

公司融资工具演进的法律视角

刘 燕

摘 要：公司组织形式与融资机制是一枚货币的两面。公司融资有三个制度创新的峰值期：一是 17 世纪合股公司的融资结构法人化，由此凝固出公司组织的基本构成要件，特别是股、股份、资本等概念的形成与分化。二是 19 世纪末的融资工具创新，从铁路公司到制造业公司，从举债融资到破产重组，不同场景下的融资或再融资诉求创造出众多兼有股、债混合特征的金融工具，导致传统的“股—债”二分法失灵。三是 20 世纪 70 年代出现的衍生革命与金融工程，对传统的股、债工具都毫不留情地解构与重组。融资工具的创新也意味着对组织形态的构造与重构，制造出新的利益冲突，刺激着法律规制的萌芽与生长。市场、融资、组织体三个维度之间的交互运作，驱动着公司财务以及公司法、商法的持续发展。

关键词：融资工具；合股公司；金融创新；公司法的演进

[中图分类号] D912.28 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180(2020)01-0001-25

公司因资本集合而起。⁽¹⁾从这个意义上说，公司的历史就是公司财务的历史，而它又与法律自始交织在一起。这不仅是因为聚合资金的公司载体作为一种有别于自然人的组织体的观念，端赖法律的特别确认；也是因为，公司财务实践最大限度地促成了法律特别是公司法的生长。从历史上看，西欧 16 世纪出现的合股公司提供了公司组织形式本身作为融资工具的初始理念以及法律规制的基本元素。工业革命的兴起在 19 世纪中催生股份公司成为大型经济活动的基本主体，相应地欧美诸国出台准则主义公司法，允许公司的自由设立。此后的一个多世纪则见证了债券、股票等融资工具的大量创新，以及股份公司此起彼伏的并购扩张或危机重组。在这个过程中，公司法作为传统的、主流的规制公司财务的路径，也展现了一个从兴起、成熟到式微的过程。因此，虽然公司财务学者通常将证券法的诞生视为公司依法理财的起点⁽²⁾，但在法律人看来，公司财务演

[作者简介] 刘燕，法学博士，北京大学法学院教授。

[基金项目] 国家社科基金后期资助项目“上市公司财务运作的法律规制——路径探寻”（项目批准号：13FFX010）。

(1) 此已成为公司财务教材的通说，例见 [美] 斯蒂芬·A. 罗斯、伦道夫·W. 威斯特菲尔德、杰弗里·F. 杰富：《公司理财》（原书第 6 版），吴世农、沈艺峰、王志强等译，机械工业出版社 2005 年版，第 8 页（公司制企业，即把企业组织成为一个公司，是解决筹集大量资金的一个标准方法。）

(2) 例见 [美] 道格拉斯·R. 埃默瑞、约翰·D. 芬纳蒂、约翰·D. 斯托：《公司财务管理》（第 2 版），靳新、王化成、李焰等译，中国人民大学出版社 2008 年版，第 17 页。

进的整个历史长卷中始终有法律的草蛇灰线若隐若现。正如一篇发表在1971年美国《商业律师》杂志上的文章——《州（公司）法对 Corporate Finance 的规制》——开篇所言：“Corporate Finance 一词，以它当下在公司法层面被使用的方式，不过是对法定会计（legal accounting）或规制公司经营与财务报表的会计理念的一个新提法。在此之前，我们大多数人理解的 Corporate Finance 仅指与证券发行有关的商业与法律问题。”^{〔3〕}“与证券发行有关”的商业与法律活动远远超出商学院眼中公司财务的百年史，而是可以追溯到17世纪的特许公司时代。可以说，与融资及证券发行相关联的商业与法律问题，构成了四百年来直到20世纪60年代之前法律规制公司财务的传统路径——公司法——的重要内容。

一、公司融资的兴起与组织塑型

公司既是一种联合经营的商业组织形式，也是一种向公众募集资金的工具或融资组织方式。这一历史起源肇端于西欧17世纪的特许公司时代，公司的组织形式、融资方式与法律规制的元素呈现共同生长的状态。

（一）从联合经商到合股公司

现代股份公司的雏形一般追溯到十六、十七世纪的荷兰、英国等地出现的合股公司，其制度渊源则来自意大利的合伙（财产共有）与中世纪的城邦与行会（组织与治理）。^{〔4〕}其实，合股经营早在14世纪的意大利城市国家中就已出现，只不过二百多年后，以合股经营的形式来组织长途海外贸易或者从事特定采掘与制造活动成为一个引人注目的社会现象。

16世纪末规模较大的经济活动是由从事海外贸易的商人们来进行的，它往往与海外探险、殖民、战争等国家行为交织在一起。大型贸易公司可分为两类，一类是合股公司（joint-stock company），另一类是规约公司（regulated company）。合股公司“以合股资本，进行贸易，各股员对于贸易商普通的利润或损失，均按其股份分摊”；规约公司则由“商人相互订结联约，议行行规，凡有相当资格的人，皆得缴纳若干资金，加入组织；但各自的贸易资本由各自经理，贸易危险，亦由各自负担，对于公司的义务，不过是遵守规约罢了”。^{〔5〕}因此，合股公司类似于共同出资共同经营，而规约公司则类似于一种行业公会或商人协会。成员加入规约公司类似于取得经营资格，任何主体在满足一定条件并支付入场费之后都可以成为规约公司的成员从事贸易活动，各成员之间允许进行竞争。但若想进入合股公司，则必须从其他股东处购买合股公司之股份。由于这种差异，规约公司即使被授予在某一类商品上或某一地区内之专营权利，也比不上拥有类似特权之合

〔3〕 Abraham M. Stanger, *State Regulation of Corporate Finance*, 26 BUS. LAW 301, 301(1970-1971).

〔4〕 See William Ronald Scott, *THE CONSTITUTION AND FINANCE OF ENGLISH, SCOTTISH AND IRISH JOINT STOCK COMPANIES TO 1720*, Volume I, 1 (1912). 对股份公司起源的理论探讨，参见〔日〕大塚久雄：《股份公司发展史论》，胡企林、胡欣欣、江瑞平、韩朝华译，中国人民大学出版社2002年版。

〔5〕〔英〕亚当·斯密：《国富论》（下），郭大力、王亚南译，上海三联书店2009年版，第247页。

股公司垄断经营之程度。⁽⁶⁾ 最关键的，由于规约公司的行会色彩，它难以像合股公司一样吸收非商人的社会资金加入经营，因此发展速度受限，最终在与合股公司的制度竞争中落败。

至 17 世纪末，合股公司已经成为一种比较成熟的、快速筹集大众（主要是商人及富裕的贵族与地主）资金从事各类工商业活动的方式或途径。⁽⁷⁾ 1694 年的一本伦敦出版物如此描述设立一家合股公司的流程：

“当某人想到一项技艺或发明，或发现了矿藏，或者想到交易之新方法，他觉得有赚钱之机会，但单靠个人之财力、物力无法成功实现，于是，他便把这主意告诉同伴和好友，他们通常会考虑或向专家咨询该计划之合法性。如果法律上没问题，他们就会制定章程条款，其中的一个最主要的条款是付给最初的动议人一笔钱，或一些股份，或二者兼备。然后，相关各方对外宣传该公司，拉其他朋友来入伙，直到公司全部股份（shares）都按照事先确定的价格被认购，认股人或者当即支付全部款项（这通常是最好也最省事的做法），或者仅支付一部分，然而延迟支付通常会带来很多麻烦。”⁽⁸⁾

成立合股公司的正规途径，是取得国王的特许状、专利或议会的特许法案；在无法获得特许时，也可以基于私人间的财产授予契约（*deed of settlement*）而成立，该契约指定公司合伙财产的受托人，并描述了公司成员的权利、义务和权力，规定公司内部经营管理的各项程序与制度。⁽⁹⁾ 不申请特许状而以“公司”名义进行经营在一段时期内被认定为是违法的，不过 17 世纪中由英国反复出现的专制王权与新兴资产阶级之间的角力所引起的政治失序、革命与复辟轮回，也给人们自由设立合股经营的企业提供了空间。⁽¹⁰⁾ 就合股公司的内部管理关系而言，不论是基于特许状还是财产授予契约成立的合股公司，都包括一个公司宪章（*constitution*），主要内容是确定公司管理人员、权力机构会议、股份之面值以及每种股份之投票权。合股公司的内部管理受到中世纪教会组织、城市、行会等公共机构治理模式的影响，设立集体决策机构，由总督、副总督以及若干助理（后称为董事）组成。⁽¹¹⁾ 股东的投票权则有不同形式，有一股一票、一人一票的简单方式，也有按股投票但设定底限（如持有 500 英镑股份才有一个投票权）、按股投票但设定上限（如最多不

(6) [英] 罗纳德·拉尔夫·费尔摩里：《现代公司法之历史渊源》，虞政平译，法律出版社 2007 年版，第 4 页。该书原文为：Ronald Ralph Formoy, *THE HISTORICAL FOUNDATIONS OF MODERN COMPANY LAW* 22 (1923). 因对部分中译用语有分歧，本书直接采用原文部分将引用英文版，借鉴中译部分将采用中文版作为出处。

(7) William Ronald Scott, *THE CONSTITUTION AND FINANCE OF ENGLISH, SCOTTISH AND IRISH JOINT STOCK COMPANIES TO 1720*, Volume I, 442 (1912).

(8) Ronald Ralph Formoy, *THE HISTORICAL FOUNDATIONS OF MODERN COMPANY LAW* 22 (1923).

(9) 根据《元照英美法词典》，*deed of settlement* 在英国法下指协议契据或财产授予契据，是 1844 年 11 月 1 日以前成立合股公司时订立的，指定公司合伙财产受托人并规定公司经营管理规章制度的协议。在 1844 年公司自由设立后，财产授予契据中规定的事项由公司备忘录 memorandum 或公司章程 articles of association 来调整。

(10) *Supra* note (7), at 247.

