

上市公司危机法律规制研究^{*}

李东方

【摘 要】我国经济学界对上市公司危机管理的研究起步较晚，而法学界对上市公司危机法律规制的系统性研究目前尚属空白，本文试图在这方面作出努力。本文首先着重分析了上市公司危机法律规制的基础理论；其次，对上市公司危机预防规制进行了论述，主要内容包括：政府干预上市公司危机预防的三大理由和上市公司危机预防监管的主要措施；第三，对上市公司危机应急处置规制进行了论述，主要内容包括：上市公司危机应急处置政府介入的合理性和上市公司危机处理制度的主要措施；第四，上市公司危机市场退出规制；最后，得出本文的结论：政府从危机预防和处置的角度对上市公司的行为予以一定程度的干预完全有必要。但是，政府对危机的预防和应急处置应当审慎，切莫让政府的规则和政策反而成为危机的源头。

【关键词】上市公司 法律规制 危机预防 危机应急处置 市场退出

【作 者】李东方（1963—），男，重庆人，中国政法大学教授。研究方向为经济法、金融证券法、公司法。

中图分类号：D922

文献标识码：A

文章编号：1674-0602（2016）01-0024-17

2015年中国股市发生的异常波动，引发了人们对预防和处置股市危机的深入思考，学界有人呼吁建立《金融紧急状态法》或《金融危机法》。股市危机产生的原因十分复杂，预防的措施也有许多，但是上市公司危机的法律规制则是在众多举措中居于最基础的地位，故本文就上市公司危机预防、应急处置及其市场退出的法律规制进行研究。

一、上市公司危机法律规制的基础理论

（一）上市公司危机的特征分析

所谓危机，从字面上解释有两层含义：一是指危险的祸根，如危机四伏；二是指严重困难的关头，如经济危机。^{〔1〕} 市场中，“危机实际上是新旧两种风险机制冲突，而出现大量失控、失范、混乱和无序的产物。危机是风险打乱原有体系或部分体系运转，而使体系内权数发生急剧与突然变化的结果”^{〔2〕}。上市公司危机则是指上市公司在其运行过程中发生了潜在的危险或者危险已经发生而

^{*} 本文系“上海证券交易所联合研究计划”系列研究课题中的“证券监督管理机构法律制度研究”课题的阶段性研究成果。中国政法大学2011级研究生王正同学对本文亦有贡献。

〔1〕 参见中国社会科学院语言研究所词典编辑室编：《现代汉语词典》，商务印书馆1979年版，第1180页。

〔2〕 杨帆：《金融危机处置与退市法律保障》，中国社会科学出版社2003年版，第3页。

处于严重困难的关头。上市公司危机与市场风险具有关联性,其产生与发展具有不确定性,发生具有突然性或者爆炸性,后果具有破坏性。上市公司危机虽属个体危机,但是一旦处置不当,就会演化成系统性的证券市场整体危机或社会经济危机。上市公司由于资本结构和其与社会公众利益联系的紧密程度,使上市公司危机有别于普通企业。与普通企业相比较,上市公司危机的主要特征如下:

第一,上市公司危机传导性更强。这一特征源自于上市公司与资本市场之间的紧密联系。如果将资本市场比作一副摆放巨大的多米诺骨牌阵,那么,一个个上市公司就如组成这牌阵的一张张多米诺骨牌(Domino)。我们担心的不是一张牌因为不稳而倒下,恐惧的是因为一张牌的倒下而全盘皆输。日益加剧的金融脱媒化使得这传导性有增无减。所谓金融脱媒(Disintermediation),又称“金融非中介化”,是指资金的供需双方脱离金融中介机构(如商业银行)而直接融资。金融脱媒使更多的企业选择通过股票、债券市场进行直接融资。根据中国银行间市场交易商协会的统计数据,我国间接融资占比已经由2006年的91%下降至2012年1—10月的84%。^[3]中国人民银行发布的社会融资规模(即一定时期内实体经济从金融体系获得的资金总额)统计报告显示,2012年全年人民币贷款占同期社会融资规模的52.1%,同比降低6.1%;而信托贷款占比和企业债券占比,同比分别增高6.6%和同比高3.7%。^[4]而在资本市场最为发达的美国,直接融资比例甚至长期高达80%以上。^[5]金融脱媒化的结果是将整个社会越来越紧密地联系在一张庞大的资本之网下,没有任何一家上市公司在资本意义上是一座孤岛。

第二,上市公司危机的风险后果社会承担性更强。这项特征来自于股份公司这一制度本身。理由如下:首先,股份公司自其诞生之日起就是作为一种分散投资风险的机制而成为世界范围内广泛使用的制度,当其成为上市公司以后,更可以将其风险广泛分散转嫁于整个社会。其次,这种机制天然的会使上市公司尤其是其管理层更有可能采取以社会利益为代价的冒险行动:如果冒险成功获利了,利润是上市公司的,管理层也可以因此获取丰厚薪酬;如果冒险失败了,风险将会由以公众投资者为主的整个社会承担,上市公司可能会破产,但是管理层不会。这种风险和利益的不对称分布使得上市公司的管理层很容易忽视风险,因此大大增加危机暴发的可能性。

第三,上市公司危机受社会心理因素的影响更强。社会心理因素不仅可能导致危机的发生,还会导致危机发生后的迅速加剧以及随后一系列的连锁反应,使得危机的消解变得更为困难。心理学的研究表明,人们具有损失规避的倾向^[6],即便采取某种行动使得情况恶化的可能性比回避这种损失的可能性更高,他们也愿意赌一把。因此,当面临即将到来的重大风险时,尽管理性的选择是采取一切可能的办法回避损失,但是事实却相反,面对可能的损失预期人们往往选择“赌最后一把”或者“孤注一掷”,并且损失预期越强烈,导致这种逆向行为的可能性就越高。^[7]因此,如果不能在危机初期就尽快介入以防止这种预期,原本可控的危机会因为这种面对损失的非理性的决策行为

[3] 参见安国俊:《提高直接融资比例,债市大有可为》,《证券日报》,2012年12月10日。

[4] 参见中国人民银行《2012年社会融资规模统计数据报告》, http://www.pbc.gov.cn/publish/diaochatongjisi/3172/2013/20130109165102866350983/20130109165102866350983_.html。

[5] 参见李迅雷:《直接融资比重提升为何如此缓慢》, <http://www.p5w.net/newfortune/zhuanlan/201103/t3484344.htm>。

[6] 关于损失规避的相关理论,参见斯科特·普劳斯:《决策与判断》,施俊琦、王星译,人民邮电出版社2004年版,第84—90页;丹尼尔·卡尼曼:《思考,快与慢》,胡晓姣、李爱民、何梦莹译,中信出版社2012年版,第四部分:选择与风险。

[7] 中海油在新加坡的巨亏案就是这一现象的最佳脚注。该公司总裁陈久霖在原油期货中发生亏损时,他并没有选择及时将损失控制在初期可控的范围内,而是不顾及整个经济环境的孤注一掷继续加大仓位赌原油价格下跌,最终导致难以弥补的巨亏。参见《悲情陈久霖:弃卒的启示》, <http://money.163.com/09/0604/09/5AV2L6R2002524TH.html>。

而造成更大的灾难。同时,因这种预期在公众中的蔓延而带来的恐慌情绪本身亦足以使得原本并不严重的问题衍化为一场重大危机。研究还表明,在危机发生后,受社会心理因素的影响,人们的风险恐慌程度会显著上升,这种风险恐慌情绪会进一步加剧市场下跌和延缓市场的恢复进程。^[8]所以,市场的恐慌情绪或者说社会的心理因素应当作为监管者采取危机救助措施时的重要考量因素。

(二) 上市公司危机法律规制的内涵及其范围

第一,上市公司危机法律规制的内涵。企业危机管理在20世纪90年代初期才传入我国境内,我国对于危机与危机管理的系统理论研究起步较晚,特别是对其作为决策科学的一个重要分支科学进行实证性研究尚属空白。^[9]在我国建立和完善上市公司危机法律规制体系已经十分必要和紧迫。所谓上市公司危机法律规制,是指依法通过对上市公司危机监测、危机预控、危机决策和危机应急处置以及市场退出等措施,从而达到避免危机、减少危机产生的危害,甚至将危机转化为发展机遇的一系列法律规制活动的总和。上市公司的危机规制既与一般企业的危机规制有共同之处,又由于其具有更强的社会公共利益性而使其法律规制具有特殊性。

第二,上市公司危机的种类及其规制范围。根据危机涉及的范围,可以将上市公司危机划分为单个上市公司危机和系统性上市公司危机。单个上市公司危机所产生的后果仅限于一家上市公司,而系统性上市公司危机所产生的后果具有辐射性,往往波及在业务或者股权结构上相关联的其他上市公司,乃至整个宏观经济。其核心特点在于波及面广,受影响者多。区分单个上市公司危机和系统性上市公司危机的意义在于它们有着不同的规制要求。由于系统性上市公司危机的可预见性弱,对监管能力提出了更大的挑战。正因为两者在表现形式、后果严重程度上存在显著差异,从监管的角度而言,需要采用不同的监管方式和理念。尤其需要重视系统性上市公司危机的监管,以避免宏观经济波动。

