

股债融合论：公司法贯通式改革的一个解释框架

李安安

内容提要：股权与债权的区分不仅划定了股票与债券、股东与债权人之间的法律边界，还构成了公司融资及治理结构的基础。然而，在金融创新等因素的影响下，股权与债权的区分愈发困难，股债融合的趋势愈发明显，其具体样态主要包括夹层融资、类别股、分级基金、结构性资管计划、资产收益权产品等。股债融合带来的一大挑战是传统意义上的股债区分的风险标准、控制标准、信义义务标准等不再行之有效，公司法事实上难以回应资本市场创新的制度需求。为了应对股债融合的冲击，我国未来的公司法改革，应充分考量公司法的发展性和变动性等特性，谋求公司法与实践发展之间的协调性与互动性，着力提升公司法回应企业融资创新的能力，以股债融合串联公司法制度规范，整体推进公司融资制度、公司治理制度、公司并购制度之结构性改革。

关键词：股权 债权 股债融合 公司法改革

李安安，武汉大学法学院副教授。

一 股债融合现象的兴起及其问题面向

股权与债权是公司法中的两个基础性概念，二者的区分不仅划定了股票与债券、股东与债权人的法律边界，还构成了公司融资及治理结构的基础，从根本上影响着公司法的价值体系构造与制度规则设计。作为一个理论问题，股权与债权的区分长期以来备受学界关注，但时至今日依然未能形成统一的区分标准，仍有诸多学理迷思有待厘清。作为一个实践问题，股权与债权的区分无论是在会计实务还是法律实务中均有不同的思路，“像股的债”“像债的股”或者“明股实债”等层出不穷的问题总是给实务操作带来各种各样的难题。从观念根源上看，对公司本质的理解是决定股权与债权区分的逻辑前提，将公司视为一种“契约的联结”抑或“实体”对于认知股权和债权的差异性具有重大影响。关于公司的本质，学界有过长期的争论，特许权理论、自然实体理论、公司契约论等作出了

不同的解释。^[1] 如果将公司看成是一个“契约网”，股东和债权人都是契约关系的当事人，公司只不过是一个用以替代市场进行契约交换和生产的机制，其功能主要在于降低代理成本。美国学者詹森(Michael C. Jensen)与麦克林(William H. Meckling)将“代理成本”界定为委托人的监督成本、代理人的担保成本以及代理人的决策偏离委托人的福利最大化决策导致的剩余损失。^[2] 由于股权的代理成本与债权的代理成本不可等量齐观，作为权益型金融企业的股票与作为债务型金融契约的债券是表彰不同类型金融交易的关系凭证，股权与债权之间的差异性以及区分的必要性也由此凸显出来。但如果将公司看成是一个实体，股权与债权的差异性并没有想象得那样大，二者的共性甚至高于差异性，比如都需要承担风险，都对公司享有“剩余索取权”，股权中的不少内容与债权均为请求权，股东和债权人都参与公司治理且公司董事对两者均负有信义义务等。^[3] 类似的观点认为，股票与债券无非是不同的公司融资方式，其法律性质并无太大差异，区别只是在于风险、收益和成本的不同。^[4]

当然，上述论断是在英美法系的语境下作出的，符合英美法学者以问题为中心、不注重逻辑推演和规范分析的叙事思路。如果我们转换一下问题认知的视角，置于大陆法系的法律思维模式下重新审视股权与债权的区分，会得出迥然不同的结论。事实上，股权与债权的区别是非常明显的，具体表现在法律性质、产生原因、权利内容、存续期限、法律地位等方面的差异性上。这些差异性在大陆法系的公司法中具有一定的通识性，也基本契合我国公司法的法理与逻辑。但需要指出的是，股权与债权的差异性并不意味着二者是相互割裂的孤立存在，也不意味着二者之间存在一条泾渭分明的界限。事实上，股权与债权之间的关联异常密切，呈现出一种水乳交融的关系。首先，股权可以作为债权的标的。在有限责任公司的股权转让中，转让股权的行为实质上是合同行为。在股份有限公司特别是上市公司中，表彰股权的股票同样是债权的重要标的，证券交易市场中快捷、大宗的集中交易活动实质上是由无数个股权买卖之债汇集而成，而股权买卖之债的标的正是股权，只不过股权已经融入了股票这种有价证券而已。^[5] 其次，股权和债权可以相互转化。就“债转股”而言，我国早期的国有企业改革以及晚近的供给侧结构性改革中均有过大胆尝试；就“股转债”而言，其在对赌协议中已经大量出现，指向的是公司在引入外部投资者时，约定当公司经营不善时，外部投资者可以退股，将其原有的股权转化为对公司的债权。^[6]

[1] See William W. Bratton, *The New Economic Theory of the Firm: Critical Perspective from History*, *Stanford Law Review*, Vol. 41, 1989, pp. 1526-1527; Gregory A. Mark, *The Personification of the Business Corporation in American Law*, *University of Chicago Law Review*, Vol. 54, 1987, pp. 1478-1479; Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, *Columbia Law Review*, Vol. 89, 1989, pp. 1426-1428; Stephen Bottomley, *The Constitutional Corporation: Rethinking Corporate Governance*, Ashgate, 2007, pp. 46-51.

[2] Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, pp. 308-310.

[3] 参见邓峰著：《普通公司法》，中国人民大学出版社2009年版，第286-287页。

[4] See Morey W. McDaniel, *Bondholder and Equityholder*, *Journal of Corporation Law*, Vol. 14, 1988, p. 221.

[5] 参见刘俊海著：《现代公司法》（第三版），法律出版社2015年版，第286页。

[6] 参见蒋大兴、王首杰：《破产程序中的“股转债”——合同法、公司法及破产法的“一揽子竞争”》，《当代法学》2015年第6期，第98页。

最后,在现代公司制度中,股权与债权存在交错趋同的现象。公司融资实践中,人们不仅通过一般的合同安排实现股与债的混用,还通过证券这一更具标准化的“合同”来实现股与债的并存。^[7] 如在日本的证券市场中,早就出现了公司债的股份化和股份的债券化现象,2005年修改的《日本公司法》第2条第1款第22项还创设了附带新股预约权的公司债,其并不单单是金钱债权,而是与股本相关的证券。^[8] 随着永续债的出现,债券与股份已经难分彼此。永续债看似是典型的合同之债,但设置了诸多特殊的合约条款,如赎回选择权条款、利息支付选择权条款、股息推动和停发条款、无违约和交叉违约条款、偿还顺序的次级性条款、无担保条款、利率重置条款等,这些条款起着“祛债化”的作用,使得永续债券筹得的资金具有类似于股本的使用效果。^[9] 除了永续债券之外,还有很多具备股债双重属性的证券品种,如优先股、可转换公司债券、高能债券、垃圾债券等,这些不断涌现的创新型金融产品不断冲击着股权与债权划分的传统理论框架,正在改写或重塑公司法的制度规范。

