

公司融资对公司基本法律制度建构的证成

缪若冰

摘要：公司融资塑造了公司基本法律制度。在铁路大规模融资的背景下，股东有限责任、公司独立法人资格及公司资本制应运而生。当融资来源从大型银行转向以普通公众为主的证券市场时，又形成了现代公司治理机制。此后，由公司融资形成的现代金融市场，又对公司资本制、股债二分法的权力结构、一股一票的股权内涵进行了变革。此后，以私募股权与私募对冲基金为代表的投资机构，又推动了公司控制权市场的产生，促进了公司法研究与实践的变革。由此可见，公司法的发展史无疑证明了公司融资对公司法律制度有着建构性的力量。与域外相比，中国公司法的发展历史更多地呈现出断代史的特征，其基本法律制度更多地是由国家自上而下的推动，这使得我们对公司融资的作用、影响以及它与公司法律制度的互动缺乏历史性的认知，也使得我们在应对部分公司融资的创新时显得进退失守。未来，无疑需要在公司法的理论研究与制度修订中，加强对公司融资与公司法互动作用的理解与学习。

关键词：公司融资；金融市场；法律制度

〔中图分类号〕D912.28 〔文献标识码〕A 〔文章编号〕2096-6180(2020)05-0075-18

引言

法国学者托克维尔曾言：“历史是一座画廊，在那里原作很少，复制品很多。”^{〔1〕}从公司法特别是英美公司法的发展史来看，公司融资塑造了现代公司的基本法律制度，公司基本法律制度也在不断变革以适应公司融资的发展。从独立法人资格到股东有限责任的建立，公司法斩断了公司债务与股东个人财产之间的联系，使得公司能够进行大规模的股权融资，有力地将公司推向了世界经济舞台的中央；当公司融资转向以银行为代表的债务融资时，为保护外部债权人的利益，市场形成了以公司资本制为核心的保护机制，为债务融资铺平了法律基础；当公司融资开始面向一般民众参与的证券市场，又逐步形成了监事会在内的现代公司治理机制，并影响至今。

〔作者简介〕缪若冰，重庆大学法学院讲师，法学博士。

〔基金项目〕2018年度重庆市社会科学规划培育项目“金融市场组织法、合同法与监管法的整合研究”（项目批准号：2018PY98）；司法部2019年度国家法治与法学理论研究项目“中国公司法制度建构的影响要素分析”（项目批准号：19SFB3038）。

〔1〕〔法〕托克维尔：《旧制度与大革命》，冯棠译，商务印书馆2012年版，第106页。

同时，由公司融资为主体所形成的现代金融市场，又在不断冲击、影响并改造公司基本法律制度。如在风险投资行业广泛使用的可转换优先股，打破了传统公司法下的股债二分法结构；在包括银行、债券持有人的推动下，评级机构、偿付能力与现代财务会计技术开始陆续出现并得到应用，使得公司资本制开始衰弱并逐渐消解；在私募股权与私募对冲基金的影响下，股东积极主义又开始影响公司法的实践与研究；而对于传统公司法下的股权而言，在公司融资的改造下，已与最初的法律形态相距甚远。这一创造性的演变过程，正不断推动公司法进行变革。

在理论研究上，公司融资不仅影响了 20 世纪美国公司法的革命⁽²⁾，也成为当下美国法学院必须开设的课程。⁽³⁾与域外公司法学术路径相比，我国在公司法的研究上存在断层，这使得我们对公司从何处来、要往何处去，难以形成一致性的连贯逻辑；在对公司的法律定位以及由公司融资衍生出的资本市场创新方向上，缺乏全面的认识。通过对公司发展史的考察，本文将证明正是公司融资促成了早期公司基本法律制度的形成，也正是公司融资所具有的力量在改变当下公司的法律制度。

一、公司融资形成公司基本法律制度的历史证成

在 18 世纪的欧洲，随着人口的大规模增长，旧有的生产关系、生产技术已难以满足社会大生产的需要。为摆脱这一困境，资本主义国家主要沿着三条路径解决生产关系与生产力之间的矛盾：第一，过剩人口从欧洲开始流向美洲、大洋洲等以开拓新的土地，建立殖民地，为母国供给更多的生产资料与税收来源；第二，包括铁路、轮船在内的发明创造开始广泛地应用于整个社会生产之中，以提高生产效率；第三，各资本主义国家从政治、经济与法律入手，建立与现代生产相适应的商事组织与经济制度，以促进经济发展的需要。⁽⁴⁾

英国在煤炭开采与交通运输方面的优势，促使其在能源革命、工业技术与城市化上走到了世界的前列。⁽⁵⁾在生产技术的推动下，大量商品从工厂出产，并需要与广阔的市场连接起来。在诸多的运输方式中，铁路作为能够大规模运输商品的交通设施，成为资本主义国家最重要的基础设施建设项目。但是，铁路的建设往往需要巨额的、长期的资金投入，任何个体都难以独自承担。此时，为满足大规模融资需求而不断进行变革的公司开始成为各国最重要的商事组织体。

（一）股份融资与股东有限责任

在商事组织中，合伙企业有着比公司更为悠久的历史，包括宗教、行会在内的因素都曾深深地嵌入这一组织的基因之中。⁽⁶⁾作为人合性组织，合伙企业往往规模较小，业务局限在某一地区，

(2) See Roberta Romano, *After the Revolution in Corporate Law*, 55 J. LEGAL EDUC. 344–346 (2005).

(3) See Peter H. Huang & Michael S. Knoll, *Corporate Finance, Corporate Law and Finance Theory*, 74 S. CAL. L. REV. 175 (2000).

(4) See Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti, Jr., *A HISTORY OF CORPORATE FINANCE*, 127–131 (Cambridge University Press 1997).

(5) 参见黄宗智：《再论 18 世纪的英国与中国——答彭慕兰之反驳》，《中国经济史研究》2004 年第 2 期，第 17 页。

(6) 参见周游：《企业组织形式变迁的理性逻辑》，《政法论坛》2014 年第 1 期，第 73–75 页。

合伙人则来自熟识的家人、朋友，彼此相互信任。在多数情况下，合伙企业并不需要进行大规模的融资，仅凭合伙人的声誉就能够完成私人借贷。但是，强烈的个人色彩为合伙带来便利的同时，也使得合伙人与合伙企业之间的边界对于外部第三人而言，难以进行有效的区分。⁽⁷⁾在这一条件下，早期法律为了保障外部债权人的权益，规定合伙人对合伙债务须承担无限责任。只是，对于包括铁路、公路在内的基础设施建设而言，资金筹集的来源早已不再局限于某一城市或某一村镇，也不再局限于某个家庭或者富有的朋友，而是分布于广阔的全国范围之内，甚至如美国一般，融资的触角从北美延伸到了欧洲的英国。⁽⁸⁾

因此，大规模的融资操作在当时的制度环境下面临着多种困境：一方面，不发达的技术条件限制了信息的广泛传播，对于各地的潜在投资者而言，面临组织内外信息不对称的困境；另一方面，英美当时受到亚当·斯密、大卫·李嘉图等学者的影响很大，强调自由经济与市场自发的调整，国家力量远离私人经济，难以形成有效的融资监管。⁽⁹⁾此外，当时的市场尚未发展出成熟的现代管理与财务技术，这导致不同组织之间并未有统一的会计计量标准，难以进行横向比较。

