



上海黄金交易所博士后工作站文库

Legal Regulation on Dividend Behavior
of Listed Companies

上市公司分红行为 法律规制

卢 静○著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE



上海黄金交易所博士后工作站文库

Legal Regulation on Dividend Behavior
of Listed Companies

上市公司分红行为 法律规制

卢 静○著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

上市公司分红行为法律规制/卢静著. —上海:立信
会计出版社, 2018. 1

ISBN 978 - 7 - 5429 - 5678 - 1

I. ①上… II. ①卢… III. ①上市公司—利润—
分配(经济)—法律—研究—中国 IV. ①D922. 291. 914

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 010307 号

策划编辑 方士华
责任编辑 方士华
封面设计 南房间

上市公司分红行为法律规制

出版发行	立信会计出版社		
地 址	上海市中山西路 2230 号	邮政编码	200235
电 话	(021)64411389	传 真	(021)64411325
网 址	www.lixinaph.com	电子邮箱	lxaph@sh163.net
网上书店	www.shlx.net	电 话	(021)64411071
经 销	各地新华书店		

印 刷	江苏凤凰数码印务有限公司
开 本	710 毫米×1000 毫米 1/16
印 张	14.75
字 数	221 千字
版 次	2018 年 1 月第 1 版
印 次	2018 年 1 月第 1 次
书 号	ISBN 978 - 7 - 5429 - 5678 - 1/D
定 价	45.00 元

如有印订差错,请与本社联系调换

《上海黄金交易所博士后文库》编委会

主 编 焦瑾璞

编 委 焦瑾璞 王振营 沈 刚 韩 风

顾文硕 宋钰勤 庄 晓 张爱农

陆雄文 陈祥锋

总 序

黄金,作为国际金融市场上成熟的投资品种,已被全世界众多机构和个人投资者所认可。在我国,黄金作为消费品历史悠久,但自新中国成立以来,其生产和流通一直被纳入极其严格的计划管理体制。1950年4月,中国人民银行制定下发的《金银管理暂行办法草案》中明确规定,国内的金银买卖统一由中国人民银行经营管理。1983年6月15日,国务院发布《中华人民共和国金银管理条例》,规定国家对金银实行统一管理、统购统配的政策;中华人民共和国境内的机关、部队、团体、学校,国营企业、事业单位,城乡集体经济组织的一切金银的收入和支出,都纳入国家金银收支计划;在中华人民共和国境内,一切单位和个人不得计价使用金银,禁止私自买卖和借贷抵押金银。随着社会主义市场经济体制的逐步建立和金融、外汇体制改革的不断深入,这种严格的计划管理体制越来越不适应经济发展的要求。2001年4月,中国人民银行宣布取消黄金统购统配的计划管理体制,在上海组建黄金交易所。2002年10月30日,上海黄金交易所(简称上金所)经国务院批准正式成立,黄金管理体制改革的道路迈出新步伐。

经过15年的发展,上金所逐步建成了由竞价、询价、定价、租借拆借市场等共同组成的,融境内主板与国际板市场于一体的黄金市场重要金融基础设施,成为中国黄金市场的核心枢纽以及全球重要的黄金、白银等贵金属交易场所,已连续10年位居全球黄金现货场内交易所之首,对全球黄金市场格局产生深远影响。尤其近年来,上金所不断拓展渠道、加强市场推广培育,各项业务快速发展,产品结构日趋均衡,市场服务功能逐步增强,在推动中国黄金市场服务实体经济、实现财富增长和助力人民币走出去等方面发挥了积极作用。

百舸争流,千帆竞发。上金所在历史的新征程中提出要建设国际一流的综合性黄金交易所的目标。在未来国际化过程中,上金所作为

全国黄金市场的核心枢纽,将继续把握主动,统筹好市场化、国际化两个发展大局,实现黄金市场从商品交易为主向商品交易和金融交易并重转变;由现货交易为主向现货与衍生品双功能为主转变;由国内市场为主向国内市场和国际市场共同发展转变。打造“上海金”和“百姓金”“两金”品牌,营造一流的企业文化,构建各类市场主体深度参与、开放水平不断提高、要素有序流动、资源高效配置、具有活力和竞争力的市场体系,实现业务国际化和交易全球化,推动黄金市场创新、开放、共享和平衡健康发展。

