

上市公司章程引入仲裁条款的美国实践与本土进路

赵轶君

(上海证券交易所监管执行部, 上海 200120)

摘要: 在美国公司治理领域, 上市公司章程引入仲裁条款, 要求股东将其基于股东权利与公司及董事、高管等产生的纠纷提交仲裁个别解决的行为, 主要面临着是否存在基于合意的有效仲裁协议、是否违反公司法和证券法强制性规范以及是否违背某些公共政策目标等三方面争议。分析美国围绕上述问题的市场及监管实践中呈现的法律和政策逻辑, 结合我国资本市场实际, 本文提出, 通过章程仲裁条款在机构投资者与上市公司间引入仲裁机制是完善我国资本市场纠纷多元化解机制值得探索的方向。

关键词: 上市公司; 章程仲裁条款; 机构投资者; 纠纷多元化解机制

Abstract: The mandatory arbitration charter/bylaw of listed companies stipulates that shareholders shall submit their disputes with companies, directors, and executives to arbitration forum, respectively. This is a controversial topic in the field of corporate governance in the United States. The listed company adopting the mandatory arbitration charter/bylaw faces three challenges: first, whether there is a valid arbitration agreement based on mutual consent; second, whether it violates the mandatory norms of the corporate law and the securities law; third, whether it violates certain public policy objectives. In light of the legal and policy logics embodied in relevant US practices and controversies as well as the current situation of the Chinese capital market, introducing an arbitration mechanism between institutional investors and listed companies through charter arbitration clauses to improve the multiple dispute resolution mechanism in the capital market is a direction worth exploring.

Key words: listed companies, arbitration charter/bylaw, institutional investors, multiple dispute resolution mechanism

作者简介: 赵轶君, 任职于上海证券交易所监管执行部, 研究方向: 证券法。

中图分类号: D922.287 **文献标识码:** A

一、前言

近年来, 随着国内外经济环境变化和资本市场深度调整, A股上市公司信息披露和公司治理乱象频发, 受损投资者司法维权路径不畅的问题日益凸显。因此, 我国加快了对证券期货纠纷多元化解机制的全面探索。仲裁具有程序简易、高效便捷、专业性强等优势, 也早有学者呼吁将其引入证券纠纷化解机制。¹但仲裁的前提是纠纷双方合意达成有效的仲裁协议, 而上市公司及其董监高、控股股东、实际控制人不可能在事前与众多不断变化的外部投资者逐一签订仲裁协议, 双方在争议产生后

则难以达成仲裁协议。对此, 一种可能的解决方法是将仲裁条款载入上市公司章程, 从而对投资者与上市公司及其董监高、控股股东与实际控制人产生约束力。国务院证券委、国家体改委1994年制定的《到境外上市公司章程必备条款》(以下简称《必备条款》)第163条即为范例。根据该条规定, 到香港上市境内公司的外资股股东与公司及其董监高、内资股股东之间基于《公司法》、公司章程规定的权利义务产生纠纷的, 当事人应当将争议提交中国国际经济贸易仲裁委员会或香港国际仲裁中心仲裁解决, 仲裁适用中国法律, 且具有终局性, 对各方产生约束力。实践中A股市场上A+H上市公司章程均

“复制”此条款。

《必备条款》第163条是我国证券监管者在上世纪90年代初证券法制建设蹒跚起步的背景下，为打消香港投资者对境内投资者保护制度和司法公正的疑虑而做出的政策选择。然而，有学者批评该条款违背仲裁自愿原则，超越了证券监管部门的立法权限。²市场专业人士则指出其在现实中难以操作，处于尴尬的“休眠状态”。³因此，分析上市公司章程仲裁条款的适用条件与利弊得失，对于推动我国资本市场纠纷多元化化解机制建设仍具有现实意义。

在上市公司章程中加入仲裁条款，将股东与公司及其董监高、控股股东、实控人之间产生的争议交由仲裁裁决，会带来如下理论与实践问题：一是此等条款是否为基于合意的有效仲裁协议？二是此等条款是否违反公司法、证券法中某些强制性规定？三是此等条款是否违背某些公共政策目标？这些问题在过去三十年中引发美国法院、证券监管者、行业人士和学界的关注与争议。本文围绕以上问题，介绍并分析美国相关实践与争议及其中体现的法理与政策逻辑，在此基础上结合我国资本市场实际，讨论上市公司引入章程仲裁条款的本土可能性与障碍，并简析优化应用的现实路径。

二、上市公司章程仲裁条款是否为基于合意的有效仲裁协议？

特拉华州(美国多数上市公司注册地)为代表的美国各州判例法普遍将章程视作公司与股东之间的契约，但与传统的商业契约相比，上市公司章程具有特殊性。传统的商业契约(甚至包括封闭公司的章程)多为各方个别协商的结果，体现了各方合意。然而，上市公司章程往往由董事会等内部人创制、股东大会表决通过。《特拉华州普通公司法》(以下简称DGCL)第109(a)条为代表的州公司法甚至规定，公司可在章程大纲(certification of incorporation)中授予董事会单方修改章程细则(bylaw)的权力。实践中，众多外部股东对章程内容不了解也不关心，不会主动参与修改章程的表决，也难以就其内容与管理层协商谈判。如果董事会不经股东表决直接将仲裁条款加入章程细则，外部股东更是只能处于被动接受的地位。事实上，即便是倡导章程仲裁条款的美国