与合伙企业相比，虽然公司在这一时期已出现于商事实践之中，但早期公司并未向普通民众开放注册，股东有限责任也未在法律上得到确立，这使得公司在融资上并不具备竞争优势。只是，在大规模融资需求的推动下，公司制度发生了多次变革，不仅对一般商人开放了注册，也逐步建立起了股东有限责任制，最终推动了这一组织走向世界舞台的中央。

在公司发源地的英国，早期公司由特许状设立，其组织性质类似于准公众企业（quasi-public），带有公共服务与私人企业的混合性质。⁽¹⁰⁾此后，始于17世纪末的南海泡沫促使英国国会通过了1720年《泡沫法案》，合股公司的设立被严格限制。⁽¹¹⁾直到19世纪早期，英国都尚未放开私人领域公司特许状的发放，这导致公司在当时只限制在某些特定的行业，如银行、海上保险、火险等，由此公司也往往被视为经济领域的垄断存在。⁽¹²⁾

与英国相似，美国早期的公司往往代表着特定的公共利益（public interest），私人领域同样未放开注册。⁽¹³⁾一言以蔽之，早期公司带有着公共属性，与此后演变为营利性为主的私人公司组织有着根本性的不同。

(7) See Paddy Ireland, *Limited Liability, Shareholder Rights and the Problem of Corporate Irresponsibility*, 34 CAMBRIDGE JOURNAL OF ECONOMICS 840–842(2010).

(8) 参见〔美〕罗恩·彻诺：《摩根财团：美国一代银行王朝和现代金融业的崛起：1838–1990》，金立群译，文汇出版社2017年版，第4–7页。

(9) *Supra* note (4), at 130.

(10) See David McBride, *General Corporation Laws: History and Economics*, 74 LAW & CONTEMP. PROBS. 3(2011).

(11) *Supra* note (4), at 130.

(12) See Frederick G. Kempin, Jr., *Limited Liability in Historical Perspective*, 4 AMERICAN BUSINESS LAW ASSOCIATION BULLETIN 12–13 (1997).

(13) See Alan Trachtenberg, Eric Foner, *THE INCORPORATION OF AMERICA: CULTURE AND SOCIETY IN THE GILDED AGE* 5–7 (Hill and Wang, 1st ed., 2007).

在公司注册受到限制的同时,当时的股东对公司债务承担的是无限责任。甚至,直到1844年英国《合股公司注册、组建及监管法案》(下称《合股公司法》)的出台,法律也未允许合股公司的股东对外部债务人承担有限责任。相反,《合股公司法》要求公司成员承担无限责任,并且要求在公司章程中明确这一责任情况。这一限制直到合股公司开始在英国广泛应用,股东的无限责任在某些领域才开始松动。从1845年到1848年,英国处于大萧条时期,此后英国国内出现了铁路大规模建设与融资的需求,这迫使英国法律回应大规模融资背景下如何保护投资者个人及家庭财产安全的问题。最终,英国在1855年、1856年分别出台了《有限责任法案》及新的《合股公司法》,允许股东注册为有限责任的新公司。⁽¹⁴⁾正是通过这两部法律,英国在公司法上确立了股东有限责任的原则,明确了债权人在发生债务纠纷时应寻求公司,而不是股东的救济。此外,对于未足额出资的股东,法律也明确了其责任对象是公司而不是外部债权人。⁽¹⁵⁾至此,在大规模融资需求的推动下,英国法下股东的无限责任转为了有限责任,公司的注册也开始逐渐放开。

在公司注册和股东有限责任上,美国走在了英国的前头。在19世纪,美国由简单的农业经济转变为复杂的工业经济,公司这一组织形式开始在美国各行各业尤其是工业领域开始蔓延。⁽¹⁶⁾随着经济发展重心从美国东部转向更为广阔的西部,铁路在全美范围内开始铺设,铁路企业纷纷注册为公司的形式进行融资。以1811年纽约州《普通公司法》为标志,美国各州陆续放开了私人公司的注册。⁽¹⁷⁾美国学者施瓦茨认为“大公司首先发展起来以满足铁路——这个国家最早的大规模经营活动的需要”⁽¹⁸⁾,铁路的大规模建设与融资,一方面促进了美国工业的生产,另一方面也促使股东对投资的风险有了更多的关注,最终股东有限责任在19世纪上半叶的Wood v. Dummer一案中成为美国公司制度中的基本共识,此后也陆续在新罕布尔州、康涅狄格州的法律中得以体现。⁽¹⁹⁾

从英美19世纪初期公司发展史中可以看到,在大规模基础设施建设融资的压力下,公司从特许设立转变为向一般的民众开放,并完成了从股东无限责任到有限责任的转变,在制度上解决了从陌生人处进行大规模融资的难题;另外,股东有限责任制的确立,对于股权转让的受让方而言,减少了交易过程中的顾虑,这在另一方面又提高了商事组织的稳定性。⁽²⁰⁾在上述基础制度建立后,私有公司适应了资本主义快速发展的需要,公司也在这一过程中逐渐发展成为商事企业中最重要

(14) See Phillip I. Blumberg, *Limited Liability and Corporate Groups*, 11 J. CORP. L. 583–584 (1986).

(15) *Supra* note (7), at 846.

(16) 参见[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188页。

(17) See John Steele Gordon, *AN EMPIRE OF WEALTH: THE EPIC HISTORY OF AMERICAN ECONOMIC POWER* 228–229 (Harper Collins Publishers 2004).

(18) [美]伯纳德·施瓦茨:《美国法律史》,王军等译,法律出版社2018年版,第184页。

(19) *Supra* note (14), at 587–592.

(20) *Supra* note (12), at 12–13.

（二）债务融资与公司资本制度

在美国，新泽西州、特拉华州在 19 世纪引领了公司法的州法竞争，两者相继在公司法上予以松绑，以吸引更多的公司到本州进行注册。不过，这一时期的公司法并没有放开对公司资本的要求，当时的公司注册依然需要维持最低的资本数额。^{〔21〕}在当时，铁路的发展一开始吸引了大量的投资者，但后续的经营不善及资产泡沫，也引发了 19 世纪 70 年代的经济大萧条。在此期间，纽约证券交易所破天荒地关闭了 10 天之久，许多铁路公司在这一期间因经营不善陷入了倒闭的危机。此时，能够影响世界经济并在某种程度上起着中央银行角色的摩根银行开始在美国崛起，并作为债权人开始要求经营不善的铁路公司将股权进行托管，这标志着由银行作为受托人重整铁路发展的时代开始来临。^{〔22〕}

与股东相比，以银行为代表的债权人对公司有着并不一致的利益。相比债权人，公司股东出资完成后对于公司经营所取得的利润，可以以股息的形式进行分配，并且是否分配股息、分配多少股息，都完全取决于股东的意志，债权人往往并不能干涉公司内部的决定。不过，股东以股息进行财产分配的做法，在某些情况下，却与债权人的利益相互冲突。^{〔23〕}在极端情况下，公司可以高额薪酬的形式将资金支付给公司管理层（他们同时为股东），或者在公司破产前，以股息的形式提前分配公司财产，掏空本应偿还外部债权人的资产。

