

法治湖北论丛



企业投融资中的商法问题

主 编◎冯 果

法 治 湖 北 论 丛



企业投融资中的商法问题

主 编◎冯 果

副主编◎李新天 罗一昆

图书在版编目(CIP)数据

企业投融资中的商法问题/冯果主编.

武汉:湖北人民出版社,2015.7

ISBN 978-7-216-08666-0

I. 企… II. 冯… III. ①企业—投资—商法—研究—中国 ②企业融资—商法—研究—中国 IV. D923.994

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 178162 号

出品人:姚德海

责任部门:高等教育分社

责任编辑:黄 沙

封面设计:张 弦

责任校对:范承勇

责任印制:王铁兵

法律顾问:王在刚

出版发行:湖北人民出版社

印刷:湖北新华印务有限公司

开本:787 毫米×1092 毫米 1/16

字数:403 千字

版次:2015 年 7 月第 1 版

书号:ISBN 978-7-216-08666-0

地址:武汉市雄楚大道 268 号

邮编:430070

印张:22

插页:2

印次:2015 年 7 月第 1 次印刷

定价:60.00 元

本社网址:<http://www.hbpp.com.cn>

本社旗舰店:<http://hbrmcbs.tmall.com>

读者服务部电话:027-87679656

投诉举报电话:027-87679757

(图书如出现印装质量问题,由本社负责调换)

“法治湖北论丛”编委会

主 任 郑少三

副主任 彭方明 李 龙

委 员 (按姓氏笔画排列)

王 龙 王 晨 王亚平 王瑞龙 方世荣

冯 果 吕忠梅 刘大洪 齐文远 李 龙

李长健 李仁真 肖伯符 吴汉东 汪习根

陈小君 周叶中 郑少三 赵 钢 胡兴儒

俞 江 姚 莉 姚仁安 秦前红 徐汉明

曹诗权 康均心 彭方明 彭真明 曾令良

温世扬 雷兴虎 熊 伟 熊世忠 魏纪林

总 编 彭方明

副总编 王 龙 陈志伟

《企业投融资中的商法问题》

编委会

主 编 冯 果

副主编 李新天 罗 昆

编 委 (按姓氏笔画排列)

王全刚	王瑞龙	冯 果	刘健勤	李克武
李新天	李群星	余 磊	张 杰	张里安
张卓立	武 星	罗 昆	钟 莉	徐少林
彭真明	雷兴虎	雷涌泉	翟中鞠	樊启荣

创新与规范

——企业投融资中的商法问题

(代序)

企业之间的竞争在一定程度上是资金、技术以及人才的竞争。商事企业不仅需要通过资本及相关市场寻求资金支撑，同时也在不断地寻求新的投资机会、理想的投资项目和合作伙伴，以最大限度地提高资金的利用效率和寻找新的增长点。投融资不仅是商事企业最重要的资本运作方式，而且已经成为十分重要的商事运营活动，金融与企业已经紧密地交织在了一起。

目前，中国的金融市场正处在快速发展的时期，融资租赁、私募股权、互联网众筹、夹层融资、对赌协议等新型投融资工具不断涌现。金融市场的创新为今天的商事主体提供了更为多样的可供选择的投融资工具和更为便利的投资渠道，但同时也在无形地影响着传统的公司资本和治理结构，并带来了不少新的法律问题。诸如如何从法律角度评判阿里巴巴上市中的控制权安排，网络融资平台是否属于影子银行而加强监管，对赌协议的效力应该如何认定以及股权权能能否转让，等等。为此，湖北省法学会商法研究会以“企业投融资中的法律问题”作为2014年年会的主题。经过数月的精心准备，湖北省法学会商法研究会2014年年会于2014年11月在湖北汉江中级人民法院成功召开，来自理论和实务部门的专家、学者共计150余人莅临会场，围绕企业投融资中的法律问题展开了热烈的讨论，取得了丰硕的学术成果。这次会议共收到学术论文近200篇，我们从中精选了31篇结集成册，以飨读者。

