

上市公司关联交易的回应型规制

曾 思*

摘 要 上市公司控股股东通过关联交易进行利益输送是我国资本市场的顽疾,而以市场自治为导向的公司法的私人执行模式难以有效规制利益输送行为。我国近年来发展了公司法的公共执行模式,允许监管机构通过不同方式强化对关联交易的规制。但实证研究表明,这些规制数量有限,对于资本市场上普遍的利益输送行为规制仍有不足。回应型规制理论表明,在公共规制者存在信息、资源约束的情况下,应当将规制权力授予多个主体,丰富执法手段,构筑执法金字塔,同时采取适当的规制升级策略。这一理论对于关联交易的有效规制有重要意义。

关键词 关联交易 持股行权 公司法的公共执行 回应型规制

众所周知,上市公司关联交易具有两面性。大股东或董事一方面可以通过关联交易进行利益输送,损害公司利益,另一方面也可以通过关联交易向公司“输血”,或是进行公司经营所必须的交易。^{〔1〕} 如何对关联交易进行规制,是各国法律面临的难题。拉菲尔·拉·波塔(Rafael La Porta)等学者所提出的法与金融理论认为,保护小股东利益的法律对于资本市场的发展极其重要。^{〔2〕} 在法治不完善的地区,公司内部人可以通过利益输送交易损害小股东利益,进而可能降低其投资动力,影响资本市场的发展。我国法律对关联交易提供了多种规制方式,包括内部治理、派生诉讼、以及近年来逐步发展的外部规制。然而,通过关联交易输送利

* 香港中文大学助理教授。本研究受到中华人民共和国香港特别行政区研究资助局(Research Grants Council of the Hong Kong Special Administrative Region, China)杰出青年学者计划(Early Career Scheme)资助(项目编号:CUHK24613819),作者感谢深圳证券交易所陈铭宇先生的帮助。文责自负。

〔1〕 本文所称利益输送也被称为掏空或隧道行为,对应的英文词汇为 Tunneling。

〔2〕 See Simon Johnson et al., “Tunneling”, *American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, 2000, pp. 22, 23-24, 26; Rafael La Porta et al., “The Economic Consequences of Legal Origins”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 46, No. 2, 2008, p. 285.

益的行为仍然是我国资本市场的顽疾。^{〔3〕}有学者指出,控股股东滥用权利进行关联交易输送利益已成为我国“上市公司治理核心问题”,具有“普遍性”与“严重性”。^{〔4〕}上市公司控股股东可以直接通过向上市公司借款、要求上市公司提供担保或代偿债务等方式侵占资金,也可以通过更为隐蔽的不公允关联交易进行利益输送。^{〔5〕}例如,一项针对上市公司五粮液的研究表明,该公司长期以综合服务费、商标使用费、土地租赁费等方式向大股东大量输送利益,数额远超其利润水平,并且其输送利益行为在被揭露后并未显著改变。^{〔6〕}一些案例与研究也表明,上市公司通过并购重组、定向增发等方式向关联方输送利益的问题也十分严重。^{〔7〕}

如何建立能有效抑制利益输送行为的规制模式,加强对投资者的保护,进而促进金融市场的发展,助力我国经济增长,是我国现阶段面临的重要问题。现有研究已经对关联交易的各规制手段进行了充分的探讨,^{〔8〕}但是对于公共规制手段能否有效规制关联交易缺少实证证据,^{〔9〕}对于各规制措施如何结合也缺乏研究。本文将首先评价目前规制模式的现状,揭示其缺陷与不足,然后从理论角度探寻上市公司关联交易规制的完善之道。

一、公司法私人执行模式下利益输送的失控

按照比较公司法学者的总结,各国对于关联交易的规制可以分为内部治理与外部规

〔3〕 See Katharina Pistor and Chenggang Xu, “Governing Stock Markets in Transition Economies: Lessons from China”, *American Law and Economics Review*, Vol. 7, No. 1, 2005, p. 184; 赵骏、吕成龙:“上市公司控股股东自利性并购的隧道阻遏研究”,《现代法学》2012年第4期,第83页。

〔4〕 赵旭东:“公司治理中的控股股东及其法律规制”,《法学研究》2020年第4期,第95页。

〔5〕 大股东侵占资金现象在我国资本市场一直十分普遍,屡禁不止。参见中国证监会:《证监会通报上半年案件办理情况》,载中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202008/t20200807_381308.html,最后访问日期:2021年10月1日。

〔6〕 参见贺建刚、魏明海、刘峰:“利益输送、媒体监督与公司治理:五粮液案例研究”,《管理世界》2008年第10期,第143页。

〔7〕 参见张建锋:“华电能源:巨亏缘何还收购烫手资产”,载《中国能源报》2010年9月27日,第18版;王志强、张玮婷、林丽芳:“上市公司定向增发中的利益输送行为研究”,《南开管理评论》2010年第13卷第3期,第110页。另外参见《投服中心:关注ST银亿以资抵债暨关联交易 呼吁中小投资者积极行权》,载中证中小投资者服务中心网站, <http://www.isc.com.cn/html/zxxw/20191231/1641.html>,最后访问日期:2021年10月1日;《投服中心:质询商赢环球收购事项 呼吁中小股东积极行权》,载中证中小投资者服务中心网站, <http://www.isc.com.cn/html/zxxw/20191129/1572.html>,最后访问日期:2021年10月1日;《投服中心质疑八菱科技收购弘润天源》,载中证中小投资者服务中心网站, <http://www.isc.com.cn/html/zxxw/20190424/371.html>,最后访问日期:2021年10月1日。

〔8〕 参见李建伟:“规制关联交易的法律规范体系及其展开”,《人民司法》2014年第19期,第31页;陈洁:“论不当关联交易的司法救济”,《人民司法》2014年第19期,第25页。

〔9〕 学界现有对于我国证券执法的实证研究主要关注证监会基于证券法的行政处罚,针对公司法下的关联交易的证券执法研究较少。参见刘燕、吕玉梅:“我国上市公司财务造假行政处罚实践(1993—2012)述评”,载中央财经大学金融服务法研究中心等编:《金融服务法咨询报告》2012年第7期,第3页。

制——内部治理包括股东批准与独立董事的批准规则，而外部规制则包括司法诉讼与证券规制。^[10] 长期以来，我国对利益输送行为的规制主要以市场自治为导向，以公司法的私人执行为主要模式。这一模式主要有如下特点。