这一道德风险，最终迫使债权人将注意力放到公司制度的多个方面，这其中的代表为公司资本制，具体包括公司资本是否应该持续维持，以及公司利润的分配规则等。这样的关注点恰好反映了，公司资本制的初衷就是用这一制度来吸引经营亏损及应对商业风险，从而避免波及债权人的债权。^{〔24〕}在保护外部债权人动机的推动下，一系列关于公司资本制的法律案例陆续出现在英美法的判例中，并在后续形成了公司资本制的核心内容。

在著名的 *Wood v. Dummer* 一案中，美国斯托里法官指出：“股东仅在银行偿付其所有债务后，才对剩余资产享有权利”，“公司的资产是债权人的信托基金”，确立了公司偿付能力丧失时债权人对剩余资产的权益。^{〔25〕}此后，在 20 世纪 80 年代，美国法院在 *Coit v. North Carolina Gold Amalgamating Co.* 一案中，又确立了只有当公司净资产增长时，才可以向股东分配股利的规则。^{〔26〕}该案判决的出发点正是防范公司在无原则股利分配下，可能带来的经营危机。

在同一时期的英国，司法层面在有关“利润”分配的问题上存在许多争议。虽未被立法明确

〔21〕 See Richard A. Boott, *Capital Requirements in United States Corporation Law*, 64 LEGAL STUDIES RESEARCH PAPER 19–20 (2005).

〔22〕 参见〔美〕罗恩·彻诺：《摩根财团：美国一代银行王朝和现代金融业的崛起：1838–1990》，金立群校译，文汇出版社 2017 年版，第 40–42 页。

〔23〕 Bayless Manning & James J. Hanks, Jr., *LEGAL CAPITAL* 5(Westbuy, New York, 3rd ed., 1990), 转引自傅穹：《重思公司资本制原理》，法律出版社 2004 年版，第 20 页。

〔24〕 参见刘燕、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》，《证券法苑》2014 年第 3 期，第 7 页。

〔25〕 朱圆：《论美国公司法中董事对债权人的信义义务》，《法学》2011 年第 10 期，第 131 页。

〔26〕 See Craig A. Peterson, Norman W. Hawker, *Does Corporate Law Matter? Legal Capital Restrictions on Stock Distributions*, 31 AKRON L. REV. 175, 181 (1997).

规定,但自特许公司时期以来,司法实践继承了分红不能出自资本,而应出自利润的观点。并且,在1887年的 *Trevor v. Whitworth* 一案中,英国法院确立了为保护债权人利益,公司应维持其已发行股本的先例,该案的判决也成为普通法下关于“资本维持原则”的经典表述。⁽²⁷⁾ 因此,为保障以银行为代表的外部债权人,公司法形成了资本应持续维持、限制公司无原则分配为内容的公司资本制。

(三) 证券市场的发展与公司治理机制的互动

在公司特许状时代,美国各州立法机关有自由的修改已颁发公司特许状的权利,甚至在早期的弗吉尼亚州,州立法者可以在公司的一般会议中代表缺席的股东。直到1819年,美国最高法院在 *Dartmouth College v. Woodward* 一案中,确认达特茅斯学院是一家私人公司,受到契约的保护,非经允许,立法机关不得侵犯,从该案开始美国才确立了公司享有契约自由、公司内部治理脱离国家干涉的原则。⁽²⁸⁾ 在该案后,美国公司治理规范的重心从避免国家干涉转向了关注所有权与控制权分离下代理人的监管问题,以及如何保障小股东免于大股东侵犯的问题。

从19世纪末到20世纪初,证券市场获得了快速发展。证券市场的发展,使得公司可以将股票或者债券卖给一般的大众,这一筹资对象变化的直接结果是越来越多的普通民众成为公司的股东与债权人。

这一时期,随着资本市场的发展,股东分散化成为大型公司普遍的特征。由于股东分布在不同区域,股东之间又存在着相互搭便车的倾向,公司的所有权与控制权相分离,一系列的代理问题随之产生。这一问题具体体现为,19世纪公司广泛地出现了因内部人士欺诈、滥用职权所导致的破产,这一问题最终迫使立法机构修订法律以维护公司股东权益。以1832年的 *Robinson v. Smith* 一案为代表,美国法院确定了股东派生诉讼的基本规则,以防范公司内部人士对股东利益的侵犯。⁽²⁹⁾ 此外,为公司发售证券的银行,也开始逐步干涉公司的内部治理,如当时的摩根银行,向那些承销证券业务的公司派驻董事,以监督公司的经营,这一做法也使得有资格获得摩根承销债券的公司很快得到市场的认可⁽³⁰⁾,并获得普通公众的跟进投资。

由证券市场形成的面向一般大众的融资格局,不仅使得国家出台相关立法加强对证券市场的管控,也使得公司法着手从内部建立现代公司治理体系。以德国为例,在1870年公司法通过之前,公众公司只有200家。随后,1870年的德国公司法放开了大型商事公司公开发售股份的限制,在短短的时间内,公众公司就迅速达到了1000家。但是,1873年的股市崩盘,却暴露了部分公司内部存在着的财务欺诈,这最终使得德国在1884年对公司法进行修改,并规定公司应建立包括董

(27) 刘燕:《重构“禁止抽逃出资”规则的公司法理基础》,《中国法学》2015年第4期,第187-188页。

(28) See Naomi R. Lamoreaux, *Scylla or Charybdis? Historical Reflections on Two Basic Problems of Corporate Governance*, 83 THE BUSINESS HISTORY REVIEW 17-18(2009).

(29) *Id.*, at 11.

(30) *Id.*, at 22-23.

事会和监事会在内的双层治理结构，以增强公司内部治理能力。⁽³¹⁾ 始于德国 1884 年的双层治理结构至今具有广泛的影响力，也在之后影响了包括日本、中国及其台湾地区的公司法律制度。

另外，在 19 世纪中后期，一些典型的证券市场案例，也推动了公司治理的讨论。例如，围绕伊利铁路的控制权，范德比尔特与德鲁之间展开了殊死的商事与法律博弈。德鲁通过自身的影响力，在范德比尔特收购伊利股票之时，令伊利公司发行大量新的股票，从而挫败前者的收购意图。但是，德鲁出于保卫自身控制权的目的，却任意地稀释了现有股东的财产，损害了原有股东的控制权。当这一争议尘埃落定时，人们开始十分严肃地讨论是否应该限制公司发行股票的权利，是否应该有 2/3 股东同意的程序性要求及现有股东有优先认购权，并逐步催生了此后的现代公司规则。⁽³²⁾

同时，随着证券市场的发展，股东对公司的信息披露也有着越来越高的要求。以英国为例，伦敦证券交易所从 1885 年开始要求那些有股东参与股票交易的公司提交年度资产负债表，而股东数量较多的大公司也会自愿披露其年度资产负债表的总结，甚至所有的相关文件。⁽³³⁾ 随着证券市场上越来越多的普通公众成为公司融资的对象，这一新情况使得公司更为积极地完善内部治理机制，也间接推动了包括现代财务会计在内的管理技术的发展。