面对蓬勃兴起的股债融合现象,我国公司法显得措手不及,既难以在法理上进行自治解释,更难以在规则上加以妥善应对。不得不承认,现行《公司法》文本依然遵循着“或者股,或者债”的非此即彼的僵化思维,没有为股债融合型的金融工具预留必要的制度空间,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”。^[10] 为此需要追问的是:如何看待和评价股债融合现象?如何提炼股债融合样态并进行类型化审视?股债融合对公司法有哪些挑战?公司法如何回应股债融合进而确保自身的时代适应性?本文尝试对这些问题进行初步研究。

二 股债融合的样态提炼与规范表达

股债融合样态繁多,不一而足,如何加以抽象提炼无异于是对智识的一大挑战。诚如有学者所言,在金融创新的冲击之下,股与债不再是截然划分的两个品种,而是被呈现在一个权益“光谱”上的两个点而已,在这两点之间甚至两点之外,都有无限种安排的可能。^[11] 本文无意于也不可能穷尽股债融合的全部样态,而拟采取“管中窥豹”的方式,归纳股债融合的典型样态进行针对性研究,进而总结出股债融合的类型化机理。

(一) 夹层融资

20世纪70年代之后,夹层融资(Mezzanine Financing)作为一种新兴的融资方式在欧美开始流行,在传统的资本市场和银行信贷之外开辟了一条全新的融资渠道。“夹层”的原意是指剧院中一楼和二楼之间较小的厢座夹层,之后其意义转换为介于投资级债券和

[7] 参见许德风:《公司融资语境下股与债的界分》,《法学研究》2019年第2期,第79页。

[8] 参见[日]近藤光男著:《最新日本公司法》(第7版),梁爽译,法律出版社2015年版,第389页。

[9] 参见王自荣:《永续债(券)的性质:分析与认定》,《生产力研究》2014年第12期,第14页。

[10] 参见缪若冰:《融资财务控制权对公司制度的挑战》,《法学》2017年第11期,第117页。

[11] 参见曾思:《金融创新下股权与债权界限的模糊化与区分标准——以公司治理与融资制度为中心》,载中国证券法学研究会《承前启后 继往开来:中国资本市场法治化20周年纪念论坛暨中国证券法学研究会2013年年会议论文集》,第431页。

垃圾债券之间的债券等级。“夹层融资”是指介于优先债务和股本之间的融资方式,其对应的“夹层资本”(Mezzanine Capital)则是指收益和风险介于企业债务资本和股权资本之间的资本形态。从表现形式看,含认股权的次级债、可转换次级债、可赎回优先股等皆属于夹层资本的范围,可转换债权、期权关联债券、利率设定贷款、次级留置权债务、隐名参股、利润分享参与权、实物偿付票据、优先股等都属于夹层融资产品。^[12] 这些纷繁复杂的产品形态尽管看似杂乱无序,却内含着共同的特质,普遍具有收益性高、灵活性强、安全性好、适用性广等特点,凭借灵活机动的交易结构、便捷自主的长期融资、优势独特的综合成本、明确便利的可退出机制、享受权益的低风险而受到投资者和融资者的青睐。就其法律本质而言,夹层融资是在股债二元融资结构基础上的超越和创新,是在兼顾股债双重特征前提下对投融资风险与收益价值进行权衡的结果。正如有论者所言,随着企业融资需求规模的日益扩大,传统的股权或债务的二元融资结构,愈发不能满足投资融资者之于风险与收益价值的权衡立场,私募市场独有的灵活性,股与债之间逐渐增大的空间,使兼顾双面特征的夹层融资工具应运而生,并逐渐在新一轮的资本博弈中备受关注。^[13] 通常情况下,夹层贷款的债权人不仅要求更高的利率,还要求取得认股权证以认购股份,或使用费以分享借款公司的成功,这种固定部分与可变部分的结合使其可以灵活定价,从而适合于借款公司的预期现金流。^[14] 既然融股债特性于一身,夹层融资的比较优势是不言而喻的,相对于债券投资而言收益较高,相对于股权投资而言风险较低,相对于私募股权投资而言违约率较低,正是这些优势促进了夹层融资的快速崛起。

(二) 类别股

类别股是指因认购时间和价格、认购者身份、交易场所等因素的差异而在流动性、价格、权利和义务上有所区别的股份。类别股的出现,所催生出的一个直接结果是股东的分化,即股东不再是人性同质和利益同质的共同体,而是有着不同利益动机和身份属性的异质化群体。股东“异质化”对股东权利配置的影响无疑是极为深远的,股权经济性权能和参与性权能的相互分离、股东大会决议中类别股东表决制度的引入、股份表决权限制和排除制度的出现、中小股东参与权能的强化等均为其表征。^[15] 与普通股股东相比,类别股股东所享有的权利不再是纯粹的股权,而是具有债权和股权的双重属性,其实质是在股权内容切割基础上的债权和股权的混合。^[16] 以类别股的典型代表——优先股为例,其最为本质的特征在于优先于普通股分配股利或者剩余财产,这与债券融资的固定收益特征很相像,从而使得优先股的性质更接近于“债”。有学者对此指出,作为混合证券的一种重要形态,优先股跨越了股权与债权的边界,体现了股份的公司债化。^[17] 具体而言,优先股

[12] Luc Nijs, *Mezzanine Financing: Tools, Applications and Total Performance*, John Wiley & Sons, 8 Nov, 2013, pp. 25 - 66.