收编的学术论文具有以下几个明显的特征：

首先，立足学术前沿，反映社会热点。所收编的论文大都反映了我国最新的商事实践活动，尤其是杨梦的《论股权融资中公司控制权的保持——对阿里巴巴控制权设计方案的思考》、黎璐的《论股权权能的分离》、丁拥军和汪舟帆两位同志的《从“邯郸学步”到“洋为中用”——“对赌协议”的本土化探析》以及李雅俊的《浅析我国网络借贷行业的现状及其法律监管制度的完

善》等论文都紧扣当前的最新商事实践，以法律人特有的视角展示作者可贵的思考。

其次，紧密结合司法实践，探究法律的正确解释和适用。湖北省法学会商法研究会融法官、律师、学者等为一体的法律职业共同体，凝聚了社会各界商法学的研究力量。理论与实践高度结合是学会的一贯传统和生命力所在。本次年会得益于湖北汉江中级人民法院和北京金台（武汉）律师事务所的鼎力支持，以及省内各级法院的法官、各大律师事务所的律师、武汉仲裁委员会仲裁员和在鄂高校商法学教学与研究工作者的积极参与。其中，书中所收录的黄家俊、崔四星的《对赌协议的效力分析》、秦丹凤的《对赌协议效力的实证研究》等展现在读者面前的不少论文，均是理论与实践紧密结合的杰作，集中展示了我国当代法官、律师精湛的业务能力和学者型法官的风采。

在全面推进法治中国建设的当下，我们必须实现改革与法治的双轮驱动。这既需要我们进一步尊重市场的选择，充分发挥市场的资源配置功能，同时又要加强法治的规范和引领作用，确保经济的有序和良性运行。湖北省法学会商法研究会将在社会各界的关心和支持之下，更加关注商法的理论与实践问题，为湖北的经济建设和法治事业而不懈努力！

冯 果

2015年6月

目 录

第一编 股权纠纷问题

股权分置改革中的若干法律问题探析	徐 敏	(3)
论股权权能的分离	黎 珞	(14)
论股权融资中公司控制权的保持		
——对阿里巴巴控制权设计方案的思考	杨 梦	(30)
关于股东优先购买权重要争议问题之评估	李晓冉	(47)
公司章程限制股权转让条款效力探讨	李亚平	(55)
论股东盈余分配请求权的司法介入	王 然 刘 敏	(63)
有限责任公司股权无权处分之认定	杨晓霞	(73)
论有限责任公司股东的优先购买权	郭 佳	(81)
浅析有限责任公司瑕疵出资股权转让	胡馨元	(91)
浅探有限责任公司瑕疵股权转让	王文娟	(100)
有限责任公司股东资格认定问题研究	阳 迪	(108)

第二编 对赌协议问题

从“邯郸学步”到“洋为中用”		
——“对赌协议”的本土化探析	丁拥军 汪舟帆	(119)
对赌协议的效力分析	黄家俊 崔四星	(132)

对赌协议的法律效力研究	向 毅	(145)
对赌协议效力的实证研究	秦丹凤	(153)

第三编 借贷纠纷问题

我国影子银行体系的生成路径及其审慎监管

——基于“法律与金融”视角的考察	张东昌	(163)
公司担保规范中商法思维的回归与适用	薛 波	(174)
浅析我国网络借贷行业的现状及其法律监管制度的完善	李雅俊	(189)

第四编 公司资本制度改革问题

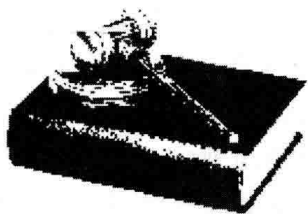
重访资本充实责任	印 通	(199)
我国公司资本制度的变革、影响及应对策略	曹文兵	(213)
浅议公司注册资本制度改革		
——对认缴制产生的问题的几点思考	刘 念	(223)