(四) 小结

在铁路和工业企业大规模融资需求的推动下，公司建立了股东有限责任制，隔离了股东与公司债务的直接联系，为后续大规模的股权融资奠定了法律基础；对于债务融资而言，外部债权人与公司所有权人存在着信息不对称下的利益冲突，这促使公司建立了包括资本维持与限制利润分配在内的公司资本制，以为公司的债务融资提供法律保障；随着证券市场的持续发展，公司融资对象开始转向一般民众，这一变化倒逼了公众公司内部治理机制的完善，多方面提高信息披露的水平与质量，以减少外部股东对公司内部经营的担忧。从域外公司发展的历史来看，公司基本法律制度的形成与公司大规模的融资需求息息相关，两者互相影响，互相作用。

二、现代金融市场对公司法基本制度的影响

由公司融资所形成的现代金融市场，在 20 世纪形成一股强大的力量，深刻地影响了全球的政治、经济与法律。约翰·贝拉米·福斯特认为，资本主义发展到 20 世纪下半叶，其特征包括新自由主义、全球化和金融化，其中金融化成为其中的主导力量。⁽³⁴⁾ 在 2008 年的金融危机后，美国学者劳伦斯·E. 米切尔认为这一源于华尔街的危机暴露了金融市场已经形成新的经济秩序，并且这

(31) See Lorraine Talbot, *GREAT DEBATES IN COMPANY LAW* 84(Palgrave Macmillan 2014).

(32) [美] 约翰·S. 戈登：《伟大的博弈：华尔街金融帝国的崛起》，祈斌译，中信出版社 2011 年版，第 129—146 页。

(33) See Christopher Napier, *The History of Financial Reporting in the United Kingdom*, in *A GLOBAL HISTORY OF ACCOUNTING, FINANCIAL REPORTING AND PUBLIC POLICY*, Edited by Gary Previts, Peter Walton & Peter Wolnizer, Emerald Group Publishing Limited 243—273 (2012).

(34) 参见 [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，第 9 页。

一经济秩序开始挑战原有的资本主义，形成“服务于金融市场自身交易而非为产业融资”的金融主义。⁽³⁵⁾无论是金融化还是金融主义，不可否认的是现代金融市场对一国的制度性构建力量越来越强，表现在公司法上，则是部分法律制度开始瓦解、变革与进一步发展。

(一) 现代融资监管技术的发展与公司资本制的衰弱

自 20 世纪下半叶开始，以保护债权人作为主要目的的公司资本制，在理论与实践引发了一系列争议。其中，支持维持公司资本制的观点包括“法定资本提供了预防性保护”，“法定资本能够防止对公司的掠夺，特别是在收购行为发生之后”⁽³⁶⁾；反对的观点则认为，法定资本制并没有解决债权人最为关心的偿债现金流侵蚀的问题、公司另行举债的问题、附着担保及偿债顺序在前的债权问题⁽³⁷⁾；还有的学者从法律和会计角度，认为公司资本制度成型于 19 世纪，这一固定、僵化的标准难以在复杂的经济环境下实现保护债权人的目的。⁽³⁸⁾从财务会计角度看，股东向公司出资后，这部分资金虽体现在公司所有者权益账目上，但却已转化为公司资产，而资产并不会保持不变，可能会升值，也可能会减值，并不能真实地反映公司偿债能力。

与公司资本制备受争议相印证的是，在现代金融市场上的债务融资，已经更多地依靠评级机构的动态评级，而不是公司拥有的资本数额。从历史上看，评级机构之所以出现和发展，正是源于铁路融资中，债权人对公司本身财务状况的关注，而评级机构最初的关注对象也是当时的铁路公司。

如今，评级机构在公司融资中扮演着多重角色：首先，对于需要在资本市场进行融资的公司而言，作为外部第三方，评级机构可以对公司的财务状况进行客观的评价，从而能够提高公司债券的可销售性和价格水平⁽³⁹⁾；其次，良好的信用评价可以增强市场对发行人的信心，便利债券的发行工作；最后，对于监管机构而言，评级机构的评级还有助于全面掌握发行人的信用状况，方便债券发行的监管工作。⁽⁴⁰⁾因此，有学者认为，基于评级机构的特殊作用，评级机构在公司融资中与会计师、律师一样，共同承担着金融市场看门人的职责。⁽⁴¹⁾

除了信用评级机构外，在部分特殊行业，如银行业与保险业，偿付能力标准早已取代了简单的公司资本标准，成为监管部门与外部投资者最为看重的风险指标。如欧洲在保险行业实施的偿

(35) [美] 劳伦斯·E. 米切尔：《反思金融主义：一个历史的视角》，施天涛、袁田译，《清华法学》2012 年第 4 期，第 90-91 页。

(36) [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 183 页。

(37) See Bayless Manning & James J. Hanks Jr., *LEGAL CAPITAL* 30 (Foundation Press, 3th ed., 1997). 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，第 165 页。

(38) 参见刘燕：《公司法资本制度改革的逻辑与路径——基于商业实践视角的观察》，《法学研究》2014 年第 5 期，第 39 页。

(39) 在 2008 年的金融危机中，评级机构扮演了并不是那么“客观”的角色，但时至今日，市场依然依赖评级机构对债券的评级工作，也没有其他机构在目前能够挑战评级机构在债券发行中的特殊角色。

(40) See Bo Becker, Todd Milbourn, *Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry*, 051 HARVARD BUSINESS SCHOOL 1-2 (2009).

(41) See Frank Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, 46 LEGAL STUDIES RESEARCH PAPER SERIES RESEARCH PAPER 50-60 (2007).

付能力二代标准，对保险行业形成了包括定量、定性和信息披露的监管要求，而不再要求保险企业维持一个固定的资本数额。^{〔42〕}

从许多角度来看，公司资本制诞生于现代财务技术并不发达的时代，因而在这一时期，理论上的历史资本存量对于外部资金提供者而言，有着非常重要的现实意义。但随着现代金融市场的发展与财务管理技术的进化，外部债权人与投资者对公司动态的、流量的财务信息越来越看重，这一需求最终体现于评级机构的出现、现金流量表与偿付能力的应用上。这一趋势也反映在公司信息披露的要求上。例如，1900年的英国公司法开始要求所有注册公司聘用审计师对资产负债表进行审计，1907年的公司法开始区分公共公司和私人公司。1928年及1929年的公司法对会计和审计的条款进行变更，资产负债表要求划分法定资本和已发行的资本。^{〔43〕}当市场实践起到的作用，超越原有法律制度下的设定时，也就引发了理论与实践对公司资本制的批判，并最终促使部分国家和地区在立法上对公司资本制进行修改。

（二）私募机构与股东积极主义

在美国历史上，曾经有三次主要的并购浪潮。第一次发生在19世纪末，由摩根银行发起了旨在实现以托拉斯为代表的“高级协作关系”，其代表是兼并了许多同业组织的美国钢铁公司^{〔44〕}；第二次始于20世纪20年代，随着证券市场的发展而兴起，但这一并购浪潮随着1929年的股市崩盘戛然而止；第三次始于20世纪80年代，由私募股权与垃圾债券所推动，不仅深刻地改变了公司法的实践，也推动了资本市场结构的变化。^{〔45〕}这其中，从美国第三次并购浪潮中所崛起的私募机构至今影响着世界经济。

