



中日公司新股发行制度的功能主义比较

沈朝晖 (日) 饭田秀总*

目次

- 一、分析框架与新股发行的代理问题
- 二、中国法针对新股发行的法律策略
- 三、日本法针对新股发行的法律策略
- 四、中日异同、阐释与理论启发
- 五、结论：镜鉴、进化与蕴意

摘要 本文运用《公司法解剖》的比较公司法分析框架，研究新股发行制度的中日异同。中日差异在于中国法使用事前的规制策略，公共执法强，私人执法相对弱，而日本法主要使用事后的规制策略，充分发挥司法权的诉讼与非诉功能。解释因素在于行政权与司法权的比较优势差异与成熟度。“脱亚入欧”的日本建立起了独立与成熟的司法机构，而中国在新股发行代理成本及其他方面，使用行政权而不是司法权去解决公司治理与资本市场发展中的问题，行政替代司法；深层结构是“治水社会”的制度惯性。源于发达资本市场的《公司法解剖》适用到新兴转轨市场的公司治理时需进一步拓展，以更好地解释资本主义多样性。

关键词 发行 代理成本 法律策略 资本主义多样性

新股发行，看似寻常最奇崛。——题记

* 沈朝晖，清华大学法学院副教授、法学博士〔日〕饭田秀总，东京大学法学院副教授。

第一作者提出研究设计、提纲要点与撰写中国法部分，第二作者修缮提纲要点和撰写日本法部分（段磊翻译），二人共同校对与审定全稿。我们的合作由华东师范大学副教授段磊担任翻译。

感谢第八回中日公司法制研讨会日方学者神田秀树、神作裕之、藤田友敬、唐津惠一、平野温郎、后藤元、行冈睦彦、温笑侗、段磊；中方学者朱慈蕴、汤欣、陆文山、钱玉林、葛伟军、朱大明。感谢蒋大兴、彭冰、黄宗昊、蔡昌宪、曾斌、刘宏光、鲁楠、李凌霄、刘江伟。



借鉴比较法学的功能主义⁽¹⁾，2004年世界公司法学界七位著名学者联袂推出《公司法解剖》(以下简称“《解剖》”)。⁽²⁾美国公司法学界学术产出的一个隐藏规律是，每十年出一本公司法名著。《解剖》一推出就被誉为公司法学界十年出一本的经典。⁽³⁾《解剖》的重大贡献是如同该书副标题“比较与功能的进路”所示，为比较公司法提供一套通用的语言与分析工具。⁽⁴⁾在盛赞《解剖》的同时，Skeel也指出《解剖》若干薄弱的地方：一是忽略破产法，二是忽视企业集团。⁽⁵⁾中国读者会更加认同Skeel的第三个洞见——《解剖》忽视以中国为代表的新兴转轨市场中的公司治理。⁽⁶⁾《解剖》存在一个观察的盲区：视野局限于发达市场经济体制之间的比较，而忽视发达国家与发展中国家的公司法比较。而在本文，我们将既具体而微地解剖新股发行的中日语境，又与比较公司法理论进行对话，在问题解剖、理论对话与升华之间来回穿梭。

一、分析框架与新股发行的代理问题

《解剖》追本溯源，认为公司存在三类代理问题。公司法的功能是降低通过公司进行商业合作的成本，便利合作方进行协调。⁽⁷⁾公司法所提供的法律策略分为两大类：规制策略和治理策略。规制策略和治理策略又各分为五小类：约束代理人、隶属、激励一致、任免权、决策权。按照事前机制和事后机制，这五小类又细分为十类。⁽⁸⁾《解剖》围绕十大法律策略而展开。

新股发行指的是公司通过发行股份的方式增加公司的资本。新股发行具有直接的积极意义，但新股发行会带来代理成本问题。《解剖》从公司资本重置来解剖新股发行，将新股发行与修改公司章程、合并分立等同时作为公司的根本变更之一。⁽⁹⁾由于新股发行后，公司的资本和资金实力会增加，对债权人的保护会更有利，股东与外部债权人之间的冲突与代理问题反而得到缓解，因而新股发行中的代理问题主要表现为股东与管理层、控股股东与非控股股东之间的冲突。这两类代理问题会因为不同的公司资本制度、不同的公司类型而有所差异。在授权资本制下，新股发行的代理问题主要表现为管理层对股东之间的受信义务问题。在法定资本制下，新股发行的代理问题主要表现为控股股东对非控股股东的受信义务。在封闭公司，新股发行对老股东造成的股权稀释问题成为代理问题的具体表现。而在公开公司尤其是上市公司中，新股发行的代理问题不仅是老股东的股权稀释问题，而且还包括新股发行的公允性问题(以估值定价为核心)。

(1) (德) K. 茨威格特、H. 克茨《比较法总论》，潘汉典等译，法律出版社2003年，第47-55页。

(2) 七位著名学者为美国 Henry Hansmann、Reinier Kraakman、Edward Rock、英国 Paul Davies、瑞士 Gerard Hertig、德国 Klaus Hopt 和日本 Hideki Kanda (神田秀树)。

(3) David A. Jr. Skeel, *Corporate Anatomy Lessons*, 113 YALE LAW JOURNAL 1519, 1520 (2004).

(4) Reinier Kraakman et al., *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH*, Oxford University Press, 2017, at 4. 《公司法剖析：比较和功能的视角》，罗培新译，北京大学出版社2012年第2版。

(5) 同前注(3)，David A. Jr. Skeel文，第1522页。

(6) 同上注。

(7) 同前注(4)，Reinier Kraakman等书，第2页。

(8) 同上注，第31-38页。

(9) 同上注，第2页。

二、中国法针对新股发行的法律策略

新股发行是一种手段，在不同的语境下具有丰富的内容，可以实现不同的功能。公司的内部人在决定公司发行新股时，可能是出于机会主义动机。新股发行中对股东权的保护涉及治理策略和规制策略，它们表现在《公司法》《证券法》和证券监管部门的规章中。中国证券监管部门的规章还深度介入公司治理，强化治理策略。

（一）公司法层面的新股发行制度

根据发行主体的不同类型，公司法层面的新股发行分为有限责任公司（“有限公司”）的新股发行和股份公司的新股发行，后者又可分为非上市公司的新股发行和上市公司的新股发行。不论哪种类型的新股发行，中国法对新股发行带来的代理成本所采取的治理策略较为一致，均为代理人激励、任免权策略、决策权策略。

1. 法定资本制与新股发行的决策权

不同于日本公司法的授权资本制，中国所实行的法定资本制度决定公司新股发行的决策权属于股东会。新股发行的代理成本主要表现为多数股东和少数股东之间，而不是股东和管理层之间的代理成本。

2. 发行新股的决议程序

在法定资本制和股东会中心主义下，董事会对增资议案只具有建议权，没有独立决策权。发行新股必须经过董事会决议和股东会决议；如果新股发行涉及证券监管部门审核的话，新股发行的程序还必须完成证券监管的核准程序。上市公司还须遵循少数股东多数决。当上市公司向公司特定的股东及其关联人发行证券的，股东大会就发行方案进行表决时，关联股东应当回避，这就是少数股东多数决的强制要求（MOM）。

3. 新股发行的事后司法救济

新股发行的事后司法救济主要是两类：公司决议效力之诉和受信义务之诉。新股发行必涉及两类公司决议：董事会决议和股东会决议。新股发行的决议内容违反法律、行政法规的无效。新股发行的会议召集程序、表决方式违反法律、行政法规或者公司章程，或者决议内容违反公司章程的，股东可以自决议作出之日起六十日内请求法院撤销公司决议。⁽¹⁰⁾ 最高法院公司法司法解释（四）又增加公司决议不成立之诉。如果新股发行构成控股股东滥用股东权，则少数股东有权以受信义务为请求权基础，向法院起诉控股股东滥用股东权利给公司或股权造成损失，请求损害赔偿。⁽¹¹⁾ 如果新股发行构成关联交易，则利用关联关系给公司造成损失的控股股东、实际控制人、董监高要对公司承担赔偿责任。⁽¹²⁾

4. 封闭公司

封闭公司新股发行会稀释老股东的持股比例，为了保护老股东的权利，中国公司法规定封闭公司的老股东对于公司增资扩股有优先认购权（preemptive right）。这是一种分享规范，属于

(10) 《中华人民共和国公司法》第22条第1款和第2款。

(11) 《公司法》第20条第1款和第2款。对该条款的适用，参见 Colin Hawes, Alex K. L. Lau & Angus Young, *The Chinese “Oppression” Remedy: Creative Interpretations of Company Law by Chinese Courts*, 63 AMERICAN JOURNAL OF COMPARATIVE LAW 559 (2015)。

(12) 《公司法》第21条。



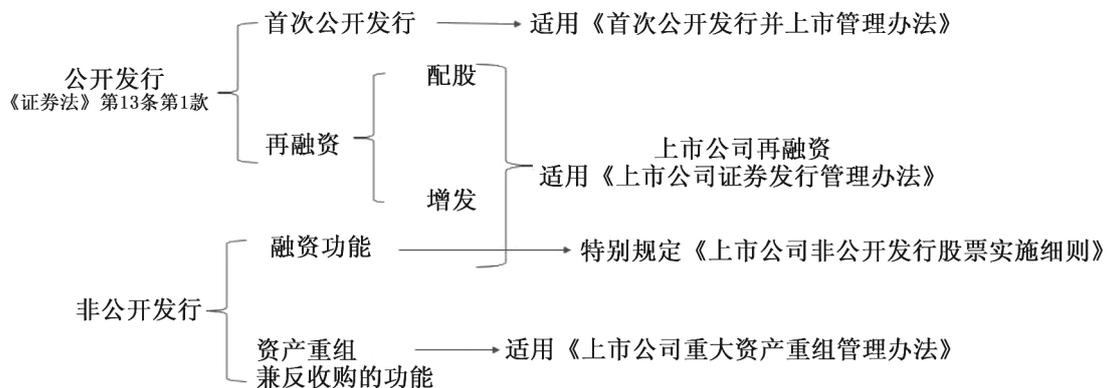
事前的规则。

(二) 证券规制策略

公开发行或者公众公司的新股发行涉及公众投资者，这涉及规制策略。从保护公众投资者的视角出发，新股发行最重要的分类是公开发行和非公开发行。公开发行涉及公众投资者，必须经过证券监管部门的核准（即审批）。非公开发行一般可以豁免。