其一，对关联交易的规制依赖于公司的内部治理。《上市公司章程指引》第七十九条规定，股东大会审议有关关联交易事项时，有利益冲突的股东应回避表决。关联交易的本质是利益冲突交易。在公司内部治理层面，由无利益冲突的股东或董事批准此类交易有助于克服利益冲突之问题。

其二，司法诉讼必须由私人股东提起。我国《公司法》第 20、21、147 条等已经建立起了司法规制利益输送的基本规则。《公司法》第 151 条提供了股东诉讼的法律依据：《公司法》第 22 条以及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（四）》规定股东也可以针对损害公司利益的决议提起无效之诉以及撤销之诉。

最后，在公司法私人执行模式下，尽管上市公司仍然受到一定的信息披露规制，此种规制一般起到辅助作用。信息披露的主要目的是为投资者提供必要的信息，便于其通过内部治理或提起司法诉讼的方式维护自身利益。理论上，上市公司完全可以在信息披露后继续进行损害公司利益的关联交易。^[11] 除了信息披露以外，证监会还通过发布《上市公司治理准则》《上市公司章程指引》等文件推动我国公司治理制度的完善。然而，这些制度仍然主要依赖于公司内部治理来实现。

公司法的私人执行这一模式对于规制利益输送的效果有限，其原因主要有如下几点。

首先，尽管上市公司股东大会审议关联交易时大股东需要回避，大部分参与投票的股东都采用跟随大股东的策略，否决关联交易提案的情况较少。在我国上市公司投资者以散户为主的情况下，^[12] 大量小股东并不会实际参与公司决策，因而小股东中的部分持股比例较高的股东将拥有实际的否决权。少数股东中的多数往往未必能代表所有股东以及公司的利益，而是可能出于自身利益的考量，或是被大股东通过多种方式收买。^[13] 实践中上市公司在控股股东回避表决下通过关联交易损害公司利益的事件屡见不鲜。^[14] 仍然以五粮液的关联交易为例。尽管媒体对其关联交易损害公司利益的行为大量报道，然而在大股东回避表决的情况下，参与股东会的股东仍然以压倒性多数通过了关联交易。研究表明，股东大会中参会批准损害公司利益的关联交易的股东全部为机构投资者，人数少于 10 人，而大量的散户并未参与股东大会。^[15] 参会股东极有可能与大股东串谋损害小股东利益。

[10] See Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach (Second Edition)*, Oxford: Oxford University Press, 2009, pp. 155–173.

[11] 参见郭雳：“作为积极股东的投资者保护机构——以投服中心为例的分析”，《法学》2019 年第 8 期，第 153 页。

[12] 同上注。

[13] Zohar Goshen, “The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality”, *California Law Review*, Vol. 91, Issue 2, 2003, p. 393.

[14] 张建锋，见前注〔7〕。

[15] 贺建刚等，见前注〔6〕，第 146 页；赵骏、吕成龙，见前注〔3〕，第 89 页。

更何况,关联股东回避表决下的股东会决议并非关联交易的必经程序。《深圳证券交易所股票上市规则》和《上海证券交易所股票上市规则》第10.2.5条均规定只有达到一定规模的关联交易才需由股东大会批准。实践中,大量未触发批准门槛的关联交易仍然可能损害公司利益。理论上,上市规则可以降低股东大会审议的关联交易的门槛。然而,股东大会的召开同样需要耗费资源,因而这一规则改动可能会增加上市公司的合规成本。公司法需要平衡小股东保护与公司经营效率,不能无限制地增加关联交易在内部公司治理层面的障碍。

除了关联股东回避表决制度以外,独立董事制度也可以在一定程度上审查关联交易的公允性,从而规制损害公司利益的利益输送。独立董事批准上市公司关联交易这一制度已逐渐成为各国通例。^[16]与控股股东回避表决下的股东大会制度相比,独立董事批准制度的优势在于其成本较低。不过,在股权高度集中的公司中,大股东可以通过股东会任免独立董事,因此独立董事实际上很难对抗大股东而有效地规制利益输送。^[17]

其次,尽管我国针对非上市公司大股东利益输送的诉讼已经十分普遍,针对上市公司的派生诉讼目前还比较罕见。^[18]法院很少运用信义义务等规则追究上市公司大股东及董事利益输送的责任。司法规制利益输送明显面临着困难,并未有效发挥其遏制利益输送的作用。司法规制上市公司利益输送所面临的一个主要挑战在于股东不能或不愿提起诉讼。一方面,我国公司法对于股份有限公司的股东提起派生诉讼设置了较高的门槛,股东需先以书面形式请求监事会或董事会提起诉讼。同时,提起派生诉讼的股东还需满足1%的持股份额与持股达180日的要求。这使得大量上市公司股东难以满足条件而无法提起诉讼。更为重要的是,在股东提起派生诉讼追究利益输送后,即使股东胜诉,利益一般也直接归公司,股东只能间接获利。在我国股权分散、上市公司投资者以散户为主的环境下,股东也可能因缺乏经济动力而不会选择通过诉讼来遏制利益输送,转以“用脚投票”的方式止损离场。

最后,私人执行模式下的信息披露规制也难以有效遏制大股东主导下的利益输送交易。在信息披露真实、准确的情况下,上市公司的股东可以“用脚投票”,即在上市公司频繁进行关联交易利益输送的情况下出售股票。然而,在相关交易不受严格规制的情况下,股东仅能折价出售,承受关联交易带来的不利后果。^[19]因此,传统公司法私人执行模式下的信息披露作用有限,并不能充分有效地规制关联交易,保护小股东。

[16] Kraakman et al., supra note 10, p. 162.

[17] 参见邓峰:“论投服中心的定位、职能与前景”,《投资者》2018年第2期,第105页。

[18] See Nicholas Calcina Howson and Donald C. Clarke, “Pathway to Minority Shareholder Protection: Derivative Actions in the People’s Republic of China”, in Dan W. Puchniak et al. (eds.), *The Derivative Action in Asia: A Comparative and Functional Approach*, Cambridge: Cambridge University Press, 2012, pp. 243–295; 参见黄辉:“中国股东派生诉讼制度:实证研究及完善建议”,载《人大法律评论》编辑委员会编:《人大法律评论》2014年卷第1辑,法律出版社2014年版,第232页。

[19] 贺建刚等,见前注[6],第146页。

二、关联交易公共执行模式的发展与效果

由于公司法私人执行模式之不足,我国 2020 年的证券法修改扩大了中证中小投资者服务中心(以下简称“投服中心”)的权力,豁免了其持股份额与期限的要求,允许其对上市公司提起诉讼。此外,证监会与交易所近年来也通过多种方式对关联交易提供了公共规制。这些措施是否能够有效规制关联交易,实值探讨。