私募股权被认为有别于股或债，它们是“所有权转移的一种过渡方式”，在控制某家公司时通常会附上自己的投资计划，通过更换管理层或者改进经营策略，以实现投资的退出。^{〔46〕}在20世纪80年代，一个典型的私募股权机构的运作方式是，从银行等机构通过负债形式融入优先级顺位的债务资金（通常占收购资金的60%），其余20%~40%资金为劣后资金，风险较大，通常以较高的利率进行融资。^{〔47〕}在这一时期，为满足私募股权机构的资金需要，垃圾债券顺势成为包括科尔伯格·克拉维斯·罗伯茨（KKR）在内机构的主要融资渠道。

随着私募股权作为野蛮人的出现，深刻地改变了公司法的实践，一系列收购和反收购的措施

〔42〕 参见陈文辉：《中国偿付能力监管改革的理论和实践》，中国经济出版社2015年版，第69—78页。

〔43〕 参见〔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178页。

〔44〕 参见〔美〕罗恩·彻诺：《摩根财团：美国一代银行王朝和现代金融业的崛起：1838—1990》，金立群校译，文汇出版社2017年版，第95—98页。

〔45〕 有关三次并购浪潮的介绍，参见〔美〕丹尼尔J. 罗伯茨：《并购之王》，唐京燕、秦丹萍译，机械工业出版社2018年版，第1—3页。

〔46〕 〔美〕戴维·凯里、约翰·莫里斯：《资本之王：全球私募之王黑石集团成长史》，巴曙松等译，浙江人民出版社2017年版，第308—309页。

〔47〕 参见〔美〕乔治·安德斯：《门口的野蛮人II》，胡震晨译，浙江人民出版社2018年版，第112—113页。

接踵出现。例如，目前耳熟能详的“焦土战术”“毒丸策略”，在收购中帮助被收购方抵御敌意收购的“白衣骑士”等，开始陆续出现在公司法的实践之中。并且，更为关键的是，以私募股权为代表的机构投资者开始深刻地影响公司治理中股东与经营层的互动。

在20世纪初，美国学者伯利与米恩斯出版了经典的《现代公司与私有财产》一书，他们论证了公司存在着所有权与控制权相分离的问题，这一两权分离使得公司的经理人员控制了公司，而有着搭便车倾向的股东则更为消极。但是，以私募股权为代表的投资者，并不满意经理人控制公司的现状。以卡尔·伊坎为例，他通过买入特定公司的股票，成为股东，培养并引导其他股东的反对情绪，以实现代理权的更迭。这一过程，使得他成了“维权投资者”。⁽⁴⁸⁾此后，随着垃圾债券风险的爆发，以私募股权为代表的机构投资者越来越多地参与到公司实践中，以改变自身的形象，并逐步放弃原有高杠杆模式下的投资模式，因为“以前以财务杠杆来获取高额利润的时代已经一去不复返了”。⁽⁴⁹⁾

与私募股权相比，私募对冲基金则更多地在公开市场上进行操作，以给公司治理带来变化。例如，私募对冲基金在公开市场上购买目标公司的股票，这些公司通常是运行较差的中小型企业。在持续购进股票的同时，他们将获得董事会席位，并希望在进入管理层后能够达到以下目标：推动公司治理变革，提高公司的分红水准，促进公司重组，更换公司管理层等。⁽⁵⁰⁾当公司治理的水平提高，股价亦随之提升，这就实现了私募对冲基金的投资目的。如今，作为股东积极主义的代表，私募对冲基金与公司治理的互动也成为当下美国公司法研究的重点。⁽⁵¹⁾

概而言之，现代金融市场出现了与传统提供股或者债不同的金融机构，它们一方面从市场融入资金，另一方面将这部分资金投入到了上市公司。但是这一投资带有金融市场追逐高利润的特点，不仅带来了公司并购浪潮，公司法新的实践，也对公司法的研究产生了冲击。例如，正是在这一时期，公司法的研究开始受到公司金融理论的影响，包括“公司控制权市场”、米勒模型理论（Modigliani & Miller, MM 理论）等开始被引入公司研究之中⁽⁵²⁾，学者们开始有了更多的分析工具研究公司法，并引发了公司法研究的革命。

（三）融资方权力需求的多样性及对公司法的影响

1. 股权结构的变化

股权本身的内涵也随着融资实践的发展而发生变化，这一变化最鲜明地体现在投票权的设置上。从历史上看，在资本市场最为发达的美国，普通股从一开始就不是“一股一票”的规则。实际上在19世纪，美国公司投票遵循每一股东一票的原则，而不是一股一票；此后，这一按人头投

(48) 参见[美]马克·史蒂文斯：《华尔街之狼：金融之王卡尔·伊坎传》，刘骏译，浙江大学出版社2017年版，第46-48页。

(49) [美]贾森·凯里：《私募帝国：全球PE巨头统治世界的真相》，唐京燕译，机械工业出版社2018年版，第124-125页。

(50) 参见[美]欧文·沃克：《门口的野蛮人Ⅲ》，燕斐、张鑫译，机械工业出版社2018年版，第18-24页。

(51) 这方面的文献可参见William Wilson Bratton and Joseph A. McCahery, INSTITUTIONAL INVESTOR ACTIVISM: HEDGE FUNDS AND PRIVATE EQUITY, ECONOMICS AND REGULATION (Oxford University Press, 2015)。

(52) 参见李清池：《美国的公司法研究：传统、革命与展望》，《中外法学》2008年第2期，第280-282页。

票的原则逐渐松动，以马里兰州为例，从 1784 年到 1818 年，所有公司章程中的表决程序实行的为加权投票机制，在 1819 年后，大多数公司转为“一股一票”，并最终修改为适用于所有公司。⁽⁵³⁾

不过，随着资本市场的发展，融资方的权力需要出现了多样性，例如，部分融资方愿意让渡本身属于自身的权利，使得企业家拥有公司更多的控制权，以激励其更好地为公司服务。这样一个商事安排集中体现为双层股权结构。实际上，在公司发展的早期，双层股权结构应用最广泛的是指有投票权股票和无投票权股票的组合。⁽⁵⁴⁾ 在 19 世纪的铁路融资大潮中，普通股因分红较少，承担风险较大，很难对外出售，在这一背景下，有固定股息的优先股得以发明并应用于铁路公司的融资过程中。⁽⁵⁵⁾ 在当时的投票规则上，优先股与普通股一样拥有完全的投票权，但随着融资市场的发展，优先股慢慢开始与债有了许多的相似性，投票权上也开始有了限制。

从 19 世纪末到 20 世纪初，公司出现了许多并购案例，并促使公司更多地限制不同种类股票的投票权，而无投票权普通股则是这一历史阶段的产物。⁽⁵⁶⁾ 在当时学者的研究中，与无投票权股票相对应的是有更多控制权的股票，称为“银行家股份”，也称为“管理股”（management stock），代表这一类股票在实践中对公司的控制权。⁽⁵⁷⁾ 与早期有投票权和无投票权股票的组合相比，如今的双层股权结构则更多的是指公司有两类不同投票权的 A、B 类股票，其中 B 类股票的投票权数倍于 A 类股票。⁽⁵⁸⁾ 从“一股一票”到“银行家股份”，再到双层股权结构的广泛应用，融资方权利需求的多样化推动着公司股权法律规定的变化，“股东同质化的假设减趋乏力”⁽⁵⁹⁾，也表明具有个性化的股权安排在公司融资的推动下越来越普遍。