学者，也习惯于将其称为“强制仲裁条款”(mandatory arbitration provision)，足见此类条款事实上可能对外部股东形成强制性。⁴鉴于此，当股东不知悉或反对仲裁条款，或者仲裁条款被董事会单方加入公司章程细则而未经股东表决时，双方合意是否存在？此时的章程条款是否为有效仲裁协议？上述问题属于以特拉华州为代表的美国各州公司法的规制范围，而各州司法判例给出了基本肯定的回答。

2013年的Boilermakers案中，原告股东质疑被告Chevron公司董事会单方在章程细则中加入与仲裁条款类似的协议管辖条款(forum selection clause，即要求股东对公司及其董事、高管的诉讼均在特拉华州法院进行)之效力。时任大法官Leo Strine认为股东同意了由DGCL和章程大纲创设的契约框架，该框架明确认可股东应受董事会单方修改的章程细则约束。⁵基于特拉华州公司法的影响力，“契约框架”理论被马里兰州法院在次年的Katz案判决中所援引。2014年，美国马里兰州法院就原告股东Katz与被告Commonwealth REIT(以下简称Commonwealth)关于被告章程细则中仲裁条款效力的争议作出判决，确认该条款有效，驳回了原告的起诉。需要说明的是，Commonwealth并非上市股份公司，而是一只上市房地产投资信托(REIT)，但其具有独立法律人格、股东有限责任、股份自由流通、董事会集中管理信托运营、股东会仅就特定事项享有表决权等法律特征⁶，与上市股份公司具有高度同质性。该案中，原告Katz为普通投资者，以Commonwealth董事会违反其信义义务为由向其注册地马里兰州地方法院提起诉讼。Commonwealth主张其信托章程(bylaw)规定“任何由信托股东或其代表所提起的诉请……应依一方请求交付仲裁”，故本案应交付仲裁，法院应驳回原告请求。对此，Katz一方主张Commonwealth董事会修改此章程条款未经股东表决，且绝大多数公众股东难以得知股份证明上所记载之章程事项，因此双方并未达成仲裁合意，本案仍应由法院审理。对此，法院认为股东购股即表明其同意了一项契约框架(contractual framework)，该框架明确认可股东应受董事会依据《马里兰州房地产投资信托法》单方修改的章程约束。相应地，股东购股即意味着其对于章程仲裁条款的有效性及其所购股份受该条款约束具有推定知悉(constructive knowledge)。因

此，法院认定双方就此章程仲裁条款已达成合意。⁷

综上，在目前可见的有限判例中，特拉华州与马里兰州法院均认可董事会单方加入章程的仲裁条款(或类似的协议管辖条款)是基于双方合意的有效仲裁/管辖协议。正如台湾地区学者观察，“美国案例法对于仲裁条款之双方合意并不建立在对于公司章程中仲裁条款个别字句的认识与承诺，而是广泛地建立在对于公司章程运作框架的整体认识与承诺。”⁸这些判例生动体现了公司契约主义理论(contractarian theory)对美国公司法的影响：公司被视为一种“合同集束”(nexus of contract)，章程只不过是规范作为资本提供者的股东与公司及其董事、高管之间权利义务的一份契约，而契约当事方可以自由约定争议解决方式。⁹然而，在股权分散且流动的上市公司，作为仲裁协议核心要素的合意某种程度上只是出于裁判者的拟制，前述“契约框架”理论即为典例。¹⁰根据该理论，股东与公司并非就个别章程条款的具体内容达成合意，而是就公司章程整体运作框架这一富有弹性的“契约框架”达成了合意。股东购买股份即意味着其知悉并认可董事会在“契约框架”下采取的行动，包括董事会根据法律和章程大纲的规定单方制定的章程细则。在笔者看来，这一理论固然逻辑精巧，但无法改变多数外部股东只能被动接受管理层制定仲裁条款的现实，而“拟制合意”的背后则是美国法院对董事会在公司治理中权威的再次确认。

三、上市公司章程仲裁条款是否违反 公司法和证券法的强制性规定？

基于上文分析，本节将继续讨论以下问题：第一，章程仲裁条款是否违反公司法的强制性规定？申言之，上市公司股东与公司及其董事、高管和控制人之间的任何纠纷是否都可以根据章程条款提请仲裁，特别是章程条款如果规定证券欺诈纠纷须提交仲裁，是否违反公司法对公司章程规制范围的限制？第二，如果章程条款规定证券欺诈纠纷须提交仲裁解决，其是否违反证券法的强制性规定？申言之，证券法基于投资者保护的公共政策目标而创设的民事诉权是否具有可仲裁性？

(一)公司法视角：“内部事务原则”对章程仲裁条款可管辖纠纷类型的限制

如果一家上市公司在其章程中加入仲裁条款，其股东与公司及其董事、高管和控制人之间任何类型的纠纷是否都必须根据章程条款提请仲裁？美国法院未曾直接审理章程仲裁条款可管辖纠纷范围相关的争议，但特拉华州关于公司章程中协议管辖条款效力的判例则从侧面回答了这一问题。