第五编 其他商事法律问题

论我国上市公司现金分红制度的立法缺失与内容重构	王 瑜	(235)
初探反向刺破公司面纱规则	刘韦唯	(247)
新三板市场做市商制度之法律构建	王国瑞	(256)
期货交易中保证金法律性质辨正	段丙华	(265)
证券错误交易撤销制度	刘 薇	(274)
我国医师责任保险的去、现在与将来		
——以医疗体制改革为背景的重新审视	王 欢	(284)
信息披露困境下保险消费者权益保护		
——以咨询建议义务之建构为中心	蔡大顺	(302)

论第三方物流责任保险的承保范围	周晨诚	(314)
二维度视角下的信托担保功能		
——从“移花接木”到“多样式”的设计	彭瑶瑜	(324)
当前我国破产失权制度存在的问题及完善路径	高 健	(332)

股权纠纷问题



第一编

股权纠纷问题

股权分置改革中的若干法律问题探析

徐 敏^①

股权是现代公司制度下公司法人财产所有权的伴生物，正是股权与公司法人财产权的分化由此衍生出公司独立人格，奠定了现代企业制度的基础。^② 随着我国经济体制改革和发展有计划经济的需要，我国出现了最初的股份有限公司和有限责任公司试点，股权制度重新回归。而后，国家经济体制改革进一步加强，金融管制政策逐步放松，一些企业开始发行股票，而随着 1990 年上海证券交易所的成立，企业正式通过证券市场向公众发行股票。然而，在证券市场成立之初，受社会意识形态的影响，为了维护公有制体制，国家提出百分之五十以上的国有股和法人股暂不上市流通，这就为中国证券市场埋下了重大的制度缺陷。在 A 股市场的上市公司股权结构被分为流通股和非流通股，流通股是可以通过证券交易所集中竞价交易系统转让的股份，而非流通股则是不能通过证券交易所集中竞价系统转让的股份。股权分置阻碍了资本市场的正常运行和法制的完善，成为资本市场的一个基础性和制度性缺陷。为了解决股权分置，国务院推动了股权分置改革，解决了股权分置这一问题。在改革过程中，出现了许多研究和思考的问题，下面就其中相关问题作出若干思考。

一、股权分置改革的合法性分析

（一）股权分置改革行为所应遵循的法律原则

股权分置改革当属证券改革，且股权分置改革本身在微观上还是一个公司法问题，其实质是对股东关系的再次调适。因而其应受到《证券法》和《公司法》的相应调整，并遵循证券法和公司法的相关规定和立法精神。在法学

① 徐敏，湖北省潜江市人民法院张金法庭副庭长。

② 石劲磊：《论股权的法律保护》，《法律科学》1997 年第 1 期。

理论上,凡以规定行为主体之权利义务为内容的法律,即为实体法;规定该种权利事项方式的规范,属于程序法。^① 股权分置改革不仅涉及股东实体权益的维护,而且涉及股东实现权利的程序问题,因此股权分置改革的目的和宗旨应符合《公司法》和《证券法》之精神,同时改革的程序亦要符合法定。《证券法》之宗旨乃规范证券发行和交易行为、保护投资者合法利益及维护社会经济秩序和社会公共利益,其应遵循公开、公正和公平的“三公”原则。

(二) 股权分置与公司法上类别股的区别

股权分置是中国证券市场的特有现象,是中国证券市场上流通股和非流通股在一个上市公司股份中并存的现象。具体讲,就是一个上市公司中的国有股、法人股不能流通,社会公众股才可以流通。股权分置实质就是流通股与非流通股之间是否具有流通权上的分离。既然如此,非流通股与流通股在法律上是否同优先股与普通股一样属于《公司法》意义上的类别股范畴呢?