在中国法上，新股发行还有另一个非常重要的分类。从功能角度看，新股发行分为公司融资功能的新股发行和公司重大资产重组的新股发行。公司融资功能的新股发行又分为首次公开发行和上市公司再融资。公司重大资产重组的新股发行指的是上市公司发行新股去收购其他公司的股权或者资产，将发行新股作为上市公司收购其他公司的支付手段，达到上市公司业务与资产进行重组的功能。此外，中国上市公司新股发行的反敌意收购的目的与功能十分有限。

涉及证券监管的新股发行分为五类：首次公开发行（“首发”）、配股、增发、非公开发行、发行股份购买资产。新股发行的中国规制策略依据新股发行的内容与功能，设计了同中有异的规范逻辑与法律策略，比较复杂。（图1）



中国证券监管部门在规制策略中选择的是三重规制策略：强制信息披露、实质审核（审批）、行政控制。涉及证券监管的五类新股发行（首发、配股、增发、非公开发行、发行股份购买资产）均采用强制信息披露的事前的隶属策略。实质审核的事前规制策略是指新股发行必须经过证券监管机构的批准，侧重于发行人的主体资格、公司治理和盈利情况。而行政控制则是证券监管部门直接介入新股发行，表现在新股发行的数量、价格、认购人的资格、锁定期、甚至还有认购资产（相当于向公司出资）的业绩承诺等方面。

1. 公开发行的事前规制策略

公开发行分为首发和上市公司再融资（图1），它们都适用同样的公开发行的实质审核的三大标准：具备健全且运行良好的组织机构；具有持续盈利能力，财务状况良好；最近三年财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为。⁽¹³⁾此外，《证券法》还授权证券监管部门制定“其他条件”。⁽¹⁴⁾这赋予证监会极大的事前审核的权力。

(13) 《中华人民共和国证券法》第13条第1款。

(14) 《证券法》第13条第1款。

(1) 首次公开发行

规制策略为最严密的事前准入策略。⁽¹⁵⁾ 在强制信息披露制度下，拟发行人经历一次面向市场的彻底性的首次曝光。实质审核标准主要是在落实三大标准的具体规则，表现为《首次公开发行并上市的管理办法》。首次公开发行的事前标准中，最为学界所批判的是“持续盈利能力”，认为证券监管者不具备预测企业是否具有未来的持续盈利能力的投资价值判断能力。首发的事前行政控制则表现在发行价格、发行数量和锁定期等方面。①在发行价格方面，根据证券监管部门的“窗口指导”意见，首发的发行市盈率不得超过 23 倍。⁽¹⁶⁾ ②发行数量的限制，一般是增发 20%，或者公司股本总额超过人民币 4 亿元的，增发 10%。⁽¹⁷⁾ ③不同于发达资本市场的首发自愿锁定，中国的首发锁定期是规定在法律之中，它要求普通的原始股东自股票上市之日起锁定一年，而控股股东、实际控制人及其关联方自股票上市之日起锁定 36 个月。⁽¹⁸⁾

(2) 再融资

根据发行对象的差异，公开发行再融资则分为配股和增发两类。实质审核标准依然是三大标准的具体化、规则化，具体表现为《上市公司证券发行管理办法》第一节内容，而从公司治理、可持续的盈利能力、上市公司的财务状况良好、上市公司最近三十六个月内财务会计文件无虚假记载，且不存在所不完全列举的重大违法行为等方面进行审核。以上均为事前的标准策略。

A. 配股。配股的信息披露包括本次发行情况、风险因素、公司基本情况、同业竞争与关联交易、财务会计信息、管理层讨论与分析、本次募集资金运用、前次募集资金运用。其中，募集资金的运用情况是配股信息披露的重点。配股的行政控制严密。⁽¹⁹⁾

B. 增发。增发是向股票市场上的不特定对象公开募集股份（简称“增发”）。增发的信息披露与配股的信息披露类似，也是侧重于募集资金的运用。实质审核。除符合公开发行的三大标准和规则外，还应当符合下列规定：最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据。增发的行政控制弱于配股，但依然严密。⁽²⁰⁾

2. 非公开发行的事前规制策略

根据功能的不同，非公开发行分为融资功能和资产重组功能（兼反收购措施）的新股发行。这两类非公开发行均适用核准制，属于很强的事前规制策略。⁽²¹⁾ 需要强调的是，核准制的理由与侧重点在这两类非公开发行中有所不同。在再融资功能的非公开发行中，核准制的理由是防止上市公司过度融资，证券监管的关注点在于募集资金所用于的项目的可行性、合理性、必要性。而在资产重组功能的新股非公开发行中，证券监管的关注点在于上市公司发行股份所购买

(15) 同前注〔4〕，Reinier Kraakman 等书，第 33 页。

(16) 沈春晖《一本书看透 IPO》，机械工业出版社 2018 年，第 143 页。

(17) 《证券法》第 50 条第 3 项。

(18) 《公司法》第 141 条。

(19) 《上市公司证券发行管理办法》第 12 条；证监会《发行监管问答：关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，2018 年 11 月 9 日发布。

(20) 《上市公司证券发行管理办法》第 13 条；证监会《发行监管问答：关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，2018 年 11 月 9 日发布。

(21) 《证券法》第 13 条第 2 款。



的资产的估值是否公允、合理。⁽²²⁾

(1) 再融资功能

非公开发行再融资适用强制信息披露制度，向市场做详尽的信息披露，主要是披露非公开发行的预案和方案。目的是让公众投资者知悉公司的融资行为，而不是为了保护发行对象。⁽²³⁾非公开发行必须经过证券监管部门的审核。《证券法》未提及非公开发行的审核标准，完全授权国务院和证监会制定具体办法。⁽²⁴⁾审核标准主要关注再融资募集资金的用途和可行性。值得关注的是，证券监管部门也透过实质审核去贯彻其他的监管目标，例如，公司此前是否遵守证券会的各项规章，代理人（董事、控股股东）是否合规合法，是否存在严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他“负面清单”情形。这些“负面清单”情形与公司融资本身没有直接关系⁽²⁵⁾，但证券监管部门会以此为由否决非公开发行的申请。行政控制也是分为发行对象、发行价格、锁定期等方面。⁽²⁶⁾

(2) 资产重组功能（兼反收购措施）

非公开发行再融资是发行对象用现金来认购上市公司的增资，资产重组功能的新股发行则是发行对象使用股权或者资产来认购上市公司的增资。资产重组达到一定的标准⁽²⁷⁾，则构成上市公司重大资产重组，受证监会上市部的监管，适用《重组办法》，这是普通的重大资产重组。资产重组功能的新股发行的极端情况是导致上市公司的业务发生根本性变化⁽²⁸⁾，则构成重组上市（市场俗称为借壳上市），受证监会上市部的监管，但审核标准转而适用《首发办法》。如果新股发行导致上市公司的控制权发生变化，则还得叠加使用《收购办法》。

重大资产重组功能的新股发行虽然是定向增发，但同样必须遵守强制信息披露。上市公司必须详细披露重组的方案，发行新股所购买的资产情况、资产评估等信息。⁽²⁹⁾重大资产重组功能的新股发行必须经过证券监管部门的核准。不同于关注募集资金的投向，该语境下的监管关注点是所购买资产的公允估值，特别在构成关联交易时资产评估是否公允的问题。实质审核标准是区分普通的重大资产重组和构成重组上市的重大资产重组。前者的审核标准是相对宽松的。⁽³⁰⁾后者的审核标准是转而适用首发的审核标准，特别是对于重组方和资产的持续盈利能力的判断。在重大资产重组新股发行的行政控制方面同样涉及新股发行的定价、锁定期⁽³¹⁾，对新股发行的数量则没有限制。

面临敌意收购时，上市公司通过向第三方发行股份购买资产的方式引入“白衣骑士”，稀释收购人的持股比例，达到反收购的效果。

(22) 袁钰菲 《并购实战》，上海财经大学出版社 2018 年，第 42 页。

(23) 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 25 号——上市公司非公开发行股票预案和发行情况报告书》。

(24) 《上市公司证券发行管理办法》第三章和《上市公司非公开发行股票实施细则》。

(25) 《上市公司证券发行管理办法》第 39 条。

(26) 《上市公司证券发行管理办法》第 37、38 条。

(27) 《上市公司重大资产重组管理办法》第 12 条。

(28) 《上市公司重大资产重组管理办法》第 13 条。

(29) 中国证监会《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组》（2014 年修订）。

(30) 《上市公司重大资产重组管理办法》第 11 条。

(31) 《上市公司重大资产重组管理办法》第 45、46 条。

3. 新股发行欺诈的事后规制

在事前规制策略方面，新股发行依靠强制信息披露制度作为规制工具之一。事前的强制信息披露制度必须有事后的欺诈发行的法律责任作为执法保障。证券监管视野下的新股发行欺诈的事后规制主要是虚假陈述的法律责任，分为行政责任、刑事责任和民事责任。前二者属于公共执法，最后一项属于私人执法。在行政责任方面，新股发行欺诈的公司和个人会被证监会行政处罚，控股股东、实际控制人如果指使公司的新股发行欺诈，同样会受到行政处罚。⁽³²⁾ 新股发行欺诈严重者则追究刑事责任。⁽³³⁾ 一旦触犯刑事责任，将构成重大违法的退市情形，即使事后发现欺诈，仍将被强制退市。在私人执法方面，新股发行欺诈的民事赔偿责任有一套相对简便的因果关系实体推定规则。⁽³⁴⁾