以企业主体为边界,可以将上市公司危机根据具体来源的不同划分为内部危机和外部危机。企业生存的环境是内部环境和外部环境的综合,相应的企业在经营中可能面对这两方面环境因素带来的危机。内部危机的来源可以具体细分为人力资源危机、产品质量危机、战略危机、财务危机、组织结构危机、企业文化危机等种类。其中最为常见的是产品质量危机及财务危机,但是从更深层次角度分析,这两类危机往往是人力资源危机、战略危机和组织结构危机甚至是企业文化危机的表现或者结果。由于这几种危机往往并不明显,所以,产品质量危机及财务危机就成为最易观察到的内部危机形式,也是日常媒体和监管关注的焦点。外部危机的来源可以具体细分为自然灾害、政治法律环境变化、经济环境变化及技术进步、媒体误导性宣传及其他突发性事件。上市公司所特有的外部危机来源还包括股票市场的系统性危机和金融环境带来的危机。

以企业危机来源为划分标准,可将上市公司危机划分为突发性危机、组织危机、职能危机和战略危机。所谓突发性危机,是指外部宏观环境、行业状况或企业内部突然发生的一些事件给企业带来的危机。所谓组织危机,是指组织规模过大,效率低下,组织机构与企业成长阶段、企业战略不相适应,管理体制不完善,组织文化落后等导致的危机。所谓职能危机,是指企业各职能管理与企业的业务、变化了的环境不相适应而产生的企业危机。所谓战略危机,则是指由于企业选择了不合适的战略或虽然战略选择合适,但实施不当而给企业造成的危机。^[10]这种基于实证研究提出的分类

[8] 参见露西·F.阿科特、理查德·迪弗斯:《行为金融:心理、决策和市场》,机械工业出版社2012年版,第14章。

[9] 参见刘李胜主编:《上市公司危机管理》,中国时代经济出版社2009年版,第4页。

[10] 这些分类是学者基于对28家中外企业陷入危机的实证研究而提出的。参见沈灼林、何俊德:《企业危机的类型及其对策》,《华中科技大学学报》(人文社会科学版)2002年第3期。

方法可以进一步加深我们对上市公司危机来源的认识,从而有助于建立相应的法律规制体系。

上市公司危机法律规制的范围包括对上述各类危机进行规制,但是从规制的阶段而言,其规制范围则是指危机尚未真正发生时的危机预防、危机发生时的危机应急处置以及发生之后的市场退出三个方面。因此,本文将上市公司危机预防、危机应急处置和市场退出等三个方面的法律规制作为研究范围。

二、上市公司危机预防规制

(一) 政府规制上市公司危机预防的基本理由

“预防是解决危机的最好方法”,危机预防在各种危机管理理论中居于核心地位。^[11]然而,传统理论研究普遍预设了危机预防的任务应当由企业自身承担这一前提,这也解释了为什么一直以来危机管理都深受管理学界的青睐而鲜受法学界关注的原因。因为在法学领域主张一种以危机预防为着眼点的监管路径,必定会受到诸多质疑,这种带有侵入性的监管路径无疑已经在政府干预经济的边界上徘徊,稍有不慎便有陷入政府过度干预经济的嫌疑。换句话说,政府介入上市公司的危机预防在某种程度上也就意味着政府对上市公司盈利潜力的一种限制。正是基于这一点使得危机预防的监管路径与倾向于经济自由化的思潮格格不入。

然而,现实状况是,这种以牺牲企业一定程度的盈利能力为代价而采取预防危机的监管措施在金融领域中已是常态。《巴塞尔协议》对于银行各种比率的限制在本质上即属于此。同样,我国证券监管中建立在《证券公司风险控制指标管理办法》基础上的以净资本为核心的风险监控与预警制度亦属此类。20世纪90年代至今,风险的社会化、国际化与证券化已成为现代社会风险的三项显著特征。^[12]上市公司正是产生风险社会化和证券化的主要源头。在前文论述上市公司危机的特点时已经提到,上市公司分散风险这一功能使之更有可能采取以社会利益为代价的冒险行动,而只有适度的干预以增加其冒险的成本,只有这样,才能够降低上市公司冒险的内驱力。这便是政府规制上市公司危机预防的第一个理由。

对于成本和收益的考量是促使政府对上市公司危机预防进行规制的第二个原因。大型上市公司如果在遭遇危机时需要政府大量资金的救助,那么只要政府能够通过事前危机预防监管降低危机发生的可能性从而有效降低未来救助的期望成本,从纳税人角度看,这种预防措施在经济上就是合理的。从另一个角度说,上市公司获得危机救助的前提必然是接受危机预防监管。上市公司不可能一方面期望在遭遇危机时寻求政府的救助,另一方面又强烈抵触在平时出于对于危机预防目的而进行的较为严苛的监管。否则上市公司显然将面临重大的道德风险。破解政府危机救助带来的上市公司道德风险的必要手段之一,就是通过危机预防监管,在危机发生之前赋予上市公司(及其经营管理层)谨慎经营、控制风险的责任。

消除系统性风险是政府规制上市公司危机预防的第三个更为重要的理由。在上市公司面临的诸多风险中,例如,日常经营风险、市场风险、汇率风险、流动性风险等,有许多是可以通过多样化经营、商业保险或者自我保险、利用期货市场进行套期保值等一种或多种风险控制措施,或多或少地予以分散的。可以说,反对政府危机预防监管者所设想的风险就是属于这种类型的风险。但是,

[11] 参见周永生编著:《现代企业危机管理》,复旦大学出版社2007年版,第61页。

[12] 参见宋明哲:《现代风险管理》,台湾五南图书出版股份有限公司2006年版,第11页。

除上述风险之外,还有一类风险,它是仅凭单个上市公司自身没有办法应对的,那就是系统性风险。本来系统性风险被认为主要是金融领域特有的问题。然而,伴随着自20世纪70年代以来高速发展的金融创新,金融工程带来的衍生金融产品深刻地改变了整个市场结构,它们打破了金融市场和商品市场的藩篱,并使得金融行业和非金融行业所面对的风险之间的差别也不再那么泾渭分明。所有企业都在一个系统中运转,因此都需要面对系统性风险。系统性风险的最大特征在于其不可分散性。这一特征强烈地预示着需要有那些具有协调整个市场能力的主体的介入。

对此,进一步的理由有以下两个方面:一方面,对系统性风险的监测和预防具有显著的“搭便车”和“外部不经济(External diseconomy)”的特征。如果某家上市公司设立部门专门监测系统性风险,那么这种对于系统性危机的监测不但会使得其他上市公司从中受益,而同时这家公司又无法通过自身努力分散这种风险,这种行为显然是不经济的。因此,任何一家单独上市公司都没有足够的动力试图消弭系统性风险。这就造成了建立在单个上市公司上的风险控制体系中,对于系统性风险的监测和预防处于真空地带的现象。另一方面,系统性风险的监测、预警需要的信息、技术、资源和能力都远远超出任何单一上市公司的能力。这种监测需要建立在信息协调和共享的基础之上,而对于系统性风险的预防有时需要借助于强有力的行政措施,因此需要政府的主动介入。

上述讨论表明政府介入上市公司危机预防无疑是必要的,但是,这种介入必须谨慎地和社会经济安全与企业的经济自由之间寻求平衡点,而不能成为政府肆意僭越企业自主经营行为的理由。正因如此,政府的危机预防规制应当仅限于上市公司自身无法解决的范围。比如,在非系统性风险上,危机预防的责任主要在于上市公司本身。当然,对于危机所带来的负外部性特别高的企业,基于上市公司的冒险动力以及成本—收益这两方面因素的综合考虑,政府应当参与监督其完善自身风险控制措施,以减小政府和整个社会为其因风险控制失败而造成的危机所带来的包括救助成本在内的各种损失。

而在系统性风险上,政府应当承担起最主要的风险监测、预警责任,因为这已经超出了单个上市公司的能力,且这种风险造成的危机后果极其严重。对于这种风险控制的真空将会给整体经济带来灾难性的后果,所以,有审慎预防的必要。

对于上述前者称之为内部(风险)控制监管,后者则称之为系统性风险监管。这两者共同构成了上市公司危机预防法律规制的内容。这个结论既是政府介入危机预防的合理性基础,又是政府介入上市公司经营活动的界限,是在危机预防和企业追求利润最大化之间寻求平衡的结果。