为了更好地服务黄金产业及国家的经济金融发展大局,为中国金融市场的改革开放、人民币国际化深入推进和国家的“一带一路”战略贡献力量,上海黄金交易所与复旦大学根据全国博士后管理委员会《博士后管理工作规定》于2016年协商设立上海黄金交易所博士后科研工作站,延揽有志之士对上金所发展中面临的重大问题开展战略性、前瞻性研究,也为中国黄金市场进一步发展培养、储备高级人才。

工作站依托复旦大学科研流动站多样化的理论研究资源,立足上金所市场实践,为博士后研究人员提供全面了解中国金融市场、深刻理解中国黄金市场以及深入研究黄金市场前沿问题的机会,吸引国内外一流人才参与中国黄金市场建设;打造服务交易所与中国黄金市场未来发展的人才基地,培养素质全面,拥有国际化视野的高端人才。

为了展示和分享在站博士后的科研成果,我们推出“上海黄金交易所博士后文库”,编辑、出版上海黄金交易所博士后的学术专著。入选本文库的学术著作涉及各金融市场要素如证券、期货、外汇、贵金属以及法律、计算机、信息工程等专业领域,涵盖人民币国际化与中国黄金市场发展、黄金定价机制问题、黄金市场风险管理、黄金市场参与者交易行为研究、金融市场创新与投资者保护、金融市场基础设施建设、金融机构公司治理问题研究、中国黄金市场法制体系建设、金融科技(fintech)与黄金市场发展、金融市场衍生品和交易模式创新以及改革开放背景下金融市场全球化发展战略等重大研究课题。本文库旨在为黄金市场、金融市场的研究者和工作者提供交流平台,以阐发观点、启迪思想,开拓创新,为黄金市场、金融市场的建设提供有益的理论借鉴。

我们期待“上海黄金交易所博士后文库”学术著作的出版能够引起社会各方面的广泛关注,对我国黄金市场和金融市场的发展起到推动和促进作用。本文库学术著作的编著和出版工作难免有不周之处,还望海内外同仁同好批评指正,不胜感激之至。



上海黄金交易所理事长

2018年1月

前 言

本书主要研究如何通过法律的规制促进上市公司正当分红的问题,以投资者利益的法律保护为价值引导,探寻利润分配制度的运行机制,构建公众投资者分红权法律保护的基本框架,检视上市公司自治分红、行政监管强制上市公司分红和司法判决上市公司分红等制度的理论依据与实践效果。通过考察、比较域外立法例、学说观点,再结合我国学界态度、立法以及司法实践,对公众股东获得公司利润分配的逻辑、规则、标准和救济保护等方面的问题予以具体研究,以此尝试对投资者分红权问题进行全面系统地分析,从而拉近理论与实务的距离,为公司法、证券法体系的创新和完善提供参考。

考察西方主要资本主义国家的金融制度和立法实践,皆存在着注重对债权人和投资者权益保护的特点,其中投资者利益的保护是必须遵循的底线。作为普通投资者,公众股东是上市公司的非控股股东且投资决策不具备理性,与公司相较处于实际弱势地位,给予这个群体以特殊的法律保护具有现实需求;同时,契约论、剩余索取权理论、法律论等学说也为保护投资者奠定了坚实的理论基础。反观国内,虽然1990年上海和深圳交易所成立后,我国资本市场经过20多年的发展取得了举世瞩目的成就,也拥有一批数量巨大的投资者,但是投资者保护的制度建设与国外成熟市场相比、跟中国资本市场发展的现实要求相比,存在很大的差距,完善我国证券市场投资者保护制度迫在眉睫,对公众投资者进行保护是证券法的首要任务,也是公司法的重要任务。