2013年，特拉华州衡平法院在前述Boilermakers案判决中阐述了限制公司章程规制范围的“内部事务原则”(internal affair doctrine)。具体而言，公司章程只能约束股东根据公司章程和州公司法、基于股东权利提出的“内部诉请”(internal claim)，而不能约束与公司内部事务无关的“外部诉请”(external claim)。判决列举了两者的典例：前者包括股东因董事等主体违反州公司法中诚信义务而提起的派生诉讼，后者则包括股东因在公司办公场所受伤对公司提起的侵权之诉，以及因商业合同纠纷对公司提起的违约之诉。¹¹由于被告Chevron公司章程中协议管辖条款约束的纠纷类型恰好是法院认定的典型“内部诉请”(基于特拉华州公司法的股东派生诉讼等)，其效力得到了法院的确认。

特拉华州两级法院在2018—2020年间对Sciabacucchi v. Salzberg案的审理进一步明确了内外部诉请的界分。该案中，被告Blue Apron等公司在章程中加入协议管辖条款，规定股东根据《1933年证券法》第11条提起的证券欺诈诉讼须在地区联邦法院进行，而不得在州法院，特拉华州衡平法院根据Boilermakers案确立的原则否定了协议管辖条款的效力。法院认为，联邦证券法创设证券欺诈诉权是为了保障投资者买卖证券时的知情权，这一诉权并非源于投资者作为公司股东的股东权利，而是立法者为实现公共政策目标而创设，因此属于公司章程无权规制的“外部诉请”。承销商等公司外主体可作为证券欺诈诉讼被告，已出售股票的投资者仍有权提起证券欺诈诉讼，足以证明证券欺诈诉讼的“外部性”。¹²章程仲裁条款的批评者据此认为，如果公司章程条款规定证券欺诈纠纷须提交仲裁解决，则会因违反“内部事务原则”而被认定为无效。然而，以斯坦福大学Joseph A. Grundfest教授为代表的异议者认为，股票交易行为开启或终结了公司与股东的权利义务关系，与一般的侵权或违约行为有本质区别，应当属于公司章程可规制的“内

部事务”¹³，被告公司随后向特拉华州最高法院上诉。2020年3月，特拉华州最高法院推翻了衡平法院判决，证券欺诈纠纷并非公司章程不得约束的“外部争议”，衡平法院对“内部事务”范围的解读过于狭窄。¹⁴

由此可见，特拉华州的系列判例原则上确立了“内部事务原则”以限制公司章程的规制范围，但其内涵仍颇具解释空间。公司章程条款可管辖的争议范围无疑应有限制，碰巧在公司摔伤的股东只能依照公司章程规定与公司仲裁或在某一特定法院起诉公司显然不合情理。然而，基于证券法的民事诉权是否可受公司章程约束则处于“灰色地带”。特拉华州两级法院在Sciabacucchi案上的反复凸显了这一问题的复杂性，而该州最高法院最终的判决则为公司章程规定证券欺诈争议的解决方式开启了可能性。需要注意的是，在诉讼律师等利益集团推动下，DGCL于2015年增加第115条，规定若特拉华州公司章程条款令该州法院丧失对公司内部争议的管辖权，则该条款无效，这也为特拉华州上市公司章程能否加入仲裁条款增加了不确定性。不过，类似DGCL第115条的规定并非存在于所有州的成文公司法中，且相关争议若被诉诸司法，仲裁条款的效力也可能因联邦最高法院确立的联邦仲裁法优先于州法原则而得到认可。因此，在获得确定的司法判决前，规定证券欺诈纠纷须提交仲裁的公司章程条款是否违反公司法强制性规范在美国仍是一个开放问题，很大程度上将取决于法院对证券欺诈纠纷可仲裁性的判断。

(二) 证券法视角：证券欺诈纠纷的可仲裁性

美国联邦最高法院在1987年和1989年的Shearson/American Express, Inc. v. McMahon¹⁵与Rodriguez de Quijas v. Shearson/American Express, Inc.¹⁶两案判决中认为，证券经纪商与投资者在服务合同中关于依据《1933年证券法》第12(2)条和《1934年证券交易法》第10(b)条(也是针对发行人证券欺诈诉讼的常见法律依据)产生的民事争议须提交仲裁的事先约定，因不影响投资者的实体法律权利而有效。由此可见，美国联邦最高法院认为，基于联邦证券法律的证券欺诈纠纷具有可仲裁性，证券仲裁也成为美国证券行业常见的纠纷解决方式。¹⁷

在证券以外的消费者保护、反垄断等领域，美国联邦最高法院也秉持亲仲裁立场。在2011年的AT&T

Mobility LLC v. Concepcion¹⁸和2013年的American Express Co. v. Italian Colors Restaurant¹⁹两案中，美国联邦最高法院认为《联邦仲裁法》应优先于州法或其他联邦法律得到适用，当事方事先约定仲裁条款的效力应尽可能得到维持，集团诉讼可以通过事先约定的仲裁条款被排除。基于以上判例，美国公司法学者Stephen Bainbridge教授认为，如果一家采用章程仲裁条款的发行人起诉反对此条款的SEC，联邦最高法院“几乎肯定”会让SEC败诉。²⁰

综上，上市公司章程仲裁条款是否违反法律强制性规定在美国仍是一个开放性问题。结合特拉华州最高法院判例，公司章程可约束的争议范围受“内部事务原则”的约束，而常见的因证券欺诈以及公司内部人违背信义义务所产生的纠纷均属于公司章程可约束的“内部争议”。虽然部分州制定法的规定给上市公司章程能否加入仲裁条款带来不确定性，但联邦最高法院一贯支持仲裁(包括证券欺诈纠纷仲裁)、坚持联邦仲裁法应优先于州法适用的立场，也将影响司法者的裁判乃至章程仲裁条款的最终命运。