[13] 参见傅璇:《夹层融资:股权与债务之间资本通道》,《国际融资》2004年第12期,第56页。

[14] 参见[荷]阿德里安·德瑞斯丹著:《欧洲公司法》,费焯译,法律出版社2013年版,第174-175页。

[15] 参见汪青松、赵万一:《股份公司内部权力配置的结构变革——以股东“同质化”假定到“异质化”现实的演进为视角》,《现代法学》2011年第3期,第40页。

[16] 参见朱慈蕴、沈朝晖:《类别股与中国公司法的演进》,《中国社会科学》2013年第9期,第150页。

[17] 参见潘林:《优先股与普通股的利益分配——基于信义义务的制度方法》,《法学研究》2019年第3期,第94页。

的债权性特征体现在:优先股的红利是事先确定的,并且优先于普通股红利而分配;优先股一般情况下不具有投票权;优先股发行人在某些情形下能够回购或者将其转换成次级债券。^[18]当然,这些债权性特征并不能掩盖优先股的股权性特征,不能将优先股红利支付作为成本扣除,一般情况下的永久存续以及特定情形下拥有投票权等特征彰显出优先股是“股”而非“债”。鉴于上述分析,将优先股视为同时具备股权和债权特征的混合型证券较为妥切。

(三) 分级基金

分级基金是近年来中国证券市场上出现的一种将风险与收益分割以匹配不同风险偏好投资者的创新型金融产品,类似于英国的分割资本信托和美国的上市分级信托。在英国,投资信托公司主要分为传统型信托和分割资本信托两类,前者通常只发行同一类型的普通份额募集资金,后者则是通过发行两种或两种以上不同级别的份额来募集资金,并给予不同级别份额不同的权益安排。^[19]在美国,Americus公司1985年推出的上市分级信托在性质上可归入可赎回单位信托证券,标的为单一股票,只有FBIME和SCORE两类子份额,子份额和母份额都在美国股票交易所上市交易,具有合并拆分运作条款。^[20]作为一种典型的结构化金融产品,分级基金的全部资产被分为风险与收益截然不同的两种份额:一种是A份额,获取固定收益,收益来源于基金的盈利;另一种是B份额,在支付A份额的固定收益后,享有基金的全部剩余盈利,并承担基金亏损时的全部损失。不难看出,A份额类似于债券,其持有人类似于债权人,而B份额类似于股票,其持有人类似于股东,两种份额的关系实质是B份额向A份额融资,通过向A份额支付固定收益而获取资金杠杆。^[21]分级基金具有基础份额的低风险性、高风险份额的高杠杆性、配对转换性以及溢价套利性等特征,其中的配对转换特性在提供分拆套利与合并套利机会的同时,也使得分级基金的“股性”和“债性”发生着动态调适。

(四) 结构化资管计划

结构化资管计划是近年来风靡于我国资本市场的创新型投融资工具,伴随着“宝万之争”这一重大控制权争夺案例成为各方关注的焦点。根据证监会发布的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》,结构化资管计划是指金融机构按照本金和收益受偿顺序的不同,将资产管理产品划分为不同等级的份额,不同等级份额的收益分配不按份额比例计算,而是由合同另行约定,按照优先和劣后份额安排进行收益分配的产品。在差异化的份额设置中,劣后级份额投资者享有投资决策权,优先级份额投资者的收益通过担保机制获得保障,劣后份额对优先份额存在一定的风险补偿。^[22]不难看出,结构化资管计划与分级基金有一个共同之处,即利用证券分级或结构化技术实现投资风险与收益的不均衡配置,通过多层嵌套、期限错配、分离定价等手段为杠杆交易提供融资套

[18] 参见汪青松:《优先股的市场实践与制度建构》,《证券市场导报》2014年3月号,第11页。

[19] 参见罗忠洲、邱虹宇:《英国分割资本信托研究》,《浙江金融》2012年第1期,第26页。

[20] 参见黄瑜琴、成钧、李心丹:《免费的午餐:分级基金溢价的案例研究》,《财贸经济》2012年第7期,第64页。

[21] 参见马刚:《分级基金上市份额的折溢价问题研究》,《证券市场导报》2014年8月号,第64页。

[22] 参见叶名怡:《结构化资管计划的私法规制——以“宝万之争”为例》,《法学》2018年第3期,第30页。

利。当然,相比于分级基金,结构化资管计划的内部法律关系更为复杂,委托代理关系、保证金质押关系、融资借贷关系、让与担保关系等盘根错节地裹挟在一起,给人以“剪不断,理还乱”的纠结之感。之所以将结构化资管计划视为股债融合的一种形态,是因为其优先和劣后的结构性安排。尽管优先级股东和劣后级股东都属于资管计划受益人的范围,但二者的法律地位、利益动机和权利构成迥然有别,优先级股东与劣后级股东之间的收益风险结构颇类似于公司中债权人与股东的关系。^[23] 这种优先与劣后的分级安排在便利企业融资的同时,也给法律提出了诸多挑战,如通道业务与资金池业务的合法性判定、场外配资与杠杆比例的监管、保底条款与对赌协议的司法审查、资管计划投票权的归属以及一致行动人的认定等。由于法律的滞后性,结构化资管计划带给法律的困扰时至今日未见消解。

(五) 资产收益权产品

伴随着金融创新的快速发展,商事交易标的物范围不断扩大,商事交易进入了新型无体商品交易的年代。^[24] 在此背景下,以“资产收益权”为投资标的的金融产品层出不穷,涵盖股权收益权、票据收益权、应收账款收益权、信托收益权、基金收益权、融资租赁收益权、物业收益权、租金收益权、小贷收益权等类型,以信托公司发行的“特定资产收益权信托产品”为典型。但由于立法规定的缺失,“收益权”或“资产收益权”的内涵并不清晰,在“安信信托诉昆山纯高”案发生后,资产收益权的法律性质更是备受争议。越来越多的倾向性意见认为,收益权是一种合同债权,是一种具有财产权性质的期待权,其作为未来债权进行让与时应满足确定性的要件。将资产收益权的法律性质界定为“将来债权”,看似简单明了,但存在以偏概全的逻辑悖论,甚至面临自相矛盾的解释难题。例如,资产收益权信托产品作为一种结构化融资工具,对信托收益权进行了分级设定,不同级别的收益权份额持有者受偿顺序截然不同,明显不符合债权平等原则。如果将收益权视为一种带有期待权性质的债权性权利,则其很难满足信托财产关于“确定性”的要求,这是因为期待权不是法律意义上实际的权利,最多只是一种取得权利资格,不具有财产确定性的特征,不得以此设立信托。^[25] 本文认为,由于资产收益权投融资工具的丰富性以及内部法律构造的显著差异性,任何单一的解释模式均具有局限性,因而需要秉持类型化思维方法加以综合认定其法律本质。整体而言,应收账款收益权、融资租赁收益权、物业收益权、租金收益权、小贷收益权的债权性质较为明显,票据收益权和信托收益权具有债权与物权的双重属性,而股权收益权和基金收益权的股权与债权属性更为突出。特别是其中的股权收益权,以契约为纽带实现了股权部分权能的分离,按照公司融资的交易需求对公司的股权设置进行了改造,可视为股债融合的一种新形态。^[26]