(11) Franklin A. Gevurtz, *The Historical and Political Origins of Corporate Board of Directors*, 33 *HOFSTRA L. REV.* 89, 110-116 (2004); 邓峰：《董事会制度的起源、演进与中国的学习》，《中国社会科学》2011 年第 1 期，第 169-170 页。

超过10个投票权等)等复杂的投票方式。⁽¹²⁾例如,东印度公司在1657年发行的永久性股本,明确规定最低认购额为100英镑,其中每500英镑有一个投票权,每1000英镑才有权选入公司各委员会中。⁽¹³⁾

就外部关系而言,特许状通常明确地赋予了合股公司以自己的名义独立经营以及在法律上起诉、被诉的权利,从而产生了独立的公司法律人格。基于财产授予契约而成立的合股公司在法律上比较有争议,司法实践中很长时间内都是将其视为大型合伙,将财产授予契约视为合伙协议。但是,合股公司与典型的合伙之间存在一些重要的差异,如合股公司股东转让其股票并不需要公司或其他股东同意,合股公司营业上的亏空通常也仅限于股东们丧失自己的入股资金。⁽¹⁴⁾合股公司内部程式化的管理模式也与合伙不同。⁽¹⁵⁾不仅如此,将大型合股公司视为合伙产生了很多法律程序上的麻烦,如诉讼上如何将人数众多且变动不居的股东作为特定案件的原告或被告。⁽¹⁶⁾这一系列的因素催生了法律上将公司这一组织形式作为一个独立的人格进行抽象的必要。公司组织的法人化开始了,公司法律人格也成为公司法中永恒的主题。

(二) 股、股份与资本

与合股公司的兴起相伴随的,是股、股份、资本等概念的逐渐形成,以及股票的创设与交易。它们也构成了公司财务最原始的要素。

在“股”(stock)、“股份”(share)、“资本”(capital)等概念中,“股”这一概念出现最早,但在多种意义下被使用,有时等同于公司的全部财产,有时指成员们投入的本钱,有时则指营运资金,即交易或流通中的资本(trading or floating capital)。⁽¹⁷⁾

“合股”的原始含义是商人们集聚货物而共同经营,这是海上贸易时代的特征。在规约公司中,各成员甚至是在公司的特许状下各自独立经营。随着公司逐渐转入长途海上贸易甚至探险贸易,这种经营模式难以持续,因为不可能让所有的成员带着他们各自要交换的货物参加每一次长途航程。于是合股经营的成员们将钱放入一个共同资金池(基金)中,由后者置备船只以及买下成员们在一次航程中要交换的全部货物,也就形成了“合股贸易”(joint stock of goods to trade)。⁽¹⁸⁾在古英语中,“stock”一词是指“某个生长的事物的根部或躯干部分”,从stock中可以进一步生长出其他的部分。⁽¹⁹⁾从这个意义上看,合股贸易中的“股”最开始指的是货物或资产,但它并非普通之货物,而是用于经营以便带来后续盈利的货物,由此也蕴含了日后“资本”概念的理念。

[12] *Supra* note (7), at 337-343.

[13] *Supra* note (7), at 129.

[14] [英] 亚当·斯密:《国富论》(下),郭大力、王亚南译,上海三联书店2009年版,第253页。

[15] *Supra* note (7), at 45.

[16] [英] 罗纳德·拉尔夫·费尔摩里:《现代公司法之历史渊源》,虞政平译,法律出版社2007年版,第34-44页。

[17] *Supra* note (7), at 61-62.

[18] Franklin A. Gevurtz, CORPORATION LAW 113-114 (2010).

[19] Bayless Manning with James J. Hanks, Jr., LEGAL CAPITAL 32-33 (1990). 该书第三版的中译本参见《法律资本制度》,后向东译,张开平校,载王保树:《商事法论集》(第12卷),法律出版社2007年版。

换言之，早期的合股经营与“货物及钱款的联合经营”几乎是相等的含义，而不等于“股份的联合”。⁽²⁰⁾

合股公司最初并没有“资本”或者“资本维持”的概念，因为每一次航程结束后，所有贸易的收入（或货物）都会分配给成员：“当时的合股经营，如非洲探险之类，使得这种程序不可避免。……公司按比例分配掉每一次探险的所得，不论是大于还是小于合股的本钱。如果投入冒险的本钱留在公司被继续用于此后的营运，而公司成员则获得对公司总体的一部分以作为其投入的回报，情况则完全不同了。”⁽²¹⁾

因此，当合股公司不再随每次航程而清算，而是从事持续性的经营活动时，建立一个所谓的永久联合股本（permanent joint stock）也就成为很自然的事情。据史料记载，最著名的合股公司——英国东印度公司在1657年将其合股的股本转化为永久性股本，此时，东印度公司已经成功经营了半个世纪之久。⁽²²⁾不过，永久性股本的实践在当时存在的极少数矿业公司中更早地建立了起来。例如，1561年成立的皇家矿业协会最初基于与伊丽莎白女王一世签订的在英国中部勘探开采金、银、铜等金属矿藏的合同而设立，后改组为合股公司。由于矿业勘探与开采的持续经营属性，并不存在逐年清算的惯例，股东们投入的股本就沉淀在公司拥有的矿井等资产中。⁽²³⁾

永久性股本也使合股公司逐渐演化成一种依靠其成员无限期地投入到公司中的股来经营的公司，参与投资的成员则持有这个联合财产中的一定比例，称为“份额”或股份，而投资者则被称为“份额持有人”（shareholder）或“股东”（stockholder）。⁽²⁴⁾早期的股份并不是等额份额的概念，而是出资人根据自己的财力进行认购，但须满足最低认购额（如200英镑）。个别情形下也有划分为等额的，如前述的皇家矿业公司的整个事业划分为24份（share），分别在英国和德国招募参与者，后者须对每一股份缴入1200英镑作为参与该勘探特许事业的代价。

此外，早期股份的另一个特点是：公司股份数量固定，但每股缴纳的出资额并不固定，而是随着公司经营需要，在公司发出催缴通知（call）时继续追加投入。那些资金不足、难以应付后续催缴通知的股东不得不将自己份额的一半或四分之一转让给他人，如前述皇家矿业公司的例子。⁽²⁵⁾显然，这种数量确定、面值不定的股份往往意味着股东对公司所负的财务责任是一种持续性的甚至是无限的，不仅给股东带来沉重的财务负担，而且也给股份转让造成不便。因此，有关公司股份的商业实践逐渐向“固定价值（以面值来代表）但随公司资本总

(20) 虞政平：《股东有限责任——现代公司法律之基石》，法律出版社2001年版，第77页。

(21) *Supra* note (8), at 22.

(22) A. C. Littleton, ACCOUNTING EVOLUTION TO 1900, 211 (1933).

(23) *Supra* note (7), at 383-405.

(24) *Supra* note (18), at 113-114.

(25) *Supra* note (7), at 383-387.

额的变化而调整比例关系”的方向演变，形成了等额股份的观念。⁽²⁶⁾ 股份一旦发行，其对价就已经被完全支付了；公司若要增加资本，就必须创设并发行新股份，而老股东则可以放弃认购新股。

早期观念下股份与公司财产之间的紧密联系，使得股东与合伙人的身份很相似：拥有股份也就意味着拥有公司财产的一部分。不过，它在 19 世纪中期的准则主义公司法下发生了彻底的改变，一系列立法逐渐将股份与固定的金额挂钩，不复其单纯的“份额”的观念。例如，英国 1844 年的合股公司法要求公司在其设立文件（*deed of settlement*）中说明其拟募集的资本额，并将资本分割为均等的股份以及相应的股份总数；1855 年有限责任法案引入了名义资本（*nominal capital*）的概念，并且要求拟享受有限责任保护的公司，其每股的名义资本不低于 10 英镑；1862 年公司法要求股份公司章程中声明公司注册登记的资本额，并且将该资本划分为有固定金额的股份。此后的公司法继承了上述条款。⁽²⁷⁾

此外，17 世纪后永久性股本的出现，意味着分派股息开始逐渐与股本返还区别开来。如东印度公司在建立永久性股本四年之后的 1661 年首次从公司利润中派发股息，以避免损及公司的股本总额。⁽²⁸⁾ 在此之前，一些合股公司章程已开始出现了从利润中分配股息的要求，如英格兰国王詹姆斯一世 1620 年给新河公司颁布的特许状中就有类似的条款。当然，缺乏对利润进行合理计量的会计规则的配合，从利润而非股本中派发股息并不是一项严格的要求。这一规则的目的更多地是为了股东们自己的利益，即保留完整的股本用于公司的持续经营，而不是像后来的公司法那样为了保护债权人利益。⁽²⁹⁾

随着永久性公司股本的建立以及“股”这一兼具资产与资本观念之概念的外延日益模糊，也就产生了对专门的“资本”术语的需求。在目前面市的 16 世纪英国合股公司的文件中，从未出现过“资本”一词，但在当时的会计学教科书如詹姆斯·皮尔的《意大利商人的账户技艺》（1569 年出版）中，已经出现了“资本”一词，指商人的净财富，即从其所拥有的东西中扣除欠债权人后剩下的部分。⁽³⁰⁾ 进入 17 世纪后，人们首先将“股”进一步区分为“速动股”（*quick stock*）与“沉淀股”（*dead stock*），但这种分类仍然体现了“股”主要作为资产形态的含义，因此混乱依然存在。最终，人们意识到需要发明新的术语，出资意义上的“资本”也就诞生了。⁽³¹⁾ 1614 年，英国东印度公司的会议记录中首次出现了“资本”一词，作为衡量收益分配的一个尺度，宣告股东们从本

(26) *Supra* note (7), at 44-45.

(27) Christopher Noke (2000), *No Value in Par: a History of the No Par Value Debate in the United Kingdom*, 10: 1 ACCOUNTING, BUSINESS & FINANCIAL HISTORY 13, 14 (2000).

(28) Donald Kehl, *The Origin and Early Development of American Dividend Law*, 53 HARV. L. REV. 36, 38 (1939-1940).

(29) *Id.*, at 41.

(30) *Supra* note (7), at 59-60.

(31) *Supra* note (7), at 62.