四、章程仲裁条款的采用是否违背公共政策目标？

如前所述，上市公司章程仲裁条款的合法性在美国至少是一个开放性问题。然而，美国本土上市公司采用章程仲裁条款的情形并不如理论预期²¹，部分上市公司甚至拒绝将要求加入章程仲裁条款的股东提案提交表决。这源自美国证监会(SEC)长期以来对上市公司章程采用仲裁条款是否违背公共政策目标的疑虑，以及不同市场主体出于不同利益和政策考虑对此类条款的反弹。

(一) SEC的态度变化：从反对到中立搁置

SEC对上市公司章程中可否加入仲裁条款并无正式规制。但自上世纪90年代以来，其公司融资部员工对上市公司章程中加入仲裁条款始终持怀疑态度，认为章程仲裁条款违反了《1933年证券法》第14条与《1934年证券交易法》第29(a)条关于“规避法律条款”²²的规定，不利于保护公众投资者，一些IPO发行人因此放弃了原本采用的章程仲裁条款。²³

然而，进入“去管制”(deregulation)的特朗普时代后，SEC的态度也开始出现微妙变化。2019年，一只名为Doris Behr 2012 Irrevocable Trust的信托向医药护理品巨头

强生公司提交股东提案，要求强生公司董事会修改公司章程细则(bylaw)，规定股东与公司及其董事、高管、控制人之间在联邦证券法律下买卖公司证券的纠纷须交付仲裁裁决，且仲裁不得以集团或合并形式提出。²⁴强生公司拒绝将该提案加入代理投票权征集材料供股东表决，并向SEC申请不行动函(no-action letter)以寻求其承认此举合法性。SEC公司融资部最终发出了不行动函，但其理由则是新泽西州总检察长(Attorney General)致函SEC，认为章程仲裁条款违反新泽西州法。SEC公司融资部特别声明其不行动函仅出于对总检察长司法权威的尊重，并不代表SEC对章程仲裁条款是否违反州法或联邦证券法律做出任何判断。²⁵随后，SEC主席Clayton声明支持公司融资部的立场，并表示SEC不急于解决这一问题，法院是各方寻求答案更适合的场所。²⁶可见，SEC对章程仲裁条款的态度经历了由反对到基本中立搁置的转变。

此外，SEC对境外发行人章程中的仲裁条款较为宽容，荷兰皇家壳牌、中国石化等章程中含有仲裁条款的知名境外大型公司均通过发行美国存托凭证(ADR)登陆美国证券市场。

(二)章程仲裁条款倡导者：集团诉讼弊病的治本之策

章程仲裁条款的倡导者之所以热衷于章程仲裁条款，不仅基于仲裁的快捷性、灵活性和私密性等传统优势，更重要的是，他们希望通过章程仲裁条款彻底解决美国公司证券领域集团诉讼的弊病。

美国学界和商界对证券集团诉讼的批判由来已久。²⁷在批评者看来，证券集团诉讼在震慑违法行为和补偿投资者方面遭受了双重失败。在震慑违法行为方面，原告律师主导的集团诉讼往往以和解告终，高管责任险将个人的赔偿责任转嫁给了公司，集团诉讼通过经济赔偿对真正作恶者产生的震慑有限。大量的扰诉、滥诉也堵塞了集团诉讼通过声誉机制震慑不法者的通道。在补偿投资者方面，公司高管、集团律师和保险机构的合谋使公司承担了最终的赔偿责任，所谓民事赔偿成为了分散投资者补贴集中投资者、长期投资者补贴短期投资者、现有投资者补贴原有投资者的“左兜换右兜”(pocket-shift)游戏。沉重的诉讼风险导致越来越多的公司对美国资本市场望而却步，最终损害的是美国资本市场的整体竞争力。因此，在倡导者眼中，通过章程仲裁条款彻底排除集

团诉讼，有助于专注公司治理的股东(engaged shareholder)提起更有价值的诉请，避免为诉讼而诉讼的原告律师以无实益诉讼(unmeritorious suit)滋扰发行人。辅之以SEC高效的公共执法和公平基金机制，章程仲裁条款能够更好地实现保护投资者与促进资本形成的平衡。²⁸

这一愿景看似对上市公司颇具吸引力，但现实中美国本土上市公司对这种似乎对其有利的章程条款仍热情有限。除了SEC长期以来的质疑态度，其他市场主体对此类条款的质疑和反对也是不可忽视的因素。

(三)章程仲裁条款反对者的政策与利益考量

章程仲裁条款的反对者也提出了种种理论依据。首先，SEC公共执法的资源和能力有限，因此，即便不完美，集团诉讼代表的私人执法对投资者的保护仍不可或缺。其次，仲裁对解决证券欺诈等大规模集体纠纷是一种低效的方式，章程仲裁条款禁止合并或集团仲裁更是放大了此种缺陷。同时，不公开的仲裁将使许多有意义的纠纷无法公之于众，从而阻碍公司证券领域案例法的演化。²⁹此外，也有学者认为司法诉讼中特有的证据开示等程序为媒体监督提供了大量素材，仲裁将使媒体对大公司及其高管的监督失去重要的信息源。³⁰