(六) 股债融合的类型化审视

夹层融资、类别股、分级基金、结构化资管计划以及以股权收益权为代表的集合资金

[23] 参见刘燕、楼建波:《企业并购中的资管计划——以 SPV 为中心的法律分析框架》,《清华法学》2016 年第 6 期,第 70 页。

[24] 参见周亮著:《新型商事交易标的物的商法调整》,法律出版社 2016 年版,第 30 页。

[25] 参见周小明著:《信托制度:法理与实务》,中国法制出版社 2012 年版,第 138 页。

[26] 参见缪若冰:《融资财务控制权对公司制度的挑战》,《法学》2017 年第 11 期,第 112 页。

信托计划只是公司融资实践中出现的股债融合典型样态,并未涵盖全部类型。事实上,风靡于美国风险投资中的可转换票据、盛行于中国资本市场的协议控制模式均可以归入股债融合的表现形式,甚至实践中层出不穷的“明股实债”也可以列入股债融合的范畴,至少其名义上的“股性”和实质上的“债性”相结合符合股债融合的形式特征。这些纷繁复杂的样态或者表现形式大致可以分为两大类:第一类是金融创新催生的复合型投融资工具,包括夹层融资、分级基金、结构化资管计划、可转换票据、永续债、优先股等;第二类是契约法与组织法交织所催生的投融资模式,包括协议控制、“明股实债”、股权收益权等。其中,协议控制是以合同为工具,以契约自由的名义瓦解了股权控制,体现了对商事组织法的反叛或者超越;^[27]“明股实债”则将法定的股东出资义务、约定的投资收益回报、回购或对赌条款以及增信措施杂糅在一起,在契约法与组织法的交织地带构筑了一个游离于法律边缘的模糊存在。由于公司融资创新实践的强烈需求,股债融合的趋势只会越来越明显,对公司法的冲击会愈发强烈,亟待正视并予以有效回应。

三 股债融合对公司法的挑战

股权与债权的区分标准问题在公司法上是一个巨大的理论研究空白点,特别是当兼具股权和债权属性的投融资活动日趋频繁,股债融合成为不可阻挡的发展趋势的背景下,理论研究的滞后性更加明显。尽管很多学者对股票与债券之间的区别有着清晰的认知,但基本上都是置于传统公司法的理论框架内进行提炼,未能根据资本市场的最新发展归纳出能够适应金融创新以及兼顾利益平衡的区分标准。反而是在税法领域,无论是立法还是学术界都对股权与债权的区分标准问题进行了积极回应,特别是在美国,金融创新诱致的股债融合现象及如何区分混合型金融工具的“股性”和“债性”成为学界关注的焦点问题,其中不乏有价值的研究成果。^[28] 经过抽象提炼,我们可以把目前公司法学界关于股债区分的标准归纳为风险标准、控制标准和信义义务标准,本文试分析这三个标准在股债融合背景下所面临的适用困境,提出并证成权利标准作为股债区分基本标准的可行性。

(一) 股债融合对风险标准的冲击

所谓风险标准,是指以风险承担的类型和程度作为区分股权和债权的标准。一般认为,股票的投资风险高于债券,股东是公司经营活动风险的最终承担者,股东的投资既可能赚的盆满钵满,也可能血本无归。当然,风险越大,收益也越大,“风险”是“机会”的代名词,风险意味着收益的机会。^[29] 债权人从理论上说不承担公司的经营活动风险,即无论公司是否盈利,债权人均可以主张本金偿还和利息支付。但严格说来,债权人并非不承

[27] 参见刘燕:《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,第20页。

[28] See Adam O. Emmerich, Hybrid Instruments and the Debt-Equity Distinction in Corporate Tax Law, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 52, 1985; Katherine Pratt, The Debt-Equity Distinction in a Second-Best World, *Vanderbilt Law Review*, Vol. 58, 2000.

[29] 参见管斌著:《金融法的风险维度》,法律出版社2015年版,第111页。

担公司的经营风险,只是其承担的风险与股东相比存在程度上的差异而已,公司盈利与否固然与债权的实现无直接关联,但公司的经营成败决定其偿债能力,债权人同样必须承担公司经营失败而发生的违约风险。^[30] 有学者指出,公司的债权人面临两个问题:第一个是分享问题。第二个是风险改变,即债权人担心的是有优先权利的其他债权人来分享其优先获得债权实现的权利,同时担心公司会拿自己的财产去投资冒险,从而改变了预期的风险,而股东面临的主要问题是“不充分的风险承担问题”,即股东需要承担由于委托—代理关系的存在导致董事和高管人员的管理风险这一不利后果,且股东对管理风险的监控无论是在信息、意愿还是能力方面都是有限的。^[31] 风险标准更为严峻的挑战在于,随着期权定价理论及相关金融衍生工具在公司投资中的广泛运用,股东可以提前锁定风险,将股票市场价格波动的风险转移给第三人。正如美国学者所指出的,由于公众公司普通股的剩余索取权具有风险分担的突出优势,人们完全可以用期权合约或期货合约等金融工具来增加风险管理的专业性,以此来帮助股票持有者转移特定风险。^[32] 因此,在金融创新的冲击之下,很难说是股东承担的风险大还是债权人承担的风险大,二者承担的风险没有绝对的实质性差异。

(二) 股债融合对控制标准的冲击

所谓控制标准,是指以谁拥有对公司的控制权作为区分股权和债权的标准。美国著名公司法学者伯利(Adolf A. Berle)与米恩斯(Gardiner C. Means)将公司控制权界定为“挑选董事会成员(或大部分董事)来决定性地影响公司各项活动的权力”;^[33] 格罗斯曼(San J. Grossman)与哈特(Oliver D. Hart)等学者则基于不完备契约理论将公司控制权界定为“剩余控制权”,即对公司契约中未予明确规定的剩余权益的相机决定权。^[34] 一般认为,公司控制权具有动态性,是一种状态依存的权力,即在公司正常经营条件下,作为公司主要所有者的股东享有公司控制权,当公司经营出现资不抵债或濒临破产危机时,债权人有权决定公司控制权安排,债务危机是公司控制权安排在股东和债权人之间转换的临界点。^[35] 撇开债务危机这种特殊情形,公司控制权由股东享有当无异议,控制权的行使方式主要表现为股东通过表决权参与公司重大决策和选择管理者。将公司控制权赋予股东享有,尽管是一种效率性选择,但不可避免地会带来股东和债权人的利益冲突,表现在股息分配、请求权稀释(claim dilution)、资产替换(asset substitution)、过分投资等方面。为化解股东与债权人的利益冲突,法律设计了一套制度规则,如在美国法上,债权人可以寻求的救济包括:其一,依据公司法,要求董事和高管人员承担诚信责任;其二,依据合同法,请

[30] 参见汤洁茵:《新型投资工具的税法属性辨析——基于美国的经验与借鉴》,《交大法学》2014年第1期,第84页。

[31] 参见邓峰著:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第285-286页。

[32] 参见[美]迈克尔·詹森著:《企业理论——治理、剩余索取权和组织形式》,童英译,上海财经大学出版社2008年版,第137-138页。

[33] [美]阿道夫·A.伯利、加德纳·C.米恩斯著:《现代公司与私有财产》,甘华鸣等译,商务印书馆2005年版,第79页。

[34] See Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, 1986, pp. 716-717.