三、日本法针对新股发行的法律策略

新股发行若能够用于提高企业价值的融资，则可以增加社会整体财富，提高效率。与此同时，也可能产生降低既有股东的股权稀释问题。尤其是在授权资本制度下，会产生股东与董事之间的代理人问题。公司法在一定情形下将新股发行的权限赋予股东大会而非董事会，或者提供了司法上的请求停止和无效之诉等程序，来适当调整当事人的利害关系。此外，对于上市公司而言，不仅公司法，且日本金融商品交易法和金融商品交易所的规则有重要作用。

(一) 日本《公司法》层面

1. 新股发行的三个类型

根据对股份发行对象的不同，日本的新股发行可以分为三种类型。第一种是新股配售，即向全体原有股东按照各自所持股份的比例给予其相应的配股权利而进行的新股发行。⁽³⁵⁾ 第二种是第三方定向增发。这是非新股配售的新股发行中，仅向特定对象发行新股的方法。第三种是公开募集。这是非新股配售的股票募集发行中，向不特定多数对象发行新股的方法。⁽³⁶⁾

2. 公司法中公开公司与非公开公司的区别

日本公司法上新股发行的规则存在公开公司与非公开公司之别。因此，先对公开公司的概念进行说明。日本法上的公开公司与非公开公司并非指公司是否上市。所谓“公开公司”是指“章程中不存在如下规定的公司，即其发行的全部或者部分股份的转让应当取得公司批准”。⁽³⁷⁾ 简单来说，如果公司发行股份种类的全部或者部分是转让自由的，则该公司就是公开公司。而如果章程上对全部种类的股份附加了转让限制，则该公司就是非公开公司。此外，如果是上市

(32) 《证券法》第 189 条。

(33) 《中华人民共和国刑法》第 160 条和第 161 条。

(34) 《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》，法释 [2003] 2 号。

(35) 《公司法》第 202 条。

(36) 公司法的条文中只存在新股配售与新股配售以外的方法这两种区分。但是，实务中一般把新股配售以外的方法又分为公开募集与第三方定向增发。学界中也基本认为是存在这 3 种分类。参见〔日〕江頭憲治郎『株式会社法第 7 版』（有斐閣、2017）717 - 721 頁〔日〕神田秀樹『会社法』（第 20 版、弘文堂、2018）150 頁。

(37) 《公司法》第 2 条第 5 项。



公司的股份,根据金融商品交易所的规则不能是附转让限制的股份。⁽³⁸⁾因此,上市公司当然是公司法上的公开公司,但公开公司中也包括非上市公司。

3. 授权股份制度

公司应当在章程中规定可发行股份总数。⁽³⁹⁾在该范围内将发行股份的权限赋予董事会等,因此被称为授权股份制度或授权资本制度。⁽⁴⁰⁾公开公司的可发行股份总数不得超过已发行股份总数的4倍。⁽⁴¹⁾因为公开公司的新股发行原则上仅以董事会的判断即可发行,假如不设此限制,将意味着董事会拥有无限的股份发行权,存在着被滥用的风险。与此相对,非公开公司,即章程中有规定其股份转让应当取得公司批准的公司,则不存在此限制。⁽⁴²⁾因为非公开公司的新股发行原则上需要股东大会的特别决议(下文之5),被滥用的风险比较小。

4. 募集股份的发行等

日本公司法关于新股发行的规则规定在第二编第二章第八节,标题为“募集股份的发行等”。这是指根据公司法的规定募集认购人,发行股份(新股发行)或者处分库存股。所谓募集股份是指根据该募集向申请认购股份的人配售的股份。⁽⁴³⁾由此可见,公司法将新股发行和处分库存股统称为“募集股份的发行等”,并进行统一规则。因为两者在功能上基本相同,都会降低既有股东的表决权比例,对每股的经济价值产生影响。⁽⁴⁴⁾

5. 非公开公司发行新股的决定

(1) 需要股东大会决议

公司发行新股的,应当决定募集事项。所谓募集事项是指募集股份数、募集股份的认购金额或者其计算方法等。⁽⁴⁵⁾非公开公司发行新股的,应当由股东大会的特别决议决定募集事项。⁽⁴⁶⁾因为一般认为非公开公司的股东对于维持表决权比例有着强烈的兴趣。⁽⁴⁷⁾但是,实施新股配售的属于该规则的例外,而实施第三方定向增发则没有例外。⁽⁴⁸⁾

(2) 新股配售

非公开公司实施新股配售的,原则上需要股东大会的特别决议。⁽⁴⁹⁾如果股东认购,该股东因新股发行而不会遭受表决权比例及经济上的损失,但如果股东不认购,则有可能蒙受损失。

(38) 有价证券上市规则(东京证券交易所)第205条(10)。

(39) 《公司法》第37条。

(40) 同前注〔36〕,〔日〕神田秀樹书,141页。

(41) 《公司法》第37条第3款、第113条第3款、第180条第3款。

(42) 《公司法》第37条第3款但书、第113条第3款但书、第180条第3款但书。

(43) 《公司法》第199条第1款。

(44) 〔日〕田中亘『会社法』(东京大学出版会、2016)455页。

(45) 《公司法》第199条第1款。

(46) 《公司法》第199条第2款、第309条第2款第5项。特别决议的定足数要件是由可行使表决权的股东的表决权过半数(定足数)出席,多数决要件是出席股东的表决权的三分之二以上。但关于定足数可以由章程降低至三分之一。关于多数决要件也可以由章程设置更高的比例。

(47) 同前注〔44〕,〔日〕田中亘书,465页。

(48) 另外,理论上非公开公司也可以进行公募,实际上其实是很难。所以,关于非公开公司此处省略公募的情形。

(49) 《公司法》第309条第2款第5项、第202条第3款第4项。

所以，这有可能在事实上强制股东接受本不希望实施的新股发行。⁽⁵⁰⁾ 但是，如果章程中规定不由股东大会，而由董事（如果是董事会设置公司的，则为董事会）决定的，作为例外，遵照该规定。⁽⁵¹⁾ 法律认可该例外的理由是：新股配售的情形下，股东只要认购、履行出资即可维持表决权比例，也不会蒙受经济损失，对于既有股东利益保护的必要性相对较低。因此，承认以章程规定的方式来放宽规制，以此实现新股发行政程序的便捷化。⁽⁵²⁾

（3）第三方向增发

非公开公司以新股配售以外的方法发行新股的，应当由股东大会的特别决议决定募集事项。⁽⁵³⁾ 非公开公司实施新股配售以外的方法的典型是第三方向增发。但该方法不存在上述（2）中的例外情形。因为该方法必定导致既有股东表决权比例的降低，而非公开公司中保护、维持股东表决权比例的必要性更高。

（4）有利发行的情形

A. 说明理由。公司也可以向认购人以特别有利的认购金额发行新股（称为有利发行）。有利发行的情形下，董事必须在股东大会上说明以该认购金额募集该认购人的必要性。⁽⁵⁴⁾

B. 新股配售的情形不适用。与此相对，新股配售的情形下不适用有利发行的规则。⁽⁵⁵⁾ 原因是新股配售时，只要既有股东出资认购，就不会蒙受经济上的损失。

C. 何谓特别有利的金额。问题是什么才是特别有利的金额。日本最高法院对此作出过判决，即“非上市公司向股东以外的人发行新股时，基于客观材料以一定合理的计算方法决定发行价格的，除非有特殊情形，该发行价格”不构成有利发行。⁽⁵⁶⁾ 判决中采纳的“基于客观材料以一定合理的计算方法决定发行价格”这一标准是相当宽松的，如果是根据股价评估专家的意见来实施新股发行的，除非有例外情形，一般不会构成有利发行。但是，听取股价评估专家的意见是需要时间和金钱上的成本的，非公开公司很少专门去找专家来评估股份价值。因此，也不能说有利发行的规则对于非公开公司失去了意义。

6. 公开公司发行新股的决定

（1）无需股东大会决议

公开公司决定发行新股时，无需股东大会作出决议，仅由董事会作出决议即可。⁽⁵⁷⁾ 该原则适用于新股配售及新股配售以外的方法。将决定权赋予董事会的原因是，传统上认为公开公司的股东通常对表决权比例的维持不甚关心。因此，对于公开公司，比起维持既有股东的表决权比例，通过赋予董事会发行权限使公司更容易灵活地募集资金会更有利于股东利益的提升。⁽⁵⁸⁾