从《公司法》角度看,非流通股与流通股的确和类别股有相似之处,《公司法》也对公众和非公众股作了明确的区分,但是股权分置和类别股并非种属关系,而是两个完全不同性质的问题。以优先股和普通股为例,优先股和普通股之间的区分应当完全取决于股东意志,但是流通股与非流通股的分离却带有强烈的国家意志^②,依据如下:首先,由于在同一个发行市场上,发起人以票面价格认购股份,而公开市场投资者以高溢价购买股份。如果让发起人的股份也自由流通,那么大股东会利用高溢价发行的巨大差距进行抛售,由此造成市场价格下跌,会给认购者带来巨大的损失。鉴于此风险,法律强行作出规定,由于发起人认购的股份不是以公开价格机制形成的,故不能够参与流通。其次,受当时意识形态的影响,证券市场制度的设计者出于避免被人批评“私有化”之考量,特别规定在证交所的上市公司,其国有股、法人股暂不上市流通,只允许社会公众股流通。所以说非流通股与流通股之间是否具有流通权的差异,不是股东协商的结果。这种差异,同分配与管理之间此消彼长形成的优先股与普通股的关系有本质的不同。股权分置是一个因为没有形成合理价值评估体系、采用了不合理发行机制而产生的制度问题。^③ 因此,即使非流通股与流通股构成了类别,也不应当是《公司法》意义上的那种类别股。从此种意义上看,非流通股和流通股的分类,违背了公司法的基本原理。

① 叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2006年版,第48页。

② 曹兴权:《股权分置改革:公司法考问》,《商业研究》2006年第14期。

③ 曹兴权:《股权分置改革:公司法考问》,《商业研究》2006年第14期。

（三）股权分置改革与公司合同的关系

公司是由一系列合同关系构成的，包括股权投资者之间、股权投资者与债权人之间、股权投资者与雇员之间等合同关系。^① 从此视角出发，股权分置改革问题应属股权投资者之间的合同关系问题。在上市公司中，全体股东系平等的民事主体，他们之间的法律关系是依据我国《民法通则》、《合同法》、《公司法》、《证券法》形成的合同法律关系。就股改前的状态而言，上市公司全体股东之间达成了一份多边的“股份持有协议”，而股权分置的实质是对合同条款的变更。股权改革针对的股权分置，对应了一个原始合同，这个原始合同内容，表现为在股票发行时的有关发行文件的规定以及与之相关的默示条款。上市公司在股票发行时，非流通股不上市流通构成了招股说明书的一个条款，也即一个承诺，流通股股东基于这一承诺以相对较高的成本购买了上市公司的股份。依此协议，流通股可以流通但需要高价认购，非流通股低价认购但不能流通。^② 在公司法上的表述，就是“公众股”可以流通，“非公众股”不能流通。非公众股只能是记名股票，只能“由股东以背书方式或者法律、行政法规规定的其他方式转让”。而公众股可以为记名股票，也可以为无记名股票，只有无记名股票，才能在依法设立的证券交易所上市交易，即上市流通。依据该原始合同，流通股获得的可以在证券交易所依法上市并流通的权利是排他的，即享有排除非流通股在证券交易所上市流通的权利。而流通股股东获得该权利的代价是支付比非流通股高得多的价格。

（四）股权分置改革的行政法律依据

为推进资本市场改革开放和稳定发展的制度性变革，解决股权分置问题逐渐被提上国务院议事日程。2004年1月30日国务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，明确提出“积极稳妥解决股权分置问题”。2005年4月29日，证监会宣布启动股权分置改革试点：清华同方、三一重工、紫江企业和金牛能源。同年5月一个股市开盘日，证监会推出股权分置改革试点的四家上市公司。而后，2005年6月18日，国务院、国资委发布《国务院国资委关于国有控股上市公司股权分置改革的指导意见》；2005年8月23日，证监会、国资委、财政部、中国人民银行、商务部联合发布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》；2005年9月5日，证监会发布《上市

① 罗培新：《公司法的合同解释》，北京大学出版社2004年版。

② 罗培新：《公司法的合同解释》，北京大学出版社2004年版。

公司股权分置改革管理办法》，这一系列的措施推进了股权分置改革的全面展开。在这一系列的行政法规支持下，2006年年初，进行股权分置改革的上市公司市值已超过上市公司市值的50%，2007年绝大部分上市公司通过股权分置改革，股权分置改革基本完成。

