融资的需求促使公司与外部广阔的资本市场相连接,这一连接过程又反过来作用于公司的法律制度,正是在这一循环反复的过程中,公司法不断进行变革以适应新的融资实践。

(二) 融资财务控制权与我国的法律国情

融资财务控制权正是历史上公司融资作用于公司制度的一个展现,但我国特殊的金融发展阶段和法律国情,又使得这一问题变得纷繁复杂。一方面,我国的金融市场尚处于转型阶段,渐进式的改革是我国金融改革发展的大方向;另一方面,不稳定、尚未体系化的金融体系,意味着我国同时面临着金融创新快速发展与强监管双管齐下的局面。^[21]进一步而言,在这一特定发展阶段,本文提及的金融商事创新,既反映了我国渐进式改革过程中金融创新与法律衔接的不匹配,也凸显了我国既有的法律格局面临着稳定与创新、局部与全局如何进行协调的矛盾。

除了金融发展阶段的特殊性,我国的法律国情又加剧了金融市场与《公司法》衔接的复杂程度。我国属于大陆法系国家,立法传统上强调监管,并未赋予市场足够的自由度,在某种程度上这一立法传统限制了《公司法》内部调整的灵活度。纵观世界各国金融市场的发展,强调自由导向的普通法系国家如英国、美国,比强调大一统、管制倾向的大陆法系国家,在金融市场的活跃度、创新能力及影响力上都略胜一筹,本质原因就在于普通法系国家相比大陆法系更推崇契约自由,相信市场而少于不必要的监管,并充分保障市场自发地对落后的制度与市场主体进行优胜劣汰,而不是过多地进行“保护性干预”。^[22]在此背景下,普通法系下的法律制度与市场能够有机地进行结合,并贯彻“法无明文禁止则自由”的基本原则。由此,一个包容市场创新,符合金融创新的制度环境得以形成。

另一方面,我国发展不平衡的公司实践也是《公司法》被动的一个主要原因。在我国,金融市场被公认为市场创新的最前沿,也成为最需要有效回应市场实践的领域,^[23]但是,我国金融市场上的最新融资实践与一般性的公司法融资操作存在“代差”。实际上,《公司法》面对的主要规制对象是数量众多、分布于各行各业、但并不涉及“特殊融资安排”的公司,这些公司依然遵循着传统的或者股、或者债的融资路径,其法律实践与金融创新的实践并不接轨。在这样的背景下,公司融资创新的最前沿操作与一般性的融资实践发生了割裂,而对融资作统一规定的《公司法》,难以全面兼顾、推动或者肯定并不具有一般性意义上的公司融资创新。

此外,我国《公司法》整体上处于较为封闭的状态,虽然有专章包括债券与上市股份公司发行股份的规定,但在许多方面《公司法》的内容并未将公司融资对公司的作用、价值与影响考虑在内,从某种程度上而言,我国目前的《公司法》与金融市场的联系并不紧密。因而,这一封闭性限制了《公司法》回应市场实践的力度与空间,也使得其有效性越来越受到金融创新的挑战。

在种种因素作用之下,包括协议控制模式、股权收益权在内的融资财务控制权模式都未被立法禁止。但这一状态,随着公司融资创新实践的广泛应用,公司法将面临越来越多的游离于公司权利架构之外的融资财务控制权安排,对于公司法本身的有效性而言,会形成越来越大的冲击。更值得注意的是,我国公司融资实践不仅对《公司法》产生了直接影响,随着我国经济力量的增强以及越来越多

[21] 何佳:《中国金融监管与创新的逻辑》,《中国金融》2016年第18期。

[22] 缪因知:《国家干预的法系差异——以证券市场为重心的考察》,《法商研究》2012年第1期。

[23] 本刊编辑部:《中国经济法学发展评价(2012—2013)基于期刊论文的分析》,《中外法学》2015年第6期。

的企业在境外上市,国际市场也开始关注这一系列处于模糊地带的公司融资操作。^[24]

(三)域外相关制度的创新

公司法为商事组织提供了可以直接适用的法律规则,公司也基本形成了模式化的治理机构与运营机制,其结果是股东之间有效地避免了在设立阶段的大量讨论与协调,减少了公司制度的交易成本。但是,部分商事实践中融资财务控制权的出现,表明公司资金供给方与公司及公司股东之间出现了新的权利博弈局面,需要不同的法律空间与灵活度以形成新的权利结构。这样的交易需求,在我国当下的公司法体系下无疑尚未得到回应。实际上,这一金融创新与法律规定相冲突的局面不仅当下的中国在经历,资本市场甚为发达的美国曾经也有着相同的困境。

从金融市场的发展历史来看,美国主要沿着三个方向解决这一问题:一方面加速企业法律制度的创新,让企业家和融资方有更多的商事组织选择,从而跳出原有的公司法框架;另一方面,形成多样化的金融工具,进一步打破股债之间的界限,以全方位匹配融资方的控制权需求;最后,改造公司法下的股权,承认股东权利的差异,赋予融资方非对称股东权利,形成包括双层股权结构在内的股权安排。