[35] 参见徐向艺著:《公司治理:理论与实证研究》,经济科学出版社2008年版,第56页。

求法院认定公司行为违反了合同中的隐含条款,即善意和公平交易;其三,依据侵权法,请求公司行为构成了欺诈。^[36] 在反复的制度博弈中,股东与债权人保持了整体的利益平衡,法律也以公司出现债务危机为分界线,通过表决权的动态配置实现公司控制权的主体转换。换言之,当公司严重亏损时,由债权人批准公司重整程序和公司破产偿债安排,将公司的表决权配置给债权人,同时通过债权加速到期等配套措施,来保障债权人利益。应当说,公司法的这一整套制度规则是颇有合理性的,也是世界各国公司法的通行做法。

但随着金融创新的深入发展,控制标准的局限性逐渐暴露出来。例如,随着优先股发行的普遍化,无投票权股份已经呈现出常态化。所谓无投票权股份,是指去除了投票权的股份,即持有无投票权股份的股东享有普通股股东所享有的除了投票权以外的一切权利。^[37] 股份表决权的丧失,既有可能是出于法律的规定,也有可能是公司章程的约定。依据公司章程被剥夺表决权的股份主要是优先股,公司章程剥夺优先股的表决权是对其优先分配股利、优先分配剩余财产的利益再平衡。既然没有表决权,优先股股东对于公司的“控制”也就无从谈起,建立在表决权配置基础上的股债区分的“控制标准”也就失去了意义,因为此时的股东类似于债权人。以上是基于公司处于正常经营状态下所做的分析,如果公司已经处在破产的边缘,站在债权人立场来审视控制标准正当性的话,同样可以发现其已经不敷适用。这是因为,在信用违约互换等衍生工具的作用下,债权人在享有正常的合同控制权以及法定权利的同时,可以部分或全部对冲掉债权负担的经济风险,蜕变为所谓的“空心债权人”。^[38] 此种“空心债权人”的存在引发了尖锐的利益冲突,其在公司破产程序中行使夹杂着道德风险的控制权足以成为压垮债务公司的“最后一根稻草”。

(三) 股债融合对信义义务标准的冲击

所谓信义义务标准,是指以是否属于信义义务受信任人范围以及是否有权利提起信义义务诉讼作为区分股东(股权)和债权人(债权)的标准。信义义务是公司法中一个极为重要但也颇有争议的概念,在普通法系和大陆法系的不同语境下有着迥然有别的解释原理。争议焦点主要体现在:谁是信义义务人? 公众公司与封闭公司的信义义务有区别吗? 股东之间存在信义义务吗? 母公司对子公司的受信义务与其他情形下的受信义务是一样的吗? 特别是在董事、高级管理人员是否对利益相关者承担信义义务这一问题上,理论上的分歧、立法上的暧昧、司法上的反复交织在一起,难有定论。^[39] 目前,关于信义义务的研究文献基本上都认为债权人不属于信义义务的受信任人范围,没有权利提起信义义务诉讼。这种结论无疑是建立在公司资本构成单一化的假设基础之上的,即认为公司的资本构成只包括股东的出资。但由于公司融资方式的日趋多元化,公司的资本结构呈现出包

[36] 参见邓峰著:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第288页。

[37] 参见葛伟军著:《英国公司法要义》,法律出版社2014年版,第105页。

[38] 参见李安安:《金融创新诱致的债权“空心化”及其法律规制》,载蒋锋、卢文道主编《证券法苑》(第二十六卷),法律出版社2019年版,第127页。

[39] 参见施天涛著:《公司法论》(第三版),法律出版社2014年版,第401-405页。

括股权、债权、期权以及混合形式的投资等在内的多样化资本构成格局,股东并非唯一或最重要的剩余索取权人,债权人乃至其他类型的投资者都可能是公司资产的剩余索取权人。^[40] 鉴于此,有必要拓展信义义务受信人的范围,将债权人有条件地纳入其中。^[41]

至于谁有资格提起信义义务诉讼,是一个看似简单实则充满迷思的话题。说其简单,是因为现有的公司法立法文本和公司法理论基本上都认为只有股东才有资格提起信义义务诉讼;说其复杂,是因为随着公司资本构成的日益多元化特别是创新型投融资方式的层出不穷,在信义义务的制度构造中重新考虑如何体现其他类型投资者的利益保护已经势在必行。传统的信义义务诉讼理论面临的挑战之一在于,期权投资者是否可以提起信义义务诉讼。期权投资者与股东之间显然不能划等号,其只有在选择持有公司股票的情况下才变成股东。那么,在内幕交易、虚假陈述等涉及到期权投资者利益等场合,其能否提起证券欺诈民事赔偿诉讼。由于期权投资者的法律地位并不明确,上述疑问也显得模棱两可。挑战之二在于,在股份出借的场合,被借出的股份能否作为提起信义义务诉讼的股份基础。法律允许股份出借,意味着股份投票权与股份收益权的分离,会导致“有负担股份”的产生,即因获利而受到限制的股份。对于持有“有负担股份”的股东而言,是否有权针对公司董事、高管或者控制股东违反信义义务的行为提起诉讼? 此种情况下,不法行为导致的公司股票价格下跌非但不损及这些股东的利益,反而可能为其带来收益,因此表面看来其具备提起信义义务诉讼的资格条件,实质上却不具有合理性。因此,以谁有资格提起信义义务诉讼来区分股东和债权人,不再具有可行性。正是看到了信义义务标准的局限性,有学者认为应当将信义义务视为一个开放式概念,其对象应当随着经济发展的需要进行动态转移。^[42] 邓峰教授也指出:“股权和债权的划分理论非常重要,但是有待于进一步发展……在各种竞争的模式之中,诚信义务的扩展,是较为可行的道路。”^[43]

(四) 股债区分“权利标准”的提出及其证成

前文的分析表明,传统意义上区分股权和债权的风险标准、控制标准和信义义务标准在金融创新背景下均面临无法适用的境地。即使在证券市场最为发达的美国,如何区分权益型金融工具和债权型金融工具同样是立法机关、税务机关、司法机关面临的棘手难题。应当认识到,没有任何一种区分标准是完美自洽的,将不同标准加以组合并互相参照或许是更为可行的思路。当然,这并不意味着我们没有必要再去追寻股债区分的基本标准,而应结合股债融合的发展现状和演进趋势,根据市场实践和法律创新需要加以归纳提炼。为了确保新标准的可操作性,有必要在学术立场和研究方法上做出必要的限定。