拉波塔(Rafael La Porta)、洛配兹·西拉内斯(Florencio Lopez-de-Silanes)、安德烈·施莱弗(Andrei Shleifer)与罗伯特·维什尼(Robert Vishny)等4位美国经济学家(简称LLSV)以“证券投资者权利的法律规定及执法效率对投资者法律保护水平”为研究对象,认为衡量投资者权益保护程度,主要从投票权、抗董事权和强制分红权的行使

情况去判断。可见获得上市公司的利润分配对于投资者权益的重要意义,可以说分红的实现是投资者权益保护的落脚点。在我国顶层设计不断尝试对资本市场运行制度进行调整之后,上市公司向公众投资者派发红利的频次和金额都有一定程度的提高,不过公司派发红利的积极性依然不高,即使向公众投资者分红,分红情况也欠缺稳定。完善股利分配制度对于广大公众投资者、上市公司本身、资本市场,甚至于国民经济的结构优化都有重大意义。

公司法承认公司的独立法人人格并肯定公司的独立意志;同时,现代公司法维护私权的属性决定了公司对用于分红的财产享有所有权。按照公司法的原理,上市公司是否进行现金分红属于公司自治的事宜。除此之外,市场经济的本质就是尊重市场发展规律,由公司自主决定分红计划可以给予公司进行自主经营的空间,公司可以根据自身发展的实际情况对持有资金进行计划和支配,将公司资源进行充分地利用并使之产值最大化。自治分红不仅可以激发公司经营的积极性,也可以有效促进整个市场经济的良性发展。所以上市公司分红的自治性需要在法律制度中得到充分的体现,但另一方面,为了保障投资者正当分红权的实现,也需要对公司的意思自治进行适当的限制。

自治分红的层次构架包括章程规定、股东大会会议决定和分红协议约定。我国公司法规定公司的利润可以依据公司章程的规定进行分配,2015年修订过的证券法要求上市公司的章程必须作出具体的现金分红规定,由章程对公司的分红事宜进行规制可以在公司法和证券法中找到明确的法律依据;此外,很多国家通过公司法规定公司内部机关董事会或者股东大会有权决定公司是否进行分红,和国外很多的立法规定一样,我国也在公司法中赋予股东大会有权作出上市公司分红决议的权利;除了章程和股东大会决议之外,股东亦可以以契约的形式强化约定少数股东的分红权利,如我国上市公司再融资时作出投资者持股收益预期类承诺,可以视为是股东协议分红的一种表现形式。自治分红的三模式各有特点,又在保护投资者利益方面各有短板,构建自治分红制度时协调三者契合与互动十分必要。尽管现有规定为上市公司的自治分红行为提供多重依据,但是实践效果不佳。分析自治分红失效的原因方能突破实际效果不佳的难题,自治分红失效可以归因于上市公司内部治理出现的问题,破解自治分红失效的难题关键在于适当

制衡上市公司大股东的控制权利,重塑公司内部监督机制。

在上市公司分红监管方面,中国证券监督管理委员会(简称证监会),主要采取改进制度顶层设计的方法。回顾历年来从证监会颁布的一系列关于上市公司分红的规章制度,不难发现证券监管对于上市公司分红领域的干预是愈发深入,为了敦促证券市场上公众投资者可以得到正常分红,证监会把上市公司实施现金分红情况与上市公司再融资的资格进行挂钩。在证监会的行政强制性分红的干预之下,证券市场上现金分红的情况一度好转。但是通过再融资资格的获得去强制上市公司向公众投资者分红,这一监管措施的正当性和合理性遭到质疑。基于强制分红的实际效果也不甚理想的客观事实,支持和反对现有现金分红监管制度的讨论亦纷纷出现,学界和业界人士对强制分红政策褒贬不一。行政的“有形之手”本身即存在固有缺陷,如果过于依赖通过行政力量对证券市场的分红行为进行强制干预,并非保障公众投资者实现收益回报的一剂良药,行政权力介入公司经营行为的危害性已在 20 世纪国企改革实践经历中有所体现。由于证监会依然是证券市场的主要监管部门,其出台的分红监管政策会对上市公司的现金分红行为造成直接的影响,因此分红监管措施的制定需要周密细致的考量。