(50) 同前注〔36〕，〔日〕江頭憲治郎书，739-740頁。

(51) 《公司法》第202条第3款第1-2項。

(52) 〔日〕神田秀樹編『会社法コンメンタール（5）——株式（3）』（商事法務、2013）40頁〔吉本健一執筆〕。

(53) 《公司法》第199条第2款、第309条第2款第5項。

(54) 《公司法》第199条第3項。

(55) 《公司法》第202条第5款。

(56) 最判平成27年2月19日民集69卷1号51頁。

(57) 《公司法》第201条第1款、第199条第2款。

(58) 同前注〔44〕，〔日〕田中亘书，460頁。



(2) 控制权变动时的例外

公开公司的股东即使对表决权比例的维持并不关心,但其仍关心由于新股发行所导致控制权变动。因此,当控制权发生变动时,即当认购人所持表决权的数量预计超过全体股东所持表决权总数的二分之一时(此时将该认购人称为特定认购人),应当适用以下规定⁽⁵⁹⁾:发行公司应当于认购日期或者认购期间首日的2周前为止,将特定认购人的姓名或名称、住所、新股发行后特定认购人持有的表决权数量等事项通知股东。⁽⁶⁰⁾对此,如果持有十分之一以上表决权的股东提出反对意见,并在规定期间内通知公司的⁽⁶¹⁾,该新股发行应当在认购日期或者认购期间首日前,取得股东大会普通决议的批准。但是,当特定认购人为发行公司的母公司时,或是通过新股配售的方式发行新股时,则不适用此规定。⁽⁶²⁾因为,新股发行前,母公司已经持有公司的控制权,不属于控制权变动的情形。而新股配售时,只要股东认购新股就可维持其表决权比例,所以也不适用此规定。此外,当公司财务状况显著恶化的,为了延续公司的事业,发行新股具有紧急必要性时,即使持有十分之一以上表决权的股东发出了反对通知,该新股发行也不需要股东大会的批准。⁽⁶³⁾法律认可这一例外的理由是出于以下考虑,即新股发行是公司融资的手段,而为了将公司从破产危机中拯救出来,有必要灵活地进行融资。另外,该制度表面上看与合并等公司基础变更的制度很类似⁽⁶⁴⁾,但其实是不同的制度。⁽⁶⁵⁾

(3) 有利发行情形的例外

A. 需要股东大会的特别决议。即使是公开公司,要实施有利发行时,也应当由股东大会作出特别决议。⁽⁶⁶⁾此时,董事要在股东大会上说明实施有利发行的必要理由。⁽⁶⁷⁾

B. 非上市公司的情形。关于何种情形属于有利发行,首先,对于公开公司中的非上市公司,上述日本最高法院判决确立的标准也是可以适用的。⁽⁶⁸⁾

C. 上市公司的情形。其次,对于公开公司中的上市公司已经形成了颇为不同的判例法理。日本最高法院曾作出判决,判断新股发行时的认购金额是否显著不公平之际,上市公司原则上以股票的市场价格为标准,不过从达成公司融资目的出发,考虑今后的新股消化可能性等多项情形,从结论上讲,在股票的市场价格的基础上打折10%左右的,不构成显著损害认购价格的公平性。⁽⁶⁹⁾有鉴于此,实务中的关注点都集中于该判决的结论,只要是在市场价格打折10%左右的认购金额,原则上是被承认的。并且,1999年8月,日本证券业协会在其自主规则中也规定,新股发行价格在“董事会决议前一日的市场价格或者该决议6个月前任意一日起至该决议前一日之间的平均市场价格乘以0.9得到的金额”以上的,不构成有利发行。日本证券业协会是证券公司的自主规制团体,该规则原本不过是规制证券公司的行动的。但很多关于是否构成

(59) 该规则在2014年公司法修订时引进。

(60) 《公司法》第206条之2第1款。

(61) 《公司法》第206条之2第4款正文。

(62) 《公司法》第206条之2第1款但书。

(63) 《公司法》第206条之2第4款但书。

(64) 同前注〔36〕,〔日〕江頭憲治郎书,763頁。

(65) 同前注〔36〕,〔日〕神田秀樹书,155頁。

(66) 《公司法》第201条、第199条第3款、第309条第2款第5项。

(67) 《公司法》第199条第3款。

(68) 〔日〕飯田秀総「判批」ジュリスト1492号(2016)98頁。

(69) 最判昭和50年4月8日民集29卷4号350頁。

有利发行的案例中，法院参考了该规则，很多判决根据该规则认定不构成有利发行。⁽⁷⁰⁾

7. 新股发行瑕疵的争议程序

(1) 概要

新股发行有瑕疵的，公司法上提供事前和事后的规制。作为事前规制，可以请求停止新股发行⁽⁷¹⁾；作为事后规制，可以提起新股发行的无效之诉⁽⁷²⁾、不存在确认之诉以及当事人的民事责任的规定。这些制度的特征和思路如下：在事前阶段，如果有瑕疵，广泛认可对新股发行的停止请求不会产生太大的不便。但是，一旦新股发行生效后，将会大量存在不知瑕疵情形的当事人，那就有必要保护股份流通和交易安全，所以应当限定在事后阶段对新股发行效力的否定范围。这一思路并非明文规定的，而是判例和学说中的一般共识。⁽⁷³⁾此外，即使新股发行程序违反公司法的规定，该新股发行也不是立即无效，未经无效之诉判决确认无效的，均为有效。

(2) 新股发行的停止请求

公司违反法律法规或章程，或者以显著不公平的方法发行股份，由此让股东蒙受不利益的，股东可以向公司请求停止发行。⁽⁷⁴⁾违反法律法规的情形有：公开公司实施有利发行，但未经股东大会特别决议的。违反章程的情形有：超过章程规定的可发行股份总数发行新股的。显著不公平的方法是指以达成不正当目的的手段来发行新股。比如，作为敌意收购的防御措施而发行新股，或者在公司内斗中经营者为维持控制权而向己方股东发行新股，在这些情形下常常会对是否构成不公平发行产生争议。是否构成显著不公平方法的判断标准在判例中被称为“主要目的规则”。具体而言，争夺公司经营控制权的情形下，对既有股东的持股比例带来重大影响的新股发行，该新股发行的对象是第三人，其主要目的是造成既有股东的持股比例下降从而维持现经营者对公司的控制权，一般可以认为构成以达成不正当目的的手段来发行新股。但如果能认定公司有融资的必要性，法院在很多情形下会驳回股东的停止请求。⁽⁷⁵⁾

(3) 新股发行的无效之诉、库存股处分的无效之诉

公司发行新股等时有瑕疵的，如果根据无效的一般原则，主张无效的方法、相对人、时期没有限制，且无对世效力，这将导致缺乏法律稳定性。因此，非经新股发行的无效之诉⁽⁷⁶⁾、库存股处分的无效之诉⁽⁷⁷⁾，不得主张发行新股等无效，且无效判决的效力无溯及力，股份仅向将来消灭。⁽⁷⁸⁾

(70) 飯田秀總 = 白井正和 = 松中学『会社法判例の読み方 判例分析の第一歩』(有斐閣、2017) 87 - 89 頁。另外，现在日本证券业协议的规则（日本证券业协会《关于第三方定向增发的指针》）如下：①认购金额原则上应当是股份发行的董事会决议前一日的市场价格乘以 0.9 得到的金额以上的价格。但②考虑到前一日或者前一日以前的金额或者买卖情况等因素，可以是自该决议日起往前追溯至决定认购金额的合适期间（最长 6 个月）的平均市场价格乘以 0.9 得到的金额以上的价格。如果是②的情形，发行公司应当适时披露不采用股份发行的董事会决议前一日的市场价格的理由，以及决定认购金额的合适期间的理由。

(71) 《公司法》第 210 条。

(72) 《公司法》第 828 条第 1 款第 2 项。

(73) 同前注〔36〕，〔日〕江頭憲治郎书，777 頁。

(74) 《公司法》第 210 条。

(75) 同前注〔36〕，〔日〕江頭憲治郎书，773 頁。

(76) 《公司法》第 828 条第 1 款第 2 项、第 2 款第 2 项、第 834 条第 2 项。

(77) 《公司法》第 828 条第 1 款第 3 项、第 2 款第 3 项、第 834 条第 3 项。

(78) 《公司法》第 839、840、841 条。



无效事由并非法定的，交给法律解释。并且，考虑到股份受让人的交易安全、融资无效时产生的各种混乱，判例和学说上一般认为无效事由并非指违法的新股发行等一般事由，而要进行限定解释。⁽⁷⁹⁾

已认定的无效事由有：发行超过章程规定的可发行股份总数的、发行章程中未认可的种类股、违反新股发行诉前禁令仍实施新股发行的⁽⁸⁰⁾等。

此外，新股发行的程序上违反法律法规的，一般不构成无效事项。但如果公司未进行募集事项的公告、通知，会导致股东丧失行使新股发行停止请求权的机会，所以除有特殊情形外，公司未进行募集事项的公告、通知的，构成无效事由。这里的特殊情形是指，除欠缺该公告、通知外没有停止事由，即使股东请求停止，其请求也不会被承认的情形。⁽⁸¹⁾

不构成无效事由的有：公开公司未经股东大会特殊决议的有利发行⁽⁸²⁾、公开公司以显著不公平方法发行新股⁽⁸³⁾等。

新股发行的无效只能以诉讼的方式来主张，公开公司自新股发行生效日起6个月以内，非公开公司自新股发行生效日起1年以内未起诉的，新股发行有效。⁽⁸⁴⁾非公开公司的起诉期间更长的理由是，非公开公司未召开股东大会而发行新股的，至股东大会实际召开前股东其实缺乏了解新股发行事实的机会。与公开公司有所不同，非公开公司发行新股的，没有规定要向股东发出通知、公告，除股东大会外，股东的新股发行请求权的机会未能得到充分的保障。因为股东有可能在不知道新股发行事实的情况下就过了起诉期间，而股东大会每年必须召开1次，所以将其起诉期间延长至1年。⁽⁸⁵⁾

(4) 新股发行不存在的确认之诉

如果不存在新股发行的事实状态，可以新股发行不存在为理由，无论是谁在何时以何种方法均可以主张该发行没有效力，无须提起新股发行无效之诉。另外，公司法规定了新股发行不存在的确认之诉和库存股处分不存在的确认之诉⁽⁸⁶⁾，请求被法院认可的，该判决具有对世效。⁽⁸⁷⁾该诉讼以公司为被告⁽⁸⁸⁾，没有起诉期间的限制。并且，确认利益被承认的，无原告适格的限制。