[40] 参见施天涛、杜晶:《公司社会责任与公司权力再分配——以多样化资本构成对公司治理的冲击为角度》,《社会科学战线》2010年第1期,第200-205页。

[41] 参见李安安:《金融创新与董事信义义务的重塑》,载黄红元、徐明主编《证券法苑》(第七卷),法律出版社2012年版,第373-376页。

[42] Jesse M. Fried & Mira Ganor, Common Shareholder Vulnerability in Venture-Backed Startups, Law & Economics Workshop, 2005, <https://escholarship.org/uc/item/57c116w0>, p. 69, 最近访问时间[2019-07-01]。

[43] 邓峰著:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第288页。

一方面,股债区分新标准的提炼需要置于“金融交易法”而非“金融监管法”的立场。金融监管法一直是金融法研究的重心,金融交易的私法规范长期以来没有受到应有的关注,直到近年来才有所改观。金融交易是金融监管的基础,如果不厘清金融交易的民商法基础而贸然采取激进的监管措施,会扼杀金融交易的活力进而阻却金融市场的创新动力。金融交易本质上是一种跨期信用活动,涉及金融资产、金融中介、交易架构与担保安排等若干要素,建立在合同法、财产法、信托法甚至破产法等基础上,复杂性可能远甚于规范金融机构的商组组法,因此有必要对金融交易的私法规范进行考察。^[44] 将学术立场从“金融监管法”转向“金融交易法”,意味着公私金融法律调整力量的改变和相关法律资源的重新配比,其实质是引入私主体因素,增强其在金融主体博弈中的力量,通过相互博弈达致金融法价值的均衡实现。^[45] 由于权利是金融私法的基本话语,从权利的视角审视股债融合这一金融法现象的正当性,显得理所当然。与此同时,与股债融合对应的金融工具一般是金融创新的产物,具有复杂的交易结构,属于“现代商事交易”的范畴,需要以“现代商法”的思维加以应对。^[46]

另一方面,股债区分新标准的提炼需要遵循“实质重于形式”的逻辑方法,从经济实质的角度审视股债融合型金融工具或投融资模式的法律本质。股债融合尽管有着丰富的产品形态、精巧的法律结构和复杂的关系网络,但究其实质,依然是一种金融合约,是建立在合同、担保等一系列民商事法律制度基础上的经济现象。合约是权利义务的联结,股权投资与债权投资因当事人享有权利、承担义务的不同而决定着其与公司的身份关系。作为不同的权利表现形式,隐含在股票和债券中的特定权利内容可以经合意予以变更、剥离或重组,从而形成新的金融工具,以体现变更或重组之后的新权利。^[47]

经过学术立场和研究方法的双重限定,本文尝试提出“权利标准”作为股债区分的基本标准,即主张撇开纷繁复杂的股债融合的法律形式,回归权利分析的法律实质,以此作为厘清股债差异并进行相应界分的指针。众所周知,无论是股权还是债权,都属于典型的权利群或权利束。其中,股权可以分为参与管理权与资产收益权两大类,表决权、股东会或股东大会召集权、查阅权、提案权、质询权、撤销公司决议或宣告决议无效的诉权、代表诉讼的提起权、对董事或高管的直接诉权、解散公司的诉权等属于参与管理权的范畴,股利分配请求权、剩余财产分配请求权、新股优先认购权、异议股东退股请求权、股份转让权等属于资产收益权的范畴。^[48] 与股权内容的丰富性相比,债权的权利内

[44] 参见楼建波著:《金融商法的逻辑——现代金融交易对商法的冲击与改造》,中国法制出版社2017年版,第2页。

[45] 参见宣頔:《金融法律调整的私法转向与理论建构》,《郑州大学学报(哲学社会科学版)》2016年第2期,第36页。

[46] 现代商法最为主要的特征是以结构性交易模型为对象,现代商法所调整的现代商事交易特质在于:第一,企业取代商人成为交易主体;第二,商事财产表现为主体化和客体化两个方面;第三,企业联合成为新的交易形态;第四,以商行为所引发的商事关系被更为复杂的结构性交易模型所取代;第五,现代商法应对的重点是资本的运作。参见王延川著:《现代商法的生成:交易模型与价值结构》,法律出版社2015年版,第6-7页。

[47] 参见汤洁茵:《原则还是例外:经济实质主义作为金融交易一般课税原则的反思》,《法学家》2013年第3期,第35-36页。

[48] 参见王军著:《中国公司法》,高等教育出版社2015年版,第274-275页。

容要单一得多,主要表现为以给付为中心的请求权和受领权,以及由此衍生出来的抵消权、免除权、让与权等。如果我们对比股权和债权的权利内容,可以发现诸多差异性,从中可以提炼出若干标准。

首先来看股利分配请求权。股东投资的主要目的是为了获取盈利,即通过公司盈余分配获得股利,我国《公司法》第 166 条对股利分配的原则和程序等作了具体规定。《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)》规定股东滥用权利导致公司不分配利润给其他股东造成损失的,司法可以介入以实现对公司自治失灵的矫正。债权人虽然不享有股利分配请求权,却享有投资回报取得权以及投资本金收回权,且该权利具有确定性或可预期性,与股权投资回报的或然性不可同日而语。由此,我们可以归纳出股债区分的第一个权利标准,即以投资回报的确定性作为债权投资的核心特征,以投资回报的或然性作为股权投资的核心特征。申言之,如果一项投资包含了无条件的回报支付承诺、确定或可以合理预见的收益数额、确定且合理期间内的报酬支付日,则为债权投资;反之,如果投资回报的支付取决于公司的经营状况,投资者尽可以期待公司利润的分配,无法预期报酬的数额和时间,则为股权投资。^[49]