(一)投服中心对公司法的公共执行

由投服中心起诉的这一公共执行模式与以往的私人执行模式不同。^[20]这一模式的特点主要体现在两个方面。首先,公共执行由监管机构或公益性机构而非以逐利为目标的私人股东来发起与主导。尽管投服中心是作为股东“持股行权”,然而作为证监会下属机构,投服中心更多是为了公共利益提起诉讼,以强化对小股东的保护。由投服中心主导的公司法执行与我国香港地区以及澳大利亚类似。在我国香港地区,依据相关《证券与期货条例》第 214 条,香港证券及期货事务监察委员会(以下简称“香港证监会”)有权在董事违反义务以及小股东利益受到不公平侵害的情况下提起诉讼。在澳大利亚,澳大利亚证券及投资委员会(ASIC)可以针对上市公司董事的不当行为提起诉讼并追究其责任。其次,尽管投服机构负责起诉上市公司董事或大股东,但最终做出认定与判决的仍然是法院。在这一方面,公共执行模式与私人执行模式是一致的。

尽管新证券法引入投服中心对公司法的公共执行模式,强化了对利益输送的外部规制,然而,这一模式的有效性尚待观察。自 2020 年证券法修订以来,由投服中心提起追究大股东关联交易损害公司利益的案件寥寥无几。这一模式是否能有效规制关联交易,仍存在疑问。

(二)证监会的事前审批与事后处罚

除了投服中心对于公司法的公共执行外,我国证监会也逐步发展了事前审批与事后处罚的制度,强化了对上市公司关联交易的规制。

1. 事前审批

根据《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称《管理办法》)第 13 条、第 27 条、第 29 条和第 47 条的规定,上市公司的一些重大资产重组交易需要经中国证监会事先批准。在这种情况下,证监会可能会在一定程度上对交易进行实质性审查,因而能够规制不利于公司利益的利益输送交易。

不过,证监会的规制仅限于部分重大资产交易。《管理办法》规定,上市公司自控制权发生变更之日起 36 个月内与收购方进行关联交易,且交易导致上市公司发生根本变化的,该交易必须获得证监会的批准。如果上市公司想要通过发行新股来购买资产,同样需要向发行审核委员会提交申请。

笔者收集了证监会于 2017 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日所作出的 524 起审批决定。

[20] See David C. Donald and Paul W.H. Cheuk, “Hong Kong’s Public Enforcement Model of Investor Protection”, *Asian Journal of Law and Society*, Vol. 4, No. 2, 2017, pp. 349–385.

其中,证监会否决了66项交易,否决率达到12.60%。表1列出了每年的否决率。从数据上看,否决率自2017年来逐步增加。

表1 否决案例的年度分布

年份	否决数	总数	否决率(%)
2017	12	173	6.94%
2018	17	140	12.14%
2019	21	124	16.94%
2020	16	87	18.40%
总计	66	524	12.60%

在这些被否的交易中,五起交易明显属于关联交易。证监会因交易价格不具合理性,包括因所购买目标资产的持续盈利能力不确定以及估值不合理而不予批准。这些统计数据表明,尽管证监会经常否决重大资产重组,但涉及关联交易的比例与数量相对较低。表2列出了这五起被否的交易。其中四起交易在2020年被否决,表明近年来证监会这一规制措施趋于严格,相应对关联交易管制力度也随之增强。总体而言,证监会通过事前审批规制利益输送的案例数量仍然有限。

表2 被否决的关联交易

公司名称	审核时间
上海联明机械股份有限公司	2020.10.21
德力西新疆交通运输集团股份有限公司	2020.10.21
常熟风范电力设备股份有限公司	2020.9.24
江苏亿通高科技股份有限公司	2020.5.29
中粮地产(集团)股份有限公司	2018.10.25

2. 事后处罚

由于证监会仅会审批符合一定条件的重大资产重组交易,许多未触发审批要求的关联方交易仍可能会进行,并对股东利益产生负面影响。不过,证监会在实践中逐步发展出了基于信息披露规则对利益输送进行实质性规制的措施。^[21]

对于控股股东侵占上市公司资金的利益输送行为,证监会可以通过执行信息披露规则,要求控股股东详细披露其向上市公司借款等交易的细节。由于控股股东侵占上市公司资金行为

[21] 参见《中国证监会行政处罚决定书(中安消技术有限公司、周侠、吴巧民)》,载中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201906/t20190604_356755.htm, 最后访问日期:2021年10月1日。

对公司利益的损害较为明晰,不涉及对交易合理性、公允性的判断,控股股东倘若拒不改正,责任人很容易受到更强规制手段的追究。^[22]因此信息披露规则对于规制此类关联交易较为有效。

相比之下,控股股东通过不公允关联交易损害上市公司利益的利益输送行为隐蔽性更强,规制难度更大。证监会通过对关联交易所涉资产评估的行政处罚可以在一定程度上规制此类利益输送行为。《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》第10.2.5条规定,超过3000万元人民币且占上市公司净资产的5%的任何关联交易,均需披露相应的资产评估报告。而倘若相应信息披露所依据的资产评估不合理,证监会可以通过处罚资产评估公司来规制利益输送。

具体而言,如果上市公司未能准确披露证明交易公平性的信息,将违反证券法,证监会可以对上市公司和有关负责人进行行政处罚。在2020年对《证券法》进行修订之前,罚款的上限为60万元人民币,与利益输送的潜在收益相比微不足道。2020年《证券法》修订后处罚金额的上限提高到200万元人民币,大大高于此前的规定。更重要的是,如果评估报告中包含虚假陈述,证监会也可以对资产评估公司进行处罚。旧《证券法》规定,如果证券服务机构提供的文件中包含虚假陈述,证监会可以处以证券服务收入五倍的罚款。2020年新修订的《证券法》第213条将罚款上限提高到资产评估公司收入的十倍。在2018年的一起案件中,证监会对该资产评估公司处以640万元的罚款,是评估费的四倍。^[23]

证监会对于资产评估的规制与法院对于不公允关联交易的审查相比可能可以更有效地规制关联交易。首先,证监会与法院相比更具专业性,可以对关联交易的定价依据进行更实质性的审查。证监会通常会通读评估报告及其相关合同、计算过程和支持评估的相关文件。因此,即使没有可比交易,中国证监会也可以规范关联方股权交易。理论上,信息披露仅旨在为投资者提供信息。然而,证监会可以通过对资产评估公司实施处罚,进而将其针对信息披露的规制在一定程度上延伸至对关联交易公允性的实质规制。其次,公司法下的信义义务主要为股东提供补偿性救济,而中国证监会的行政执法可以具有一定程度的惩罚性,因而能发挥更强的威慑效果。证监会的处罚金额是根据资产评估公司收取的费用计算的。因此,资产评估公司可能会谨慎提供其估值,从而有助于规制不公允的关联交易。