航次海外贸易经营中得到“半个资本”即本金的 50% 的分配。⁽³²⁾ 此后，“资本”进一步被用来标注作为出资范畴的“股”，产生了“股本”（capital stock）的术语，以区别于作为货物或资产形态的“stock”。“股本”的这种用法一直延续到今天。⁽³³⁾

总之，到了 17 世纪末，股、股份、资本等概念都基本成型，“股本被划分为股份”，这为描述公司组织形式因融资而产生的经济关系提供了极大的便利。特别需要指出的是，区别于股、资本等术语所蕴含的财产与价值观念，“股份”的基本理念不仅是表彰公司成员对公司股本或资产所享有的所有者的身份，同时也创造出了可替代所有权的基本单位——每个单位都和其他单位一样有权获得同样数量的分红，并且有着同样的投票权——从而可以方便公司成员转让其出资。对于一个大型且其所有者不断变动的商业组织来说，这种所有权安排是非常有效率的。它既避免了作为公司所有权人的投资者阅读财产授予契约或公司章程等来确定他们的权利的麻烦，也避免了每次有投资人将其份额（或部分份额）转让给他人时都需修改公司契约或公司章程等问题。⁽³⁴⁾ 在这种安排下，特定所有权人获得分红的权利和投票权仅仅取决于其所掌握的被称“股份”或“股票”的替代性单位。因此，如果一家公司有 10 个股东，每个股东拥有 1/10 的已发行股份，每个股东就有权获得公司每一笔分红 1/10 的份额，并且对摆在其面前需要投票的任何公司事务（比如选举公司的主管）都有 1/10 的投票权。至于股东拥有的股票的确切数额，如 100 股还是 1 万股，并不重要，重要的是其在公司股本中所占的比例。

在这个时期，股东与大型合伙中的合伙人身份类似，但还是有一些显著的特征将它们区分开来：第一，份额持有人仅仅是资本家，大多并不参与企业的经营。第二，公司有一套正式的治理程序，如通过股东会议决策等，不同于合伙的迅捷但非正式决策。第三，公司的股份可以自由转让，尽管受让人通常限于小圈子的人，如持有不动产的贵族们。不过，随着合股公司对资金募集的需要，这个圈子逐步扩大到外国银行家、商人或者虽无财力但对公司经营有用的人，如采矿工程师。第四，公司具有独立人格并持续存在，有印章，可以自己的名义对外签订合同与负债。⁽³⁵⁾

（三）股份的转让与交易

如前所述，虽然合股公司因缺乏资本维持的观念而在很长时间内被理解为大型合伙，但它与合伙有一个根本性的差异，即合股公司的股份从一开始就是可以转让的。历史上，股份可转让的观念在西欧中世纪的商业活动中就已存在，如 13 世纪时西欧与中欧一些地区的矿山，以及南德意志的科隆、图卢埃等地的一些纺织厂。⁽³⁶⁾ 当然，股份可以转让并不意味着合股公司的股东能够顺

(32) *Supra* note (7), at 157.

(33) 如美国法定资本制度的标志性案例——*Wood v. Dummer*, 30 F. Cas. 435 (no 17, 944) (C. C.D. Me. 1824).

(34) *Supra* note (18), at 114.

(35) *Supra* note (7), at 45-46.

(36) Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti, Jr., *A HISTORY OF CORPORATE FINANCE* 60 (1997).

利地找到第三人而将股份转让出去。仅在16世纪末的阿姆斯特丹以及17世纪的伦敦出现了股票的流通市场后，合股公司的股份转让才变得方便了，这也极大地促进了当时的人们对公司股份的投资。这些早期的市场不仅有股份本身的交易，还出现了股份的看涨期权、看跌期权等衍生交易。

股票二级市场的出现也意味着股份炒作的开始，人们追逐股份转手过程增值收益的热情远甚于利用合股公司从事贸易或工商业活动。股票经纪人一度被认为是股份炒作的罪魁祸首。英格兰贸易管理委员会在1696年的一份报告中指出：“近来股票经纪之恶性投机，已经完全扭曲了为初始发起人之私人利益而介入或从事制造业公司以及法人之目标与设计。最初之取得者和认股人所获得之权利，除了以赢利为诱饵向无知者再次出手外，通常并无他用。他们用名声、虚假地夸大并狡诈地散布他们之股票如何有赚头来招揽顾客。因此，首批进入者将其股份以远远高于真正价值之价格卖给那些被巨额利润之迷雾所蛊惑的人，从而脱离公司。交易和股票之管理落在了生手身上，以至于试图凭借所授予之特权而获得发展以及公司治理而得以提升之制造业，从最初的充满前景逐渐衰退至低谷，甚至比没有这类法律或特许证之扶持而任其完全自由发展之状态还要坏。纸张和亚麻制造业便是我们应该谨慎思考之一个例证。我们遗憾地感受到了股票经纪操控之效应，如果不是落入这种灾难，这些制造业可能会获得原本更为兴旺之条件。”⁽³⁷⁾ 1697年，英格兰议会通过了一部管制股票经纪的法案，要求经纪商必须获得执照；不得自我交易或为自己谋利；交易股票的合同订立后3日内必须在登记册上登记，若非3日内履行，则溢价转让股票的合同无效；经纪人收取的佣金不得超过一定比例，等等。⁽³⁸⁾

不过，英国对股票经纪的管制措施并没有完全遏制股票交易的狂热，南海公司泡沫标志着围绕合股公司的股份炒作达到登峰造极的地步。从1720年1月至6月底，南海公司的股票价格从128英镑上涨到1050英镑，日间波动可高达200多英镑；到9月底股票价格跌至175英镑，投资者损失惨重。南海公司本身也卷入了自家股份的炒作当中，并采取了不少措施来刺激股票价格上涨，如大肆宣扬公司在南海（指大西洋南部）地区从事贸易的盈利前景；对新发行的股份采取分期缴付认购款的方式，认购人仅须支付10%的保证金，余款在若干月内分期支付；接受公司股票作为质押以便对认购者发放贷款；等等。⁽³⁹⁾

当然，抛开其中的欺诈、违规或者公众的投机狂热等因素外，南海公司的股价泡沫也与一种被称为“信用安排基金”（the fund of credit arrangement）的债务转换机制有关。这是当时英国政府与私人企业之间达成的公共债务转移协议，政府公债的持有人将其对政府的债权转让给合股公司，以换取后者的股份；而政府则授予合股公司某些方面的独家经营权，从而使公司有资源来承担并经营这些政府债务。这种金融安排一方面降低了政府债务管理的成本，另一方面为合股公司提供了一种质量有保障的资产——它每年可获得由政府关税担保的利息收入——其“双赢性”

(37) 参见[英] 罗纳德·拉尔夫·费尔摩里：《现代公司法之历史渊源》，虞政平译，法律出版社2007年版，第11页。

(38) [英] 罗纳德·拉尔夫·费尔摩里：《现代公司法之历史渊源》，虞政平译，法律出版社2007年版，第11页。

(39) [英] 罗纳德·拉尔夫·费尔摩里：《现代公司法之历史渊源》，虞政平译，法律出版社2007年版，第28-32页。

最早在英格兰银行的债务转换实践中得到验证。南海公司成立于 1710 年，初衷是为了解决当时英格兰政府拖欠的海军粮食储备款以及运输债券的迟延偿付问题，后来政府又进一步将长期债券以及长期年金等公共债务转移到南海公司中。南海公司千方百计刺激股价上涨，也跟这种债务转换安排有关，因为当时议会特别授权南海公司按公司股票的市价而非面值与债务进行转换。换言之，当股价高出面值（如一倍）时，公司仅需要发行给转换者 1/2 的股份，余下的 1/2 的股份可用于抛售到市场中获利，或者用于日后派发股息。⁽⁴⁰⁾

合股公司股票交易的狂热以及由此而引发的动荡最终导致英国在 1720 年通过了《泡沫法案》，禁止新设合股公司。⁽⁴¹⁾《泡沫法案》详细描述了在贸易、商业或其他事业中有损公共利益的各种企业和项目，并列举了被视为规制对象的几种实务，包括：（1）开立公众认购账户；（2）假装以公司之身份经营；（3）假装股票是可自由转让的；（4）假装有特许但实际上特许已经过期。“所有以上描述之公司，所有其他在贸易、商业等合法事业中有损公共利益之公开公司，尤其是上面列举之四种做法，都是违法的，且被视为妨害公共利益之做法，应受到罚款之惩处。买卖这些公司股份之经纪商要受到处罚。”⁽⁴²⁾《泡沫法案》下的禁令持续了一百多年，直到 1825 年才得以解除。不过，在英国之外的其他一些地区，如美国以及西欧大陆，合股公司依然以特许公司的方式继续存在并募集资金。

（四）现代公司法与公司融资模式的分化

18 世纪末至 19 世纪初开始的开凿运河与修建铁路，以及随着工业革命兴起的制造业，对大规模融资提出了强烈的需求，催生了西欧以及美国从特许设立公司向自由设立公司的转型。1844 年，英国议会通过了《合股公司注册、组建及监管法案》（Joint Stock Companies Registration, Incorporation and Regulation Act），允许人们通过注册而自由设立合股公司；1855 的公司法案进一步赋予股份公司的股东以有限责任的保护。由此诞生了现代意义上的普通公司法，即只要以满足法律规定的一般原则和程序就可以成立公司。它与“特许”相对，故也称为准则主义公司法。此后，法国、德国、美国各州⁽⁴³⁾等先后出台了类似的普通公司法。至此，现代股份公司的基本要素——集合资金的独立法人、股东有限责任、股份自由转让、董事会经营决策等——都已齐备，大型的、持续经营的工商业活动的组织形式与资金募集方式都已经明晰化了，即公司制与股份化。

但是，并非所有的公司都需要向公众募集资金。法律对公司形式最早（以特许状形式）也是最核心的贡献，是确认了公司作为一个独立的法律人格的存在。⁽⁴⁴⁾其价值在下述三类情形中尤其

〔40〕 *Supra* note (36), at 110-113; [美] P. 金德尔伯格：《西欧金融史》，徐子健、何建雄、朱忠译，虞关涛校，中国金融出版社 1991 年版，第 271 页。

〔41〕 该法案的全称为《为了更好地保障国王通过船舶和海上货物保险和船舶抵押贷款之两个特许状授予之权利和特权以及限制在此提到的奢侈和不正当做法之法案》。因此，该法案除了针对股市泡沫外，还对两家合股公司颁发了特许证。

〔42〕 [英] 罗纳德·拉尔夫·费尔摩里：《现代公司法之历史渊源》，虞政平译，法律出版社 2007 年版，第 50-51 页。

〔43〕 美国纽约州虽然在 1811 年就开始对一般制造业发放许可令，但就影响力而言远不及英国 1844 年合股公司法以及后续立法。

〔44〕 参见 [美] 阿道夫·A. 伯利、加德纳·C. 米恩斯：《现代公司与私有财产》，甘华鸣、罗锐初、蔡如海译，商务印书馆 2007 年版，第 140 页。

突出：（1）在参与企业经营的个人死亡后，企业本身及其对财产的所有权仍可继续存续下去；（2）为垄断权的授予，如在特定地区从事毛皮贸易或者收费大桥建设等，提供了一个半政治性的工具；（3）提供一个运转灵活的管理结构，以聚集众多个人投资者分散的资本，同时提供一个集中决策的机制。^{〔45〕}当垄断特许因素消退后，独立且持续的法律人格与成熟的融资及管理模式便成为公司形式的两大吸引力，前者完全可以为个体或家族经营所利用。