(二) 上市公司危机预防规制的主要措施

1. 上市公司内部(风险)控制规制

上市公司内部控制规制,是指监管者以信息公开为基础而采取的对上市公司内部风险控制的一系列监管措施。首先,它主要适用于非系统性风险,背后的监管理念是在以上市公司为风险控制责任主体的基础上,加强对上市公司内部控制有效性的外部监督,主要手段则是强制信息公开;其次,限制高管薪酬以抑制企业过度追求高风险业务是一项最新的监管趋势,这种监管趋势标志着监管者对于企业追求风险背后的激励机制的最新关注;再次,通过上市公司投资者关系管理实施危机公关,也是实现上市公司内部风险控制的有效手段。下面就这三个方面的内容论述如下:

第一,关于上市公司内部控制信息公开。这是指监管者对上市公司的内部控制作出强行性或者指引性标准,由会计师事务所等机构根据该标准进行外部监督,并且对监督结果进行强制性信息公开的制度。对于内部控制的关注直接源于世界能源巨头安然公司和通信巨头世通公司的破产案例。作为对这一事件的反思和应对,2002年通过的《萨班斯法案》第404节对内部控制审计作出了强制

性规定。根据该法案, SEC 在 2004 年批准了由该法案新设的公众公司会计检查委员会 (PCAOB) 提出的审计准则第 2 号。根据估算, 该要求可能使上市公司的年度审计费用增加 30%—100%。一些估算认为, 大公司遵守该法案的年成本高达 3 500 万美元。许多普通公司表示, 实施该法案的成本为 510 万美元, 此后每年遵守这一法案的平均年成本为 370 万美元。^[13] 由于上市公司遵守该审计准则成本太高, 由此将严重损害美国资本市场的国际竞争力。于是 SEC 于 2007 年撤销该准则, 并通过审计准则第 5 号作为替代, 大大降低了信息公开的成本。其中最主要的措施之一在于区别对待不同的公司, 使得内部控制审计得以适应于不同规模和复杂性的公司。^[14]

在我国, 最早提及内部控制审计的规范是 1996 年的《电力企业内部控制制度审计试行办法》, 随后 1997 年及 1998 年又分别出台了《教育系统企业内部控制制度评审实施办法 (试行)》及《煤炭企业内部控制审计实施办法》。但是在那个阶段, 所谓的内部审计的含义与我们现在所指大有不同。在这些文件中, 内部控制仅仅指合法合规经营、财务管理健全、职责明晰等属于一般合规性监管范畴的事项, 还没有包含风险管理的概念, 因此, 虽然它们名为内部控制审计, 但尚不能算作我国以内部 (风险) 控制情况信息公开作为危机预防监管措施的真正开端。

2006 年, 财政部一则《公开选聘企业内部控制标准委员会咨询专家的通知》拉开了我国建立包含风险控制在内的真正意义上的内部 (风险) 控制情况信息披露制度的帷幕。2008 年, 财政部会同证监会、审计署、银监会、保监会共同制定了《企业内部控制基本规范》(财会 [2008]7 号)。根据该规范第 2 条的规定, 其适用范围是“中华人民共和国境内设立的大中型企业。小企业和其他单位可以参照本规范建立与实施内部控制”。该规范原本计划于 2009 年 7 月 1 日开始在上市公司中实施, 但由于准备尚不充分, 财政部决定推迟实施时间。2010 年, 上述五部委又联合发布了《企业内部控制配套指引》(财会 [2010]11 号), 其中包括 18 个应用指引、1 个评价指引和 1 个审计指引。这 18 个指引涵盖了内部环境、风险评估、信息与沟通、内部监督、资金活动、销售与收款、采购与付款、存货管理与成本核算、固定资产管理、无形资产管理、工程项目、人力资源、税务管理、关联交易、财务报告、全面预算、合同管理、信息系统、研发管理、剩余物资管理、担保管理, 最终形成了一套完整的内部控制体系。根据财政部的解释, 在该套规定中,《企业内部控制基本规范》是强制性规范, 而《企业内部控制配套指引》只具有指导性和示范性。^[15] 该套体系首先于 2011 年 1 月 1 日在境内外同时上市的 69 家公司实施。同时, 财政部、证监会又选择了 200 多家在境内主板上市的公司进行试点。^[16] 自 2012 年 1 月 1 日起, 该体系在上海证券交易所、深圳证券交易所主板上市公司开始全面分类、分批实施。^[17]

财政部在其解释公告中明确表示, 该套内部控制体系和风险控制是统一的, 并且建议原本将两者职能分离的公司, “将内部控制建设和风险管理工作有机结合起来, 避免职能交叉、资源浪费、重复劳动, 降低企业管理成本, 提高工作效率和效果”^[18]。因此, 该套体系完全属于以内部风险控制

[13] 参见肯尼斯·A·金、约翰·R·诺夫辛格:《公司治理:中国视角》, 中国人民大学出版社 2008 年版, 第 146 页。

[14] Louis Loss, Joel Seligman, Troy Paredes: *Fundamentals of Securities Regulation*(6th edition), Wolters Kluwer Law&Business, 2011, pp.684-688.

[15] 参见财政部:《企业内部控制规范体系实施中相关问题解释第 1 号》, 2012 年 2 月 23 日。

[16] 参见财政部:《企业内部控制规范体系实施中相关问题解释第 1 号》, 2012 年 2 月 23 日。

[17] 参见《财政部办公厅、证监会办公厅关于 2012 年主板上市公司分类分批实施企业内部控制规范体系的通知》, 财办会 (2012) 30 号。

[18] 财政部:《企业内部控制规范体系实施中相关问题解释第 1 号》第 4 条, 2012 年 2 月 23 日。

披露为手段的危机预防监管的范畴。目前,该套体系刚开始全面实施,其对我国上市公司带来的成本和可能的效益尚有待于观察。但是在今后的实施过程中,考虑分类披露、分类监管的实施方式有可能成为新的趋势。众多上市公司之间规模大小和复杂程度差异很大,对于规模较小的公司,过于严苛的内部控制要求可能并不经济。

引入内部控制审计这一监管措施还会引发另一个新的法律问题,即公司管理层的法律责任。在美国,《萨班斯法案》通过之前,大多数州的公司法都允许公司管理层信赖由会计师出具的外部风险评估和内部控制等专业性的意见。意即公司管理层可以对外部专业意见主张合理信赖,并无须承担因此意见中的错误而给公司或者股东带来的损失。但是,《萨班斯法案》明确规定要“强调公司管理层建立和维护内部控制系统及相应控制程序充分有效的责任”,表明对于内部控制系统有效性的责任已经转移到了管理层身上,对于外部专业意见的信赖已不能成为免除责任的理由。^[19]在我国开始实施《企业内部控制基本规范》及相应配套指引之后,亦存在着类似的法律问题。《企业内部控制基本规范》第12条规定:“董事会负责内部控制的建立健全和有效实施。”这实际上将包括风险控制在内的内部控制责任赋予了董事会。尽管该规范亦提及了可以由会计师事务所提供内部控制咨询意见,但是若出现了内部控制体系不健全而导致的损失,董事会能否主张合理信赖咨询意见而免责尚存疑问。单从理论上讲,董事会作为内部控制的责任主体应当不能因此主张免责。这种价值取向也有利于危机预防的私力实施,即引入民事责任作为强化内部控制,预防危机的机制。有效的民事责任的惩罚机制可以加强董事会完善内部控制的动力,从而提高上市公司预防危机的能力。

第二,关于限制高管薪酬。内部控制最终需要通过高管的决策行为才能得以实现,如果高管有足够的动力忽视这些风险而采取更冒险的经营策略,那么,任何内部控制都不能达到预期效果。从这种意义上讲,高管的决策激励机制是上市公司承担过大风险的根源之一。行为金融学的研究已经证实,经理层有时候会表现出异乎寻常的过度自信,这种过度自信促使经理层采取更为冒险的经营策略。而公司的治理机制和对经理层的选拔和监管都倾向于鼓励和奖赏这种过度自信的行为,其中最重要的激励因素就是慷慨的报酬。^[20]这种激励是如此之强烈,甚至可以说如果不能有效抑制对经理层冒险的激励,其他风险控制措施都不能发挥有效的危机预防作用。

需要明确的是,所谓限制高管薪酬并不是指政府应当为薪酬设置一个上限,而是泛指政府应当通过立法的方式介入高管薪酬的形成过程,其目的在于优化薪酬的组成结构从而正确激励高管谨慎决策,而非对薪酬数额进行强制干预。这里关注的是如何从改善激励机制的角度防范上市公司危机,与收入分配是否公平的问题并无太大关联。

在美国,高管薪酬急剧飙升的现象始于20世纪70年代以后。CEO的平均薪酬已经达到了普通工人的367倍。^[21]假设在理想化状态下,每家公司的盈利状况取决于高管的素质,同时每个CEO的能力水平是可以衡量的,这就形成了一个“高管市场”。这样,公司为了获取最好的高管,在高管市场上相互竞价。由于高素质高管的严重稀缺性,因此他们就会获得非常高的薪酬。然而,这个理想状态的假设在现实中并不成立。这种高涨的薪金及其组成在客观上给公司治理带来的最大危害在于,它促使高管们过度自信,使他们采取激进而冒险的经营策略,从而大大增加了上市公司因为承担过度的风险而陷入危机的可能性。