(5) 当事人的民事责任

A. 董事的责任。未经股东大会的特别决议，用公募或者第三方定向增发的方法，以特别有利的认购金额发行新股的，董事等就该认购金额与公平认购金额之间的差额，对公司承担损害赔偿责任。⁽⁸⁹⁾此外，因该新股发行导致持有股份价值减少的，有可能被股东追究董事等对第三人责任⁽⁹⁰⁾

(79) 同前注〔36〕，〔日〕江頭憲治郎书，777頁。

(80) 最判平成5年12月16日民集47卷10号5423頁。

(81) 最判平成9年1月28日民集51卷1号71頁。

(82) 最判昭和46年7月16日判時641号97頁。

(83) 最判平成6年7月14日判時1512号178頁。

(84) 《公司法》第828条第1款第2-3项。

(85) 同前注〔36〕，〔日〕江頭憲治郎书，782頁。

(86) 《公司法》第829条第1-2项。

(87) 《公司法》第838条。

(88) 《公司法》第834条第2-3项。

(89) 《公司法》第423条第1款。

(90) 《公司法》第429条第1款。

或者侵权责任。⁽⁹¹⁾ 实物出资的财产金额与募集事项中规定的金额相比明显不足的，参与金额决定的董事等，对公司承担补足差额的连带责任。董事等原则上不能免责，除非能证明其未怠于履行职务（《公司法》第 213 条）。

B. 以不公平金额认购股份人的责任。与董事等通谋，以显著不公平的金额认购股份的人，就该认购金额与公平认购金额之间的差额，对公司承担损害赔偿责任。⁽⁹²⁾ 该责任是股东代表诉讼的对象。⁽⁹³⁾

（二）日本证券监管层面

1. 《金融商品交易法》的披露规制。金融商品交易法的发行披露规制的主要目的在于保护投资者，同时也有预防新股发行中不公平行为的功能。所在，在此简要说明一下发行披露规制。新股发行如果满足金融商品交易法规定的“募集”“卖出”的要件的，适用金融商品交易法的披露规制。最典型的要件是以 50 人以上为相对方进行新股发行有关的取得劝诱的情形。⁽⁹⁴⁾ 此外，如果是上市公司，即使是只对一人进行第三方定向增发，也构成“募集”。⁽⁹⁵⁾ 这些情形下，进行新股发行的公司（股份的发行人）应当提交有价证券备案书。⁽⁹⁶⁾ 有价证券备案书应当披露该新股发行的有关信息（比如募集资金的用途）和该公司的企业信息（比如主要经营指标等的变化、事业内容、业绩等概要、设备状况、分红政策、股价变化、董事等情况、公司治理结构的情况等、财务会计的情况）等。⁽⁹⁷⁾ 另外，第三方定向增发的特殊披露事项有：增发对象的情况，大规模增发时的必要性，新股发行后进行余股挤出的内容等。⁽⁹⁸⁾ 关于第三方定向增发，日本曾发生过滥用的事例，为了对其进行规制而新增这些特殊披露事项。⁽⁹⁹⁾ 如果有价证券备案书的重要事项存在虚假陈述，发行人有可能会承担刑事责任⁽¹⁰⁰⁾、行政责任⁽¹⁰¹⁾或民事损害赔偿责任。⁽¹⁰²⁾ 因此，信息披露规制会对发行人的行动产生影响，具有与公司法同等甚至是更高的重要性。

2. 金融商品交易所的规则。关于上市公司的第三方定向增发，金融商品交易所的规则也很重要。围绕第三方定向增发，日本实务中发生了不少滥用的事例，金融商品交易所也制定专门

(91) 《公司法》第 709 条。

(92) 《公司法》第 212 条第 1 款第 1 项。

(93) 《公司法》第 847 条第 1 款。

(94) 《金融商品交易法》第 2 条第 3 款第 1 项、《金融商品交易法施行令》第 1 条之 5。

(95) 相对方为 49 人以下，且属于政令规定的股份转让给其他人的可能性较低的情形的，构成私募，无需提交有价证券备案书（金融商品交易法第 2 条第 3 款第 2 项 c）。但根据政令规定，若股份上市交易的，不属于“转让给其他人的可能性较低的情形”（金融商品交易法施行令第 1 条之 7 第 2 项 a）。因此，如果是上市公司，即使相对方只有 1 人的第三方定向增发，也不构成私募，属于募集。

(96) 《金融商品交易法》第 4 条第 1 款。

(97) 《金融商品交易法》第 5 条第 1 款、关于企业内容等披露的内阁府令第 8 条·第二号格式。

(98) 关于企业内容等披露的内阁府令第 8 条·第二号格式（记载上的注意）（23-2）—（23-10）。

(99) 〔日〕谷口幸嗣ほか「第三者割当に係る開示の充実等のための内閣府令等の改正」商事法務 1888 号 4 頁（2010）。该文指出了一些滥用的事例，即向实际情况不明的海外基金发行大量的股份，但结果资金并未进入发行公司的，或者现有股东的表决权被严重稀释的。

(100) 十年以下有期徒刑或 1000 万日元罚金，或者两者并罚（《金融商品交易法》第 197 条第 1 款）。

(101) 募集股份的，应当将该新股发行的总金额的 4.5% 上缴国库（《金融商品交易法》第 172 条 1 款）。

(102) 《金融商品交易法》第 18 条以下的规定。比如，发行人负无过失责任，损害金额的举证责任由发行人承担等，这是为了保护被害人投资者的利益，使得更容易请求损害赔偿。



应对的规则。⁽¹⁰³⁾ 第一,上市公司第三方定向增发的股份达到了新股发行前已发行股份总数的表决权比例的25%以上时,应当就该新股发行的必要性和合理性征求一定程度独立于经营者的相关人士(例如独立董事、独立监事或者第三方委员会等)的意见,或者就该新股发行以股东大会决议等形式征求股东的意见。⁽¹⁰⁴⁾ 第二,作为第三方定向增发的适时披露的内容,上市公司应当披露监事、监查等委员会或者监查委员会关于认购金额并非对增发对象特别有利的合法性意见等。⁽¹⁰⁵⁾ 如此来看,金融商品交易所的规则对上市公司的新股发行也会产生影响,也很重要。

四、中日异同、阐释与理论启发

下文先按照治理策略到规制策略的顺序总结中日公司新股发行的制度异同,然后依托《解剖》,转入深层次的理论对话、现象解释与蕴意阐发。

(一) 规范层面的异同呈现

第一,中日公司法的公司资本制度的不同,导致两国新股发行制度的逻辑起点不同。法定资本制下新股发行的决定权在股东会或者控股股东。日本公司法所实行的授权资本制下,公司设立时的公司章程中确定公司的资本总额(股份总数),但不要求在公司设立时全部发行,发起人只要全部认购已发行的资本并缴付,公司成立;未发行的股份授权董事会在公司成立后根据公司经营和融资的需要相时发行并募足。未发行部分已在章程中记载的资本总额之内,公司再次募集时,公司章程不用变更,不必履行股东会程序。⁽¹⁰⁶⁾ 法定资本制度对于公司的资本运作较为僵化,授权资本制则让公司管理人在公司融资与经营等方面更加地灵活。

第二,中日新股发行的治理策略是大致相同的,二者都使用决策权策略。中国公司法要求新股发行经过公司董事会、股东会的决议。日本公司法在一些情况下要求董事会决议即可,但有可能影响股东权益的特别事项,例如新股发行超过一定比例或者可能导致公司控制权变化时,必须要求股东会决议。

中日公司法在决策权策略的使用上有细微差异,即对于上市公司而言,中国证券监管者对上市公司治理进行强干预,强制要求在与控股股东有关联关系的新股发行等事项上实行少数股东多数决,加强少数股东对于新股发行的决策权。其积极功能表现在迫使控股股东向其他股东披露信息,赋予少数股东一定的谈判力量,但也有负面的效率减损。⁽¹⁰⁷⁾ 而日本法上无关联股东表决权回避的强制要求。不过,在日本法上,如果股东大会决议对控股股东进行新股发行,且控股股东行使了表决权的,当该决议构成显著不当的决议时,可以提起股东大会决议撤销之诉,撤销该决议。⁽¹⁰⁸⁾ 此外,日本法不限于新股发行,作为一般规则,就股东大会决议,若关联股东

⁽¹⁰³⁾ 具体参见〔日〕伊藤昌夫「有価証券上場規程等の一部改正の概要——「二〇〇八年度上場制度整備の対応について」に基づく改正——」商事法務1878号21頁(2009)。

⁽¹⁰⁴⁾ 《有价证券上市规则》(东京证券交易所)第432条、《有价证券上市规则施行规则》(东京证券交易所)第435条之2。但也有例外,即因资金周转急速恶化等原因,很难采取上述手续,并取得交易所认可的情形,不在此限。

⁽¹⁰⁵⁾ 《有价证券上市规则》(东京证券交易所)第402条第1项a、《有价证券上市规则》(东京证券交易所)第402条之2第2款第2项b。

⁽¹⁰⁶⁾ 朱慈蕴《公司法原理》,清华大学出版社2011年,第187页。

⁽¹⁰⁷⁾ 沈朝晖《上市公司私有化退市的“安全港”制度研究》,《法学家》2018年第4期,第75-76页。

⁽¹⁰⁸⁾ 《公司法》第831条第1款第3项。

行使表决权导致作出显著不当的决议时，都属于股东大会决议的撤销事由。实际上，日本法在1981年修改之前，也禁止有特别利害关系的关联股东就该决议行使表决权。因此，也可以说日本法在当时也存在关联股东表决权回避制度。但是，在股份公司中大额出资者持有相对大的发言权是理所当然的事情，并且表决权回避制度也可能导致正当内容的决议无法成立的情况^{〔109〕}，当时对一律剥夺关联股东表决权的这一制度批评较多。所以，1981年修改法律承认关联股东可以行使表决权，同时规定在事后可以上述事由提起股东大会决议的撤销之诉。通过事后救济——股东大会决议的撤销之诉来应对控股股东的利益冲突问题。