实践中，19世纪准则主义公司法赋予公司股东有限责任保护后，众多个人经营活动开始利用公司组织形式的法律外衣，以抵御商业经营的风险。这些小公司并不涉及向公众募集资金问题，更不进入资本市场，因此也没有必要受制于公司法承继合股公司时代公开募集资金特征而来的管制逻辑，这种管制在一些欧洲大陆国家尤其严格。^{〔46〕}为适应小型或闭锁公司的需求，德国于1892年制定了世界上第一部《有限责任公司法》，创设出有限责任公司的概念与体例；英国则在1897年的Salomon案中承认了一人公司股东可享受有限责任保护^{〔47〕}，并于1908年公司法修订时引入“私人公司”这一新的类型。

至此，公司法与公司财务的互动开始向两个方向分别发展：一是小型的、个人化的有限公司或闭锁公司，其资金主要来自创始人出资，因此法律对公司财务的规制主要体现于公司设立的出资规制与公司持续经营中的分配规制；二是面向公众募集资金的股份公司，后者不仅在公司设立阶段有面向大众的融资，更随着金融工具创新以及资本市场的并购重组等运作而给公司财务提供了大量新鲜素材，由此也推动了法律规制在公司法、证券法、破产法等名义下渐次展开。

二、19世纪后的融资工具创新

公司融资离不开融资工具。这些工具——不论是权益型的股票，还是债权型的债券或最直观的银行贷款——都属于法律性质的文件，载明公司作为融资者与股东、贷款人、债券持有人作为提供资金者各自的权利和义务。其中，股份虽然是公司最初始的融资工具，但它往往被公司设立过程所吸收，法律功能——确定公司股权结构——更加显著。况且，19世纪末之前，公司股份更多地还是在商人之间发行与流通^{〔48〕}，与后来作为面向大众的普通股（common stock）有较大区别。

通常认为，公司债券是最早为大众投资者接受的融资工具，19世纪为铁路、运河等大型企业募集资金的目的以及其后发生的铁路公司破产重整，催生了各类债务融资工具的创新。而股票或普通股作为大众投资工具的兴起，主要是英美诸国19世纪后期的现象，特别是美国在19至20世纪之交出现的第一次并购潮，传统企业合并为巨型公司的资本化过程将数量巨大的普通股倾泻

〔45〕 *Supra* note (19), at 16.

〔46〕 [德] 格茨·怀克、克里斯蒂娜·温德比西勒：《德国公司法》（第21版），殷盛译，法律出版社2010年版，第287-288页。

〔47〕 *Salomon v. Salomon & Co. Ltd.* (1897) AC 22.

〔48〕 *Supra* note (36), at 177.

到市场上，吸引新生的中产阶级和普罗大众参与，并刺激了进一步的融资工具创新。证券创新势头如此迅猛，以至于到了 20 世纪 30 年代，仅美国市场中交易的证券已经达到二百余种，在标准的股票、债券之上派生出各种新奇的混合证券或合成证券。⁽⁴⁹⁾ 此后便是半个多世纪的市场洗礼与法律规制，存续下来的债券、股票以及混合证券构成了今日流行的融资工具之基础。

（一）形形色色的债券

公司债券的历史也可以追溯到合股公司时代，如荷兰东印度公司在 17 世纪就发行了公司债券。不过，债券成为公司主要的融资工具还是进入到 19 世纪后，伴随着运河、铁路等最早具有巨额资金需求的建设项目而流行开来。

在美国，最早的抵押债券（mortgage indenture）出现于 19 世纪 30 年代，应用于为运河、铁路公司的融资⁽⁵⁰⁾，这也是最早为大众参与的证券投资品种。担保债券的财产以信托契据或土地抵押契据的形式被抵押给某一个或几位受托人，但受托人不对借款人的违约承担个人责任。早期的受托人都是自然人，1870 年后出现了法人受托人。有些运河与铁路公司则向州政府提供抵押证书，以便从州政府获得贷款。⁽⁵¹⁾ 抵押品的范围也逐渐扩大，一开始是不动产，后来覆盖到股票与债券，最后其他财产甚至未来收益也加入进来。担保的形式也从抵押扩展到质押，例如股票与债券通常转移给受托人作为质押品，其他担保品则依然由借款人持有。例如，1849 年纽约及伊利铁路公司发行的第二期抵押债券，作为抵押物的财产不仅包括公司现有的全部财产，而且包括未来拥有的财产，后者覆盖日后取得的租金、收入与利润等。另外，此一时期还出现了可转换债券的萌芽，例如，1826 年由特别法案设立的 Mohawk and Hudson 铁路公司在 1834 年经州议会授权发行不超过 25 万美元的抵押债券，持有人可以在两年内按面值转成股份。除此之外，这一时期甚至出现了无担保的可转债，例如，1865 年伊利铁路公司发行的 100 万美元无担保的可转债。此外，19 世纪中期的抵押债券开始出现一些财务承诺条款，如前述伊利铁路公司的前身曾在 1857 年第四期抵押债券文件中承诺：如果利息迟延 6 个月，则全部本金提前到期偿付。⁽⁵²⁾

一个值得关注的因素是公司资本与债务之间的关系。在 1844 年的 *Barry v. Merchants' Exchange Company* 案中⁽⁵³⁾，被告发行的抵押债券的合法性被质疑，因为其超过了州特许状对该公司资本总额的限制。当时的人们一般将公司资本视为包括公司拥有的全部财产在内，不论是发行股份取得还是举债所获得。不过，该案法官认为，公司发行的抵押债券并非无效或不可强制执行，因为依特许状中的用词，“资本”仅指股份资本，不能扩展到债务凭证或公司盈余上。当然，有些公司的特许状会更加明确，如 1846 年哈德逊河铁路公司的特许状授权公司可抵押借款 200 万美元，

(49) [美] 本杰明·格雷厄姆、戴维·多德：《证券分析》，邱巍、李春荣、黄铮译，吴有昌校，海南出版社 1999 年版，第 654-679 页。

(50) Banks, *Indenture Securities and the Barkley Bill*, 48 YALE L.J. 533, 534 (1933).

(51) Cecil Mead Draper, *A Historical Introduction to the Corporate Mortgage*, 2 ROCKY MNTN. L.REV. 71, 78 (1930).

(52) *Id.*, at 79-96.

(53) *Barry v. Merchants' Exchange Company*, 1 Sand., Ch. 280 (N. Y. 1844).

但债务须低于已缴资本 50 万美元，且资本与债务合计不得超过 600 万美元。⁽⁵⁴⁾

研究者认为，债券先于股票而被大众投资者所接受，一个很重要的原因是 19 世纪的经济环境尚难以克服公司面向大众融资时内生的障碍，如经济不确定性、代理成本问题、不对称信息等。股票常被视为投机工具，投资大众更愿意认购有固定回报的债券，而且要求发行人提供担保，如在铁路资产上设定抵押权等。与投资大众对风险的认知相呼应，铁路公司发起人几乎完全是用发债募集的资金来修铁路，而把股票留着给自己作为未来取得利润的来源。极少数用股份来融资的情形往往仅限于人口密集区域的铁路线，因为人口群居一方面保证了铁路运量，另一方面也给投资者直观地描绘出了铁路公司盈利的前景。在绝大多数情形下，“股票经常是为推销债券而免费送出。最终结果是，发起人拥有了铁路线，但他们几乎一个子都没掏或者花费甚少，铁路线又抵押给了债权人，所担保的债务价值远远高于铁路线的价值……这就是 1850 年之后的铁路建设的常规”。⁽⁵⁵⁾ 由于债务构成了铁路筹集资金的主流方式，这也导致铁路公司杠杆过高。在 19 世纪上半叶的英国和 19 世纪下半叶的美国，大量高杠杆的铁路公司因面临无序竞争而陷入破产境地。

铁路公司破产重整的过程也是债务工具创新的过程，收入债券（income bond）、实物支付债券、浮动利率债券、可赎回债券、可参与债券、永久债券等相继面世。以收入债券为例，它最早由美国切萨皮克和俄亥俄运河公司在 1848 年发行，但广泛应用还是 19 世纪末的铁路公司破产重组。⁽⁵⁶⁾ 收入债券只有在公司获得了正的净收益时才支付利息，因此可以减轻公司亏损情形下的利息负担。就收益不确定、依托于公司实现利润的多寡这一点而言，收入债券与优先股有点类似，二者的差异在于：公司只要有正的净收益就必须支付利息，而优先股则是在公司派发普通股股利之前支付股息；此外，收入债券在清算时的地位优越于优先股。乍看起来，收入债券较优先股对投资者更有吸引力，不过前者很多时候反而不如优先股受追捧，主要原因在于，投资者怀疑公司管理层会利用会计手段操纵业绩，从而拒绝支付利息。相反，由于股利对于普通股的市场估值至关重要，公司管理层通常不敢对派发普通股股利掉以轻心，因此，从投资者的角度看，收入债券持有人获得利息的机会可能还不如优先股股东获得股息的机会可靠。⁽⁵⁷⁾

此外，某些新债务工具如无担保债券（debenture 或 debenture indenture）、零息债券、附认股权的债券的创设则是为了解决传统债券融资的困境，或者增加传统债券融资的吸引力。其中一个困境与债权人要求的担保有关。传统上，债权人依赖有形动产作为贷款担保。随着新的融资建立在不动产抵押担保基础上，就会产生比较棘手的法律问题，如先设定的留置权在土地再度融资时就必须重新协商，由此导致复杂的担保结构。在 19 世纪末的铁路重组中，这些抵押债券实际上获

(54) *Supra* note (51), at 79-80.

(55) *Supra* note (36), at 147-149.

(56) [英] 阿尔弗雷德·施泰因赫尔：《金融野兽——金融衍生品的发展与监管》，陈晗、张晓刚译，上海远东出版社 2003 年版，第 37 页注释 13。

(57) *Supra* note (36), at 155-156.