证券监管应置于市场失灵的领域,监管的边界在于有效市场之外。红利分配的监管宜以激励方式为主,引导上市公司作出有利于投资者的分红决策,配合推行股利承诺制度、改进与再融资资格结合制度、重申事后处罚、加强信息披露。行政干预应弹性化、间接化,具体分红政策由上市公司根据其自身实际情况来选择和实施。但是,证券监管部门采取的措施归根到底隶属于行政管理行为,是行政权力在控制证券市场而非证券市场自我调节,从长远角度来看,健全公司治理机制、让资本市场发挥自主调节功能,使监管政策起辅助作用方为解决之道。

司法救济是对实体权利的一种补救措施,其本身也是完整权利的组成部分。通过诉讼的途径不失为投资者分红权救济的一种方式,但是我国关于上市公司利润分配请求的私人诉讼在操作上还有一定的困难,鲜见有诉讼成功的案例。在司法实践中,法院对介入公司治理问题也秉持谨慎、消极态度。上市公司分红纠纷应当具有可诉性,此乃现代法治的需要,在我国投资者保护的体系之中,应以公司自治—行政监管—司法救济这样一个逻辑设置运行。当股东的分红权益无法得以实

现时,有权诉至司法机关寻求救济。司法介入只是在弥补公司自治的局限性,纠正私域中的力量失衡,并不与公司自治的精神相悖。我国的审判机构虽不能如证券监管部门积极制定行业规则,但最高人民法院可以通过司法解释、具体案例指导等方式弥补证券市场规则,赋予公众投资者对于上市公司分红的司法审查请求权。

诉讼便利性是 LLSV 指标体系中衡量中小股东权益重要的一项,属于对中小股东权益的事后保护机制,其强调当事人权益受到侵害后,能够以较低的成本、较短的时间、较大的获胜概率通过民事诉讼对侵害人进行索偿,从而救济自身权益。在我国现有的共同诉讼制度中融合集团诉讼制度,探索证券监管执法和民事诉讼的证据衔接机制,可以有效提高投资者分红之诉的便利性。最后,诉讼的意义在于通过审理和裁判追究被告的民事责任,给予原告经济补偿,详细列明上市公司董事、控股股东应履行的忠实义务和勤勉义务等信义义务,明确规定其对不当分红行为承担的民事法律责任,可以有效救济投资者的分红权益,增强资本市场的可信度,促进资本市场发展。

上述即本书主要观点,书中难免有谬误之处,敬请读者指正。书中出现的错误由作者负责。

卢 静

2018 年 1 月

目 录

导论·····	1
第一章 公司利润分配与股东分红的基本法理·····	13
第一节 利润分配制度·····	13
第二节 公众投资者及其权益保护·····	20
第三节 投资者权益与股东分红权·····	33
第二章 上市公司自治分红制度·····	47
第一节 自治分红制度概述·····	47
第二节 章程规定分红·····	54
第三节 股东大会会议决议分红·····	65
第四节 协议分红·····	76
第五节 自治分红现状折射出上市公司治理问题·····	83
第三章 强制分红制度·····	102
第一节 我国强制分红制度·····	102
第二节 行政权力对上市公司分红的干预·····	110
第三节 域外强制分红制度的评判与启示·····	116

第四章 投资者分红权的司法救济制度.....	143
第一节 投资者的分红诉权	143
第二节 司法规制:投资者分红权救济机制的构造	161
第三节 民事责任的认定.....	193
结语.....	201
参考文献.....	205
后记.....	219