2. 复合型金融工具对股债二元格局的冲击

在传统的公司融资结构上，公司或者通过发行股票，或者通过负债的形式如银行贷款或者发行债券等方式，从外部市场进行融资。但资本市场发展至今，资金提供方有了更多样化的权利控制需求，由此出现了许多有别于传统股或者债的复合型金融工具。这些复合型金融工具包括多种类的含有不同投票权和分红权的可转换优先股、可转换票据等。

复合型金融工具在法律性质上并不是股，也不是债，在形成机制上体现为融资方与资金提供方的一系列合同，而作为合同的一方，他们并不享有公司法下与普通股相同的权利，公司高级管理人员和董事也不对复合型金融工具的持有人负有信义义务。

(53) See Stephen M. Bainbridge, *The Scope of the SEC's Authority over Shareholder Voting Rights*, 16 UCLA SCHOOL OF LAW RESEARCH PAPER 3-4 (2007).

(54) See A HISTORY OF CORPORATE GOVERNANCE ABOUT THE WORLD, Edited by Randall K. Morck, The University of Chicago Press 653 (2005).

(55) 参见丁楹：《从美国优先股制度发展历程看中国转轨时期优先股制度的建立》，《中央财经大学学报》2013 年第 5 期，第 33 页。

(56) See W. H. S. Stevens, *Stockholders' Voting Rights and the Centralization of Voting Control*, 40 THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS 355-356 (1926).

(57) See A. A. Berle, *Non-Voting Stock and "Bankers' Control"*, 6 HARV. L. REV., 673 (125-126).

(58) 参见陈若英：《论双层股权结构的公司实践及制度配套——兼论我国的监管应对》，《证券市场导报》2014 年第 3 期，第 1 页。

(59) 冯果：《股东异质化视角下的双层股权结构》，《政法论坛》2016 年第 4 期，第 126-130 页。

复合型金融工具在风险投资行业得到广泛使用。风险投资家通过一系列复杂的合同技术，在新创企业中深度参与到公司的治理体系内，他们不仅参与公司战略的制定、公司的合并与收购，甚至参与到公司的日常经营过程中。⁽⁶⁰⁾但是，作为兼具股与债特征的复合型金融工具，其应用引发了一系列理论和实践中存有争议的问题⁽⁶¹⁾，如复合型金融工具的持有人，是否受到信义义务的保护，从而免于普通股股东对其权利的侵蚀？⁽⁶²⁾部分学者认为，复合型金融工具虽然具有股的一面，但作为合同的一方，它们能够通过合同得到充分的保障，并不需要将其权利嵌入到公司法的框架之内。但在实践中，以特拉华州的 *Orban v. Field, Civ.* 一案为例，却显示复合型金融工具部分地突破了原有的公司归公司、合同归合同的惯例。在该案中，法院认定，在董事会由优先股股东控制的情形下，董事会的信义义务并不专属于普通股股东，公司在合并、回购等事项中应平等地对待优先股股东。⁽⁶³⁾

复合型金融工具的出现为公司法带来了许多深远的且具有挑战性的问题。例如，对于一些公司而言，股债之间的区别已经没有意义，在实质重于形式的情况下，部分债权人拥有的权利重于股东；此外，财务上认定实际控制人的标准，与法律上的标准也发生了割裂，前者重实质，后者则偏重形式。这些问题的出现，本身就说明了现代融资市场的复杂性与多样性，这样的融资需求正不断地在推动公司本身制度的发展。

3. 竞争性商事组织的出现

与早期合伙人须担负无限责任的合伙组织相比，现代有限合伙企业区分了普通合伙人及有限合伙人，后者并不当然需要承担无限责任，这使得有限合伙人如公司股东一般获得了有限责任的保护。并且，有限合伙企业还在税收上避免了双重征税的问题，这使得在小型组织上，合伙企业相比一般性的公司制企业有了许多竞争性价值。在有限合伙企业之外，美国还出现了有限责任公司（limited liability company），虽然称为公司，但在美国的法律体系内，这一企业形式既不是公司也不是合伙，而是结合了两者的许多特征。并且，非常特殊的是，在有限责任公司内部，融资方可以根据权利博弈的结果，以合同的形式配置管理权力与经济权利。⁽⁶⁴⁾这样的一个由自由合同而不是法律规定权力架构的结果，无疑使其相比一般性的公司对融资方提供了更多的灵活性与创新空间，也成了与普通公司相竞争的组织形态。

（四）小结

在金融市场，有着不同交易目的和交易权力结构的融资方从多方面影响、改造着现代公司，这一改造的结果部分地体现在了公司法的规定上。从公司资本制引发的理论争议中，可以看到当

(60) See Klaus M. Schmidt, *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, 8 THE JOURNAL OF FINANCE 1139–1140 (2003).

(61) 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109–110页。

(62) See Charles R. Korsmo, *Venture Capital and Preferred Stock*, 78 BROOK. L. REV. 1165–1166 (2012–2013).

(63) See Frank Partnoy, *Financial Innovation and Corporate Law*, 31 THE JOURNAL OF CORPORATE LAW 814 (2007).

(64) 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118–119页。

融资主体能够有更多、更好的方法（如偿付能力和信用评级等）监控公司的动态财务信息时，原有的以资本存量为特征的公司资本制开始渐渐衰退。当股东主体变为现代金融市场上的私募机构时，又引发了公司控制权市场的战争，催生了新的公司法理论与实践。同时，双层股权结构的应用无疑凸显了公司股权同质化的落后，公司股权设置更多地开始往个性化的方向发展。而风险投资行业中广泛出现的复合型金融工具，则表明传统的股债二分法结构受到不同融资交易需求的挑战。这一挑战，也反映于与公司相竞争的商事组织开始陆续出现。在这一系列现象的背后，能够清晰地看到融资实践及其催生的金融市场在不断推动着公司基本制度的变革，这一变革使得公司制度有了更多的可能性与灵活性，也使得公司规则更为多元与丰富。

三、对中国的启示：公司融资的制度性建构力量

在部分历史学家看来，公司如早期的宗教一般，是人类的“集体想象”，是概念的产物，也是“法律拟制”，可以随着法律的规定产生，也会因法院的判决而消失。^{〔65〕}不过，若公司只是一个“集体想象”，断然不能在历史的长河中，成为最广泛采用的商事组织。实际上，若仔细探索公司从产生到发展壮大的过程，可以发现公司并不仅仅是法律逻辑的展开，它是商人精心创造、维护和不断创新所形成的法律制度，而支撑公司变化的法律目的也始终如一，即维护和促进工商业的发展。^{〔66〕}

通过追溯公司的发展历史，能够发现公司融资对公司基本法律制度的塑造有着深远的影响。但与域外特别是英美两国相比，中国的公司基本法律制度更多地是由国家推动形成。例如，中国的公司法律制度在改革开放初期的引入，更多地是为了完成国有企业的改制^{〔67〕}，而非由商事实践自发地形成。但是，这一自上而下的制度变迁路径，却使得公司法在面临新的融资实践时难以及时作出反馈，也使得法律的应用，在部分时候缺乏对商事规律的敬畏。