得的收益也非常低。债权人痛苦地意识到，缺乏流动性的资产作为担保品是没有价值的，资产的过去价值也不能代表其现在的清偿能力。由此，无担保债券也逐渐流行起来。

附认股权的债券则是对之前以赠送股票来刺激人们购买有风险的债券的做法的一个升级版。在债务契据文件中，认股权证被用来代替债权人原来拥有的针对发行人资产的留置权。对于发行人来说，这既解除了实物资产上的负担，也避免了潜在的现金支出——日后股价的上涨将诱导债券持有人转股，发行人也就可以不再偿还借款。在1901—1914年间美国证券市场上发行的无担保债券大多数都是这种附有认股权的债券。⁽⁵⁸⁾ 债券所附的认股权既可以与债券分离交易，从而构成单独的权证（warrant）；也可能与债券结合在一起，从而构成可转换债券。它可能转换为发行人的普通股，也可能是其他公司的普通股，完全取决于认股权合同的具体条款。

从更广义的证券转换来看，不仅可以有从债券向股票的转换，甚至也可以进行股票向债券转换。16世纪的欧洲大陆就出现了这种可转换证券，某些股票发行人迫使股票持有人按事先规定的条件将股票转换为债券。在17世纪中，一些英国合股公司则进行了有利于特定股东的转换。例如，1631年英格兰国王查理一世持有的新河公司股票，允许国王在新河公司表现不如预期良好时将股票转换成债券；1729年约克建筑公司甚至在公司临近破产时修改章程，将股东手中一半的股票直接转换为债券，债券面值为股东转换前持有的股份的全部市场价值，从而向股东提供“与债权人同等的保护”。⁽⁵⁹⁾ 当然，在现代公司法确立了资本管制的规则后，从股票向债券的转换因为有损资本维持原则而逐渐式微。尚存的可转换证券主要是可转换债券与可转换优先股，二者通常都在一定条件下转换为普通股。

（二）优先股

优先股属于一种混合证券，兼有债券与股票的某些特征，如保证支付固定比率（一般高于公司债券利率）的股息；若为参与优先股，还可以分享剩下的红利。它通常意味着放弃投票权作为代价。

早在16世纪中期，英国的一些合股公司就开始给予某些类型的股票以优先权⁽⁶⁰⁾，但优先股被广泛使用还是19世纪上半期，它成为当时铁路公司募集额外资本、补充资本结构中债务融资缺口的重要工具。⁽⁶¹⁾ 推动优先股流行的动力主要来自以下几个方面：一是为了遵守英国政府对公司负债率的限制，因为当时政府规定铁路公司的债务不得超过其资本的1/3；二是避免发行新股融资稀释现有股东的控制权，当时很多陷入财务困难的运河、铁路建设工程需要筹集追加资本，但股东又不希望因追加资本所发行的新股摊薄自己的权益；三是缓解公司破产压力，因为不能支付优先股股利尚不足以将公司置于清算程序中，而当时铁路公司破产清算的比例很高。一个足以证明

(58) *Supra* note (36), at 151-157.

(59) Arthur Stone Dewing, THE FINANCIAL POLICY OF CORPORATIONS 242-249 (1941).

(60) *Id.*, at 134.

(61) [美] P. 金德尔伯格：《西欧金融史》，徐子健、何建雄、朱忠译，虞关涛校，中国金融出版社1991年版，第275页。

当时优先股的重要性的事实是：1849年，英国铁路公司资本结构中股本的66%是优先股。^{〔62〕}

在美国，最早的优先股实践是马里兰州1836年增加对巴尔的摩—俄亥俄铁路公司等一批铁路、运河建设公司的出资。马里兰州议会对于认购的股份索要6%的固定收益，直到被投资公司的盈利可以支付所有股利至该水平。这一独特的出资形式甚至引发了部分老股东的抗议：银行贷款人可以获得固定收益，但没有投票权；股东参与公司决策，但收益不确定，缘何州议会作为出资人就可以如此蛮横？^{〔63〕}尽管如此，优先固定股息这一新特征还是存活下来了，1840年后面向私人投资者的新股发行中也开始增加固定股息率因素，以便为处于困境的铁路公司吸引新的资金。当然，优先股最终获得投资者普遍认可的标志性事件，是1871年宾夕法尼亚州铁路公司——当时世界上最大的公司——设立时利用优先股来募集资金。对于美国公司特别是铁路公司管理层来说，发行优先股最大的吸引力在于不会稀释原有股东对公司的控制权，而普通股所附带的投票权在19世纪后半期经常引发铁路公司之间的收购大战，如范德比尔特与古尔德围绕着伊利铁路的争夺，摩根与希夫围绕着北太平洋铁路的较量等。^{〔64〕}此外，对于缺乏信息的外部投资者来说，由于优先股有固定收益，因此它比普通股更容易定价；而对于公司管理层来说，优先股的股息支付并非像债券利息那样固定，因此意味着公司有一定的财务自主性。可以说，上述特征极大地促进了优先股的流行，因为不仅是铁路公司，制造业公司在创业之初也会有财务基础不稳定的阶段，因此迫切需要这样一种证券，它一方面能让缺乏信息的投资大众以相对合理的精确性进行估值，另一方面又给管理层在公司资金紧张时停止支付（利息）的空间。优先股正可以满足上述两方面的需求。

鉴于对优先股这种灵活性的普遍认知，在美国，不仅19世纪后期的铁路公司破产重组多用优先股来替换已违约的担保债券，进入20世纪后，随着制造业公司或工业公司取代铁路公司成为主要的融资人，优先股融资也达到了巅峰。与铁路和政府债券的融资模式类似，美国工业企业从大众投资者处的融资也是从固定收益类证券开始的。相对于铁路公司而言，制造业公司可以用于抵押的资产相对较少，难以大规模发行有担保债券，因此不得不求助于有固定收益率的优先股。这些优先股一度被视为高投机性股票，但20世纪早期美国工业公司良好的经营状况很快改变了投资者对优先股的印象，从而使得优先股成为公众普遍接受的投资品种。此外，同时期兴起的美国公用事业控股公司纷纷将优先股作为搭建金字塔式控股架构的主要工具。按照杜因教授的描述，在许多工业企业及公用事业公司募集设立时，优先股被用来从公众手中获得可以无期限使用的资金，同时公司的控制权保留在普通股的持有人手中；公司所发行的普通股代表了对公司未来盈利的索

〔62〕 *Supra* note (36), at 151-152.

〔63〕 George Heberton Evans, Jr., *The Early History of Preferred Stock in the United States*, 19(1) THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW 43, 48-49 (1929).

〔64〕 [美] 约翰·S·戈登：《伟大的博弈——华尔街金融帝国的崛起（1653-2004）》，祁斌译，中信出版社2005年版，第119-138页，第201-204页。

取权，但普通股持有人并没有实际投入资金。⁽⁶⁵⁾ 这一时期的公司财务书籍也显示：“当前的惯常做法是：公司发行的债券和优先股对应于公司的有形资产和当前盈利，发行的普通股代表着公司的无形资产以及可期待的未来收益。”⁽⁶⁶⁾

不过，在 1930 年至 1980 年的半个世纪中，优先股作为融资工具风光不再。其原因，除了 1929 年至 1933 年大萧条给优先股持有人造成的惨重损失外，优先股在公司治理结构中所处的劣势地位——受制于公司董事会对股息及其他优先权利的自由裁量——以及公司所得税的歧视性处理也是导致其骤冷的重要因素。所谓税收歧视，是指优先股股息不得税前支付，但债券利息可以税前支付。上述不利因素甚至导致证券分析之父——本杰明·格雷厄姆先生在 1934 年出版的《证券分析》一书中作出了关于优先股的经典评论：“典型的优先股不是一种有吸引力的投资契约形式……要么普通股股东赚钱，要么优先股股东赔钱。”⁽⁶⁷⁾ 不过，公用事业公司依然大量用优先股融资，因为公用事业管制法规通常允许企业采取成本加成的定价方式，从而保证了发行人可以将股息成本转移给客户，相应地优先股的持有人能够得到预期的稳定回报。

20 世纪 80 年代后，优先股又重新获得资本市场的青睐，在公司并购重组、PE/VC 投资、银行资本管制等领域被广泛应用。这主要是因为优先股可以在发行人与持有人之间灵活配置现金流权、投票权、清算优先权、赎回权、转换权等不同权利，从而在公司治理、会计记账、税务处理以及监管确认等方面较其他融资工具享有更大的优越性。在美国 2008 年金融危机之前，优先股融资额已经超过了普通股融资额，其中 3/4 属于银行控股公司发行用来补充监管资本的信托优先股（trust preferred stock）。⁽⁶⁸⁾ 近年来，PE/VC 投资中的优先股以其对创业公司治理结构的独特影响而成为司法实践以及学术研究的热门话题。⁽⁶⁹⁾

（三）普通股

尽管股份或股票因与合股公司相关联而具有漫长的历史，但作为普罗大众投资对象的普通股，其流行主要是 19 世纪末甚至第一次世界大战之后的现象。⁽⁷⁰⁾ 长期以来，普通股相较于债券被认为是高风险的投机工具，甚至一度被视为“最要不得的金融工具”，冠之“鬼魂”之名，很少为投资大众问津。⁽⁷¹⁾ 不过，19 世纪后期开始流行的、兼具债券与普通股特征的优先股的良好回报给投资大众以生动的教育。优先股的股息具有一定的不确定性，公众投资者开始习惯有别于固定回报

(65) *Supra* note (60), at 134-135.

(66) William H. Lough, *BUSINESS FINANCE* 75 (1922).

(67) [美] 本杰明·格雷厄姆、戴维·多德：《证券分析》，邱巍、李春荣、黄铮译，吴有昌校，海南出版社 1999 年版，第 146、156 页。

(68) Jarl G. Kallberg, et al., *Preferred Stock: Some Insights into Capital Structure*, 2 (2008) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108673 (last visited Dec. 2, 2019). 在我国，2014 年引入优先股的一个首要动力也是为银行业补充资本金。

(69) William W. Bratton & Michael L. Wachter, *A Theory of Preferred Stock*, 161 U. PENN. L. REV. 1815, 1861-1863 (2013).

(70) Kennedy, W. P., *Institutional Response to Economic Growth: Capital Markets in Britain to 1914*, in *MANAGEMENT STRATEGY AND BUSINESS DEVELOPMENT* 151-183 (1976); *Supra* note (36), at 177.