二、股权分置改革中对价的法律性质分析

（一）对价的概念

对价是英美合同法上“consideration”一词的汉译，“consideration”指的是在合同关系中，履行义务的一方由于履行义务而得到某种利益，或者接受义务的一方由于接受义务而遭受某种损失。我国的法律体系渊源于大陆法系，没有给付这一概念，在我国合同法上，主要从当事人之间的权利义务角度来调整英美法上的“对价”关系。“对价”一词同债权债务所指向的对象“给付”具有一定的相似性，然而“给付”这一法律术语过于专业，不利于大众理解，故而在股权分置改革中采取了“对价”一词。

五部委《关于上市公司股权分置改革的指导意见》和证监会《上市公司股权分置改革管理办法》最先引入“对价”概念，其主要包含两个方面的含义：一是非流通股股东为取得流通权向流通股股东支付的相应对价；二是非流通股上市流通可能会导致股价下跌，非流通股股东应当补偿流通股股东的损失或采取必要的措施以避免给流通股股东造成损失。对价可以是金钱或者其他有价值的东西，也可以是履行一定的行为。对价作为股权分置改革的核心，体现了改革各主体间的利益博弈，是股东实体权益得以实现的中心，关系到股权分置改革的成败，理所当然成为大家所关注的焦点。

（二）对价的法理解释

对价在股权分置改革中被大量运用，然而对价对于我们来说是一件新事物，为了给股权分置改革寻找理论根据，学者们对对价的概念从法理上作出了各种不同的解释，主要概括如下：

1. 违约说

持有此观点的人认为，股权分置改革实质上是上市公司非流通股股东修改持股合同。公司在上市之初，制定了招股说明书，其实质是合同法上的要约，招股说明书中国家股和法人股股东承诺其所持有股份暂不流通。社会公众股股东依据招股说明书认购了公司的股票，形成了承诺并履行了自身的合同义务。

而作为非流通股股东的持有者，即国有股和法人股股东，应当履行招股说明书中的暂不上市流通的义务。而股权分置改革寻求非流通股的上市流通，实质是一种违约行为，其所支付的对价为其违约责任的承担。

2. 侵权说

持有此观点的人认为，我国自证券市场成立以来，A 股市场上的股份即被分为流通股和非流通股，流通股享有在证券市场上自由流通的权利，而非流通股不能在证券市场上自由流通，并且流通股股东为了获得这一项流通的权利，为此支付了远高于非流通股的股价，因此，该流通权应该由流通股股东排他地享有。非流通股股东通过股权分置改革而获得流通权，实质上是对流通股股东的排他性流通权的一种侵害，因此，非流通股股东应当为此支付对价作为侵权损害赔偿。

3. 不当得利说

持有此观点的人认为，股权分置改革实质是不当得利的返还，即非流通股股东向流通股股东返还不当得利。非流通股股东的不当得利表现在两个方面：一是在股份公司上市之初，通过违背市场规律的高溢价发行股票，获得了大量的不正当利益，损害了社会公众股股东的利益；二是在股权分置改革后，公司重新复牌，低成本非流通股通过市场流通获得溢价，取得大量利益，而流通股股东将会因此遭受损失。因此，依据不当得利规则，非流通股股东应当向流通股股东返还其因此而取得的不当利益，即对价。

4. 补偿说

持有此观点的人认为，国家和公司的招股说明书都承诺国家股、法人股不在二级市场上交易，而股权分置改革让这些存量股份拿出来全流通，这必然会对二级市场产生巨大的冲击，通过价值规律的作用引发股价的大幅下跌，使得流通股遭受损失。而非流通股股东对其承诺的修改是造成流通股股东获得预期损失的主要原因，非流通股股东应当给予相当的对价作为补偿。

5. A 股含权说或称同股异权说

持有此观点的人认为，流通股与非流通股同股不同权，因为若流通股与非流通股同股同权则无股权分置改革的必要。股权分置改革是要令流通股和非流通股同股同权，即要令非流通股亦含权，而要达到此目的，必须向流通股支付相应的对价以取得相应之权利。

（三）对价的认识误区

对价是股权分置改革中引入的新概念，实践中有人对对价的理解出现了偏差，笔者归纳以下容易产生的认识误区，以便大家能够更好地认识对价。