理论观点之外还有现实利益考量。部分具有特殊社会与政治激励的公共养老基金不愿放弃诉讼这一制衡公司管理层的利器，故而极力反对章程仲裁条款。同样不容忽视的还有美国发达的集团诉讼律师群体，这一群体依靠发动并主导证券集团诉讼谋利，自然会全力反对旨在排除证券集团诉讼的章程仲裁条款，并支持股东就此展开旷日持久诉讼，由此带来的诉讼与声誉成本也对公司形成巨大压力。

可见，虽然章程仲裁条款最终可能得到法院的支持，但一家美国本土上市公司如果在章程中加入仲裁条款，则可能面临的股东诉讼、来自市场的非议甚至重要股东的不信任票，均使得很多公司不愿成为主动采用此类条款的“出头鸟”(first mover)。³¹以上种种因素，导致章程仲裁条款在美国本土上市公司的流行度不如理论预期。

五、我国上市公司章程引入仲裁条款的可能性与本土障碍

事实上，上市公司章程中含有仲裁条款在美国以外

的资本市场并不罕见。例如,著名的荷兰皇家壳牌石油公司(伦交所主板及纽交所挂牌上市)章程即载有要求股东将基于股东权利与公司及其董事、高管产生的争议提交仲裁的条款。而围绕上市公司章程仲裁条款的争议之所以在美国尤为激烈,则与美国特殊的市场环境、利益格局(特别是证券集团诉讼的盛行与原告律师群体的强大)密不可分,美国相关争议中蕴含的法理与政策考量可为分析我国上市公司章程引入仲裁条款的可能性与面临的本土障碍提供有益启示。

随着我国《证券法》修订和注册制改革逐步推进,证券监管部门对证券发行上市的事前实质性把关将趋于减少,这意味着投资者面临的事后纠纷可能增加。同时,双层股权结构等新型治理安排的引入,也意味着公司证券领域的纠纷将愈发专业化。尽管新《证券法》引入了由投资者保护机构引领的中国特色证券集体诉讼等创新机制,但考虑到投资者保护机构“选取典型案例,发挥示范引领作用”的自我定位³²、有限且不均衡的司法资源以及我国法院在证券领域总体谨慎的司法态度,诉讼机制可能依旧无法满足上市公司领域纠纷解决的需要。一般而言,仲裁相较于诉讼具有程序简易、高效便捷、专业性强、保密性强等优势,这表明仲裁至少有潜力在注册制时代成为上市公司领域有吸引力的替代性争议解决方式。

值得分析的是,在上市公司与投资者间争议解决这一特殊领域,仲裁机制的优势能否充分发挥与市场结构、投资者类型密切相关。结合我国资本市场情况,对大量个人投资者而言,因“少数多数”的纠纷特征导致的“理性冷漠”是相关争议解决机制面临的核心矛盾。正因为传统的“个别起诉”模式无法克服这一矛盾,修订后的《证券法》才引入“默示加入、明示退出”的新型诉讼机制。然而,由于仲裁固有的保密性等特征,仲裁领域很难引入类似的合并或团体仲裁机制,而散户投资者对仲裁特有的保密性、专业性等优势可能并不十分看重。对个人散户投资者而言,与上市公司个别诉讼或个别仲裁恐怕都不具备吸引力。因此,仲裁机制可能并非解决大量个人散户投资者与上市公司之间群体性纠纷的最有效方式。³³贸然在我国上市公司章程中引入可约束全体个人散户投资者的仲裁条款,对维护中小投资者

权益恐无助益,甚至可能成为上市公司内部人阻碍其有效维权的手段。

相较于散户投资者,通过章程仲裁条款在机构投资者与上市公司间引入仲裁机制的优势与可行性则更为显著。从优势角度看,首先,机构投资者作为资本市场的长期博弈者,与上市公司存在千丝万缕的利益联系。公开诉讼作为最终“撕破脸”的选择,很可能被机构投资者视为畏途。³⁴同时,出于吸引投资客户的需要,机构投资者面临较大声誉压力。相较于不公开的仲裁,公开诉讼带来的声誉压力显然更加显著。在“北大法宝”司法案例数据库中,以“证券虚假陈述责任纠纷”为案由(我国投资者针对上市公司最常见的诉讼维权种类),检索审结日期在2016—2018年三年间的所有裁判文书,共有涉及137家股票上市公司虚假陈述的13779份裁判文书。其中,仅有3份文书涉及的3家法人投资者系曾在中国证券投资基金业协会备案登记的专业私募基金管理人,而其他类型机构投资者则完全没有记录。造成这一现象的原因可能众多,但上述诉讼机制的劣势显然不容忽视,仲裁机制的优势亦不言自明。

从可行性角度看,一方面,大额持股的机构投资者因上市公司的不当行为遭受损失后更有动力寻求弥补损失,而机构投资者的绝对数量远不及个人散户,相关纠纷的群体性明显降低,更有利于仲裁机制有效发挥作用;另一方面,专业博弈能力更强的机构投资者也更有能力有效参与仲裁,通过有效定价和积极参与公司治理来制约管理层利用章程仲裁条款自肥的行为。