(71) [美] P. 金德尔伯格，《西欧金融史》，徐子健、何建雄、朱忠译，虞关涛校，中国金融出版社 1991 年版，第 274 页。

债券的投资品种，这为他们最终接受普通股铺平了道路。

1. 从所有权人到出资人

普通股的流行与资本市场的发达通常是相伴随的；在美国，这个过程又与19世纪末的第一次并购潮联系在一起，因为并购潮后半段产生的巨型工业公司将大量的普通股倾泻到资本市场，培育了第一代的公众投资者。

需要特别指出的是，基于企业合并而设立大型公司的交易与传统的众人集资设立公司有本质不同。前者实际上是一种资本化过程，即将原已存在的数家非公司型企业重新按照投资品进行估值，以此为基础发行股票或债券来代表新公司的价值，然后将债券以及部分股票分配给原来的企业主，剩余大部分股票则出售给社会公众。原来的企业主可以成为新公司的控制股东，也可以抛售股票或债券而变现，从而在资本化过程中完成企业的出售。当时成立的巨型公司，如美国钢铁公司、美国糖业公司等都是以这种方式并购众多企业而成的。出售企业的卖方通常要求的对价包括两部分：一是按企业现有资产的账面价值获得现金、债券或优先股；二是按照企业过往盈利的一定倍数（如3倍）获得普通股。仅在1897年并购潮中，就有55%以上的公司发行了同样数量的优先股和普通股，前者与公司的有形资产对应，后者则与公司的未来盈利对应。鉴于未来盈利的不确定性以及人性中的乐观以及夸张、欺瞒等因素，这个过程中也出现了备受争议的掺水股现象。⁽⁷²⁾

由此，19至20世纪之交的普通股汇集了两种完全不同的观念：其一，普通股持有人作为公司的股东或者所有者，以参与公司经营并分红为主要目的；其二，普通股持有人仅作为公司资本化过程所发行证券的持有人，以获得投资收益为主要目的。在19世纪中期流行的是前一种观念，与此对应的公司状态是：企业规模不大，股东人数有限，代表公司所有者权益的股票只是在商业伙伴的有限范围内转让所有权的一个方便的工具，并非为了大众交易之目的。从这个角度看，普通股与合伙权益份额没有什么区别。但19世纪后期开始出现大型企业，伴随着公众投资群体的加入，情形逐渐发生变化，即克拉克教授眼中“从企业家时代向职业经理人+消极出资人时代”的转化。⁽⁷³⁾

20世纪初的人们已经可以很清晰地辨识公众公司股东与闭锁公司股东以及传统合伙人之间的区别：“从前，公司股东这个群体毫无疑问被视为与合伙人处于同样的地位，人们假定他们熟悉所投资公司的状况以及经营上的起伏，也准备承受公司的盈亏波动。……如今，这种描述只适用于闭锁公司，其股东积极参与公司经营，熟悉其营业活动的周期以及可能的意外状况，……但是

⁽⁷²⁾ 对此过程的一个精彩描述，see Lawrence E. Mitchell, *THE SPECULATION ECONOMY: HOW FINANCE TRIUMPHED OVER INDUSTRY* 57-89 (2007)。

⁽⁷³⁾ Robert C. Clark, *The four stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treatises*, 94 HARV. L. REV. 561 (1980-1981). 克拉克教授甚至根据公司资本供给方式的特点，将美国资本主义企业二百余年的历史分为四个阶段：企业家时代、职业经理人时代、投资组合经理人时代以及储蓄计划时代。每个阶段中的公司代理成本问题各有不同特征，从而法律上也发展出相应的规制策略。

那些拥有大量既不参与经营又不熟悉公司业务的公司则完全不同。……后一种公司的股东将其对公司股份的所有权视为单纯的资本投资，目的在于带来收入。他们买入铁路或工业股票的目的与买入房地产按揭证券的目的没有什么不同——唯一的目的就是确保一笔靠得住的收入，同时还有机会获得可观的利润。在他们的脑海中，实现这个目的的工具并不是在一家持续经营企业中的合伙人权益份额，而是几张被称为‘股份证书’的纸片，它们每隔一段时间就会给自己带来一张股利支票。”⁽⁷⁴⁾

同一时期的公司法学者也注意到了这一现象，他们普遍秉持的观点是：现代公司的股份持有人主要是投资者（investor），而非业主（proprietor），他们在公司经营中的作用几乎可以忽略不计。⁽⁷⁵⁾

2. 从财产权关系到合同属性

与上述资本化过程以及股东从企业所有者向投资者身份的变化相伴随的，是商人对普通股权利义务的任意设计；其背后的理念则是普通股作为投资合同的合同属性，可以经由公司章程对普通股的权利进行自主设定。历史上，合股公司的特许状作为商人与国家之间的议定文件，具有浓厚的规制色彩；在特许因素消失后，它转化为公司章程、股东协议、招股文件等一系列公司组织法律文书，仅有单纯的合同属性。很自然地，在普通股内部出现了A类股、B类股等不同类别的设计，各自带有不同的表决权或者现金流权利，以满足企业家、管理层或者特定群体的需要。⁽⁷⁶⁾

其中，最引人关注的是所谓“管理股”的出现，它通常派发给主导巨型公司设立的发起人、银行家或者并购交易中核心企业的所有者/管理人，这些人以少量出资获得对公司股份结构中最大份额的表决权；其他公众股东虽然为公司提供了最大数额的出资，但其股份则拥有很少的表决权甚至没有表决权，从而形成“管理层控制”或“银行家控制”的双层股权结构。⁽⁷⁷⁾例如，美国道奇兄弟公司在1925年已是一家总资产超过1.3亿美元的大型公司，其资本结构中包括优先股与普通股，全部优先股与80%的普通股都没有选举董事的权利；而迪林·里德公司拥有25.01万股有投票权的普通股，总投资额尚不足225万美元，就已经绝对控制了这家大公司。另一个典型例子是美国城市服务公司，它显示出超级多数表决权优先股的威力。该公司向特定股东发行了100股面值1美元的优先股，每股在选举董事时有一份投票权，合计拥有公司27%的投票权；公司发行在外的其他普通股每股仅有1/20个投票权。尽管普通股股东人数高达15万之众，但股权高度分散，其投票权几乎对公司无法产生任何影响。结果，仅拥有面值100万美元优先股的特定股东实际上控制了该公司大约10亿美元的资产。⁽⁷⁸⁾

(74) *Supra* note (66), at 440-441.

(75) Morton Horwitz, *Santa Clara Revisited: the Development of Corporate Theory*, 88 W. VA. L. REV. 173, 207 (1985).

(76) 有关无表决权普通股、低表决权普通股、超级多数表决权普通股、限制分红普通股等各种分类普通股的实例，参见[美]本杰明·格雷厄姆、戴维·多德：《证券分析》，邱巍、李春荣、黄铮译，吴有昌校，海南出版社1999年版，第673-676页。

(77) Adolf A. Berle Jr., *STUDIES IN THE LAW OF CORPORATION FINANCE* 41 (1928).

(78) [美]阿道夫·A. 伯利、加德纳·C. 米恩斯：《现代公司与私有财产》，甘华鸣、罗锐初、蔡如海译，商务印书馆2007年版，第85-86页。

从股份到普通股的变化，特别是无表决权普通股的出现，在当时引发了完全不同甚至针锋相对的评价。市场人士和一些财务学者认为，这是公司融资演进到经理资本主义阶段的必然结果，需要修正的是传统的观念：“合伙的古老观念持续干扰着人们对公司企业的看法。合伙法经过法庭的共同经验而孕育出来，通过一长串的判例转化为坚实的法律观念，妨碍了人们去理解（在公司中）投资者的地位已经发生了本质变化，典型的股东已经不再是企业家。”⁽⁷⁹⁾但是，法律人士以及一些经济学家则对其中投资人地位的变化所隐含的传统财产权的瓦解更加担忧，认为公众股东遭到不公平的剥削⁽⁸⁰⁾，以阿道夫·伯利为代表的法律人提出了现代公司中所有权与经营权分离的经典论题。美国纽约证券交易所顺应阿道夫·伯利、威廉·雷普利等进步学者的呼声，自20世纪20年代中期开始禁止无投票权普通股上市交易，实施“一股一票”的监管政策。

时过境迁，半个多世纪后，随着高科技企业的控制人对双层股权结构的青睐以及证券交易所之间争夺上市公司资源的压力，纽约证券交易所从1985年开始不再对新的公司股票的首次公开发行（IPO）适用“一股一票”要求，从而便利了大批采用A、B股结构（通常带有1:10的投票权安排）的新型高科技公司上市。⁽⁸¹⁾其他交易所则更早地迎合了年轻的企业家对于双层股权结构的诉求。我国2000年后互联网企业到美国上市也多采取了双层股权结构；在A股市场，2019年科创板的推出则标志着我国本土法律环境下第一次承认普通股股东中的双层股权安排。

三、20世纪的衍生革命对公司融资的影响

20世纪70年代见证了金融衍生工具的兴起⁽⁸²⁾，它们给公司财务运作注入了一股新的动力——风险管理。风险管理的理念与传统融资工具结合，出现了结构性票据等新型债务融资工具以满足市场主体的特殊需求，同时给传统的股权投资制造出“空洞投票权”（empty voting）与“隐性/变异所有权”（hidden/morphable ownership）等问题。

（一）衍生革命的兴起

“衍生革命”，是诺贝尔经济学奖得主默顿·米勒教授对金融衍生工具的创新意义赋予的标签。衍生工具是一种金融合约，其价值取决于一种或多种基础资产或指数。合约的基本种类包括远期、期货、掉期（互换）和期权，以及具有远期、期货、掉期（互换）和期权中一种或多种特征的结构化金融工具。其共同的特征是“当前订约、未来履行”，从而令衍生交易合同的双方当事人锁定未来交割标的物的价格波动风险。基础资产既可以是农产品、矿产品等大宗原料，也可以是利率、汇率、股指等金融工具。与公司财务运作关系最密切的是金融衍生工具。

(79) Bishop C. Hunt, THE DEVELOPMENT OF THE BUSINESS CORPORATION IN ENGLAND, 1800-1867 129-130 (1936).

(80) William Z. Ripley, *From Main Street to Wall Street*, 137 ATLANTIC MONTHLY, 94-108 (Jan. 1926); *Supra* note (77), at 41-46.