[19] 参见露西·F.阿科特、理查德·迪弗斯:《行为金融:心理、决策和市场》,第14章。

[20] 参见露西·F.阿科特、理查德·迪弗斯:《行为金融:心理、决策和市场》,第263—273页。

[21] 参见保罗·克鲁格曼:《一个自由主义者的良知》,中信出版社2012年版,第154—161页。

耶鲁大学金融学教授罗伯特·希勒对政府介入大型公司管理层薪酬的决策以预防危机发生的合理性作出了令人信服的解释。他认为政府介入的作用在于分散一种特定的道德风险。高管们相信自己的公司规模足够大,一旦自己的公司破产会给整个社会经济造成直接冲击,政府绝不会允许这种情况的发生,即政府一定会出面兜底。因此,他们不但不会顾及决策的风险究竟有多大,相反,还会对赌博性的交易产生巨大兴趣,因为这样可以使公司股价暴涨而使自己获益。即便赌博失败了,政府也会出面收拾残局,自己不会有巨大损失;而一旦成功,则可一夜暴富。这是任何理性的人都会选择的做法。^[22]除此之外,基于股权的薪酬激励还会诱导作为内幕知情人的高管延迟发布对于公司的利空消息,他们有足够的动力将负面消息延迟至他们行使期权之后再公布,这就会使得当投资公众意识到公司出现危机时往往已为时过晚,危机已经从星星之火演变成燎原之势,此时投资公众的损失已无可挽回。

金融危机后,西方国家开始意识到高管薪酬在金融危机中扮演的重要助推作用,并开始采取一系列的措施。2009年,美国将对那些接受政府援助的美国金融公司高管年薪设定50万美元的最高限额。美国联邦储备委员会的“金融机构薪酬政策监管方案”计划通过评估、审查全美数千家银行或金融企业的薪酬安排,遏制金融业冒险行为,避免金融危机悲剧重演。欧盟委员会鼓励各成员国效仿“奥巴马式限薪令”,限制接受政府救助金融机构高管的薪酬。法国设置了金融业薪酬监察员,其主要职责是监察金融从业人员的薪酬情况。英国政府也宣布将审查银行薪酬机制。^[23]

2010年通过的《多德弗兰克法案》则不仅仅针对金融行业,而是针对所有上市公司的高管薪酬机制作出了全新的规范,试图通过约束高管薪酬决定机制而削弱其采取冒险经营的动力,从而预防危机的再次发生。法案中设置了951条至956条共6项条文以应对这一问题。这些条文都是对1934年《证券交易法》的补充。其中最重要的规定为第954条,该条在1934年《证券交易法》中增添了10(D)条款。该条款的作用在于使得经理层不能因为其掩盖财务信息的行为而获得经济上的奖励,这意味着如果高管获得高额的激励性薪酬,那么这些薪酬必须基于真实、准确的财务表现。这项措施可以在一定程度上削减经理层通过不负责的手段美化经营成果的行为。它可以被视为延迟支付薪酬的一种小小变革。这里的延迟支付是指将高管薪酬的很大一部分延迟至离职若干年后支付。^[24]该项措施的核心在于引导高管从公司长远利益出发谨慎决策,因为若高管离职后几年内公司因为其在任期间的冒险行为而陷入破产境地,则其将拿不到这部分薪酬。在这种激励下,高管更有可能对公司面对的潜在风险作出正确评估,避免公司因为其过于激进的经营策略而陷入危机。

引人注目的是,薪酬延迟支付制度已被纳入我国最新的薪酬规范中。2012年7月,中国保险监督管理委员会制定的《保险公司薪酬管理规范指引(试行)》(保监发〔2012〕63号)第12条规定:“保险公司应当在薪酬管理制度中规定绩效薪酬延期支付制度。”第13条规定:“保险公司董事、监事、高管人员和关键岗位人员绩效薪酬应当实行延期支付,延期支付比例不低于40%。其中,董事长和总经理不低于50%。保险公司应当根据风险的持续时间确定绩效薪酬支付期限,原则上不少于3年。支付期限为3年的,不延期部分在绩效考核结果确定当年支付,延期部分于考核结果确定的下两个年度同期平均支付。支付期限超过3年的,延期支付部分遵循等分原则。”第14条更是规定:“发生绩效薪酬延期支付制度规定情形的风险及损失的,保险公司应当停发相关责任人员未支付的绩效薪酬。”

[22] 参见罗伯特·希勒:《金融与好的社会》,2012年版,第30-32页。

[23] 参见张宏、周仁俊:《金融企业高管薪酬监管的最新进展及其思考》,《金融理论与实践》2010年第1期。

[24] 参见罗伯特·希勒:《金融与好的社会》,第30-32页。

可见,保监会的该项指引借鉴了严格意义上的延迟支付制度。这可以被看做我国政府介入高管薪酬决策过程的一项重要举措。仍需要进一步考虑的问题是,是否应当将这项措施推广至所有上市公司,或是只需选取其中具有系统重要性的大型公司实施?如何保障它的有效实施?无论如何,根据前述分析,我们应当认识到高管薪酬决策的国家介入是完全必要的。作为上市公司危机背后的主要根源之一,它不但是危机预防的必要措施,更重要的是,它不能完全通过市场自身调节解决——恰恰相反,正如历史告诉我们的,市场机制只会将其变得更糟。

第三,关于上市公司投资者关系管理。通过上市公司投资者关系管理,实施上市公司危机公关,使上市公司与投资公众在信息畅通的情况下,能够融洽情感,遇有危机情况更容易沟通并取得机构投资者和广大公众投资者的谅解与支持。

在上市公司危机规制中,公司与投资者良好的关系往往发挥着意想不到的作用。比如,当一家上市公司面临危机,此时通过与其中一些重要机构投资者的沟通,并取得其理解和支持,通常这些机构投资者的表态或者行动会支撑起上市公司股价的稳定,而股价的稳定本身就向市场传递了信任和支持的信息,这对于上市公司顺利渡过危机无疑会起到良好的作用。

2. 上市公司系统性风险规制

危机预防规制的第二个维度是对系统性风险的监管。系统性风险又称为不可分散性风险,其与非系统性风险相对应。对于系统风险在金融法中有一种较为全面的定义,认为系统风险是指:(1)由类似于市场或者机构危机导致的经济冲击引发的(a)一连串的市场或者机构危机或者(b)给金融机构造成一系列的重大损失。(2)导致资本价格的上涨或者资本可得性的下降,通常以金融市场价格的剧烈波动为标志。^[25]

上市公司错综复杂的股权结构、交易关系、关联关系、经济行为的同质性使得上市公司之间、上市公司与整个国民经济之间的关系比以往任何时候都趋于紧密,牵一发而动全身。这种经济现实强烈要求我们在对单个上市公司危机监管的基础上,必须对由上市公司之间的高度关联性所产生的潜在的系统性危机有着清晰的认识。传统的监管理念假设只要单个主体不存在危机隐患,则整个系统就是安全的。但是越来越多的研究表明,整个系统很可能在单个主体都显示正常的时候就已经出现危机征兆。在金融法上,这种关注系统性危机的监管理念被称为宏观规制。然而事实上,宏观审慎的规制思路不应仅仅局限于金融行业,对上市公司系统性危机的宏观规制亦应当纳入监管者的视野。

宏观审慎监管是相对于微观审慎监管的一种监管理念。其对应的英文表述为 macroprudential,这是一个新近创造的单词。^[26]它最早于1979年出现在巴塞尔委员会的前身库克委员会(Cooke committee)的一次国际会议上。该委员会认为:“当微观经济问题开始形成宏观经济问题时,微观审慎性问题变成了所谓的宏观审慎性问题。”^[27]然而,基于80年代全球性的去监管化浪潮,该理念在当时并没有引起足够关注。该理念真正得到全球金融监管层的认可源于本轮金融危机爆发后人们

[25] Steven L. Schwarcz: Systemic Risk, 97 Geo. L.J. 193. “definition of systemic risk: the risk that (i) an economic shock such as market or institutional failure triggers (through a panic or otherwise) either (X) the failure of a chain of markets or institutions or (Y) a chain of significant losses to financial institutions, (ii) resulting in increases in the cost of capital or decreases in its availability, often evidenced by substantial financial-market price volatility.”

[26] Piet Clement. : The Term “Macroprudential”: Origins and Evolution. BIS Quarterly Review, 2010.