综上所述,仲裁便捷灵活、专业性强、保密性强的特点更契合面临市场与声誉压力、专业性与风险承受能力较强的机构投资者(也包括上市公司)的需求。正如公司法学者Zohar Goshen与Sharon Hannes教授对美国资本市场的观察,机构投资者占比越高、博弈能力越强,相关方就越倾向于通过“私人秩序”而非公共司法来解决公司证券领域的纠纷。³⁵尽管可能存在缺陷,但相较于公共司法,仲裁无疑更加体现“私人秩序”,也更加适合于解决专业博弈能力较强的机构投资者与上市公司之间的纠纷。结合我国资本市场散户众多、注册制改革逐步推进、机构投资者不断成长但鲜见诉讼维权的现状,通过章程仲裁条款在机构投资者与上市公司间引入仲裁机制,

或是完善资本市场纠纷多元化解机制值得探索的方向。

六、优化上市公司章程仲裁条款在我国应用的路径

基于以上对美国实践与争议的梳理,以及我国上市公司引入章程仲裁条款可能性与障碍的分析,本文对优化上市公司章程仲裁条款在我国应用的路径提出以下政策构想与建议。

(一)设计可供上市公司选用的示范章程仲裁条款

如前所述,上市公司章程仲裁条款既可以成为有效的争议解决机制,也可能被公司内部人滥用作为阻碍弱势中小投资者维权的工具。对此,美国证券法学者John C. Coffee教授主张,公司可以选择体现私人秩序的章程仲裁条款,但这应当是一种受到质量控制的“准私人秩序”(quasi-private ordering)。作为独立第三方的证券交易所、证券监管机构等力量可尝试制定示范性章程仲裁条款,对上市公司章程仲裁条款进行“质量控制”,从而尽可能发挥仲裁制度优势、防范上市公司内部人的机会主义行为,法院在司法审查中对采用示范条款的上市公司可更加宽容。³⁶我国证券监管机构可借鉴此种思路,在《上市公司章程指引》中加入示范性章程仲裁条款供上市公司自主选用,示范条款应明确以下要素:

1.受章程仲裁条款约束的主体

根据我国《公司法》第11条规定,公司章程对公司、股东、董事、监事、高级管理人员具有约束力,这些主体应受章程仲裁条款约束。如前文分析,仲裁机制更适合解决机构投资者与上市公司(及其内部人)之间的争议。因此,受章程仲裁条款约束的股东可限缩为专业机构投资者,由其作为外部股东对公司、董监高、控股股东及实际控制人提起仲裁,专业机构投资者的具体范围可参考《证券期货投资者适当性管理办法》第8条第1款(一)至(四)项规定的专业机构投资者类型。

2.章程仲裁条款管辖的纠纷种类

如前文所述,公司章程仲裁条款可管辖的纠纷种类应受到一定限制,美国实践中确立的“内部事务原则”可为此提供借鉴。章程仲裁条款可管辖的纠纷应限于股东基于《公司法》和公司章程所赋予的股东权利,与上市公司及其董事、监事、高管、控股股东及实际控制人间发生的纠纷。鉴于证券交易行为与股东权利的密切关

系,上述主体间因虚假陈述、内幕交易及市场操纵等证券欺诈行为发生的纠纷也可依章程仲裁条款提交仲裁。兼具股东身份的债权人与上市公司及相关方基于普通合同或侵权产生的争议,则不应受章程仲裁条款约束,但不排除双方以其他方式自愿达成仲裁协议。

3.仲裁机构与规则

示范章程仲裁条款应当规定明确的仲裁机构,遵守其仲裁规则。证券监管机构可在示范条款中列明若干具有证券金融领域丰富仲裁经验的仲裁机构供上市公司选择,并在相应的仲裁员选任、仲裁规则制定等领域加强与这些仲裁机构的交流合作,从而增强仲裁员的专业胜任能力、推动相关仲裁规则更加适应上市公司与机构投资者纠纷的解决。示范条款还应明确,若上市公司选择示范条款列举范围外的仲裁机构,则应充分披露其选择的合理性,并承诺不会借此损害投资者利益。

4.定期表决条款

鉴于资本市场的复杂性,章程仲裁条款的运行效果需要实践检验。为保障投资者的自主选择权(特别是章程仲裁条款实际效果不佳时),示范条款应规定上市公司采用章程仲裁条款后,每隔固定年份由股东大会对该仲裁条款是否存续进行投票表决。随着我国资本市场机构投资者比例的上升与自主博弈能力的提升,定期表决条款后续也可由上市公司自主决定是否采用,但须充分披露理由。

(二)规范章程仲裁条款的采用程序与相应信息披露安排

为尊重公司自治,上述示范章程仲裁条款应由上市或拟上市公司根据《公司法》规定的决策程序自主采用,而不应像《必备条款》一样强制要求公司采用。同时,为尽量减少章程仲裁条款对个体股东潜在的强制性,防范内部人机会主义行为,上市公司应严格遵守我国《公司法》规定的表决程序方可采用章程仲裁条款。具体而言,采用章程仲裁条款应由《公司法》规定具有股东大会提案权的主体依法定程序单独提案,并经出席会议股东所持三分之二以上表决权同意方可通过。鉴于董监高、控股股东或实际控制人等上市公司内部人与章程仲裁条款是否采用存在利害关系,该等主体控制的公司股份应回避表决。

相应的信息披露安排则应兼顾保障投资者知情权与

发挥仲裁机制优势。对于前者，应要求选用章程仲裁条款的公司充分披露、定期提示仲裁条款的存在，甚至可对证券代码进行特殊标记以充分保障投资者知情权与选择权；对于后者，鉴于选用仲裁条款往往出于各方对保密性的需求，相关信息披露规则应具有适当弹性，例如可提高依据章程仲裁条款所提起仲裁的披露门槛，允许不披露提起仲裁的股东身份、只披露争议金额和简单事由等信息，以发挥仲裁保密性优势。