证监会披露的行政处罚书显示,证监会往往对资产评估报告进行深入的实质性审查,并据此追究资产评估公司的法律责任。处罚的理由包括评估结论缺乏证据、证据不准确、或者评估程序不符合规定。例如,在证监会对银信资产评估有限公司的行政处罚案中,^[24]证监会通过

[22] 参见《关于进一步做好清理大股东占用上市公司资金工作的通知》(证监发[2006]128号)。

[23] 参见《证监会行政处罚决定书(银信资产评估有限公司、梅惠民、杨建平、林美芹)》,载中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201906/t20190604_356731.htm, 最后访问日期:2021年10月1日。

[24] 参见《证监会行政处罚决定书(银信资产评估有限公司、梅惠民、李琦、龚沈璐)》,载中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201811/t20181127_347259.htm?keywords=%E8%B5%84%E4%BA%A7%E8%AF%84%E4%BC%B0, 最后访问日期:2021年10月1日。

分析评估报告、解释及工作底稿,认为评估机构对未来盈利预测缺乏依据。^[25]又如,在对中安消技术有限公司的行政处罚中,证监会认为,银信资产评估有限公司的评估所依据的项目信息不实,因此违反了其谨慎义务。而在证监会对广东中广信资产评估有限公司的行政处罚决定书中,证监会注意到评估公司未就被评估公司某些资产的价格向市场上的潜在买家询价,且存在倒签日期的情况。^[26]基于这些程序性问题,证监会认为该报告存在虚假陈述。

不过,证监会针对导致关联交易定价不公允的资产评估报告的行政处罚数量同样有限。笔者从中国证监会的网站收集了对资产评估公司自2016年以来的所有行政处罚决定书,从中找出涉及关联交易的行政处罚3份。三起处罚决定中一起在2016年作出,另外两起在2018年作出。证监会对公司用于制作评估报告的材料进行了深入审查,并发现了虚假陈述。总体而言,证监会处罚资产评估公司的案件数量仍然较少。

(三)交易所的问询式规制

公司法公共规制的另一个重要机构是我国的证券交易所。近年来,我国上海与深圳交易所发展出了一系列规制措施,包括对上市公司的通报批评、公开谴责等自律规制措施。^[27]近年来,交易所还常采用问询函、关注函等监管函件对关联交易进行规制,要求公司在重大资产关联交易时对其定价的公允性进行说明。这些措施借助信息披露的形式,虽不具备法律约束力,但是可以对公司施加一定的压力,因而可以被视为一种软规制的思路。

交易所的问询函规制措施与司法规制相比存在一定的优势。首先,监管函件等制度可促使上市公司进行自我规制。交易所具备一定的专业性,可以对关联交易进行一定的审查,识别出具有利益输送嫌疑的交易。监管函件等软规制措施可能会引起公众投资者的注意,让股东采取“用脚投票”的方式惩罚上市公司。尽管这一机制并不完美,但上市公司大股东或持有公司股票董事可能因此受到一定的损失,因而可能在市场压力下减少利益输送。

其次,监管函件所产生的规制成本相对较低。与司法诉讼相比,交易所监管函件免除了大量的程序性要求,既可以大幅降低规制成本,还可以在损害公司利益的关联交易发生之前就将其扼杀在摇篮之中,而不是等到损害结果发生之后才通过诉讼来进行事后救济。更何况,与法院相比,证券交易所的反应更加迅速,不需要历经冗长的诉讼,可以迅速应对关联交易,及时保护投资者利益。

为了分析交易所监管函件对关联交易的规制效果,笔者搜集并阅读了上海交易所从2019年12月至2020年12月的全部监管函件。其中涉及关联交易的监管函件共计67份。交易所所在49份监管函件中针对交易公允性进行了问询。不过,大部分上市公司在交易所问询后继续

[25] 参见《中国证监会行政处罚决定书(中和资产评估有限公司、冯道祥、何俊)》,载中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201811/t20181127_347259.htm?keywords=%E8%B5%84%E4%BA%A7%E8%AF%84%E4%BC%B0,最后访问日期:2021年10月1日。

[26] 参见《证监会行政处罚决定书(广东中广信资产评估有限公司、汤锦东、黄元助、张晓晶)》,载中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201905/t20190522_356218.htm,最后访问日期:2021年10月1日。

[27] 其他的监管措施,参见林蔚然、刘畅、汪哲、陈建桦:“证券交易所现场检查制度的相关问题研究”,载郭文英、徐明主编:《投资者》(第3辑),法律出版社2018年版,第150—161页。

按照原计划进行交易,仅有2起关联交易受到交易所问询的影响。^[28]商赢环球股份有限公司(以下简称“商赢环球”)于2020年6月15日计划将其持有的对商赢电商公司共计1.2亿元的出资转让给控股股东控制的商赢资产管理公司,受到上海证券交易所问询。在接到监管函件后,商赢环球最终选择终止了此项交易。此外,上海妙可蓝多食品科技股份有限公司(以下简称“妙可蓝多”)关于对上海证券交易所对本公司控股股东及关联方非经营性资金占用相关事项问询函的回复公告显示,妙可蓝多于2019年12月20日收到上海证券交易所下发的监管函件,要求其核实并披露关联方占用资金情况。妙可蓝多在回复中详细披露了控股股东在未经公司决策程序的情况下大量占用公司资金的情况,并且说明相应的占款已被返还。这两起案例表明监管函件对于上市公司不当关联交易有一定规制效果。不过,考虑到上市公司关联交易的数量极大,监管函件仅在极少数情况下会影响关联交易的安排。

三、回应型规制的理论引入

上述分析表明,我国过去长期采纳的公司法私人执行模式对于关联交易规制不足。近年来发展的公司法公共规制模式强化了对关联交易的规制。然而,对现有公共规制的实证分析表明目前的公共规制数量有限,仍不足以有效规制资本市场上大量的利益输送交易。以市场自治为主导的私人执行模式以及以政府规制为主导的公共规制模式同时陷入困境。

在规制理论上,耶鲁法学院的伊恩·埃尔斯(Ian Ayres)与澳大利亚国立大学法学院的约翰·布莱斯怀特(John Braithwaite)提出的回应型规制(responsive regulation)在单纯的市场自治与政府规制外为规制上市公司关联交易提供了一种新的路径。^[29]这一理论具有普遍影响力,已经被域外一些地区引入公司法,值得我国借鉴。