[27] 史建平、高宇:《宏观审慎监管理论研究综述》,《国际金融研究》2011年8月。

对过去监管理念的反思。宏观审慎监管与微观审慎监管之间的主要区别在于它们的目标上。将它们从金融领域引申到由所有上市公司构成的系统，可以认为宏观审慎监管关注并防范上市公司的整体失败，避免或降低因资本市场不稳定而引致的宏观经济成本；而微观审慎监管则重在防止单个上市公司的危机，保护投资者的利益。

宏观审慎监管关注的是两个维度的问题。第一个维度是特定时间内风险如何在整个市场内传播；第二个维度是风险如何随时间推移变化。第一个维度又称为“跨行业维度”，第二个维度则称为“时间维度”。尤其值得关注的是第二个维度，它主要表现为宏观经济的顺周期性。在经济繁荣时，整个市场充满乐观情绪，经济繁荣直接表现在以公允价值计量的资产价格的急剧上升上，这会促使上市公司为提高利润率而追逐高风险的资产，也会促使金融机构提供过多的“流动性”（Liquidity），整个市场因此在繁荣中逐渐走向过度扩张，为系统性危机埋下伏笔。这种现象与制度设计具有密切联系：信用评级、公允价值会计准则、逐日盯市制度和巴塞尔新资本协议内部评级法等，这些顺周期行为和制度会与实体经济相互作用，放大经济波动，产生加速效应，在危机时会加剧经济和金融市场的下挫幅度。^{〔28〕}宏观审慎监管的理念也提醒监管者：不要让政府的规则和政策成为危机的源头，在制定规则和政策时要充分考虑到它们对经济的综合影响。

三、上市公司危机应急处置规制

（一）上市公司危机应急处置政府介入的合理性

作为以盈利为目的的企业，上市公司所遭遇的危机中最常见的是因经营失败而带来的危机。这种经营危机的背后所体现的往往是一种失败的商业模式或者被超越的科技水平，而政府动用大量宝贵的公共资源救助一种失败的商业模式或者落后的科技显然是不符合市场经济规律的。许多人认为在这种情况下，使之根据破产法的程序退出市场是正常的选择，政府不应当救助陷于危机的上市公司。

然而，并不是所有危机都源自于经营失败或者落后的科技。即便是由于错误的经营策略，也并不意味着应当完全排除政府介入。如上所述的观点，认为在这种情况下让企业破产是一种正常的优胜劣汰现象，因此这种危机带来的社会动荡，即便严重，也是市场经济必要的阵痛，从长期来看有利于经济的发展。这种观点是值得商榷的。当大型上市公司由于错误的经营策略（例如过度扩张）而陷入危机，该危机的后果可能像多米诺骨牌一样扩散开来，数以万计的劳动者失去岗位、家庭失去经济来源，成千上万的上游供应商和下游销售商因牵连而陷入危机，甚至使整个行业毁于一旦，资本市场受到冲击，乃至总体国民经济受到影响时，相信很少有人会依然坚定地认为当初不制止第一块骨牌倒下的决策是明智的。在这种危机的关头，问题已经不是该不该介入，而是以怎样的介入方式最为有效。政府的救助不是在奖赏造成危机的企业，而是要最大程度地减少危害。要达到这一目标，就必须有一系列制度设计的配合。

当然，这并不意味着救助者只能是政府。根据政府介入程度的不同，可以将危机应急处置机制划分为三类，政府直接介入和完全市场化的应急处置机制是其中两个极端，而第三种是介于两者之间的方式，可称之为准市场化的危机应急处置机制。这三种方式中最理想的当属完全市场化的危机应急处置机制。例如，近年来在我国市场上兴起的另类资产投资就以收购陷入危机的企业或者金融资产，为其提供“流动性”并帮助其改善盈利能力，等待恢复盈利水平后再将其出售获利作为主要

〔28〕 参见薛建波、刘兰设、刘长霞、李玉：《宏观审慎监管：有效防范系统性风险的必由之路》，《金融发展研究》2014年第6期。

投资手段。准市场化的危机应急处置机制介于两者之间,是一种兼具行政和市场因素的危机处理机制。市场化的应急处置机制不属于本文讨论的范围,以下仅就政府直接介入和准市场化应急处置这两种机制做进一步研究。

(二) 上市公司危机应急处置的主要措施

1. 政府直接介入的危机处理机制

政府直接介入的危机处理机制主要包括:上市公司接管制度和注资或国有化两种形式,以下分别论述。

第一,上市公司接管制度。接管制度是指行政机关根据法律、法规的授权,在符合特定情形时接收特定对象并予以管理的行为。接管的结果是行政机关取得接管对象的管理控制权。管理控制权的程度根据具体情况有所不同,可以仅仅是经营管理权,也可能包括股东会的职权在内一并接管。^[29]

对于接管的法律性质,曾经有过三种不同的观点,分别认为其属于行政处罚、行政事实行为以及行政强制措施。^[30]在2011年《行政强制法》出台后,接管应当属于行政法上的强制措施已不存在疑问。^[31]接管的目的主要在避免危机的扩散,保护社会公众利益。不过,在证券法上接管也被用于制止证券公司的违法经营行为。

由于接管制度的行政干预性较强,一般只在危机具有高度传导性的金融行业使用。我国现行金融立法中已经有许多法律、法规涉及了接管制度,主要包括:

(1) 银行、信托业。我国1995年的《商业银行法》中就对银行的接管作出了规定,这也是我国对接管的最早规定。2003年修订时主要是将接管主体由原来的人民银行变为了银监会,其他规定没有发生变化。其规定适用接管的条件为“已经或者可能发生信用危机,严重影响存款人的利益时”。这一表述也成为整个银行信托业接管条件的经典表述。《银行业监督管理法》第38条同样规定了接管制度,但是除接管外还增添了“促成重组”这一措施。并且由于《银行业监督管理法》适用于“对在中华人民共和国境内设立的金融资产管理公司、信托投资公司、财务公司、金融租赁公司以及经国务院银行业监督管理机构批准设立的其他金融机构”,接管制度也适用于这些机构。相应地,银监会在其部门规章《信托公司管理办法》第55条,《金融租赁公司管理办法》第43条和《企业集团财务公司管理办法》第55条都作出了类似规定。1995年10月,中国人民银行依法接管严重资不抵债的中银信托投资公司,这是我国境内实行接管的第一家金融机构。接管一年期满后,经批准由广东发展银行收购中银信托投资公司,其债权债务由广东发展银行承接。^[32]

尚在制定过程中的《银行业金融机构破产条例》中最核心的内容即为银行业金融机构的破产接管制度。这主要是基于以下两方面的原因:一方面,该草案制定时的原则是,在不能保证商业银行不破产的前提下,尽力避免破产。所以,预期的程序是以行政接管为主,尽量避免真正进入破产程序。^[33]另一方面,关于破产程序,新《企业破产法》规定已经较为详尽,但对于接管问题,现有法律的规

[29] 这里需要注意的是,接管制度与托管制度的区别,托管制度是作为准市场化危机应急处置机制的措施之一,具体内容将在下文讨论。

[30] 参见吴卫军、石俊峰:《论行政接管的法律规制》,《行政法学研究》2006年第1期。

[31] 《行政强制法》第2条规定:“行政强制措施,是指行政机关在行政管理过程中,为制止违法行为、防止证据损毁、避免危害发生、控制危险扩大等情形,依法对公民的人身自由实施暂时性限制,或者对公民、法人或者其他组织的财物实施暂时性控制的行为。”

[32] 参见吴弘、胡伟:《市场监管法论》,北京大学出版社2006年版,第122页。

[33] 参见《银行业金融机构破产条例初稿形成——力避破产》,《华夏时报》,2009年6月26日, <http://finance.sina.com.cn/g/20090626/21176406921.shtml>。

定非常缺乏,因此,需要在该“银行业金融机构破产条例草案”中具体加以规定。

(2) 保险业。保险法上的接管制度着眼点在于保险公司的偿付能力。我国《保险法》第145条规定,保险公司有下列情形之一的,国务院保险监督管理机构可以对其实行接管:①公司的偿付能力严重不足的;②违反本法规定,损害社会公共利益,可能严重危及或者已经严重危及公司的偿付能力的。被接管的保险公司的债权债务关系不因接管而变化。

(3) 证券期货业。与前述两个行业相比,证券期货行业的接管制度相对复杂。我国《证券法》第153条规定,证券公司违法经营或者出现重大风险,严重危害证券市场秩序、损害投资者利益的,国务院证券监督管理机构可以对该证券公司采取责令停业整顿、指定其他机构托管、接管或者撤销等监管措施。国务院颁布的《证券公司监督管理条例》第70条^[34]和《证券公司风险处置条例》第8条^[35]对哪些行为构成可以被接管的违法行为作出了规定。2004年1月,鉴于南方证券公司违法违规经营、管理混乱,已陷入危机状态,为保护投资者和债权人的合法权益,中国证监会和深圳市政府联合颁发公告,对南方证券实施接管。^[36]