第三，在隶属策略方面，中日新股发行制度均使用事前的强制信息披露。不仅在公开发行，而且在非公开发行方面，中国法均强制要求上市公司新股发行时向市场进行大量的信息披露。日本法上，公开公司要在认购日期或者认购期间首日的2周以前将募集事项通知股东或者公告^{〔110〕}，这是公司法上的强制信息披露。但构成有利发行的要经股东大会的特别决议，无须通知或公告募集事项。理由是在股东大会上股东就可以了解募集事项的详细内容，股东大会的信息披露已经很充分。同样，关于非公开公司，也没有通知或公告募集事项的规定，应当在股东大会上披露募集事项并进行决议。此外，非公开公司中由于股东之间的关系紧密，股东是在了解相关情况的基础上进行股东大会决议的。^{〔111〕}最后，日本的金融商品交易法上有强制信息披露的规定。

第四，在限制代理人的法律策略方面，中日选用的规制工具存在较大差异。中国法对于新股发行侧重于事前的规制策略（实质审核和行政控制相组合的规制工具），侧重于公共执法，依赖行政权力去培育市场中介守门人；而在事后的标准策略（standard strategy）、新股发行事后的司法救济包括受信义务之诉，以及新股发行欺诈证券民事赔偿诉讼等方面较为薄弱，即私人执法弱。而日本法与其说用规则，不如说用标准和救济措施。简言之，日本法上的不公平新股发行和有利发行规制是十分重要的，“显著不公平”“特别有利的金额”等概念可以被归类为标准。因此，司法审查是法律策略的核心。另外，日本法上，对于不公平的新股发行以及未经股东大会决议的有利发行，事前的请求停止发行之诉是最重要的。新股发行生效之后，事后的争议手段主要是新股发行无效之诉。但为保护新股发行后的交易安全，一般对无效事由进行限缩解释，股东要想获得事后救济其障碍不小。理由是，如上所述，依据判例，不公平发行本身不属于无效事由，公开公司进行有利发行但未经股东大会决议的，也不属于无效事由。后文我们还会重点阐释该问题。

第五，适用于有限公司或封闭公司的优先认购权在中日公司法上均为选出机制。日本的非公开公司（封闭公司）的股东也享有优先认购权。^{〔112〕}在非公开公司中，配股是原则，增发则需要经过股东大会的特别决议。因为非公开公司可以在章程中规定：将配股的决策权授权给董事，但增发的决策权不能授权给董事，只能由股东大会决议。日本的非公开公司采用的选出机制。

第六，新股发行的最重要内容是公司融资，而由于如上规范层面的法律策略差异，中日新股发行在实践中发挥的功能有所差异。中国新股发行主要用于公司融资，其次是上市公司的重大资产重组。由于冗长的公司决策程序与来自监管部门的事前规制策略，新股发行难以适应敌意收购的攻防战。实务中，新股发行引入“白衣骑士”作为反收购措施还必须配合长达3-6个月的股票停牌。

〔109〕 同前注〔36〕，〔日〕江頭憲治郎书，368頁。

〔110〕 《公司法》第201条第3-4款。

〔111〕 同前注〔36〕，〔日〕江頭憲治郎书，761-764頁。

〔112〕 同前注〔36〕，〔日〕神田秀樹书，152頁。



与中国相比,日本的新股发行可以灵活运用在很多情形。当然,一般而言,公司融资、资本合作、公司并购等目的是最常见的情形。不过,在敌意收购等控制权争夺中,作为防御措施也用到了新股发行。当然,当作为防御措施进行新股发行的,常常会被提起请求停止发行之诉,因法院依据“主要目的规则”来判断是否构成不公平发行,故被法院裁定停止发行的较多。例如,2005 年东京高等法院裁定,公司法的原则是股东选任董事,如果某新股发行的主要目的是由董事来变更股东结构,则应当被禁止。所以,法院支持原告的请求,停止作为收购防御措施的新股预约权的发行。⁽¹¹³⁾ 最新的裁判动向是,当公司出于控制权争夺的状况下,仅依据董事会决议作出的新股发行(尤其是增发),原则上被推定为其主要目的是为了维持现经营层的控制权,从而被法院认定为应当停止发行。⁽¹¹⁴⁾ 在 2007 年日本最高法院的判例中,公司经过股东大会批准发行了新股预约权作为收购防御措施,法院否定原告的停止发行请求,该收购防御措施得以实际启动。⁽¹¹⁵⁾ 所以,在日本可以经过股东大会的决议发行新股预约权,以此作为收购防御措施。实际上,在 2007 年最高法院的判例中,作为收购防御措施的新股预约权已经发行,并且已启动。新股发行在日本得到了灵活与充分的运用。

(二) 阐释与启发 I: 股权结构与治理策略之间的关系再探讨

针对新股发行的代理成本,中国法与日本法的法律策略有显著差异。中国法在决策权策略方面使用较强的少数股东多数决。对于涉及公众投资者利益的新股发行,中国法的规制策略是重事前,轻事后,且新股发行的事前规制策略是组合使用强制信息披露(隶属策略)、实质审核(事前的标准策略)和行政控制(事前的规则策略),公共执法强,私人执法与司法事后救济相对弱。而日本法注重司法权的事后标准策略,事前策略主要依赖强制信息披露和事前的规则,与美国法较为一致。(见表 1a、表 1b)

表 1a 中国新股发行的法律策略集合

	约束代理人	隶属	激励一致	任免权	决策权
事前	强规制 (1) 事前的规则: 例如 有限公司的优先认购权; (2) 事前的标准	强规制	中等 (独立董事)	无特别规定*	中等 (大股东提议和决策; 持股 3% 的股东有提案权)
事后	弱	无特别规定	无特别规定	无特别规定	强 (MOM 条件)

表 1b 日本新股发行的法律策略集合

	约束代理人	隶属	激励一致	任免权	决策权
事前	弱 (规则: 授权资本)	弱	中等 (独立董事)	无特别规定	弱 (资本授权制)
事后	强规制 (标准: 请求停止发行之诉、 新股发行无效之诉等)	无特别规定	无特别规定	无特别规定	强 (股东大会决议撤销之诉)

注: *, “无特别规定”是指对新股发行没有特别的规则,适用少数股东权保护的一般规则。

(113) 东京高决平成 17 年 3 月 23 日判例時報 1899 号 56 頁。

(114) 同前注 [36], [日] 神田秀樹书, 161 頁。

(115) 最决平成 19 年 8 月 7 日民集 61 卷 5 号 2215 頁。

《解剖》认为，法律策略差异的解释因素首先是该法域的公司股权结构。世界上的公司股权结构被抽象为两类：集中与分散。前者多使用治理机制去控制代理成本；后者则多使用规制机制去控制代理成本。而我们认为，在股权结构与法律策略选择之间的关系方面，日本吻合《解剖》，而中国情况远比《解剖》所讲的线性关系要复杂。

截止至 2019 年 2 月，日本东京证券交易所的上市公司共有 3615 家。其中，存在控股股东的公司有 264 家，不存在控股股东的公司有 3351 家。^[116] 因此，日本上市公司股权结构的特征是分散型。日本法上的新股发行规制是以裁判制度为中心的，但由于股权结构是分散型，因股东（尤其是中小股东）对公司经营的“理性冷漠”，股东提起诉讼的动力一般都不足。中小股东起诉就新股发行进行争议的几乎没有；多是在敌意收购或公司内部争夺控制权时，由敌意收购人或者争夺控制权的股东来起诉。在股东的执行层面上有所不足。上文介绍的东京证券交易所规则等软法实际上发挥着重要的规制作用。日本最近进行了公司治理准则和公司法的修改，从政策上推进选任独立董事。这一改革动向并非是针对新股发行，但能够提高董事会的独立性，或许可以对不当条件的新股发行起到抑制作用。

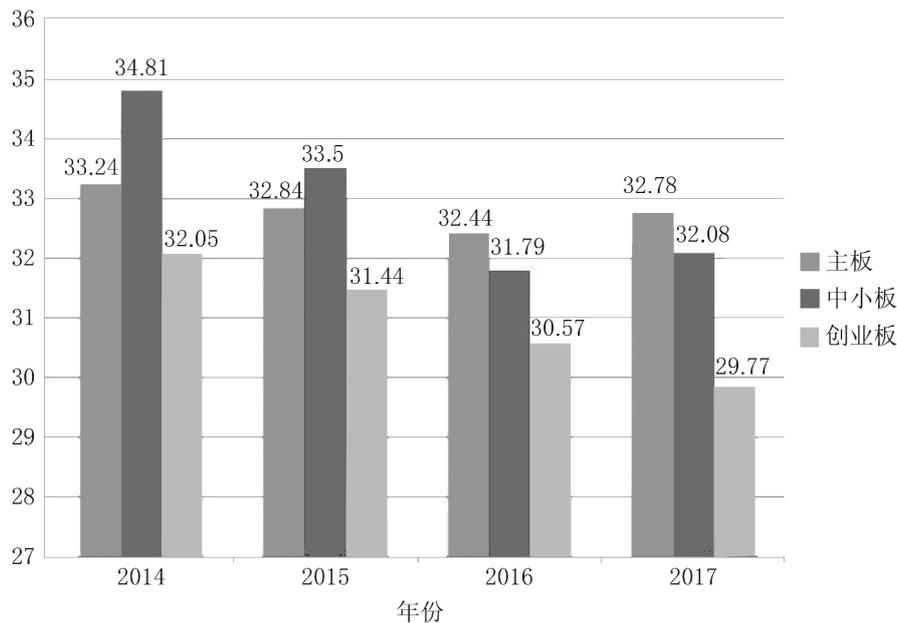
中国上市公司股权结构的真实状态复杂，仅仅用集中与分散这样的抽象语言无法表达清楚。以深交所上市公司为全样本的最新实证研究发现，股权集中的上市公司占据很大一部分，但“静悄悄的革命”是，股权分散的公司（例如被证监会认可的无实际控制人的上市公司）约占 30 - 40%，形成一定规模。近年来上市公司敌意收购的兴起与这个是有关系的。从平均数来看，主板第一大股东平均持股比例为 32.78%，中小板和创业板分别为 32.08% 和 29.77%。以国际上通行的持股 25% 以上作为控股标准，67.6% 的深交所主板公司、62.02% 的中小板公司和 61.43% 的创业板公司存在着单一控股股东。这意味着，深交所主板上市公司超过 30%、中小板与创业板接近 40% 的的上市公司是不存在单一控股股东的（持股超过 25%）。而且，有 7.54% 的中小板公司和 3.88% 的创业板公司没有实际控制人，深市主板也有 3.66% 的上市公司没有实际控制人。（表 2）值得注意的是，深交所上市公司第一大股东持股比例平均值是逐年下降的。（图 2）