(81) 参见马一：《控制权稀释过程中的双层股权结构：法律与边界》，《中外法学》2014年第3期，第714-729页；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4-8页。

(82) 对衍生工具历史的一个全景式描述，参见陈晗：《金融衍生品：演进路径与监管措施》，中国金融出版社2008年版。

1971年布雷顿森林体系崩溃后，各国间汇率开始出现宽幅波动，国际贸易陡然陷入汇率风险中；加之20世纪70年代两次中东石油危机引发的通货膨胀，西方国家的大宗商品、汇率、利率、股指等价格指数频繁波动，给企业经营以及金融市场投资带来很大的不确定性，由此催生了传统的期货交易所开始提供金融期货合约交易，覆盖外汇、利率、股指等不同品种。1972年5月，芝加哥商品交易所的国际货币市场开业并推出外汇期货交易，标志着现代金融期货的开端。其后，芝加哥期货交易所于1975年设计出利率期货合约即政府国民抵押贷款协会（GNMA）的抵押凭证期货交易；1982年2月，堪萨斯期货交易所开始价值线综合指数期货交易；短短十年间，金融期货的三大产品即外汇期货、利率期货、股指期货全部出台。不久，芝加哥商品交易所又上市了备受欢迎的S&P500指数期货，纽约期货交易所引入了基于纽约股票交易所指数的期货合约。一年后，这几个期货合约累计的成交等效股数已经超过纽约股票交易所的现货交易量。

与此同时，伴随着公司财务理论的突破，特别是1972年B-S期权定价公式的问世，各种金融商品的选择权或者期权交易也开始流行起来，证券交易所与期货交易所都争相上市股票、债券甚至股指的期权工具。1973年，芝加哥期权交易所首先引入了针对个股的标准化的期权合约；不久，股票期权开始在纽约、美国、费城、太平洋证券交易所交易，不到十年时间就有针对三百多家公司的股票的期权合约上市。此后，期货期权组合交易也正式登场。1982年10月，芝加哥期货交易所上市了长期国债期货合约的选择权合约；费城股票交易所引入货币选择权交易；1983年芝加哥期权交易所开始交易S&P100指数选择权等。

此外，场外衍生工具也迅速发展起来。20世纪70年代末首先出现的是货币互换交易，以规避各国间因外汇管制而造成的融资货币与偿还货币之间的不匹配。它包括企业与银行之间的远期外汇交易以及外汇掉期交易，也有金融机构撮合的跨国企业之间的平行贷款、背对背贷款等。很快，利率互换发展起来，包括固定利率交换浮动利率或不同浮动利率之间的互换交易等，合约双方按照合约在未来特定的时期或时点交换一系列特定的现金流。互换标的范围的进一步扩大，覆盖了股票收益互换、信用违约互换等。不久，场外期权交易也被发明出来，如利率顶（caps）、利率底（floors）、利率双限（collars）等。它们区别于互换的特点是，在未来交易履行日只有一方对另一方进行实际支付，而非双方互为支付；一方是否支付或支付多寡则取决于基础资产价格的波动状态。到了20世纪80年代中期，金融市场人士逐渐开始用“衍生工具”（derivative）一词来容纳互换与场外期权两种交易结构。⁽⁸³⁾

诺贝尔经济学奖得主默顿·米勒教授曾感叹道，在人类历史上，没有哪一个二十年像20世纪的70年代到90年代那样见证过创新活动如此迅猛地爆发。互换与互换期权、指数期货、程序交易、蝶形差价、可转换债券、欧洲债券、再抵押债券、零息债券、投资组合保险、合成现金等新型金融工具层出不穷，它们建立在此前二十年经济学、财务学理论中涌现的标新立异的学术思想

(83) Schuyler K. Henderson, HENDERSON ON DERIVATIVES §2.5 (2002).

上,呈现出激动人心的辉煌景象。⁽⁸⁴⁾

(二) 金融衍生工具对公司融资的影响

衍生工具给从事商业活动的主体提供了套期保值的机会,同时它也创造了常规金融工具难以企及的效果,使金融市场更完善。在一个有效且完善的金融市场中,衍生工具是多余的,因为其投资回报和现金流可以通过动态的对冲策略得到完美的替代,如股票期权的结果可以由一个“卖空政府债券+买入作为该期权载体的股票”这样的动态策略来替代。对于投资者来说,衍生工具提供了低成本的市场进入途径。这样也增强了基础证券的流动性,而较大的流动性、透明度和较小的买卖差价使衍生交易成为一种成本低廉的平衡资产和负债组合的方法。

就公司融资而言,金融衍生工具因其风险管理的属性,能够消除特定融资工具下的风险或者降低融资成本,从而促进了公司融资的发展。对此的一个经典案例是1981年所罗门兄弟公司安排的世界银行与美国IBM公司之间的货币互换交易,双方在固定利率条件下进行瑞士法郎/德国马克与美元之间的互换,初始无本金交换。这一交易获得了极大的成功,也刺激了此后货币互换、利率互换、债券互换、股权互换等互换产品相继问世。⁽⁸⁵⁾

该交易的背景是,世界银行在欧洲货币市场上发行了2.9亿欧洲美元债券并兑换成瑞士法郎和德国马克以便向发展中国家提供贷款。为消除汇率风险,世界银行将该笔美元债务与IBM公司的瑞士法郎和德国马克债务互换,IBM公司承诺日后偿还该笔美元债务;而世界银行则相反,日后将为IBM公司偿还其账面记录的瑞士法郎与德国马克债务。此举令世界银行避免在相对狭小的瑞士、德国市场筹资可能支付的高成本,同时享受到了当前强势美元的好处,并消除了日后美元进一步上涨的外汇风险。而IBM公司参与交易的目的则在于利用当前美元强势的时机,提前兑现外币债务的汇兑收益,同时消除日后外币升值的风险。

具体来说,由于欧洲货币市场美元充裕,世界银行得以较低的固定利率在该市场中发行2.9亿欧洲美元债券,并立即在外汇市场上兑换成瑞士法郎和德国马克,以便用于对需要瑞士法郎和德国马克的一些发展中国家提供贷款。这一交易的风险在于,日后若瑞士法郎与德国马克兑美元汇率下跌,世界银行为了偿还美元债务的财务负担将大大增加。因此,世界银行有锁定未来美元与欧洲货币汇率风险的强烈诉求。

相反,对于IBM公司来说,其前一年筹集了以德国马克与瑞士法郎计价的债务资金。该债务尚未到期,但因当前美元强势而账面出现了浮动盈利。例如,美国对德国马克的汇率从1980年3月的DM1.93/\$上升到1981年8月的DM2.52/\$,这意味着IBM公司的每100德国马克债务的美元成本从\$51.81(=DM100/1.93)下降到\$39.68(=DM100/2.52),降幅达23.41%。因此,通过与世界银行的货币互换交易,IBM可以兑现浮动收益,同时也锁定了未来债务的偿还成本。

(84) [美] 默顿·米勒:《默顿·米勒论金融衍生工具》,刘勇、刘菲译,清华大学出版社1999年版,第3页。

(85) 参见百度文库-案例02世界银行的货币互换, <https://wenku.baidu.com/view/2a9f1dd6fc0a79563c1ec5da50e2524de518d09b.html>, 最后访问时间:2019年7月16日。

总而言之，通过此一互换交易，双方都消除了外汇风险，并获得了当时美元币值较高所形成的资本收益。同时，双方互换时还享受了传统外汇买卖无法享受到的中间汇率，节省了外汇买卖差价开支。

（三）衍生工具与债务融资工具的结合

衍生工具与债务融资工具的结合并非新奇的概念，在 19 世纪中期铁路公司发行的可转债，本质上就是一个“债券+认股权证”的组合。不过，从 20 世纪 80 年代开始的金融工程极大地丰富了衍生工具与债务融资工具结合的场景，创设出一类兼具融资与风险管理双重特征的债务工具，称为结构性票据（structure notes）。

结构性票据具有特异回报，即其利息与本金支付并非基于债务期限、市场利率或发行人信用等级、担保品等传统债券要素，而是与其他某种资产价格（如汇率或信用违约概率）挂钩。^{〔86〕} 一个最常见的例子是信用联结票据（credit-linked note, CLN）。它是借款人对冲未来信用风险所使用的一种融资工具；而投资人购买信用联结票据则可以提高其持有财产的收益，但承受了挂钩标的资产未来发生损失的赔偿风险。^{〔87〕}

从基本交易结构来看，一个标准的信用联结票据与公司债券类似，通常由具有投资等级的公司或特殊目的载体（SPV）来发行，具有利息支付、固定利率及到期日等普通债券的特征。但区别于传统债券，CLN 的票据到期值（maturity value）与挂钩目标资产的业绩表现密切相关：如果 CLN 存续期间不曾发生特定目标实体的信用事件（如违约或破产等），那么发行人在到期日将相当于投资者当初支付的本金额的票据赎回价值（redemption value）支付给投资人；如果发生信用事件，则到期日支付给投资人的价值将会低于票据面值，差额被用于弥补特定目标实体发生信用事件所造成的损失。

因此，CLN 是一种兼具传统债券的发行人主体信用与挂钩标的信用风险特征的混合型工具。票据发行人实际上是挂钩标的信用保护的买方，而票据投资人则是信用保护的卖方。内嵌于 CLN 的信用保护可以采取信用违约互换（CDS）、信用利差互换、总收益互换等不同形式。投资人购买了 CLN，则承受了针对特定目标实体或一揽子目标实体的综合信用暴露，并获得较普通债券利息更高的收益，它相当于 CLN 的发行人就特定目标实体的风险暴露所支付的保险费。在 2008 年金融海啸期间，我国香港地区的雷曼迷你债以及内地某些银行发行的双利存款等都是结构性票据的例子。

（四）衍生工具与股权融资工具的结合

股权与衍生工具的结合也早有范例，如 19 世纪后期出现的附转股权的优先股，或者附可回售权的优先股等。如今，在金融工程的加持下，股权融资工具嫁接衍生工具产生出大量的混合证券，

〔86〕 *Supra* note (83), at §1.1.