其次来看剩余财产分配请求权。如果公司依法终止清算后,还有剩余的财产,股东可以按照出资比例或持股比例分配剩余财产。从文义解释看,股东的该项权利只有在公司进入“死亡”环节之后才能享有,与股利分配请求权具有时间上的连贯性。股东能否获得剩余财产、能获得多少剩余财产是不确定的,很大程度上取决于债权人的利益保障状况。通过解读我国《公司法》第 186 条第 2 款所规定的剩余财产分配顺位,可以发现公司清算人向股东分配公司剩余财产的实质条件在于公司向全体债权人清偿债务之后尚有剩余财产,这也意味着在公司进入破产偿债程序之后,债权优先于股权受偿构成了债权的重要特征。值得讨论的一个问题是,优先股在公司剩余财产清偿顺序中该如何定位?是优先还是劣后于无担保的一般债权受偿?由于公司财产是一种对债权人的责任财产,若公司清算时不先清偿债务就向股东分配,公司因解散而不复存在,显然构成对公司债权人的危害。^[50]因此,没有理由将优先股置于无担保的一般债权之前受偿。此外,由于优先股还存在累积优先股和非累积优先股、参与优先股和非参与优先股等类型化区分,由此又衍生出不少问题。例如,假如某类优先股为累积优先股,公司对此类股份拖欠的股利应否与此类股份享有的优先分取的剩余财产同样优位普通股份剩余财产之分配?如果公司章程未明确优先股为参与优先股还是非参与优先股,那么优先股股东在优先分取剩余财产后是否有权参加公司其余的剩余财产分配?^[51]由于我国关于优先股立法的粗疏,这些问题显得似是而非,有待于通过公司章程加以明确。整体而言,公司进入“死亡”阶段之后的清偿顺序以及剩余财产分配请求权的行使状况可以构成股债界分的

[49] 参见汤洁茵著:《金融交易课税的理论探索与制度建构——以金融市场的稳健发展为核心》,法律出版社 2014 年版,第 184 - 185 页。

[50] 参见施天涛著:《公司法论》(第四版),法律出版社 2018 年版,第 262 页。

[51] 参见刘俊海著:《股份有限公司股东权的保护》(修订本),法律出版社 2004 年版,第 225 页。

第二个“权利标准”。

最后看救济与诉讼权。救济权的不同安排实际上决定了本金取回与回报取得的确定性程度,本金与投资回报的强制执行程度越高,投资者最终可以取得的财产价值的可能性越大,一项缺乏明确的可执行和可诉性的救济权投资不应当认定为债权性投资。^[52] 在救济权的配置上,公司法一般是通过明文规定的形式赋予股东诉讼权,即公司股东针对侵害自己利益或公司利益的情势所享有的提起诉讼进行救济的权利。从法理上讲,公司人格具有独立性,公司利益不能等同于股东利益,当公司董事、监事、高管损害公司利益时,应该是由公司本身提起诉讼而非股东。但作为一个组织体,公司由组成其机关、执行机关的董事、监事、高管控制和操纵,期待侵害或可能侵害公司的人代表公司追究自己的法律责任是不现实的。^[53] 因此,公司法赋予了股东多种情形下的诉讼权利。与此不同的是,债权人所享有的救济权除了破产偿债这一法定情形外,主要是通过债券合同条款加以约定,债权人可以借助于合同法的一套机制寻求保障。如在违约的情况下,投资者有权对对方当事人提起诉讼并主张强制执行投资本金和约定的回报,可以作为认定该项投资为债权性投资的因素之一。在融资公司未支付回报的情况下,投资者有权加速到期,要求提前收回本金,该权利对认定债权属性具有重要意义。相反,如融资公司未支付相应的回报,而投资者无权起诉该公司,无权强制公司进行相应的支付,则不能认定为债权投资。^[54] 法律基于“内外有别”的立场,对股东、债权人的救济和诉讼权利作出了迥然有别的配置,这可以视为股债界分的第三个“权利标准”。

综上所述,从股利分配请求权、剩余财产分配请求权、救济与诉讼权等权利维度出发来比较股权和债权,能够发现二者之间的诸多差异。在阐发股权与债权的复杂关系及其界分空间方面,权利标准比风险标准、控制标准、信义义务标准更富于解释力。当然,在金融创新的不断冲击之下,权利标准并非天衣无缝,依然存在解释的难题,这就需要将该标准与其他区分标准结合起来,取长补短,组合运用,并及时推进理论创新,以确保公司法理论具备回应实践的能力。

四 公司法如何回应股债融合的挑战

当前,我国《公司法》的再度修订正在紧锣密鼓进行之中,营商环境的法制保障、资本市场的全球竞争、新经济的崛起、创新公司的融资需求以及科创板的推出成为本轮修法的主要压力和动力。鉴于股债融合是金融创新以及契约法与商事组织法交互作用的产物,深度契合本轮修法的时代背景,因而有必要将股债融合的制度逻辑反映在公司法之中,为

[52] 参见汤洁茵著:《金融交易课税的理论探索与制度建构——以金融市场的稳健发展为核心》,法律出版社2014年版,第184-185页。

[53] 参见王军著:《中国公司法》,高等教育出版社2015年版,第274-275页。

[54] 参见汤洁茵著:《金融交易课税的理论探索与制度建构——以金融市场的稳健发展为核心》,法律出版社2014年版,第187页。

此需要公司法进行理念的根本转换和制度的贯通式改革。

(一) 公司法理念的根本转换

公司法具有贴近现实、面向实践的品性,不断创新的金融市场和商事实践总是瓦解或改写着公司法制度规则,无论是合伙人制度对公司治理理念与结构的冲击,还是股权众筹对公司融资方式的挑战,抑或是对赌协议作为应对信息不对称与激励问题新方案的出现,都说明了这一点。^[55] 在笔者看来,我国未来的公司法改革,应充分考量公司法发展性和变动性的法律属性,谋求公司法与实践发展之间的协调性,着力提升公司法回应实践需求的能力,以此作为公司法改革的根本理念指引。

第一,继续放松管制,尊重商事实践智慧,赋予市场主体充分的投融资创新空间。股权与债权作为支撑公司治理结构乃至公司法整体骨架的基本元素,在面对金融全球化浪潮和资本市场全球竞争时,不宜自我设限,形成固化的“二元结构”,让市场主体作出非此即彼的单一选择,而应丰富自身的权能,通过不同权能之间的组合配置形成创新型的金融产品或商事交易模式以满足市场的多元化需求。对于新型的投融资工具或交易模式,公司法不宜轻易否定其正当性。

第二,以适应性效率理论为指引,不断强化公司法适应时代创新发展的能力。公司法处于金融化和信息化交织的时代背景之下,前者表现为公司治理目标的股东利益最大化、利润来源渠道的金融主导化、金融体系自由化及其业务全面证券化、食利阶层经济力量权力化,^[56] 需要着重解决金融创新过度带来的资本“脱实向虚”或者“金融资本主义”等问题;后者指向的是电子革命带来的公司法信息化变革问题。日本公司法学者神田秀树认为,IT 革命与资本市场的发展是先进诸国公司法在未来发生巨大变革的原动力,公司法制变革将会在不断对应 IT 革命与资本市场的进化中持续下去,对应 IT 革命的公司法已经成为公司法的修改目标之一以及公司法发展的一个方向。^[57] 为了提升公司法的科技含量,我国完全可以在公司登记、公司信息服务、股东权利行使、公司机关运营等方面进行信息化变革。可以预见,一部开放而现代的公司法,将为股债融合的深化发展提供广阔的制度空间。