美国在企业制度的创新上走在了世界的前列,其中的创新代表之一为诞生于上世纪70年代的有限责任公司(Limited Liability Company)。有限责任公司是一种特别的企业形式,混合了公司与合伙的因素,但有限责任公司既不是公司也不是合伙,它在美国的法律体系中视为非公司实体,因此其所有权人不称为股东,而称为成员(Member)。^[25]从历史上看,有限责任公司出现的根本原因,是美国各州公司法的设置缺乏灵活性及双重征税导致的压力。^[26]换言之,在某种程度上,传统公司法提供的固定格式条款和有限的修改空间,使得部分需要对权力空间进行重组的商人,开始创造传统公司以外的组织形式,并最终倒逼立法机关对这一交易需求进行创新性回应。

从制度结果演变上看,有限责任公司打破了美国企业组织体的代表——公司由法律主导权利结构的传统,形成了按照成员运营合同分配权利的企业组织模式。因此,有限责任公司也被称为“合同公司”,并更多地表现为合同的产物。^[27]在有限责任公司中,成员权益可以分解为经济权利和管理权利。此外,成员既可以对外单独转让经济权利,^[28]在州法和运营合同允许的情况下,也可以单独转让管理权利。^[29]并且,与传统公司相同,有限责任公司同样具有法人资格,成员承担有限责任。因此,在相同处境下,有限责任公司的融资方完全可以通过合同约定按需取得企业架构中的管理权利或者经济权利,保障交易安全,这无疑突破了传统公司架构下统一进行制度供给的弊端,最大化地给予了企业参与方权利安排的自由度。

在美国风险投资行业,由于新设公司财务信息的有限,在其融资过程中,外部投资者容易遭受信息不对称下的道德风险问题。^[30]为减少投资风险,最大化投资收益,可转换证券广泛应用于风险投

[24] See David Schindelherim, Variable Interest Entity Structures in the People's Republic of China: Is Uncertainty for Foreign Investors Part of China's Economic Development Plan, 21 Cardozo Journal of International and Comparative Law(2012), p.195.

[25] See Melvin Aron Eisenberg and James D. Cox, Business Organizations Cases and Materials, Foundation Press, 2014, p.548.

[26] 顾敏康:《我国目前不应当引入美国式的有限责任公司》,《时代法学》2008年第4期

[27] See David L Cohen, Theories of the Corporation and the Limited Liability Company: How Should Courts and Legislatures Articulate Rules for Pricing the Veil, Fiduciary Responsibility and Securities Regulation for the Limited Liability Company?, 51 Oklahoma Law Review(1998).

[28] See James D. Cox and Thomas Lee Hazen, Business Organizations Law, West Academic Publishing, 2011, p.29.

[29] See Melvin Aron Eisenberg and James D. Cox, supra note 25, p.558.

[30] See George G. Triantis, Financial Contract Design in the World of Venture Capital, 68 Chicago Law Review(2001).

资企业,其中具有代表性的金融工具为可转换优先股。可转换优先股是一种混合型证券产品,优先股持有人根据合同约定可在一定时间内将优先股转为目标企业的股份,同时可以约定获得一定的股息。虽然其定位并非为普通股,但在真实的风险投资实践中,可转换优先股往往享有许多控制权,^[31]如在部分企业的可转换优先股合同中,可转换优先股东具有实质性控制董事会的权利。^[32]因此,在部分投资项目中,公司内部权利通过可转换优先股合法地聚集于风险投资家手里。其结果则是,可转换优先股不仅能够有效的降低信息不对称下的投资风险,保障投资资金的收益与安全,也能够帮助风险投资不受制于传统公司法下股权规则的约束。

在企业制度和金融工具之外,美国还在公司内部对股权进行分类,从不同角度打破公司内部股权的同质性,为不同资金供给者提供多样化的选择。早在1971年的 *Stroh V. Blackhawk Holding Corp.* 一案中,法院认为股权中的管理和控制权利,与资产分配、盈余分配等权利可以分离,三者并不必然完整和对称。^[33]因此,在美国的上市公司中,能够看到某一公司拥有不同类别的股,如赴美上市的京东和阿里巴巴,其股权结构就有着权力分配并不同质的博弈格局,这部分说明了美国公司法内部在历史上已对股权本身进行了改革与创新。

归结起来,美国金融实践与法律的互动历史表明,并没有一成不变的法律制度,其关键是,应从公司法内部或者外部,为公司的参与各方提供足够宽广和具有相当灵活度的制度选择,这样方能最大化地促进市场交易的顺利实施。

四、结语

从协议控制模式、股债复合型金融工具到股权收益权,融资财务控制权席卷了中国的资本市场,它们的出现与广泛应用既为我国金融市场的发展,也为我国的法律体系提出了一系列理论上与实践上需要回应的命题。虽然法律秉持形式重于实质的原则,将这一类融资财务控制权限定于公司之外、合同之中。然而,透过现象看本质,这一类融资财务控制权在会计计量上已作为一种特殊的权利体系鲜活地存在于商事实践之中,难以否定其重要的存在价值。“星星之火,可以燎原”,随着中国金融市场的逐步发展,类似的金融创新、融资实践必将越来越多,最终也将促使我国法律体系对金融创新展现出更多的灵活度与包容度,以回应真实世界中金融交易的法律需求。

(特约编辑:李奎明)

[31] See Yaron Leitner, *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, *Business Review*(2009), Issue Q3.

[32] See Jesse M. Fried and Mira Ganor, *The Plight of Common Shareholder in Venture-Backed Firms*, available on <http://escholarship.org/uc/item/57c116w0>, last visit on Jan 18, 2017.

[33] 沈朝晖:《公司类别股的立法规则及修法建议——以类别股股东权的法律保护机制为中心》,载《证券法苑》第5卷。