表 2 深交所上市公司的股权结构（2017）

		国有控股	民营控股				
			单一自然人	家族	创业团队或多人	投资机构或法人	无实际控制人
主板	家数	266	124	22	6	11	35
	占比(%)	57.33	26.72	4.74	1.29	2.37	7.54
中小板	家数	128	451	222	65	2	35
	占比(%)	14.17	49.94	24.58	7.20	0.22	3.88
创业板	家数	32	364	176	111	1	26
	占比(%)	4.51	51.27	24.79	15.63	0.14	3.66

来源：曾斌《上市公司治理与收购防御问题》，深交所工作论文，2018 年 12 月。

[116] 数据来源于东京证券交易所主页：<https://www.jpx.co.jp/listing/cg-search/index.html>。



来源：曾斌：《上市公司治理与收购防御问题》，深交所工作论文，2018年12月。

图2 深交所上市公司第一大股东持股比例 (%) 平均值逐年下降 (2014 - 2017)

中国上市公司股权结构呈现的混合化、多元化和集中向分散演变趋势的状态，使得《解剖》在引入股权结构这个解释因素时显得苍白。新兴转轨市场的上市公司股权结构不能简单地被抽象为集中模式，而是在集中与分散之间呈现一个连续的光谱。而且，股权集中度在集中与分散之间呈现一个由集中趋向分散的变化趋势，这个趋势在民营企业较多的中小企业板和创业板较为明显。股权聚集混合化、多元化的结构，不是简单的采用单一法律策略。这就是中国法同时采用强规制策略和强治理策略的原因，“眉毛胡子一把抓”。股权从集中走向分散的原因可能是随着上市公司不断地发行新股再融资，控股股东的股权不断被稀释，而又没有差异化表决权去缓解控制权与公司融资之间的张力，导致上市公司不发行新股再融资会陷入经营困境，而发行新股又会导致股权结构分散化的必然局面。上市公司股权结构的多元化、混搭性、变化性、不稳定性，都使得很难去甄别判断代理成本的单一策略的法律效果。《解剖》所谓的股权结构与治理策略之间的直线或线性关系的解释也不够丰满。我们同意 Skeel 所言，《解剖》长于“如何” (how)，短于解释“为什么” (why)。^[17]

(三) 阐释与启发 II：中日新股发行的规制策略选择

在规制策略和规制工具的选择上，中国法针对新股发行侧重于事前的规则与标准，公共执行力量强大，且选用的规制工具不仅是信息披露，在实践中发挥主要作用的是实质审核与行政控制的组合。日本法的事前规制主要是指在金融商品交易法的发行披露规制中金融厅有审查权限。但该审查只不过是审查有无虚假陈述、是否合法地交付或提交招股说明书和有价值证券备案书等材料。在日本的事前规制中，不会就新股发行条件的正当性等涉及经营判断的实质进行审查。日本法明显地有重视司法救济这一事后规制的倾向。该倾向不仅仅限于新股发行，可以说在公司法的很多规定中都有重视事后规制的倾向。其背景或许是对法院有着较高的信赖程度。

[17] 同前注 [3]，David A. Jr. Skeel 文，第 1543 页。

但在新股发行的请求停止之诉或申请诉前保全的案件中，法院不得不在新股发行生效之前作出判断，否则该新股发行就实施了，存在时间上的制约。在是否构成不公平发行中使用的“主要目的规则”，其判断标准依据事实上的认定，能否以此为理由来请求停止新股发行存在着不确定性，这让当事人缺乏预测的可能性。一旦新股发行开始实施，关于新股发行无效之诉的无效事由的解释，在新股发行瑕疵的重大性与交易安全保护之间进行利益衡量，故一般倾向于限缩解释。日本法的事后规制也决非完美无瑕。假设在立法论上，日本要引进事前规制，我们可以来做一个思想实验，看看会产生怎样后果。比如，第一个疑问就是是否有负责审查的合适机构。如果创设一个新的机构，在进行审查时也要花费一定的时间。但是这样做的成本就是会对融资的灵活性产生影响，无法最大限度地运用新股发行的效用。公司通常会通过新股发行获得资金并在经营中使用，如果都对其进行事前规制，可能导致产生过高的成本。理论上，如果绝大多数新股发行都存在瑕疵，而由于股东的“理性冷漠”影响到法律在执行层面的效果，由此断定引进事前规制的效益大于其成本，则是可以引进的；但根据日本的现状来看还不能得出这一结论。

根据《解剖》，法律策略选择的第二个影响因素是执法机构的属性与成熟度。⁽¹¹⁸⁾以日本为镜，中国法在新股发行问题上的规制策略和规制工具选择，与执法机构（行政权与司法权）的比较优势、属性与成熟度有关系。

1. 难以被控制的代理人：代理人的特殊性

中国公司新股发行的代理人身份较为特殊。以上市公司为例，代理人的构成混合了中央政府部门、地方政府部门和私有经济。在深交所的上市公司中，57.33%的主板公司、14.17%的中小板公司和4.51%的创业板公司属于国有控股。⁽¹¹⁹⁾国有股和非国有股控股的上市公司各约占据半壁江山。在前者，代理人是各级地方政府或者中央政府部门；在后者，代理人是民营企业家。这两类代理人在新股发行时诱发的代理成本问题有所差异。对于国有股公司，新股发行的代理成本控制是指如何控制具有不同行政级别与政治身份的国有股东。⁽¹²⁰⁾地方性的国有股东想通过新股发行从全国的资本市场圈钱，将成本从地方转嫁给全国和中央，具有负外部性。对于非国有股公司，新股发行的代理成本表现为如何控制“融资饥渴症”的民营控股股东通过新股发行大量融资圈钱，破坏市场。这两类代理人在目前的法律约束中均是失控的。

2. 司法权的标准策略的失效

一个独立、高效、富有商事审判经验的司法机构对于该国选择何种法律策略至关重要。对于那些具有政治身份的代理人，司法权难以约束。中国的司法机构在面临股票市场包括新股发行带来的代理问题时，回应能力是欠缺与孱弱的。《解剖》和日本法中的通过司法权的事后司法审查去限制代理人，同时产生事前规制的效果。该路径在中国的语境下是失效的。司法权在新股发行欺诈的事后司法救济方面的畏缩、回应与表现堪忧。⁽¹²¹⁾2002年司法权在舆论和党中央领导的双重压力下，被迫为投资者提供事后的司法救济，建立《解剖》的事后标准策略，却追加上司法受理的前置程序。⁽¹²²⁾如果说前置程序仍有证据发现和事实调查的积极功能，司法权随后

(118) 同前注〔4〕，Reinier Kraakman 等书，第46页。

(119) 曾斌《上市公司治理与收购防御问题》，深交所工作论文，2018年12月。

(120) 彭冰《中央和地方关系中的上市公司治理》，《北京大学学报（哲学社会科学版）》2008年第6期，第75页。

(121) 李国光《我的大法官之路》，人民法院出版社2015年，第314-315页。

(122) 同上注，第322页。



在程序上为新股发行欺诈的民事赔偿救济树立了诸多程序障碍，为原告和被告均制造成本，导致私人执法和司法权的事后标准策略退缩到最小空间，备受证券法学界与实务届批评。这似乎验证了一般性的理论：在发展中国家，司法体制不足以有效地保护财产权。⁽¹²³⁾

3. “行政替代司法”：国家权力、国家控制与资本主义多样性

弱司法下，新股发行只会演变为掠夺性的圈钱，少数股东缺少有效的救济渠道。难题在那，“只能解决，创造性地解决”。⁽¹²⁴⁾从“治水社会”的路径依赖上看⁽¹²⁵⁾，中国具有使用高度集中的行政权去解决问题与发展经济的惯性。如果司法权不独立、高效与有效地为新股发行提供事后的救济，则国家政权体制中的行政权就会延伸自身的辖界，圈定地盘。事实上，中国证券监管机构在事前和事后全面介入受《证券法》所调整的新股发行。