(一)回应型规制的基本理念

回应型规制的提出是对西方放松规制理念以及传统命令与控制(command and control)规制模式之不足的回答。在回应型规制理论被提出前,西方社会的规制政策正面临着十字路口。美国刚刚经历了里根时代,这一时期放松规制的理念大行其道。然而,政府对于市场的规制与干预却并未真正减少,对于能源、环境、公共卫生、安全类的项目拨款经历了早期下降而后期大幅上升的过程。在英国,撒切尔夫人主导的私有化政策看似让政府大幅退出市场,然而规制机构的活动并未减弱,而是趋强。政府对于电信业、医疗行业的私有化直接导致新管制机构的设立,增加了规制需求。在这一背景下,单纯的放松规制与倡导市场自治的理念已经难以满足西方社会的需求。埃尔斯与布莱斯怀特于1992年出版了《回应型规制:超越放松规制的辩

[28] 参见商赢环球股份有限公司:《关于上海证券交易所〈关于对商赢环球股份有限公司关联交易事项的问询函〉的回复公告》,载东方财富网,https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN202006191386053595_1.pdf,最后访问日期:2021年10月1日;《上海妙可蓝多食品科技股份有限公司关于对上海证券交易所对本公司控股股东及关联方非经营性资金占用相关事项问询函的回复公告》,载东方财富网,https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN201912241372528349_1.pdf,最后访问日期:2021年10月1日。

[29] See Ian Ayres and John Braithwaite, *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*, Oxford: Oxford University Press, 1992, p. 3.

论》一书,标志着回应型规制理论的诞生。^[30]两位作者试图为各国重新加强规制提供理论蓝图。

埃尔斯与布莱斯怀特拒绝了简单的放松规制,同时也反对传统的命令与控制的规制模式。在传统的规制模式下,规制者与被规制者处在对立中,规制者单方占据主导地位。规制者利用威胁、督查、以及对于违规处罚规则的机械化适用迫使被规制者服从。这一模式被认为存在低效、规制俘获等诸多弊端。回应型规制是对命令与控制规制模式的根本变革,强调规制者应与被规制者共同合作,实现共赢。

回应型规制理论建立在对于规制者和被规制者的若干假设之上。其一,规制者的行为受到预算和资源约束的影响,缺乏足够的信息。规制者通常没有足够的能力发现所有不当行为并制裁被规制者。^[31]被规制者可能投入资源规避规制,这对于社会而言是福利净损失。如何利用有限的资源最大化规制效果是回应型规制试图解决的问题。回应型规制强调综合运用有限的规制资源,以规制目标最大化为导向。^[32]

其二,被规制者的行为受到道德、声誉、理性计算、以及非理性的因素影响。^[33]规制者需要充分发挥不同管制措施的长处,实现规制目标。对于重视道德义务、市场声誉的被规制主体,规制者可以采用干预程度较低的规制措施,要求被规制主体自我规制。^[34]而对于理性计算以实现利益最大化的被规制主体,规制者可以通过施加相对较强的规制措施增加其违法成本。而对于受到非理性原因违反管制规定的主体,规制者可以考虑采用刑事责任的方式对其进行处罚。

其三,与规制者相比,被规制者拥有更多的信息,可以更好地实现规制目标。通过与包括被规制者本身和行业协会在内的各种参与者进行合作,规制者可以利用行业内部人士的知识来设计更好的规则并帮助改善规制制度。^[35]因此,回应型规制旨在通过规制者与被规制者之间的合作降低规制成本,促进有效规制。^[36]基于这些假设,回应型规制理论认为规制者应当以博弈论为基础与被规制者互动,双方合作比起规制者单方面针对被规制者的命令和控制更有效率。

(二)回应型规制的制度展开

具体而言,回应型规制制度的精髓主要在于“执法金字塔”(enforcement pyramid)下的规制升级(escalation)与规制授权策略。

[30] Ibid.

[31] Ayres and Braithwaite, supra note 29, p. 888.

[32] Ayres and Braithwaite, supra note 29, p. 26.

[33] See John Braithwaite, "The Essence of Responsive Regulation, Fasken Lecture", *University of British Columbia Law Review*, Vol. 44, No. 3, 2011, p. 486.

[34] See generally Tom R Tyler, *Why People Obey the Law*, Princeton: Princeton University Press, 2006.

[35] Ayres and Braithwaite, supra note 29, p. 39.

[36] See John Braithwaite, "Responsive Regulation and Developing Economies", *World Development*, Vol. 34, 2006, p. 887.

1. 执法金字塔下的规制升级策略

回应型规制最具有影响力的制度启示是执法金字塔下的规制升级策略。^{〔37〕}按照布莱斯怀特的论述,回应型规制可以被视为一种“元策略”(meta-strategies),要求规制者将解决具体问题的具体措施按照对被规制者的干预程度构建成执法金字塔。^{〔38〕}为了实现回应型规制的策略,规制者需要拥有足够强大而广泛的规制权力。同时,强制力较弱的规制手段对于回应型规制同样重要。只有具备了足够多不同威慑力度的规制手段,规制者才有充足的武器库来应对不同程度的不当行为。“执法金字塔”中的措施应包括轻微的劝告、警告、民事损害赔偿,以及更为严重的强制退市或刑事责任等规制策略,以回应不同程度的不当行为。

回应型规制要求规制者在面对被规制者时一般先选择干预程度最低的措施,作为“咨询师”弹性地适用法律规则,与被规制者协商并指导其实现合规,只有在措施无效时才提升干预程度,作为“警察”严格执行规则直至成功解决问题。^{〔39〕}而倘若被规制者展现出合作态度并纠正其不当行为,规制者也可将规制措施降级。回应型规制本质上是一种基于博弈论的“以牙还牙”(tit for tat)策略。^{〔40〕}换言之,只要被规制者选择合作,就可以避免遭受严厉的执法措施。而倘若管制机构发现被规制者的不当行为,则可以采取升级的规制措施来施加惩罚,并迫使其遵守规定。回应型规制要求规制者根据被规制者的行为、态度、声誉等情况适当升级规制强度。^{〔41〕}

回应型规制以博弈论为基础,可以以最小规制成本实现最大的收益。在有了强大规制作为后盾的情况下,规制者可以选择有权不用,审慎用权,或采用更为柔性的问询、关注、劝诫等方式有效遏制不当行为。只有当被规制者一再触碰规制者的底线时,才会相应地升级管制措施,打击不当行为。在预料到规制者留有更为严苛的规制措施的情况下,被规制者才会重视干预程度较轻的规制措施,主动停止不当行为,采自律规制以满足规制要求,规制者“不战而屈人之兵”,达到放松规制的效果。在回应型规制的策略下,规制手段的正式程度与强制力程度与其被使用的频率成反比,越是正式而强有力的规制手段,就越少被实际采用,而是作为一种潜

〔37〕 See Christine Parker, “Twenty Years of Responsive Regulation: An Appreciation and Appraisal”, *Regulation and Governance*, Vol. 7, No. 1, 2013, p. 4.