〔87〕 [美] 弗兰克·法博兹、莫德·休亨瑞：《欧洲结构金融产品手册》，王松奇、高广春、史文胜译，王松奇校，中国金融出版社 2006 年版，第 623-630 页。

它们一方面为公司对外融资或调整资本结构提供了极大的便利，另一方面也因为改变了股权固有的收益—风险特征而引发了公司治理层面的争议。

1. 融资功能的拓展

20 世纪 80 年代兴起的金融工程，给公司的股权融资增添了无数新奇的工具。从华尔街跳槽到学术圈的 Frank Partnoy 教授曾列举了众多看起来稀奇古怪、读起来晦涩拗口的混合证券，如 Preferred Equity Redemption Cumulative Stock (PERCS)、Dividend Enhanced Convertible Stock (DECS)、Preferred Redeemable Increased Dividend Equity Securities (PRIDES)、Feline PRIDES 等。⁽⁸⁸⁾ 华尔街将它们创设出来以贴合公司融资或调整资本结构的需要。

这里以 PERCS 应用于美国通用公司 20 世纪 90 年代初的重组为例简要说明。在 1990—1993 年间，通用公司遭遇了严重的财务危机。由于计提减值及补充养老金负债两方面的压力，公司的保留盈余账户从 271 亿美元变成亏空 34 亿美元，股东权益也从 300 亿美元剧减为 6.2 亿美元，并威胁到 1930 年、1946 年发行的累积优先股的股息支付，从而引发公司控制权易手的风险——按照这两类优先股的条款，如果通用公司迟延 6 个月支付股息，优先股持有人就可以取得 1/4 的董事会席位。为消除优先股的上述风险，通用公司在投行的帮助下发行数种优先股及部分普通股，筹集了 81 亿美元以充实股本并赎回前述带来威胁的优先股。其中，1991 年发行的 1780 万股 PERCS (A 系列可转换累积优先股) 融资 7.27 亿美元，该证券在发行 3 年后将被公司强制赎回，以 1:1 的比例转换为通用的普通股。为避免对老股东权益的过度稀释，PERCS 的最大增值被限定于面值的 35%，即如果 3 年后通用汽车的普通股上涨超过 35%，则每张 PERCS 可转换的普通股相应减少；但是，如果 3 年后普通股下跌，PERCS 依然只能换 1 股普通股，相当于 PERCS 自身的价值也相应减少。⁽⁸⁹⁾ 从交易结构看，PERCS 类似于累积优先股，其股息率固定且回报高于普通股股息，同时给公司赋予了强制赎回并转换成普通股的权利。这意味着，购买 PERCS 的投资者实际上是承诺在 3 年后买进公司股票并向公司出售了一个 3 年期欧式看涨期权，将股票未来增值部分让渡给了公司，而公司为此支付的期权费就是 3 年内的累积股息。⁽⁹⁰⁾

2. 公司治理的风险

股权是基于股东出资而产生的一个权利束，包括表决权等参与公司经营管理的权利以及分红权、清算财产取回权等经济利益，因此在公司治理结构中具有重要意义。衍生交易特别是股票收益互换 (total return equity swap) 交易带来了股东权利束的分解，极大地便利了公司法传统上禁止的或默认禁止的表决权购买，从而引发公司治理方面的潜在危机。

在股票收益互换交易下，股东与第三人签订一份股票收益互换协议，将股票项下的全部收益（如分红、股价上涨等）与风险（如股价下跌甚至公司破产）转移给第三人。第三人则向股东支付

(88) Frank Partnoy, *Financial Innovation in Corporate Law*, 31 J. CORP. L. 799, 815-819 (2005-2006).

(89) *Supra* note (36), at 248-251.

(90) *Supra* note (88), at 816.

固定回报，通常设定为交易初始目标的股票金额的某一比例（如8%/年）。这一交易模式的原始目的可能是股东希望减少股权投资的风险，通过签订股票收益互换协议，股权投资固有的收益—风险特征被改变，股东与第三人在经济实质上交换了位置：股东不再是承受投资风险与回报的人，而第三人成为事实上承受股权投资收益与风险的“股东”。

股票收益互换的基本功能，是在市场主体对于股票未来走势的不同预期下，为合约双方同时提供了做多和做空的双重可能。对于合约卖方（即股东一方）而言，股票互换为其提供了进行风险管理的重要途径。卖方可以通过此类合约，在无须将所持有的股票资产变现的情况下将股票回报转换为利率回报，通过资产转化锁定投资收益，从而有效管理其因实际持有股份所暴露的头寸风险。对合约买方而言，其无须为实际购入股票而筹措大笔资金，只须向卖方支付一定费用就可以拥有该合约参考股票的总收益，具有杠杆投资的效果，同时还可免除实际买卖股票所引起的资本利得税及印花税，从而显著降低交易成本。此外，股票互换还使得合约买方能够间接投资于一些监管政策限制的领域，如第三人可能不便或不愿实名购买相关公司的股票，或者在跨境投资存在外汇管制的情况下，通过利率对国外股票的互换，达到以确定的本金投资于国外股票市场的实际效果。

从公司治理的层面看，股票收益互换交易对股权权利束的分解带来了隐形的表决权购买行为。在传统公司法视域下，表决权作为一种股东的参与性权利，与股东作为剩余利益索取人所拥有的经济性权利结合在一起，不得相互分离或者单独转让。这种捆绑机制的意义有多方面：一则经济利益可以激励股东更好地行使表决权；二则附带表决权的股票在二级市场上流通促进了公司控制权市场的形成与发挥作用；三则由经济利益所有人来选举公司董事也提供了董事会作为公司管理者的合法性基础。然而，由于金融衍生工具的介入，股份投票权与收益权捆绑的机制被打破，出现了“空洞投票权”与“隐性/变异所有权”，由此导致作为公司治理核心机制的股东投票制度失灵。美国学者 Henry Hu 和 Bernard Black 教授从 2005 年起对此进行了一系列的研究。⁽⁹¹⁾ 他们将金融创新诱致的股份投票权与收益权分离的现象称为“新型投票权购买”（new voting buying），其中“空洞投票权”表现为表决权大于收益权，如因实施股权激励而持有公司股票的管理层通过股票收益互换协议转让了所持股份下的收益与风险，实质上拥有了一种不享有经济利益的投票权；“隐性/变异所有权”表现为表决权小于收益权，如对冲基金通过与金融衍生品经销商之间的股票收益互换协议，获取了非正式的投票权通道，但并不需要披露对此股份的“隐匿”所有，直到在目标公司投票的关键时刻横空出世。美国 2008 年的 CSX Corp. v. The Children's Investment Fund Management 可谓是这个领域的经典案例。⁽⁹²⁾

有别于传统的表决权购买，新型表决权购买通过衍生交易过程来实现，其中没有明显的买方、

(91) Henry T. C. Hu and Bernard Black, *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, 61 BUS. LAW 2005-2006; Henry T. C. Hu and Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. CAL. L. REV. (2005-2006).

(92) *CSX Corp. v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP, et al.*, 562 F. Supp. 2d 511 (S.D.N.Y. 2008).

卖方的角色，且表决权转让的过程比较隐秘，一般无法发现。这种新型表决权购买对整个金融市场和公司治理都有较大的影响。从市场层面看，这一现象规避了金融监管特别是收购监管；从公司治理层面看，这一现象提高了代理成本，加剧了公司内不同类型的利益冲突和利益侵害，还会导致控制权的隐性分配和保留。当然，这种新型表决权购买也有其积极的功能，如可以充分活跃控制权市场，有利于管理层经营能力的提升，在某些情况下还可以防止市场垄断的形成，潜在提升社会福利。因此，对于新型表决权购买的规制，应当从金融监管、公司治理以及司法救济等多个层面展开，以维护资本市场的法治秩序，实现金融创新与公司治理的竞争性平衡。

四、结语

在过去的四百多年间，公司融资有三个制度创新的峰值期：一是17世纪合股公司的融资结构法人化，由此凝固出公司组织的基本构成要件，特别是股、股份、资本等概念的形成与分化。二是19世纪末到20世纪30年代之间的融资工具创新，从铁路公司到制造业公司，从举债融资到破产重组，不同商业主体以及不同场景下的融资或再融资诉求创造出众多兼有股、债混合特征的金融工具，导致传统的股一债二分法失灵。三是20世纪70年代后金融衍生工具的兴起以及金融工程的出现，它对传统的股、债工具都毫不客气地进行解构与重组。

每一次融资工具创新都带来既有市场秩序或商业逻辑的颠覆，并制造出新的利益冲突。在20世纪初，从股到债之间的光谱如此渐进均衡地展开，令负责记账的会计人士既惊叹又头痛：“每一种已发行的证券都带有与所有权的各种特征相关的某些特权及义务。现代金融家已经将证券的专业技术淬炼得炉火纯青，以至于可以从任何一种品味的投资者——从最狂热的投机者到最保守的银行储户——口袋里榨出钱来。”⁽⁹³⁾再如，19世纪的铁路公司以抵押债券或优先股为主体融资工具，附带少量高风险普通股作为公司剩余索取权与控制权的载体由铁路建设的发起人独自掌握，这种资本结构完全颠覆了人们对于股东出资设立并管理企业的传统理解。

公司组织形式与融资机制是一个货币的两面。融资工具的创新也意味着对组织形态的构造与重构，刺激着法律规制的萌芽与生长。相对于商业交易活动的狂飙突进，法律规制总是滞后的。尽管如此，伴随着公司融资机制的发展，以公司法为核心的规制逻辑也逐渐发展并成熟起来，在建构股份公司这种大型融资团体的治理结构的过程中处理公司、股东（包括大小股东）、债权人之间的利益冲突，同时也为小型的或封闭式的私人公司提供一种灵活性更强的治理安排。市场、融资、组织体三个维度之间的交互运作，驱动了公司财务以及现代商法的持续发展。今天，当我们面临中国公司法大修的关口，回望公司融资的历史，恐怕也会对未来行进的方向增添一份更真切的感觉。

(93) Paton, ACCOUNTING THEORY, 73 (1973).

The Evolution of Corporate Financing Instruments-A Legal Perspective

LIU Yan

Abstract: The organization of a corporation corresponds to its financing mechanism. A search into the history of corporate financing depicts a picture of three peak periods of institutional innovation. At first, the emerging of joint-stock companies in the 17th century solidified the basic elements of a corporate organization, especially the formation and differentiation of the concepts of stock, shares and capital. Secondly, at the end of the 19th century, the demands under different scenarios created many financial tools with mixed characteristics of shares and debts, which led to the failure of the traditional “share debt” dichotomy. The latest but not the last episode is the derivative revolution and financial engineering in the 1970s, which mercilessly deconstructs and reorganizes the traditional stock and debt instruments. The innovation of financing tools also means the construction and reconstruction of organizational form, creating new conflicts of interest, and stimulating the germination and growth of legal regulations. The interaction among market, financing and organization drives the sustainable development of corporate finance and corporate /commercial law.

Keywords: Financing Tools; Joint-stock Company; Financial Innovation; Evolution of Corporate Law

(责任编辑: 王乐兵)