导 论

一、本书的选题意义

我国股市常常风云巨变,看到国内证券市场股价的大起大落,笔者不禁疑惑于“为什么我们的股市是一个投机市场”?其实民众何尝不希望股市是一个投资的市场而非投机的市场,但是我国上市公司向公众股东派发红利的态度是比较消极的,而且股利政策经常发生变动且不稳定。根据 CSMAR 数据库的一项针对性的调查和统计,证券市场中只有接近 1/3 的上市公司在一定年份内向公众投资者发放红利,较之国外证券市场稳定的股利政策,国内大部分的上市公司股利政策明显不具备平稳的特质^①,混乱的股利分派市场让众多投资者们无法视证券市场为可靠的投资渠道。2011 年,证监会相继颁布一系列监管措施用于促进提高上市公司对股东的回报,“分红新政”的话题一时间成为热点。2013 年,国家发展和改革委员会、财政部等行政部门联合发布《关于深化收入分配制度改革的若干意见》,明确提出,努力拓宽、丰富居民财产性收入的渠道,切实推进上市公司分红制度的实施,加强证券监管职能部门对证券市场的监督,着力保护广大投资者特别是中小投资者合法权益。但是,上市公司不向公众投资者派发红利或者即使分红但红利较低的现象根深蒂固,尽管行政部门对上市公司分红行为的干预力度不断加强、干预措施不断发展,依然无法消除证券市场中的顽疾,甚至随着新的监管政策的实施,证券市场也不断出现新的问题。2015 年《证券法》修改草案增订了现金分红制度,其中规定,上市公司的章程必须对现金分红作出明确规定。这次拟修法也反映了我国证

^① 参见胡志远:《外部监管、现金分红与中小投资者保护》,《当代会计》2014 年第 3 期,第 32 页。

券市场当前一个普遍而又很实际的问题,即上市公司现金股利支付率偏低、不分红的公司大量存在、股利政策缺乏稳定性和连续性等现象一直存在且未能解决,证券市场这些乱象的最大受害者就是公众投资者。

投资者购买上市公司的股票后,购股资金使用权和所有权转移给上市公司,如何确保投资者获得正当的投资收益回报和其他相关权益?这个问题的解决不仅关系投资者的投资安全和权益保障,亦影响到整个证券市场的安全和有序,甚至间接影响到金融领域和国民经济的可持续发展。本书尝试通过研究上市公司分红行为的法律规制制度,为解决当前我国证券市场投资者权益受到侵害问题提供一些思路。只有公司法、证券法有力地保护、鼓励公众投资,利用公司聚集社会资本的功能才能实现;如果解决上市公司不当股利分配问题,我国的证券市场转型为“投资市场”,民众的投资渠道也就有了很多的选择,不至于扎堆楼市;同时也给实体经济输送及时的资金支持,有利于国民经济的全面发展。

公司治理机制中的不可或缺的一个构成部分就是股利政策,股利政策与投资者利益保护之间的相互影响,已经是国外经济学、法学领域的研究对象。虽然国内学者对上市公司公众投资者分红相关的法律问题研究积累了一定的研究成果,但与部分发达国家的相关学者研究的情况相比较,国内上市公司利润分配法学的研究稍显单薄和片面,现有的学术研究成果无法契合我国资本市场的实践需求,亦很难为我国公司法律制度、证券法律制度的完善提供充分的理论支撑。本书立足于上市公司利润分配法律制度系统化和体系化的研究,在介绍、引入国外相关的制度规范的同时,注重结合我国实际情况,进行域外先进制度本土化的尝试,以期为公司分红和法律监管制度的建构提供全面系统的理论支撑。

上市公司分红是管理学、经济学、会计学、法学等学科共同关注的课题,法学只是在一定程度上借用相关学科的研究成果将其制度化和规范化。在很多学者看来,法律无力解决上市公司的分红问题,就像笔者在单位和同事们讨论,如何从法学角度去解决诸如老龄化社会问题的感觉一样。因为对于某些特殊领域的社会问题,法学研究和法律救济是相对呆板和滞后的,但是法律的规制以及相关法律问题的学术研

究并不是完全无用的,很多国家都在相关立法中对公司治理、公司分红进行规定,也皆在一定程度上纠正了失范的公司问题,最具代表性的如安然事件后美国出台萨班斯·奥克斯利法案,法案实施后取得了预期的立法效果。