2012年修订的《证券投资基金法》新增了第27条,从而将接管和托管制度引入了基金行业。该条规定,公开募集基金的基金管理人违法经营或者出现重大风险,严重危害证券市场秩序、损害基金份额持有人利益的,国务院证券监督管理机构可以对该基金管理人采取责令停业整顿、指定其他机构托管、接管、取消基金管理资格或者撤销等监管措施。

同样,在期货领域,《期货管理条例》(2012修订)第57条规定,期货公司违法经营或者出现重大风险,严重危害期货市场秩序、损害客户利益的,国务院期货监督管理机构可以对该期货公司采取责令停业整顿、指定其他机构托管或者接管等监管措施。

根据比较可以发现,证券期货行业的制度与银行、保险行业的制度有三个明显的区别:首先,它不仅仅采取接管制度,还采取更具市场化的托管制度,并且将两种制度并列作为可选的方案。其次,接管或托管的目的不仅限于危机处理,还包括制止违法经营行为。最后,证监会可以指定机构作为接管和托管主体,而对于银行、保险业,法律均只规定由监管机构进行接管。这些区别与2002年我国证券行业风险的集中暴发及随后的监管反思有着密不可分的关系。同时也与传统上认为证券公司危机比银行、保险机构危机相对而言对市场的冲击要小有关,因此可以采取更为市场化的托管措施。不过2015年5月1日起《存款保险条例》开始施行以后,将来这一差别可能会有所改变。

需要指出的是,现行证券期货行业对于接管的立法与《行政强制法》第17条的规定之间存在冲突。第17条规定:“行政强制措施由法律、法规规定的行政机关在法定职权范围内实施。行政强制措施权不得委托。”而前述法律中多次提及证券监管机构可以“指定其他机构接管”,这个问题值得关注。

第二,注资或国有化。注资或国有化是最极端的危机救助措施。往往只有在情况极其恶劣和紧迫,不采取此种措施就有可能导致大范围的经济或金融危机或者已经暴发这种危机的情况下才能考

[34] 《证券公司监督管理条例》第70条规定,国务院证券监督管理机构对治理结构不健全、内部控制不完善、经营管理混乱、设立账外账或者进行账外经营、拒不执行监督管理决定、违法违规的证券公司,应当责令其限期改正,并可以采取下列措施:……对证券公司进行临时接管。

[35] 《证券公司风险处置条例》第8条规定,证券公司有下列情形之一的,国务院证券监督管理机构可以对其证券经纪等涉及客户的业务进行托管;情节严重的,可以对该证券公司进行接管:(1)治理混乱,管理失控;(2)挪用客户资产并且不能自行弥补;(3)在证券交易结算中多次发生交收违约或者交收违约数额较大;(4)风险控制指标不符合规定,发生重大财务危机;(5)其他可能影响证券公司持续经营的情形。

[36] 参见吴弘、胡伟:《市场监管法论》,第122页。

虑。由于需要巨额的资金,往往需要通过掌握财政权的政府机关并经立法机关的批准方可启动。

次贷危机引发了西方国家对企业的注资和国有化的浪潮。英国政府购买了阿比国民银行、巴克莱银行、汇丰银行、苏格兰皇家银行、渣打银行等大型金融机构的优先股并成为这些金融机构的最大股东,相当于将金融机构半国有化。即便是由于历史原因而对国有化具有极度敏感的德国也于2009年通过《救援兼并法》,允许政府对陷入困境的银行实行国有化。^[37]

其中,美国政府对通用汽车的救助案例最具样本价值。^[38]美国政府最初用于救助通用汽车的资金本质上是替后来投资者“垫付”的。在危机发生的时候,公众对公司丧失了信心,不愿意向其提供救助资金,因此只能由政府承担救助者的角色。在公司重新步入良性经营轨道之后,政府再通过资本市场收回资金。政府在整个过程中实际上扮演了投资银行的角色,起到了危机缓冲垫的作用。

对于各种国有化措施的批评主要集中在以下三个方面:(1)质疑政府进行国有化后企业的能; (2)认为救助措施向部分利益团体倾斜;(3)在西方国家,还有对于国有化措施违宪的担忧。毫无疑问,国有化措施不意味着政府必须参与企业经营。因此更重要的考量是上述第二项批评。实际上,这也是无法回避的问题。救助行为必然使得受到救助的那部分群体获得利益。理论上说,如果不予以救助给社会带来的损失会大于这部分利益。但是这种衡量在客观上似乎难以进行。其中一个重要原因是无法评估不予救助的后果。这种救助或多或少涉及政治上的考虑,因此不能完全通过经济上的衡量予以解释。从上市公司危机应急处置的角度来看,应当关注的是如何尽量平衡各方利益,力求实质公平,并以实现社会公共利益的最大化为己任。

2. 准市场化的危机处理机制

所谓准市场化的危机应急处置机制,是指由国家出资设立专门的机构以承担危机应急处置职能,或者由行政机关负责组织其他市场主体参与危机应急处置的机制。这种机制同时兼具行政和市场的因素。一方面,它的设立、运行、资金、组织、协调等工作或多或少需要政府的参与;另一方面,这些机构和主体具有一定的独立性,其资金来源不完全依赖于财政。可见,它既不同于政府直接参与的危机处理,也不同于彻底的市场化危机处理,故称之为准市场化的危机处理机制。

准市场化的危机应急处置机制与政府直接介入的危机应急处置机制的主要区别在于前者是一项常设的制度,而后者是一种临时性的措施。事实上,政府救助本就不应该常态化,因为政府不能给市场参与者传递其一定会施以援手的承诺,否则一切风险控制措施都将成为空谈。而与之相反,市场参与者对于准市场化机构有着明确的预期。另外,就专门机构而言,救助资金来源主要来自于相关市场参与者平时缴纳的资金,在此限度内的救助行动无须动用财政资金。

以下讨论准市场化危机应急处置机制的三项基本制度,即应急处置专门机构、平准基金和上市公司托管制度。

第一,应急处置专门机构。国家可以通过出资设立专门的机构承担某一行业危机处理的责任。这种机构的典型代表即为基于银行业的存款保险制度和证券业的证券投资保护基金制度而设立的专门机构。我国的证券投资保护基金制度和存款保险制度分别于2005年、2015年施行。

世界上最早的证券投资者保护基金诞生于美国。1970年,美国暴发了证券公司的倒闭风潮,国会随之建立了证券投资者保护公司(Securities Investor Protection Corporation, SIPC)。其目的

[37] 参见金碚、刘戒骄:《西方国家应对金融危机的国有化措施分析》,《经济研究》2009年第11期。

[38] 该案例详见:Joseph H. Smolinsky: Retooling General Motors, Defending an Innovative Use of The Bankruptcy Code to Save America's Auto Industry, 6 Brook. J. Corp. Fin & Com. L 103.

主要在于对在破产的证券公司中有资金或者证券的客户进行补偿。随后,世界各国(地区)纷纷效仿这一制度,目前已有加拿大、英国、德国、欧盟、澳大利亚、日本、新加坡、我国香港和台湾等国家和地区建立了类似的制度。^[39]我国2005年修订后的《证券法》第134条规定:“国家设立证券投资者保护基金。证券投资者保护基金由证券公司缴纳的资金及其他依法筹集的资金组成,其筹集、管理和使用的具体办法由国务院规定。”根据此条规定,证监会、财政部、人民银行于2005年7月共同制定了《证券投资者保护基金管理办法》。其中第7条规定了基金公司的七项职责,这些职责可以概括为四大类:基金管理、风险预防、危机处理、损失偿付。当然,在发生危机后证券投资者保护基金公司究竟应当发挥何种作用在现行的立法中尚不明确。它究竟是以何种身份介入风险处置工作,是一个需要通过实践来探索的问题。

在我国,曾经还专门由财政部出资设立了四大国有资产管理公司处置四大国有商业银行的不良资产。在实践中它们也扮演了危机应急处置机构的角色。现在,四大资产管理公司已经完成市场化转型而转变为金融控股公司。由于历史经验优势,它们仍将在一定程度上继续参与不良资产处理的工作。我国的资产管理公司在一定程度上类似于美国所谓的“政府支持实体”(Government-sponsored entities, GSEs),典型的例子就是美国的房地美和房利美。它们虽然进行着市场化的商业运作,但是它们的设立、运营甚至一些经营政策的决定都受到政府的干预。这种类GSEs机构的参与可能是将来应对上市公司危机处理比较理想的一种模式。

第二,平准基金。平准基金又称干预基金,是政府通过监管机构或自律组织等,以法定方式建立,通过对市场的逆向操作,处置非理性的证券市场剧烈波动,以达到稳定市场目的的基金。比如在上市公司股票非理性暴跌、股票投资价值凸显时买进,在股市泡沫泛滥、市场投机气氛狂热时卖出,从而抚平股市非理性波动,达到稳定证券市场的目的。平准基金是一种非营利的政策性基金,其根本职责是实现市场的稳定,防止暴涨暴跌。为此,其组建、操作、评价、管理的全过程都直接受政府的指令,为监管机构服务,成为处置市场危机的一种重要手段。需要强调的是,平准基金不是造市基金,而是证券市场发生危机时的应急救助措施。在国际上,市场中的平准基金在19世纪20年代就已经出现。境外很多市场中设有平准基金,如我国台湾地区证券市场中的平准(安保)基金在市场剧烈震荡时就会进场护盘。^[40]