(三)合力防范上市公司滥用章程仲裁条款

上市公司在采用章程仲裁条款的过程中，可能在某些关键内容上偏离示范条款而自行其是。例如，上市公司有可能将受约束的股东范围扩大到包括散户投资者在内的全体股东，或者不恰当地扩张章程仲裁条款所管辖的纠纷类型。对此，证券监管机构、投资者保护机构与司法机关应当合力应对。证券监管机构对于拟采用不当章程仲裁条款的上市公司应加强事前监管，在股东大会召开前要求公司充分披露采用此等条款的合理性以及是否涉嫌损害中小投资者权益，并向投资者充分提示不当仲裁条款通过表决可能造成的风险。投资者保护机构可充分运用新《证券法》授权，通过征集表决权等市场化手段阻止不当条款通过，或在事后提起股东诉讼要求确认不当章程仲裁条款无效。法院在司法审查中应否定严重偏离示范条款、明显损害中小投资者与其他利益相关方合法权益的章程仲裁条款之效力。此外，法院亦当根

据《仲裁法》对此类仲裁进行个案司法监督，防范侵害投资者权益的枉法仲裁，相应的裁决执行机制也应做高效、有针对性的设计。

七、结语

面对围绕上市公司章程仲裁条款效力的争议，美国法院的裁判深受公司契约理论影响，倾向于认可章程仲裁条款的契约效力，即便此条款由董事会单方采用而未经股东表决。针对可受章程仲裁条款管辖的纠纷类型之争论，则体现了各方对公司法与证券法的规制边界、证券欺诈纠纷可仲裁性的不同理解。发达甚至略显过度的证券集团诉讼是相关争议在美国尤为激烈的重要背景(相比之下，采用章程仲裁条款的上市公司在同一法系、但缺少证券集团诉讼的英国显然更被接受)。各方基于不同政策与利益考量的博弈短期内仍将在美国持续。

而在包括中国在内的新兴市场，章程仲裁条款起初是打消境外投资者对本土司法疑虑、增强市场吸引力的政策工具。鉴于我国现实，由公司自主选择证券监管机构设计的示范性章程仲裁条款，在博弈能力较强的机构投资者与上市公司间引入仲裁机制，并辅以相应的公司治理、信息披露、证券监管和司法监督机制，有机会在注册制改革、机构投资者日趋成长的背景下为资本市场提供创新纠纷解决机制，为维护投资者权益、践行纠纷多元化解机制做出有益的探索与尝试。 ■

注释

1. 参见胡改蓉. 证券纠纷解决机制多元化的构建[J]. 华东政法大学学报, 2007, (3): 145.
2. 参见刘轶. 评《到境外上市公司章程必备条款》关于争议解决的规定[J]. 仲裁研究, 2009, (1): 12-13.
3. 参见林一飞. 关于中国H股公司公司章程的瑕疵仲裁条款应予修改的建议报告[EB/OL].[2019-12-20].<http://www.cnarb.com/Item/7891.aspx>.
4. See Scott H S, Silverman L N. Stockholder adoption of mandatory individual arbitration for stockholder disputes[J]. Harv. J. Law Public Policy, 2013, 36(3): 1187-1230.
5. Boilermakers Local 154 Ret. Fund v. Chevron Corp., 73 A.3d, at 956.
6. See Equity commonwealth fourth amendment and restatement of declaration of trust; Equity commonwealth third amended and restated bylaws[EB/OL].[2019-12-20]. <http://ir.eqcre.com/govdocs>.
7. Katz, et al. v. Commonwealth REIT, et al., Case No. 24-C-13-001299 (Md. Cir. Ct. 2014), at 19-29.

8. 参见陈伯翰. 不动产投资信托章程记载仲裁条款效力之研究——美国Katz v. Commonwealth REIT案的启示[J]. 仲裁季刊, 2014, (7): 90.
9. 参见[美]弗兰克·伊斯特布鲁克, 丹尼尔·费希尔. 公司法的经济结构[M]. 罗培新, 张建伟, 译. 北京: 北京大学出版社, 2014: 1-39.
10. See Lipton A M. Manufactured consent: the problem of arbitration clauses in corporate charters and bylaws[J]. Georget. Law J., 2016, 104: 583-641.
11. Boilermakers Local 154 Ret. Fund v. Chevron Corp., 73 A. 3d, at 939-962.
12. Sciabacucchi v. Salzberg, C.A. No. 2017-0931-JTL, 2018 Del. Ch. LEXIS 578 (Del. Ch. Dec.18, 2018), at 1-5.
13. See Grundfest J A. The limits of Delaware corporate law: internal affairs, federal forum provisions, and Sciabacucchi[R]. Rock Centre for Corporate Governance Working Paper Series No.241, 2019.
14. Sciabacucchi v. Salzberg, No. 346, 2019 (Mar.20, 2020).