〔38〕 Ayres and Braithwaite, *supra* note 29, p. 6.

〔39〕 See Peter J. May and Soren C. Winter, “Reconsidering Styles of Regulatory Enforcement: Patterns in Danish Agro-Environmental Inspection”, *Law and Policy*, Vol. 22, No. 2, 2000, p. 149; Soren C. Winter and Peter J. May, “Motivation for Compliance with Environmental Regulations”, *Journal of Policy Analysis and Management*, Vol. 20, No. 4, 2001, p. 679; Peter J. May and Robert S. Wood, “At the Regulatory Front Lines: Inspectors’ Enforcement Styles and Regulatory Compliance”, *Journal of Public Administration Research and Policy*, Vol. 13, No. 2, 2003, p. 119; Vibeke Lehmann Nielsen and Christine Parker, “Testing Responsive Regulation in Regulatory Enforcement”, *Regulation and Governance*, Vol. 3, No. 4, 2009, p. 376.

〔40〕 See Robert Baldwin and Julia Black, “Really Responsive Regulation,” *The Modern Law Review*, Vol. 71, No. 1, 2008, p. 62.

〔41〕 See Robert Baldwin et. al, *Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice*, Oxford: Oxford University Press, 2015, p. 269.

在威慑而存在。^[42]同时,以干预程度较弱的规制手段作为起点有利于展现对被规制者的尊重,增强规制的正当性,避免被规制者对规制者滋生怨恨,避免“不教而杀”或“不戒视成”(《论语·尧曰》)。

2. 规制授权

为了构建多层次的执法措施,埃尔斯与布莱斯怀特认为规制者应当将规制权力授予不同的主体,包括行业协会、公益性机构、被规制者自身、被规制者的竞争者、独立的专业人士,实现多方规制。^[43]后续的研究进一步指出了诸多私主体,包括供应商、贷款机构、以及媒体的作用。^[44]诚然,规制授权同样存在一定的问题,并非总能提升规制效果。被规制者自我规制以及行业自律可能未必会最大化规制目标,而是可能会考虑被规制者自身的利益以及行业利益。然而,回应型规制建立在规制者与被规制者的长期博弈关系上,规制者可以持续地监督被授权主体的规制表现,进而决定是否提升执法强度。

此外,规制授权还可以有效缓解规制俘获的问题。规制者可能会依据被规制者的长期声誉与历史上的合规表现来决定对其规制的策略,选择执法金字塔中的合适措施,这一长期博弈在提高管制有效性的同时也产生了规制者与被规制者合谋或规制俘获的潜在弊端。将规制权力授予行业组织、公益机构等多个规制主体可以在一定程度上避免这一弊端。在规制主体单一的情况下,规制者可能缺乏动力对被规制对象进行监督,或是在发现不当行为后缺乏充分惩戒被规制对象的激励。不过,尽管被规制对象可能游说俘获单一规制者,但是在存在多个规制者,且规制主体间存在一定竞争关系的情况下,同时俘获所有的规制者更为困难。^[45]规制授权因此可以缓解俘获问题。

(三) 回应型规制的理论批评、适用范围与域外实践

回应型规制一经提出就产生了巨大影响,已经被运用于税收、安全、环境、能源与自然资源类等多个领域的规制中。^[46]作为一项经典理论,回应型规制在提出后也受到了诸多的批评,

[42] See Michelle Welsh, “Civil Penalties and Responsive Regulation: The Gap Between Theory and Practice”, *Melbourne University Law Review*, Vol. 33, 2009, p. 916.

[43] Ayres and Braithwaite, *supra* note 29, pp. 4, 158; See Peter Grabosky, “Beyond Responsive Regulation: The Expanding Role of Non-state Actors in the Regulatory Process”, *Regulation and Governance*, Vol. 7, 2013, p. 114.

[44] Grabosky, *supra* note 43, p. 117.

[45] Ayres and Braithwaite, *supra* note 29, p. 70.

[46] See Barry Barton, “The Theoretical Context of Regulation”, in Barry Barton et al. (eds.), *Regulating Energy and Natural Resources*, Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 11; John W Maxwell and Christopher S Decker, “Voluntary Environmental Investment and Responsive Regulation”, *Environmental and Resource Economics*, Vol. 33, No. 4, 2006, p. 425; Vibeke Lehmann Nielsen, “Are Regulators Responsive?” *Law and Policy*, Vol. 28, No. 3, 2006, p. 395; Christine Parker, “The ‘Compliance Trap’: The Moral Message in Responsive Regulatory Enforcement”, *Law and Society Review*, Vol. 40, No. 3, 2006, p. 591; Lars P. Feld and Bruno P. Frey, “Tax Compliance as the Result of a Psychological Tax Contract: The Role of Incentives and Responsive Regulation”, *Law and Policy*, Vol. 29, No. 1, 2007, p. 102; Neil Gunningham, *Mine Safety: Law, Regulation, Policy*, Alexandria: Federation Press, 2007.