（一）中国公司法的断代发展史及其影响

在域外发达国家的公司发展史中，可以看到公司法的发展是基于国家的总体稳定，随着公司融资的变化而逐步进化的。正是在国家稳定的基础上，方有公司资本制随着公司融资的发展而形成，并带来公司注册的松绑与去国家化，推动公司治理架构的逐步完善。^{〔68〕}其中，起到绝对作用的是商人与商事实践，并以否定再否定的发展路径，逐步修改、完善公司法律制度。概而言之，每一个公司法基本制度的形成与变革背后，都有着历史真实存在的商事博弈、国际化竞争与商事

〔65〕 [以] 尤瓦尔·赫拉利：《人类简史：从动物到上帝》，林俊宏译，中信出版社 2014 年版，第 29-31 页。

〔66〕 参见蔡立东：《公司制度生长的历史逻辑》，《当代法学》2004 年第 6 期，第 40-41 页。

〔67〕 参见周游：《公司法上的两权分离之反思》，《中国法学》2017 年第 4 期，第 285-286 页。

〔68〕 关于公司与国家的互动过程，可以参见邓峰关于中国董事会制度的相关研究，例如邓峰：《中国法上董事会的角色、职能及思想渊源：实证法的考察》，《中国法学》2013 年第 3 期，第 106-107 页。

经验的总结。⁽⁶⁹⁾

在改革开放前,中国公司法并没有这样的平稳发展期,更多的是在曲折中摸索,并呈现出断代发展、师从多门的特点,公司融资难以形成充分的条件以完善公司的基本法律制度。从历史上看,中国第一部公司法是清末《公司律》,此后在北洋政府时代至中华民国时期,陆续有多部代表性法律的出台。但这些公司法,都深深地带有当时中国救亡图存、半殖民地半封建的浓厚色彩,并且持续时间都非常短暂。一言以蔽之,当时的公司法更多地带有国家色彩,带有国家经由公司法实现自身政治经济目的的特征。例如,最为突出的是民国时期的两部《公司法》,1929年的《公司法》多学自德、日,希望效仿两国经由弱国变为强国的经验,1946年《公司法》则更多地学自美国,反映了当时国际形势的变化。⁽⁷⁰⁾ 当中国进行改革开放后,稳定的政治经济形势,才最终为中国公司法的发展奠定了良好的基础,公司融资在公司基本法律制度中的作用才越来越凸显。

只是,中国公司法的断代发展史,改革开放后的制度移植路径与本土制度环境,使得中国公司法在受到公司融资影响之外,有着许多自身的特点:首先,国家深度影响了中国公司法的形成,并起到决定性的作用。国家与公司法的互动,最为突出地体现在国有企业的制度安排上,并具体地体现为国有企业的公司法改造。不论是建立现代产权制度,抑或是所有制改革,国有企业都呈现出“产权+监管模式”⁽⁷¹⁾,这一模式决定了国有企业必须在资产管理上受到行政监管的影响,而这一行政监管的逻辑独立于公司法的逻辑。在国有企业保值增值的压力下,又需要借助公司法融通外部的资金资源,并建立规范的公司治理结构。可是,这使得中国公司法在满足公司融资的商事逻辑之外,存在着监管的逻辑。其次,在英美公司发展史中,以证券市场为代表的融资市场,为公司法供给了大量的基本法律制度。只是在中国,证券场所代表的直接融资市场相对滞后,尚未成熟到能够在公司法制度形成中起到决定性的作用。最后,中国公司法本身具有表与里不一致的特点,并具体表现在,中国公司法尚未形成逻辑一致、循序渐进、由本土实践倒推公司法形成、发展及自我完善的机制。

中国公司法的断代发展史,使得中国公司法具有突出的工具属性。当缺乏量的与质的博弈过程,则不论是公司的实践者,抑或是中国公司法,对公司制度的发展方向都难以形成清晰的路径意识。当然,这一境况随着中国经济的逐步发展,随着公司融资力量的不断生成,将越来越推动中国公司法回归到纯粹的商事组织法定位。

(二) 构建能够反映公司融资力量的法律制度

作为商事组织的代表,公司法的出发点以及价值取向,无疑应同其他商事立法一样,都是保

(69) 例如在渗水股的问题上,范德比尔特与德鲁的伊利铁路控制权战争发生后,使得人们开始将注意力集中到了公司再发行股票的程序问题上。又如,围绕阿里巴巴融资结构中的双层股权结构问题,在香港证券交易市场引起了广泛争议,并使得阿里巴巴最终选择美国上市。

(70) 参见胡文涛:《1946年〈中华民国公司法〉的产生、特点及影响》,《河北师范大学学报(哲学社会科学版)》2000年第27卷第1期,第30-33页;胡文涛:《1946年〈中华民国公司法〉特点探析》,《广东行政学院学报》1994年第4期,第53-56页。

(71) 邓峰:《国有资产的定性及其转让对价》,《法律科学》2006年第1期,第113页。

护商人的“营利性需求”以及“商业秩序的可被预期性”。⁽⁷²⁾如果能够保障商人的营利性需求，为商人的组织建立可被预期的商业秩序，就可以为社会的持续发展创造良好的商事环境。并且，公司融资的发展史也表明，这一组织本身经历了从古代公司到近代公司的转变，在历史的沼泽中从公权力与私权力的缓冲地带逐步转化为彻底的私人组织，“它们的人格只是在公共权力之外的领域里，或者说在私法范围之内才存在”。⁽⁷³⁾

对照公司法律制度的形成过程以及公司融资发展史中所体现的核心要素，无疑将会为我们带来对公司法更多丰富与不同的思考。例如，我们可以认为公司本质上就是一系列法律安排下，方便商人便捷、安全融资的法律工具。由此出发，我们也可以理解公司法所创造的一系列法律规定，无疑都直接或间接地与公司融资的安排有关：一方面，公司法律规定的首要目的是确保公司机制有足够的吸引力，能够聚集股东与债权人的资金；另一方面，公司法立法的许多出发点在于保障资金从外部转入内部后的财务安全。因此，既然公司最主要的作用是商人的融资工具，那么公司法的立法目的和方向则由此明确，即方便并有助于商人商事融资的实践。从这一出发点进行立法的改造或者提升，则是回归到了公司这一组织出现和发展的“初心”。

只是，在中国的商事实践中，我们尚能看到一系列公司法前沿中发生争议的操作，都或多或少地体现出缺乏对公司融资作用的深刻理解。例如，在对赌协议中，因为融资工具的落后与公司资本制对债权人的保护基调⁽⁷⁴⁾，使得外部投资者基于保障资金安全的交易需求，只能通过契约完成，而这一契约的构造却对公司法的内部规则造成了冲击；在协议控制模式下，境内的企业希望能够以最快的速度实现境外上市，完成股份融资以取得竞争优势，但囿于早期国内资本市场对盈利要求的看重以及融资环境的相对苛刻，使得公司的股东只能签订一系列的协议，将权力让渡给外部的资金提供者，在公司体外形成了融资控制权，最终使得这一类交易在合法与默认合法之间的灰色领域行走。⁽⁷⁵⁾