(下转第50页)

($dumsec \times year_0$)并不显著, 而对其余年份与资产证券化虚拟变量的交互项系数($dumsec \times year_1$ 、 $dumsec \times year_2$ 、 $dumsec \times year_3$ 、 $dumsec \times year_4$)进行分析得知: 在首笔资产支持证券发行后, 资产证券化对银行盈利增长存在显著的、逐步增强的促进作用(系数绝对值不断增加)。表9结果证实了资产证券化对银行盈利能力的影响存在时间差异, 在首笔证券发行之后, 资产证券化对银行盈利能力的影响不断增强。

七、结论与启示

基于中国银行业样本数据, 本文研究了资产证券化对银行盈利能力的影响, 并检验了相应的作用机制及异质性特征。研究发现: 第一, 资产证券化显著提升了商业银行盈利能力, 该结论在改变模型设定、剔除部分样本、考虑被遗漏的宏观经济因素及引入经济政策不确定性因素进行稳健性检验后依然成立。第二, 资产证券化

对银行盈利能力的影响机制包括直接效应和间接效应。资产证券化不仅可以拓宽盈利渠道, 提高经营管理效率, 也可以优化资产流动性结构、降低风险承担水平及改善资本约束, 从而促进银行盈利能力的提升。第三, 资产证券化对银行盈利影响存在横截面与时间趋势两方面的异质性。相比上市银行与大型银行, 非上市银行和中小银行更易从资产证券化的盈利增长效应中获益, 说明资产证券化也有效拓展了这类银行的盈利渠道; 同时基于时间趋势的检验结果显示, 在首笔资产支持证券发行后, 资产证券化对银行盈利增长的促进作用逐步增强。本文丰富了资产证券化与银行行为关系的研究领域, 深化了对资产证券化功能体系的认识, 拓展了银行盈利能力影响因素的研究文献。

本文的研究结论具有如下政策意义: 第一, 基于功能定位推动资产证券化的发展。通过揭示资产证券化对银行盈利能力的正向影响及其内在影响机制, 本文发现

(上接第37页)

15. Shearson/American Express, Inc. v. McMahon, 482 U.S. 220;228-230(1987).
16. Rodriguez de Quijas v. Shearson/American Express, Inc., 490 U.S. 477 (1989).
17. See Wang M R. Securities arbitration: an alternative form of dispute resolution for public investors in China[J]. Int. Lawyer, 2012, 46(2): 702-706.
18. AT&T Mobility v. Concepcion, 563 U.S. 333 (2011).
19. American Express Co. v. Italian Colors Restaurant, 133 S. Ct. 2304, 2310-11 (2013).
20. See Bainbridge S. I get misused and abused by American Association for Justice President Gary M. Paul[EB/OL].[2019-12-20]. <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2012/02/i-get-misused-and-abused-by-american-association-for-justice-president-gary-m-paul.html>.
21. See Ravanides C A. Arbitration clauses in public company charters: an expansion of the ADR Elysian fields or a descent into hades?[J]. Am. Rev. Int. Arbitr., 2007, 18: 393.
22. 15 U.S.C. § 77n; 15 U.S.C. § 78cc. SEC的观点与联邦最高法院判例存在冲突, 但未受过司法挑战。
23. See Roose K. Carlyle drops arbitration clause from I.P.O. plans[EB/OL].[2019-12-20]. <https://dealbook.nytimes.com/2012/02/03/carlyle-drops-arbitration-clause-from-i-p-o-plans/>.
24. See Posner C. Mandatory arbitration shareholder proposal goes to court[EB/OL].[2019-12-20]. <https://corp.gov.law.harvard.edu/2019/04/01/mandatory-arbitration-shareholder-proposal-goes-to-court/>.
25. 参见SEC公司融资部特别声明[EB/OL].[2019-12-20]. <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2019/>

dorisbehrjohnson021119-14a8.pdf.

26. See Clayton J. Statement on shareholder proposals seeking to require mandatory arbitration bylaw provisions[EB/OL].[2019-12-20]. <https://www.sec.gov/news/public-statement/clayton-statement-mandatory-arbitration-bylaw-provisions>.
27. 参见郭雳. 美国证券集团诉讼的制度反思[J]. 北大法律评论, 2009, (2): 426-446.
28. 同注4。
29. See Fleming R. Mandatory arbitration: an illusory remedy for public company shareholders[EB/OL].[2019-12-20]. <https://www.sec.gov/news/speech/fleming-sec-speaks-mandatory-arbitration>.
30. See Shapira R. Mandatory arbitration and the market for reputation[J]. B.U. L. Rev., 2019, 99(3): 873-913.
31. See Allen C H. Bylaws mandating arbitration of stockholder disputes?[J]. Del. J. Corp. Law, 2014, 39: 809.
32. 参见投服中心: 发挥投资者保护机构独特作用, 积极实践符合中国国情的证券集体诉讼制度[EB/OL].[2020-3-20]. https://mp.weixin.qq.com/s/p7KoQDCofczX5FL3_957ZQ.
33. 参见汤欣. 论证券集团诉讼的替代性机制——比较法角度的初步考察[J]. 证券法苑, 2011, (4): 199.
34. See Cox J D, Thomas R S. Does the plaintiff matter? an empirical analysis of lead plaintiffs in securities class actions[J]. Colum. L. Rev., 2006, 106: 1609-1610.
35. See Goshen Z, Hanes S. The death of corporate law[J]. N. Y. Univ. Law Rev., 2019, 94(2): 263-315.
36. See Coffee J C Jr. No exit?: opting out, the contractual theory of the corporation, and the special case of remedies[J]. Brook. L. Rev., 1988, 53(4): 970-974.