第一，在事前，行政权（证券监管部门）不仅采用事前的规则策略，或者仅仅依靠隶属策略中的强制信息披露，而更表现为实质审核、行政控制。仅仅是前者，难以控制已经失控的代理人在股票市场疯狂圈钱，必须依靠后者。此外，新兴转轨市场具有价格波动性大、风险易传染等特点。新股发行不仅制造《解剖》所关注的公司内部代理成本，还会给新兴转轨市场整体带来较大冲击。新股发行对市场的这种“负外部性”冲击是治理策略或者强制信息披露的隶属策略难以控制的。这就是中国证券法对上市公司非公开发行股票实行实质审核和行政控制的原因。对非公开发行实行核准制是违背证券法基础理论的。但中国2017年之前，非公开发行的监管宽松，定价时点选择多，发行失败风险小⁽¹²⁶⁾，非公开发行成为上市公司再融资的首选。上市公司非公开发行股票融资的规模超过首发，对市场形成较大冲击。2017年之后，证券监管部门加强非公开发行的事前审核监管和行政控制，控制非公开发行的融资规模和募集资金的合理性，这有利于股票市场稳定与发展。

第二，在事后，行政权（证券监管部门）不仅对于新股发行欺诈处以事后的行政责任，而且介入新股发行的民事赔偿诉讼（这本是司法权的辖界）。比如，在民事赔偿方面，行政权在自己的行政系统和监管范围内发展“先行赔付”的制度⁽¹²⁷⁾，以之部分替代甚至全部替代司法权。

在控制新股发行代理成本的问题上，在保护新股认购投资者的过程中，行政权的边界得以扩张与蔓延，司法权体制的作用与辖界继续萎缩，行政权呈现“内卷化”（involution）的强大趋势⁽¹²⁸⁾，“行政替代司法”的特征愈发明显，行政权内部还建立与形成准司法化的部门和特征⁽¹²⁹⁾，新股发行的代理成本治理呈现“治水社会”制度模式与逻辑。行政权在事前和事后两方面深度介入与解决新股发行的代理成本问题。这不仅表现在新股发行，而且在公司治理其他重要方面都有非常突出的表现，例如独立董事受信义务的公共执行。行政权和司法权的制度互补性较弱。

(123) 同前注〔3〕，David A. Jr. Skeel文，第1572页。

(124) 苏力《大国宪制》，北京大学出版社2018年，“序言”第2页。

(125) 〔美〕卡尔·A. 魏特夫《东方专制主义：对于极权力量的比较研究》，徐式谷等译，中国社会科学出版社1989年，第42-74、97-122、126-132页；苏力《大国宪制》，北京大学出版社2018年，第315-321页。

(126) 马婧妤《再融资新政出炉，剑指过度融资发行套利》，《上海证券报》2017年2月18日，第1版。

(127) 中国证监会发明的保荐人先行赔付制度区别于美国的公平基金，参见郭雳《证券执法中的公共补偿》，《清华法学》2018年第6期，第71-72页。

(128) 〔美〕杜赞奇《文化、权力与国家》，王福明译，江苏人民出版社2008年，第180-205、215-217页。

(129) 汤欣《证券监管执法体制机制的改革与发展：是否应当准司法化》，工作论文2018年9月。

比较政治经济学中的资本主义多样性 (Varieties of Capitalism, VoC) 理论把中国这种金融体制与资本市场监管概括为“国家控制”模式。⁽¹³⁰⁾ 中国证券监管所采用的实质审核与行政控制等规制工具, 对应的是 VoC 所说的国家控制与国家权力的金融模式。该理论揭示, 市场经济有协调市场经济和自由市场经济, 而《解剖》所关注的强制信息披露更多地是后者采用的规制工具, 而在前者, 除了强制信息披露, 国家权力和国家控制 (表现为新股发行的实质审核与行政控制) 发挥着真实的功能。

用《解剖》的语言来说, 实质审核是事前的标准策略, 行政控制是事前的规则策略。《解剖》的局限性在于只考虑事前的规则策略, 而忽视了新兴转轨市场新股发行规制策略中大量与深入使用的事前标准策略。事前的标准策略赋予监管者自由裁量权, 例如, 新股公开发行的三大事前标准 (健全且运行良好的组织机构、持续盈利能力、无重大违法)。如果说强制信息披露代表了自由市场经济中的规制工具, 那么, 实质审核与行政控制在某种程度上是适应新兴转轨市场的特征, 例如失控的代理人。至少它是一个客观存在的重大现象。而比较政治经济学界已敏锐与深入地进行了研究, 并形成亚洲 VoC 的学术脉络。《解剖》视野只局限在发达自由市场经济的规制工具——强制信息披露⁽¹³¹⁾, 忽视 VoC 视野中的国家控制与国家权力模式——在法学上表现为实质审核和行政控制。《解剖》以为执法者在事前采取的必然是规则策略, 在事后采取的必然是标准策略——这在自由市场经济中也许是这样的分配模式, 但新兴转轨市场在事前采取的除了规则策略, 还有发挥主要作用的标准策略。《解剖》所偏重的强制信息披露在新兴转轨市场反而效果不彰。(图 3)

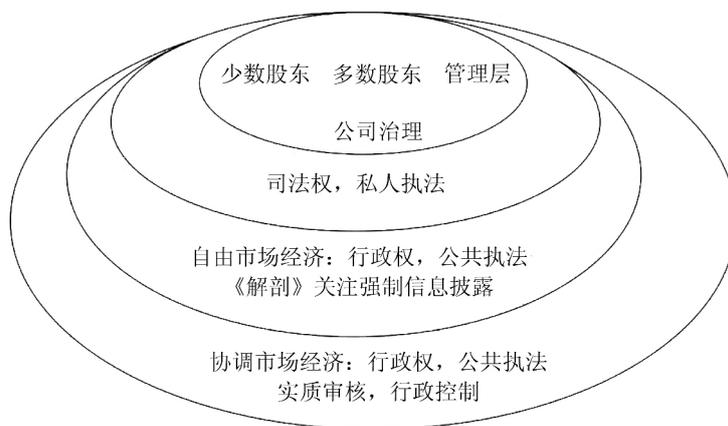


图 3 《解剖》盲区

五、结论：镜鉴、进化与蕴意

英国人说, “如果你不认识新的国家, 你就不认识英国。” 自王保树教授与神田秀树教授开创中日公司法制研讨会以来, 迄今已进行十个回合。在每一回合的问答与切磋中, 我们既认识

(130) Richard Caley, *Political Hierarchy and Finance: The Politics of China's Financial Development*, in Andrew Walter & Xiaoke Zhang, eds., *EAST ASIAN CAPITALISM DIVERSITY CONTINUITY AND CHANGE* (Oxford University Press, 2012).

(131) 同前注 [4], Reinier Kraakman 等书, 第 243 - 263 页。



一衣带水的对方，又加深对自身的内省。我们希望本文得以再现第八回合的研讨智识成果。中国可以学习日本法的地方太多，仅从新股发行这个小孔可窥见中国公司法的制度短板。^①公司资本制度亟待进化与引入授权资本制度。对于授权资本制的负面效果，则可以区分公司类型（有限公司和股份公司一体化之后，再区分非公开公司和公开公司）适用授权资本制度，四倍限制可作为对授权资本制的限制。^②③司法机构的独立性、高效和成熟程度是国家公平正义体制的基石。只有一个能够有效保护少数股东权利的司法体制以执行相关的标准，才能建立起新股发行的停止请求权、以显然不公正方法进行之新股发行等公司制度，赋予私人执法以力量。同时才能让中国公司法在整体上从事前的规制、审查、限制向事后的司法裁量进化^③，从而在新股发行的法律策略和制度范式上，从发展型国家向监管型国家转型。

日本法能够向中国法学习的地方也很多。尤其是相对于事前规制，日本公司法有更重视事后监督的倾向，其实有必要不断地验证事前和事后的功能划分能否起到合适的效果，这一点是通过学习中国法得到的再思考。例如，日本的敌意收购防御措施，最终的效力认定和争议解决是由法院来认定的，但关于收购防御措施，日本的经济产业省和法务省这样的行政机关在2005年曾公布过《关于确保或提升企业价值、股东利益的收购防御措施指南》，虽然没有法律约束力，但实际影响力很大。^④这个指南只是阐述一般原则的文件，并非行政机关就个案进行审查。但行政机关以如此缓和的方式进行介入是否合适，这在日本公司法上尚未充分建立起理论上和体系上的地位，会是今后的一个课题。此外，除新股发行外，金融厅（行政机关）也在制定像《尽职管理准则》（Stewardship Code）和《公司治理准则》这样的“遵守或解释”型软法，在公司治理改革中发挥着很大作用。这一趋势如果在公司法学的理论中如何找到合适的位置，也是尚待解决的课题。虽然目前在日本还只是停留在无法律约束力的一般原则上，形式也比较松散，但行政机关的存在感的确是在不断地提升。一直以来，公司的利害关系人是指股东、经营者、债权人和员工这四者，今后日本也有必要将政府（行政）纳入这一框架之内进行分析。^⑤

日本代表发达自由资本市场，而中国是协调市场经济体制中的新兴转轨资本市场。通过比较中日两类市场中的新股发行公司治理问题，对《解剖》有两点启示。其一，中国上市公司混合了股权集中、股权分散和没有实际控制人的股权聚集度多元化公司，呈现从集中向分散演变的趋势，《解剖》所谓的股权结构与治理策略之间的直线或线性模型的解释力显得苍白。其二，中国新股发行的事前规制策略不仅采取强制信息披露，而且还有实质审核与行政控制，《解剖》应增加讨论限制代理人的事前的标准策略与多样化的规制工具，才能妥当地适应与解释资本主义多样性。

^{①②}〔日〕神田秀树《公司法的精神》，朱大明译，法律出版社2016年，第118-119页。

^③邓峰《代议制的公司》，北京大学出版社2015年，第62页。

^④同前注〔36〕，〔日〕神田秀树书，174页。

^⑤日本有学者已经就此开始尝试，参见〔日〕宍户善一「企業における動機付け交渉と法制度の役割」宍户善一編著『「企業法」改革の論理——インセンティブ? システムの制度設計』（日本経済新聞出版社、2011）1頁。