在中国出现的这一系列公司融资现象，都无不彰显了公司融资背后所发生的制度与实践不匹配，融资需求难以在现有公司法制度框架下得到满足的现状。只是，在域外公司融资发展史上，商人们的实践最终形成了稳定、可预期以及法律框架内的公司规则。与之相比，对赌协议、协议控制模式及明股实债，这些中国所发生的公司融资实践，更多地游走在灰色领域，它们既多还不能宣布违法，又难以在现有公司法的框架内找到相应的位置，形成稳定的制度安排。或许，如果我们能够在初始阶段，认识到公司融资与公司基本制度之间的互动关系，前者对后者的重要影响，那么也许我们在制度上的反馈能力，就会更有效率、更具结果导向地体现在公司法律制度之中。

(72) 郑喆：《民法路基、商法思维与法律适用》，《法学评论》2018年第4期，第83页。

(73) 方流芳：《中西公司法律地位历史考察》，《中国社会科学》1992年第4期，第163-164页。

(74) 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147-148页。

(75) 参见刘燕：《在“默认合法”中爆发的法律风险》，《证券法苑》2013年第9卷，第1-2页。目前科创板已经承认了协议控制模式，这不可不谓是一个进步。

（三）公司融资理论实践的发现与再学习

对于中国资本市场而言，尚有许多公司融资制度上改善的空间，而这一提升的方向也十分明确，即在保障投资人安全的基础上，构建更为便捷、友好的公司融资制度。例如，我国可以引入可转换票据，方便风险投资机构对新创企业的投资，而不是任由市场以协议的模式创设现有公司法上未有的权利安排；资本市场可以为上市企业引入更多的资本融资工具和融资安排，在普通股、优先股之外，可以发展双层股权结构，也可以发展无投票权股，为不同的企业引入不同的股权安排。概而言之，我国未来应明确资本市场的创新方向就是构建融资更为便利的制度，而监管的主要出发点也应是服务于这一目的。

在理论层面，从科斯的交易成本理论，到法律经济学进路对公司的解构，美国的公司法研究经历了多次革命。但归根结底，公司法研究上发生的革命，其出发点是创建更好的、更科学的、更有解释力与富有时代特征的公司法研究范式，以完善原有公司法研究中的不足。其中，有学者认为在 20 世纪，美国法学院对含有现代财务理论课程的引入，标志着“美国公司法研究的革命之肇始”。⁽⁷⁶⁾ 并且，美国法学界也对公司融资与公司法的互动研究投入了极大的热情，如耶鲁大学的罗曼诺教授认为 20 世纪美国公司法革命中出现了两本代表性著作，其中 Brudney 与 Chirelstein 合作的 *Cases and Materials on Corporate Finance* 可谓开启了这一场公司法革命的开端。⁽⁷⁷⁾ 不过，从公司融资等路径研究公司法，在中国尚待进一步发展，这与法律经济学的研究路径一样，尚有逐步引进、消化及成熟的过程。但是，这些交叉研究方式，无疑能够补充到中国公司法的研究之中，以为我们提供更为多元与丰富的视角。

不仅在理论层面，在法学院的课程设置上，公司融资业已成为商事法律学习中的重要一环。如今，美国大部分的顶尖法学院都开设了公司融资的课程，并在这一过程中，形成了理解公司融资，才能深刻理解公司相关法律问题的共识。⁽⁷⁸⁾ 无疑，通过系统地学习公司融资的知识，同时对公司融资的作用进行多角度的思考，能够对公司的商事行为以及公司制度的变迁有着更为深刻的了解。或许就某种程度而言，从公司融资出发，可以让我们有更多面的视角，去思考公司制度背后的权力博弈过程，也能理解为什么某些公司制度在退出历史舞台，而某些制度正以革命性的力量重塑当代公司。

（四）小结

对于中国而言，通过国家意志推动公司基本法律制度的形成，无疑能够在法律层面非常迅速地引入现代市场经济发展的成果。但是，这一自上而下的推动过程，却使得我们对公司基本法律制度形成的关键要素——公司融资的作用缺乏历史性的认知，也使得我们在公司法的研究上欠缺

（76） 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》，《北大法律评论》2014 年第 15 卷第 1 辑，第 150 页。

（77） 参见李清池：《美国的公司法研究：传统、革命与展望》，《中外法学》2008 年第 2 期，第 284—285 页。

（78） *Supra* note (3), at 175.

更为多元的视角，更使得公司法在很多层面难以及时回应公司融资的需求。故而，从公司融资角度认识和发现公司法，无疑将丰富我们对公司法制度变迁中关键要素的理解，完善中国公司法的法律逻辑，并推动中国公司法与公司实践的有效互动。

四、结语

回顾公司几百年的发展历史，公司融资塑造并改变着公司的基本法律制度。股东之间，股东与债权人之间，股东与公司之间，以及债权人与公司之间围绕着资金所有权转移后的权力博弈，不仅形成了股东有限责任制、公司资本制，也奠定了现代公司治理机制。在当代，公司融资这一与公司发展密切相关的制度性建构力量，形成了现代金融市场，多样性的融资需求又开始推动公司制度进行变革。其中，由现代融资市场所形成的信用评级机构、偿付能力标准、财务会计技术开始全方位挑战传统模式下的公司资本制，以复合型金融工具为代表的新型融资工具又在打破原有的股债二分法结构，而传统公司法下的股权内涵早已在历史的冲击下面目全非。

对于中国而言，公司是一个既年轻又有着厚重历史的商事组织。在公司法的研究上，相比域外持续性的发展历程，我们可能缺乏一个基于公司融资的观察视角，具体表现在制度回应、学术研究与法学教育上，则是忽视了公司融资这一始终在公司发展中起着重要作用的因素。从公司融资角度出发观察公司的相关制度，无疑能够帮助我们拨开历史所笼罩的层层迷雾，从不同的角度去拼凑出公司的过去、现在与未来。

The Proof of Corporate Finance on the Construction of the Basic Legal System of the Corporation

MIAO Ruobing

Abstract: Corporate finance has established basic corporate legal system. In the context of large-scale financing of the railway, the limited liability of shareholders, the company legal capital system came into exist. When the financing sources were changed from large banks to public securities market, the company has formed a modern corporate governance mechanism. Then, the financial market formed by the corporate finance, which still has the institutional force. Driven by this power, the legal capital system, the stock and debt structure, and traditional ownership structure all have been changed. Since then, investment institutions represented by private equity and private hedge funds have promoted the emergence of corporate control market and the reform of corporate law research and practice. These proves that corporate finance has a constructive force

on corporate legal system. Compared with foreign countries, the basic legal system of Chinese companies is more driven by the state from top to bottom, which makes us lack of historic knowledge of the role and impact of corporate finance and its interaction with the basic legal system of the corporation, and also makes us appear to be backward in dealing with the innovation of corporate finance. In the future, it is undoubtedly necessary to strengthen the understanding and learning of the interaction between corporate finance and corporate law.

Keywords: Corporate Finance; Financial Market; Legal System

(责任编辑: 楼秋然)