第三,上市公司托管制度。企业托管制度源于德国。在东德和西德融合后,为解决东德原有的大量的国有企业的问题,德国设立了“托管局”,颁布了《托管法》,从而将所有国有企业的所有权均划入托管局名下,它的最终目的是以此种方式实现这些企业的私有化。^[41]在我国,最早提出将托管制度引入一般上市公司危机处理的文件是2005年证监会发布的《证监会关于提高上市公司质量意见的通知》^[42],秉承该文件精神,目前正在制定的《上市公司监管条例》(征求意见稿)第7条规定:“地方各级人民政府承担处置本地区上市公司风险的责任,建立和健全上市公司风险处置应急机制。”其第92条进一步规定:“上市公司陷入重大危机、股东大会和董事会不能正常履行职责、可能对社会稳定造成重大影响时,其注册地省级人民政府可以在一定期限内对其组织实施托管。根据前款规

[39] 参见洪艳蓉:《证券投资者保护基金的功能与运作机制——基于比较法的制度完善》,《河北法学》2007年3月刊。

[40] 参见吴弘、胡伟:《市场监管法论》,第126页。

[41] 参见乔文豹、唐建辉:《德国企业托管制度及其借鉴》,《外国经济与管理》1997年第9期。

[42] 该文件第25条规定:“地方各级人民政府要切实承担起处置本地区上市公司风险的责任,建立健全上市公司风险处置应急机制,及时采取有效措施,维护上市公司的经营秩序、财产安全和社会稳定,必要时可对陷入危机、可能对社会稳定造成重大影响的上市公司组织实施托管。”

定对上市公司组织实施托管的,应当成立专门的托管组织,负责保障公司财产安全,维护公司日常经营管理正常进行,组织召开股东大会,改选公司董事会,依法进行信息披露。”

对于政府介入上市公司危机处置这一行为,有学者提出了以下五个方面质疑:(1)政府兜底会造成上市公司道德风险。政府的兜底保障会使得经营者在经营过程中更为不负责任,因此更有可能导致危机的产生。(2)政府救助违反优胜劣汰的市场经济法则。企业经营失败、破产是市场经济的必然现象,政府的接管有违市场经济规律,不利于市场经济的自动更新功能的发挥和实现。(3)政府救助事实上构成对上市公司的一种补贴,既是对公共资源的一种错误配置,也是对其他市场参与者的不公。从终极意义上讲,将会使得市场竞争变得毫无意义,因为竞争的失败者反而会得到政府的救助从而受益。(4)政府救助会阻碍风险处置的市场化转变进程。(5)政府救助过程缺乏透明性,同时也难以进行司法监督,若救助措施不当而导致利益相关者权益受损通常难以获得司法救济。^[43]实际上,上述质疑并没有建立在对托管制度含义的准确理解之上。它将托管制度和前述政府直接介入的接管制度甚至是注资和国有化手段混为一体。其实,在托管制度下,政府并不是危机处理的积极参与者,而仅仅是以一个组织者的身份介入到危机处理的过程中。直接参与危机处理的是行政引导下的托管组织。因此,它丝毫不意味着政府必须向陷入危机的上市公司注入财政资金。恰恰相反,如果经过评估该上市公司的危机是由于技术落后或者重大财务造假等违法行为所致,政府根本不会也没义务浪费财政资金救助它。托管组织最重要的作用在于稳定危机,防止危机给社会造成过分冲击。所以,托管制度并不等于政府兜底,它是一项较为有效的准市场化的危机处置制度。

当然,不可否认的是托管制度仍存在许多法律上的问题。其中最核心的当属托管制度与《破产法》之间的协调问题。从表面上看,《破产法》中在法院监督下的破产管理人与托管组织之间的职能存在着冲突。但实际上两者的功能和角色相去甚远,不存在矛盾。《破产法》中的管理人是法院在裁定受理破产申请的同时指定的,在破产程序进行的过程中承担财产的管理、处分等职责的机构或者个人。管理人介入破产程序的前提是已经向法院提出了破产申请。但是托管组织是为了应对上市公司当下面临的危机,此时的上市公司不一定已经陷入资不抵债境地,只是由于某种突发情形而遭遇暂时的危机,如果妥善处理,则可能根本不会走上破产之路。

最后,我们必须对托管制度的适用作出严格的限制,以防止以此作为不当干预上市公司的工具。《上市公司监管条例》(征求意见稿)对于托管制度的适用规定了三个前提:(1)上市公司陷入重大危机;(2)股东大会和董事会不能正常履行职责;(3)可能对社会稳定造成重大影响。在这三个条件中,尤其应当强调的是第二个条件,即托管制度只能在上市公司陷入重大危机并且其内部机制失灵的情况下,作为必要的补充手段介入。当然,我们无论如何都不可能对何为“重大危机”作出严格的法律规定,因此,防止政府以此为借口不当干预上市公司正常经营的主要手段还需要司法救济。政府对上市公司的托管行为属于具体行政行为而非事实行政行为。所谓事实行政行为,是指由行政主体实施的不产生法律上的效果的行为。在托管过程中,尽管政府是以组织者而非直接参与者的形式参与危机处理的,但是首先需要政府的托管决定,而这项决定是针对特定企业做出的具有处分性的具体行政行为。因此,如果利益相关者认为政府对该上市公司的托管决定不符合规定,则可以通过行政复议和行政诉讼的方式予以阻止。若造成损失,则根据《行政赔偿法》的规定,对于不当托

[43] 参见时建中:《上市公司风险处置中行政干预的界限——评〈上市公司监管条例(征求意见稿)〉第七条第二款和第九十二条》,《中国发展观察》2008年第1期。

管决定而造成的损失可以提出赔偿请求。

四、上市公司危机市场退出规制

上市公司危机市场退出,是指经历过危机的上市公司作为市场主体而停止经营、清理或转让债权债务、关闭机构及其分支机构、丧失独立法人资格的过程。^[44]广义的上市公司危机市场退出还包括上市公司退出证券市场,即所谓的退市,但退市并不一定丧失主体资格。上市公司危机市场退出制度安排的根本目的是为了维护市场体系的安全与稳定,是对已完全陷入困境的上市公司所采取的最终治理措施,是对其风险的转移和吸收。通过市场退出机制避免因个别企业的危机而引起更大的市场波动。如果经营恶化的企业不及时退出市场,就会因风险具有扩散性和传染性,引起不良的连锁反应。而果断退出可能会一时引起局部震荡或不安,却维护了市场大局的稳定。^[45]上市公司危机市场退出主要有以下方式:

第一,上市公司退市。退市又称“终止上市”,是指上市公司股票因各种原因不再在特定的证券交易所挂牌,从而退出特定证券交易所的一种法律行为。英美国家一般将退市分为以下三种情形:(1)上市公司因不符合上市标准被交易所宣布退市,这是上市公司的被迫退市;(2)原来在多个市场上挂牌交易的公司,经证券交易所批准,上市公司主动提出撤回在其中的一个或多个市场上的上市;(3)上市公司的股票或资产被非上市公司或其他投资者收购,从而上市公司转为非上市公司。^[46]上市公司有序地退出市场,如证券从主板市场退出到二板市场,再退出到柜台交易市场等,有利于减少社会成本,有效地转移投资风险,保证证券市场的健康发展。^[47]退市机制的存在,对全部的上市公司给予压力,特别是对那些接近退市边缘的上市公司给予巨大压力,使它们及时整改,提高管理水平和盈利能力,使上市公司的整体质量得以提高。^[48]这样十分有利于上市公司的危机预防,然而,危机一旦真正发生,则仅有退市制度还不够,还需要通过诸如解散、破产等应急措施加以处置。

第二,解散。解散包括自愿解散和强制解散。作为危机处置的方式主要是运用其中的强制解散措施,在这里是指在危机发生的过程中公司非因自己的意志,而是基于法律规定、政府有关部门的决定或者因法院的裁判而发生的公司解散,即法定解散、行政命令解散和司法解散三种形式。^[49]其中,行政命令解散更为常用,是在公司违反有关法律、法规或者损害社会公共利益,由行政主管机关依职权命令公司解散的情形。主要手段有二:一是吊销证照,即监管机关依法吊销营业或经营许可证照使其丧失继续从事生产经营资格的一种危机处置措施。如《商业银行法》规定,商业银行因违法被吊销经营许可证而撤销的,由监管机构依法及时成立清算组进行清算,并清偿债务。二是责令关闭。即上市公司严重违反工商管理、市场经营、税收、劳动、环境保护等法律、法规的规定,有关行政机关为维护社会秩序,作出行政决定以终止该公司的主体资格,使其不能进入市场进行生产活动的一种危机处置措施。解散及其清算应按法定程序进行。例如,我国《商业银行法》规定,商业银行因分立、合并或因公司章程规定事由解散的,应向监管机构提出申请,并附解散理由和债务清偿计划,