包括这一理论未充分考虑现实中规制权力的分散程度,非政府规制主体的作用,执行规制升级与降级所需要的行政制度前提,规制者行使自由裁量权下可能遭致的问责等问题。^[47]在回应型规制的基础上,学者们进一步提出了强调非政府主体参与的“智慧规制”(smart regulation),^[48]建立在自我规制基础上的“元规制”(meta regulation)^[49]等规制策略。还有学者认为回应型规制不仅应关注被规制者行为,还应考虑其态度、规制者的文化、规制者所处制度环境、不同规制工具与策略之间的互动、规制制度的绩效等更多因素,以实现“真正的回应型规制”(really responsive regulation)。^[50]不过,这些批评与后续发展大多着眼于对这一理论的完善,关注其在不同情境下之实现机制,与回应型规制之核心观点和基本理念本质上一致。^[51]

学者也对于回应型规制理论的适用范围提供了一定的讨论。其一,回应型规制被认为不适用于对重大灾难的规制。回应型规制要求根据被规制者的行为做出升级规制措施的决定,而非从一开始就采用最为严苛的规制措施。而某些重大灾难一旦发生,其损失无可挽回,此时规制者升级规制措施可能为时已晚。^[52]

其二,规制者与被规制者需要处于长期博弈关系中。^[53]被规制对象可能因为公司破产或新公司加入而不断变动。一旦被规制者预期其经营不能持续,可能转而更多关注短期利益,选择“背叛”(defect)的策略逃避规制而非与规制者长期合作。此时回应型规制的效果有限。

第三,回应型规制的适用需要考虑其他制度、文化、政治因素对规制者决策的影响。哥伦比亚大学的约翰·科菲(John Coffee)指出,美国法常将一些广受关注的问题过度刑事化,^[54]规制者常常可以选择采用民事或刑事方式追究违法行为。刑事起诉与民事起诉相比更能起到对于违法的震慑作用,同时其公众影响力也会使得规制者塑造其强硬形象,进而获得更多资金支持,也能使得其更方便地招募新的成员。^[55]

可见,回应型规制的适用有一定的条件,并不能用于所有类型的规制。从回应型规制适用范围的理论争论来看,上市公司关联交易的规制可以考虑引入回应型规制。首先,上市公司关联交易一般可能对单个公司造成一定财产损失,但不涉及重大无法挽回的灾难性社会后果。其次,上市公司由于相对严格的准入规制,一般不会轻易破产或退市,大股东与规制者一般处

[47] See Martin Lodge, “Ian Ayres and John Braithwaite, Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate”, in *The Oxford Handbook of Classics in Public Policy and Administration*, Oxford: Oxford University Press, 2015, pp. 559, 566–568; Grabosky, *supra* note 43, p. 114.

[48] Lodge, *supra* note 47, pp. 559, 568.

[49] See Sharon Gilad, “It Runs in the Family: Meta-Regulation and its Siblings,” *Regulation and Governance*, Vol. 4, 2010, p. 485.

[50] Baldwin and Black, *supra* note 40, p. 62; Baldwin et al., *supra* note 41, pp. 260–269.

[51] Lodge, *supra* note 47, pp. 559, 566–568.

[52] Baldwin and Black, *supra* note 40, p. 62; Baldwin et. al, *supra* note 41, pp. 260–265.

[53] Baldwin and Black, *supra* note 40, p. 63.

[54] See John C. Coffee Jr., “Paradigms Lost: The Blurring of the Criminal and Civil Law Models—And What Can be Done about It”, *Yale Law Journal*, Vol. 101, 1991, p. 1881.

[55] *Ibid.*

于长期博弈关系中,因此符合回应型规制的理论假设。此外,与许多其他违规行为,如违反环境规制、公共卫生规制、重大生产安全标准而影响公众健康与人身安全等行为相比,关联交易导致上市公司小股东的财产损失的社会危害性往往并未达到引起社会广泛关注的程度,因此这一规制受政治因素影响较小,规制者一般不需要频繁采用刑事责任的手段震慑违法行为。

在域外,回应型规制早已被引入公司法。澳大利亚议会一份关于公司治理的报告明确指出,澳大利亚公司法应采纳回应型规制的思路,通过利用不同强度的民事与刑事责任惩罚责任人来规制不同严重程度的利益输送。^[56] 基于这一理论,澳大利亚在2001年公司法中采纳了民事处罚制度,在董事违反法定义务、资本规制、以及市场操纵规则等情况下给予其处罚。这一制度旨在克服过去该国法律中对于董事责任追究不足的问题。^[57] 违反民事处罚条款可能导致董事被要求提交惩罚性罚金,被剥夺董事任职资格,或者赔偿公司损失。^[58] 在澳大利亚2001年公司法修订前,董事违反相应义务可能会被追究刑事责任,相应处罚较为严苛,而证明责任与诉讼程序对于起诉方要求也较高。民事处罚条款的证明责任要求较低,负责规制董事行为的澳大利亚证券及投资委员会可以更轻易地运用这一条款追究董事责任。^[59] 这一制度被认为丰富了执法措施,实现了对董事合规的多层次规制。研究表明,以回应型规制为策略的澳大利亚证券及投资委员会也常遭受公众质疑,认为其主要采用民事处罚的规制策略对于白领阶层的违法行为是一种纵容。^[60] 但是在不考虑刑事责任的情况下,其规制策略大体符合回应型规制的理论。^[61]

四、回应型规制的启示

从我国目前的私人执行与公共规制现状来看,现有针对关联交易的规制模式存在一定不足,符合回应型规制的理论假设。因此,这一理论对于构建与完善我国上市公司关联交易规制可以提供重要的规范性启示。

(一) 现有公共规制模式之不足

1. 投服中心资源有限,且依赖于法院审查能力

尽管新证券法引入投服中心对公司法的公共执行模式,强化了对利益输送的外部规制,然而,这一模式存在一定缺陷,主要有以下几方面的问题。

第一,公共执行存在信息成本。公司法的执行传统上属于公司自治的领域。公司法的契约学派认为,股东与董事应当自行约定其权利与义务,并且根据这些约定来追究违反责任。信

[56] See Senate Standing Committee on Legal and Constitutional Affairs, Parliament of Australia, *Company Directors' Duties: Report on the Social and Fiduciary Duties and Obligations of Company Directors*, 1989, p. 142, pp. 189-90, pp. 190-1, p. 194.

[57] Welsh, *supra* note 42, p. 909.

[58] Corporations Act ss 206C, 1317G, 1317H-1317HA, 1317J.

[59] Welsh, *supra* note 42, p. 912.

[60] Welsh, *supra* note 42, p. 926.

[61] Welsh, *supra* note 42, p. 927.