我国理论界对上市公司利润分配法律制度研究重视不够,在公司立法中亦没有得到充分重视,与投资者利润分配请求权有关的问题俨然成为公司法、证券法亟待修改和完善的内容。本书在我国立法不完善、法学理论研究薄弱的背景下将“上市公司分红行为法律规制”作为主要研究对象,既渴望此学术研究能从实践中汲取养分,也希望自己能为我国上市公司分红市场的法治建设贡献一份力量。就证券市场投资者利益保护体系化问题,台湾学者陈春山曾提出“三足鼎立理论”,即投资者权益保护应当通过政府部门监督、市场自行调节及企业自律、投资者权益主张与制衡这三个途径来实现。本书也赞同前辈的观点,以上市公司利润分配制度相关问题为研究对象,就投资者权益保护特别是就分红权的保护与实现进行研究分析,以解决“如何从公司自治、证券监管、司法救济三个层面促使上市公司通过利润分配机制实现对投资者的回报”的问题。

二、文献综述

(一) 国内文献综述

我国理论界对上市公司分红问题的研究主要集中在经济学、财政学、金融学领域,如林绿仪的《探讨台湾上市公司员工股票分红制度》、孙刚所著《税制改革、税负异质性与中国上市公司股利政策研究》、李光贵的《资本成本、可持续增长与分红比例估算研究》等书。法学领域对上市公司现金分红制度进行全面系统研究的论著非常少,正如赵万一指出的,公司法律制度中的分配制度原本应该是公司法理论与制度研究中非常重要的部分,可实际上在我国却一直是一块短板^①。

除了商法教材、公司法教材、证券法教材对上市公司现金分红的法律规定有所涉及外,在“全国硕博士数据库”的检索范围中,自2000年

^① 参见赵万一:《证券市场投资者利益保护法律制度研究》,法律出版社,2013年版,第193页。

以来主题为“上市公司利润分配”的博士论文皆为经济学、财会学、金融学、管理学等专业的研究成果,鲜有从法学角度研析的论文。邱海洋博士的论文《公司分配法律制度研究》对公司利润分配的股利支付方式、围绕利润分配的利益冲突及解决之道进行系统的分析研究^①,王洪伟博士的《公司股利分配法律制度研究——以相关主体利益平衡为中心》以如何配置公司股利分配的决策权为论文的着眼点,围绕着如何平衡公司诸多利益相关主体的利益平衡展开讨论,以不同类型公司进行股利发放时产生的利益冲突及如何构建平衡机制为对象展开系统研究^②。

在“中国期刊全文数据库”的“社会科学1辑”和“政治与法律”检索范围中,自2000年以来,“主题”为“上市公司利润分配”的学术论文共有15篇,这些法学论文分别研究了上市公司现金分红法律制度的某一方面,如王保树教授的《上市公司现金分红制度的自治与强制——以股利代理成本理论为逻辑基础》一文指出,与公司再融资格相挂钩的上市公司现金分红制度存在固有的缺陷,现金分红是可以有效保护中小股东的利益,应当大力推行强制股利分配的诉讼,通过司法救济的途径保障中小股东分红权益的实现。但是,分红诉讼应当充分尊重公司的意思自治,此外还可以通过契约设计和制度创新,提高中小股东对上市公司现金分红决策的参与程度,推动上市公司作出分红决策是考虑中小股东的利益诉求^③。李建伟教授的《有限公司强制分配股利的法理基础》一文论及控股股东滥用公司享有的权利,如果操纵公司长期作出不分配的股利政策,在此情形之下多数中小股东的利润分配权将遭受实质侵害,强制分配股利之诉作为中小股东的一种权利救济途径,是司法在保持公司自治之基础上对权利滥用与公司运行基本机制被损害时的必要矫正措施^④。林奇在《基于上市公司股利政策改革下的投资者保护——现金分红与股票回购的选择》一文中指出,应该鼓励上市公司

① 邱海洋:《公司分配法律制度研究》,中国政法大学2002年博士论文。

② 王洪伟:《公司股利分配法律制度研究——以相关主体利益平衡为中心》,中国民主法制出版社,2009年版。

③ 王保树:《上市公司现金分红制度的自治与强制——以股利代理成本理论为逻辑基础》,《现代法学》2013年第2期。

④ 李建伟:《有限公司强制分配股利的法理基础》,《当代法学》2010年第2期。