[44] 参见乔炳亚:《论我国中央银行对金融机构市场退出的监管》,《金融研究》1997年第6期。

[45] 参见吴弘、胡伟:《市场监管法论》,第127页。

[46] 参见许民新:《境外上市公司的退市规定以及对我国的启示》,《国际金融》2001年第9期。

[47] 参见卢东斌:《完善社会主义市场退出机制》,《求是》2002年第2期。

[48] 参见李东方:《上市公司监管法论》,中国政法大学出版社2013年版,第538页。

[49] 参见李东方:《公司法学》,中国政法大学出版社2012年版,第446页、第447页。

经监管机构批准后解散,其成立清算组进行清算的过程,受监管机构监督。

第三,破产。以破产方式处置上市公司危机,可谓是最迫不得已的方式,这是因为破产上市公司的债务人将蒙受重大损失,投资公众对证券市场的信心也将受到重大打击,甚至整个证券市场都可能受到重创。因而破产是各国监管机构都尽力避免的危机处置方式,同时关键时刻又是不得不用的一种有效手段。我国广东省国际信托投资公司曾是全国为数不多的几家对外融资窗口企业之一,但由于其内部管理混乱,经营严重违法,造成巨额支付危机,最终在1998年10月被宣布解散清算。在清算过程中,发现该公司仅有资产214.7亿元,负债则高达361.65亿元,严重资不抵债。经申请,1999年1月16日,广东省高级人民法院认定,广东国际信托投资公司及其全资四家子公司因不能清偿到期境内外债务,符合法定破产条件,裁定进入破产还债程序,由法院指定的清算组接管破产企业。^[50]

上市公司危机市场退出之后还涉及财产和债权债务处置、保护债权人和投资者、责任追究等善后处理事宜,同样需要相应的法律规制,由于此题不在本文讨论的范围故不赘述。

五、结 论

上市公司肩负着比普通公司更为重要的使命,因为其不仅承担着为股东们追求利润最大化的任务和对利益相关人的社会责任,同时它还是整个证券市场的基石,它的安危直接关乎一国的经济命脉。因此,从预防和有效应急处置及其市场退出的角度对上市公司危机进行法律规制势在必行。但是,上市公司作为追求经济效益最大化的市场经济主体,具有选择高风险以获取高利润的自主经营权,政府对危机的预防和应急处置显然不能以牺牲其对利润的合理追求为代价。在制定应对危机预防和应急处置法律、法规和政策时,必须充分考虑到它们对经济的影响,一定要防止政府实施的规则和政策成为危机的源头。

(责任编辑 朱 芸)

[50] 参见吴弘、胡伟:《市场监管法论》,第129页。

ABSTRACTS

History and Reality of France Heritage Law and Its Implication for China 5

PENG Feng/Doctor of law, associate researcher, Research Institute of Legal Science, Shanghai Academy of Social Sciences.

Abstract: With the development of France Heritage Law, the connotation of “heritage” has developed from personal heritage to community heritage, from tangible heritage to intangible heritage, from cultural heritage to natural heritage(ecological heritage and genetic heritage), and now even the introduction of “memory” concept into the definition of ‘heritage’ . Legal interests of cultural heritage have eventually developed into the interest related to “construction of national and ethnic identity” from “national interest” to “public interest” , “historical or artistic interest” to “scientific interest” , “archaeological interest” to “purported interest” , “aesthetic interest” to “technological interest” . The scope of cultural heritage protection has been gradually enlarged from individual buildings to group buildings, urban landscape to construction environment, single targeted protection to district targeted protection. The France Cultural Heritage Law provides China with beneficial experiences in its idea of cultural heritage protection, the innovation of its management system, and the improvement of its system.

On Advantages and Disadvantages of China’s Cultural Soft Power toward the United States and Some Ideas on Improvement 13

LIU Jia/Doctor, lecturer, Humanity and Social Science Department, Beijing Union University.

Abstract: There are five aspects being able to judge China’s cultural soft power level which include favorability, interestingness of language, cultural recognition degree, cultural cognition degree and identification degree of cultural value. The empirical survey on the people of America shows that favorability and cultural recognition were the advantages of China’s cultural soft powers, but interestingness of language, cultural cognition degree and identification degree of cultural value are disadvantageous. China’s cultural soft power was currently out of balance due to the huge difference between its advantages and disadvantages. In order to solve this problem, China needs to find out the deciding factors and let its advantages dominate the disadvantages. This is the right way to perfect China’s cultural soft power against the United States for integral evolution.

Study on Legal Regulation of the Listed Company Crisis 24

LI Dongfang/Professor of China University of Political Science and Law.

Abstract: Chinese economics circle starts late on the research with respect to the crisis management of the listed company, nevertheless, there is no theoretical research on the systematicness of the legal regulations of the listed company up to date in Chinese law circle. The thesis attempts to make up for blanks in this connection. Firstly, the thesis focuses on analyzing the basic theories of crisis legal regulation of the listed company; Then, discussing the crisis prevention regulation of the listed company, the main contents are as follows: (i) the three main reasons why the government intervenes the crisis prevention of the listed company; (ii) the major measures in connection with crisis prevention regulation of the listed company; Thirdly, expounding the regulation on crisis emergency disposal of

the listed company, the main contents are as follows: (i) the reasonability of the government to intervene the crisis emergency response of the listed company, (ii) the major measures with respect to crisis settlement system of the listed company, Fourthly, discussing the regulation on the crisis market exit of the listed company, the main contents are as follows: (i) the meaning of the market exit, (ii) the three specific ways of the market exit, In the end, I draw the conclusion that, from the perspective of the crisis prevention and the crisis disposal, it is totally necessary for the government to intervene the behavior of the listed company to a certain extent. However, the government should be quite careful in the process of conducting preventive measures and emergency response to the crisis and do not let the government's rules as well as policies be the source of the crisis.

An Interpretation with the Theory of Natural Debt on the Judicial Notes of Folk Loan by the Supreme Court 41

LI Yongjun/Doctor of law, professor, China University of Political Science and Law, researcher, Research Center of Civil and Commercial Legal Science, China Renmin University.

Abstract: "Natural obligation" is not only an important concept in the system of law of obligation, but also a gray zone connecting debt and non-debt in civil law. It originates from Roman law, and is the law's direct reflection and norm of real life. Civil laws of many countries in later generations inherited this concept in many different ways. It makes a general reference to those debts away from the legal obligations, neither entirely moral obligation nor social obligations, which provide relief for both legal and non-legal space. It can be defined as the debt that cannot be satisfied through litigation. In other words, the parties' requests submitted to the court are impossible to be satisfied, but if the parties voluntarily performed their duty, they shall not request the return of the property. According to the judicial interpretation of folk loan issued by the Supreme Court of China, it is stipulated as a legal duty to repay the interest which is agreed by both the lending and borrowing parties on an annual interest rate less than 24%, the interest rate becomes invalid if it exceeds 36%, and the parties can request the return of the interest even if it has already been repaid, the interest rate between 24% and 36% is stipulated as valid, but the lender shall not request the performance of duty, and the debtor shall not request the return of the money once he performs his duty. We can use the validity of the natural obligation to interpret this provision, or treat it as the application of natural obligation in traditional civil law in China's judicial practice. This may be a useful attempt that beneficial to and the system of law of obligation in Civil Code in the future.

Evidence Rules within Contract Law of Chinese 52

QIU Aimin/Law School, Yangzhou University.

Abstract: Contract law is the substantive law. Contract law can be used as the major premise of referee. Contract law contains some evidence law. Within Contract law of Chinese, evidence law clearly includes these aspects: Rules of the object of proof, Rules of burden of proof, The provisions of law drafting and presumption, In addition, provisions on the types of evidence, for example, documentary evidence.

On China's Legislation of Flagrate Delicto System in Modern Times : Based on the Study in Legal Transplant 59

WU Hongyao/Professor, Procedural Law Department, China University of Political Science and Law, 2011 Program, Collaborative Innovation Center of Judicial Civilization.

Abstract: The flagrante delicto system is a fundamental criminal procedural system in civil law system. The flagrante delicto system in China is a product of transplantation of law. It was introduced to the legislation draft in the late Qing Dynasty by imitating France law. As the affiliation of investigation power had been distributed, the flagrante delicto system in the Republic of China was transferred to emergency arrest model. After the founding of PRC, the Arrest and Detain Regulation in 1954 imitated the system of the Republic of China. As an exception of arrest system, it established the detain, seizure and handing over system to deal with the emergencies like flagrante delicto. However, the system brought about huge difficulties to legislation because of its simultaneous adjustment of the two essentially different