第三,充分考量资本全球配置和法律全球竞争的现实,着力提升公司法制度对资本的吸引力和在全球化时代下的竞争力,对公司的创新融资进行包容审慎监管。为提高本国资本市场的吸引力,各国和地区一方面频繁地修订公司法和证券法,不断提高资本市场法制的规范性、透明性和现代化水准,从而形成了公司法(证券法)立法层面的竞争;另一方面逐步放松行政管制,改善证券监管,强调监管的独立性和有效性,从而形成了证券法领域的监管竞争。^[58] 公司法(证券法)竞争对于股债融合的推动作用是不言而喻的,如果某

[55] 参见王妍:《公司制度研究:以制度发生学为视角》,《政法论坛》2016年第2期,第162-165页。

[56] 参见鲁春义、丁晓钦:《经济金融化行为的政治经济学分析——一个演化博弈框架》,《财经研究》2016年第7期,第53页。

[57] 参见[日]神田秀树著:《公司法的理念》,朱大明译,法律出版社2013年版,第216-217页。

[58] 证券法的监管竞争理论由美国学者罗曼诺(Robert Romano)提出,其具体讨论参见 Robert Romano, Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation, *Yale Law Journal*, Vol. 107, 1998, pp. 2392-2395。

国公司法或证券法创设了某种股债融合型金融产品且在运作中反映良好,其他国家和地区很可能迅速行动,通过法律移植等方式加以引进。例如,美国创设优先股并取得巨大成功之后,英国、法国、德国、西班牙、比利时、荷兰等欧洲国家纷纷通过法律修订或者颁布行政命令的形式赋予优先股的合法性。^[59] 股债融合型金融产品在实践中往往先于立法而产生,此时的融资监管如果采取包容审慎的态度,无异于对金融创新的制度激励,会助推股债融合的深度拓展。

(二) 公司法制度的贯通式改革

公司法改革无非存在两种路径:一是小修小补式的改革,秉持的是“头痛医头,脚痛医脚”思维,容易造成逻辑断裂和法律知识谱系的割据问题;二是贯通式的体系化改革,即着眼于理念革新和范式转型,从全局和长远角度进行制度设计和回应。考虑到我国现行《公司法》依然是以“股债二元结构”为逻辑假设,对实践中蓬勃发展的股债融合现象基本上采取了“疏离化”的态度,再加上股债融合对公司法的冲击是全方位而非局部性的,因而必须采取贯通式的体系化改革路径,基本思路是以股债融合串联公司法制度规范,以《公司法》和《证券法》联动修改的方式,整体推进公司融资制度、公司治理制度以及公司并购制度的结构性改革。限于篇幅,本文择其要者论述如下。

第一,丰富公司的组织形态。现行《公司法》关于有限责任公司与股份责任公司的二分法未能体现出大中小微企业公司的差异化制度需求,造成了“小孩穿大鞋”的现象。^[60] 建议将国有独资公司剔除出去,以封闭公司和公众公司的分类为基准重构公司的组织形态,同时允许公司根据类型和规模选择差异化的治理结构,比如人力资本出资解禁后的智力资本导向型治理结构、协议控制型的治理结构等,从而有助于为市场主体提供更多的商事组织形式选择,为股债融合型商事交易模式的兴起奠定组织法基础。

第二,创设差异化的股权结构。科创板允许采取不同表决权架构的公司上市,倒逼着《公司法》修改第103条,即打破“一股一权”,承认股东权利的差异性,明确赋予双层股权结构的合法性。为了防范差异化股权结构的利益冲突,应辅之以限制持股主体、禁止通过发行类别股进行资本重置、限制特别股的加权幅度、限制特别股的发行规模、限制加权表决权股的流通、建立完善的类别表决机制、设置“日落条款”等制度规范。

第三,规范股东投票权的行使。股债融合使得股东和债权人的角色混同,直接导致“公司归谁所有”这一决定公司投票的基础性问题发生了动摇,特别是在结构性资管计划中,投票权归谁所有以及如何行使演化为一个极富争议的话题。对此,一方面需要规范投票权征集,赋予其合法地位,同时明确规定禁止有偿征集投票权;另一方面需要引入投票权外包制度,建立程序性控制机制和强制性信息披露制度,防范化解由此引发的

[59] 参见[挪威]马德斯·安登斯、[英]弗兰克·伍德里奇著:《欧洲比较公司法》,汪丽丽等译,法律出版社2014年版,第150页以下。

[60] 参见刘俊海:《建议〈公司法〉与〈证券法〉及三套外商投资企业法联动修改》,《法律适用》2013年第12期,第9页。

利益冲突。

第四,扩充管理层信义义务的适用边界。鉴于股东和债权人身份的模糊化以及股权融资和债权融资区分的难度,有必要扩充信义义务的适用边界,将债权人纳入信义义务的受信人范围。前文对此已有分析,不再赘述。

第五,扩大“证券”的范围。由于我国《证券法》关于证券范围的严格限制,诸多股债融合型投融资工具无法被涵盖其中,徒增社会风险。长远看来,基金份额、远期合约、期货合约、权证、存托凭证、资产证券化产品等都应纳入证券的范围,零息债券、永续债券、垃圾债券、高能债券等具有一定“股性”的债券品种也应当被预留一定空间。

[本文为作者主持的 2017 年度中国法学会部级法学研究课题“股债融合视域下公司法贯通式改革研究”[CLS(2017)D97]的研究成果。]

[**Abstract**] The distinction between equity and debt not only delineates the legal boundary between stocks and bonds, and between shareholders and creditors, but also constitutes the basis of corporate financing and governance structure. However, under the influence of financial innovation and other factors, it is increasingly difficult to distinguish between equity and debt, and the trend of integration of the two is increasingly obvious. The specific patterns of the integration mainly include mezzanine financing, class stocks, structured fund, structured asset management plan, asset income rights products, etc. A huge challenge brought about by the integration of stock and debt is that the traditional risk standard, control standard and fiduciary duty standard of stock and debt differentiation are no longer effective, and it is difficult for the company law to respond to the institutional demand of capital market innovation. To cope with the impact of the integration of stock and debt, China should take into full consideration of the growth and volatility of company law in its future reform, seek the coordination and interaction between law and development of practice, improve the capacity of the company law to respond to corporate finance innovation, link up various institutional norms of company law through the integration of stock and debt, and advance in a comprehensive way the structural reform of the corporate finance system, the corporate governance system, and the corporate mergers and acquisitions system.

(责任编辑:姚 佳)