义义务本身也可以看作股东与董事合同的一部分,应当由私人决定是否执行。^[62] 在董事或大股东进行关联交易的情况下,其他股东一般而言有最充分的信息与动力判断该交易是否损害公司利益,进而决定是否提起诉讼。而由具有公共性质的机构代替了私人来执行合约,这在某种程度上是对公司自治的干预,突破了公司法的私法属性。由于公共执行机构可能缺乏足够的信息,其决定可能未必有利于公司利益。

第二,诉讼可能耗费公共资源。由于上市公司数量众多,所涉利益重大,诉讼费用比非上市公司更高。投服中心面对数千家上市公司,能否实际追究到每一家公司的关联交易,尚有疑问。涉及关联交易公允性的案件一般较为复杂,需要对公司交易进行深入调查。由于关联交易在我国资本市场极为常见,投服中心倘若针对每一家公司的关联交易进行调查,并进而对其中不公允的交易均提起诉讼,将会耗费大量公共资源。从我国香港地区过往的经验来看,从2007年到2014年,香港证监会请求法院剥夺董事资格的案例仅有28起。^[63] 考虑到这一时期香港的上市公司数量达上千家,相应的关联交易更是不胜其数,仅凭如此有限的执法显然不足以完全遏制利益输送。与香港地区相比,内地资本市场利益输送的现象应更普遍,投服中心成立时间尚短,因此公共规制面临的约束更多。此外,公共资源的限制也可能导致选择性执法的问题。因为资金和人力有限,投服中心只能选择执行最有影响力的或者最有可能胜诉的关联交易案件,不能确保所有公司小股东的权益都能得到同样的保护。

耗费公共资源的问题部分源于我国内地现有《公司法》与《证券法》对于投服中心授权的局限性。相比之下,香港地区《证券及期货条例》对香港证监会的授权更为宽泛。香港证监会拥有灵活的起诉与和解权力,可以采用多种手段遏制利益输送行为。^[64] 香港地区《证券及期货条例》第179条授权香港证监会在发现上市公司的董事或股东对上市公司或者其他股东存在亏空、欺诈、不当行为或存在压迫股东的情形时的行政调查权,降低了其获取信息的成本。而由于投服中心仅能基于股东身份行使股东信息权,其调查成本相对较高,对资源消耗可能更大。

第三,投服中心对于上市公司的规制仍然需要法院作为中立裁决者执行,而现阶段我国法院审查能力尚有待提高。^[65] 对于关联交易之规制需要法院实质审查交易之公允性,对于法院审查能力有一定要求。有学者指出,我国内地公司法受大陆法系传统的影响,“表现出更多的强制和形式主义色彩”,法院“注重有体财产的保护”,而倾向于“回避实体利益大小的衡量。”^[66] 在司法实践中,我国法院已经发展出一定的审查能力,但司法规制对于金融资产交易仍然存在一定的审查困难。在关于非金融资产的关联交易案件中,法院可以通过行业惯例、可比交易、企业历史交易记录等方式认定资产价值,然而在一些金融资产如股权类关联交易案件中,法院以缺少证据为由拒绝了认定关联交易损害公司利益。例如,在最高法院二审终审的贵

[62] See Andrew Keay, “The Public Enforcement of Directors’ Duties: A Normative Inquiry”, *Common Law World Review*, Vol. 43, No. 2, 2014, pp. 89, 94.

[63] Donald and Cheuk, *supra* note 20, pp. 349—385.

[64] Donald and Cheuk, *supra* note 20, pp. 349—385.

[65] Howson and Clarke, *supra* note 18, pp. 243—295.

[66] 邓峰:“公司利益缺失下的利益冲突规则”,《法学家》2009年第4期,第80、85页。

州东圣恒泰矿业投资管理有限公司、兖矿贵州能化有限公司公司关联交易损害责任纠纷案中,东圣公司在大股东金最公司的控制下收购金最公司控股的海隆公司的股权。东圣公司同意支付股权转让对价款1亿元,并在签订协议次日即支付定金8000万元,约定在协议生效后6个月内支付余款2000万元。贵州省高级人民法院一审判决认为金最公司控制了东圣公司,但是其任命的董事却并未在东圣公司做出决议的过程中回避表决,且交易情况表明东圣公司的利益极可能因关联交易受损。然而,最高法院以证据不足为由推翻了这一认定。最高法院的这一判决体现出关联交易公允性审查的困难。该案涉及的股权交易与一般的非金融资产交易不同,往往缺乏可比交易,其公允性难以衡量,而一审与二审法院均未对资产定价的公允性进行实质审查。事实上,域外法院在审查关联交易上运用大量的公司金融知识。在特拉华州,法院在审查交易的公允性问题上发展出了“特拉华积木法”(Delaware Block Method)等复杂的估值方法。^[67]相比之下,我国目前司法实践还主要依赖于中立的评估机构,法官知识尚待积累,在审查能力上不可能一蹴而就。

综上,我国法院在审理关联交易是否损害公司利益类案件时已经积累了一定的经验,具备一定水平的审查能力。然而,法院在审查金融资产交易时仍然存在一定困难,可能会制约投服中心公共执行的规制效果。

2. 证监会面临资源约束与信息成本

证监会的重大资产重组审查制度也面临资源约束与信息成本。首先,证监会的事前审查也面临着信息成本的问题。上市公司进行的重大资产重组毕竟属于商事交易,交易双方可能掌握了某些特殊信息。这些信息可能是基于对某一行业的专业知识,或是通过调研分析得出,也可能完全是交易双方的市场判断。证监会作为规制机构,并不能完全掌握交易双方的信息,也就可能过度规制重大资产重组,进而否决对于交易各方均有利的交易。其次,受到规制资源的约束,证监会对于关联交易的审查不可能事无巨细,仅能针对某些重大资产重组交易。因此,许多关联方交易不会触发批准的要求,因此不受事先批准的规制。

证监会针对资产评估的规制同样存在财政资源约束、信息成本高昂等问题。与投服中心所不同的是,证监会由于具有更强的行政执法权,在获取信息上具有一定的优势。同时,证监会提供的救济途径对于小股东而言保护更强。此外,证监会与法院相比具有较强的专业性,因此可以以更低的成本对关联交易的公允性做出审查。

针对资产评估的规制的主要问题则在于估值的难度。估值技术具有高度主观性。评估股权资产的常用方法包括现金流量贴现法、可比公司分析法和清算分析法。选择何种方法进行估值并没有一个统一客观的标准,不同的方法通常会产生截然不同的结果。^[68]而且,每种方法的运用也具有主观性。例如,现金流量贴现法要求评估公司预测未来现金流。评估公司需要预测相应公司产生的收入、成本、税收、通货膨胀率、新产品开发的进度、市场环境和国家政

[67] See William A. Groll and David Leinwand, "Judge and Banker-Valuation Analyses in the Delaware Courts", *Penn State Law Review*, Vol. 116, No. 3, 2012, pp. 957, 959.

[68] See William J. Carney, "Fairness Opinions: How Fair Are They and Why Should We Do Nothing About It", *Washington University Law Quarterly*, Vol. 70, No. 2, 1992, p. 534.

策。评估公司还需要确定适当的贴现率。评估公司或许会使用资本资产定价模型,而该模型同样取决于主观估计。理论上,评估公司只能提供一个公允价值的范围。^[69]因此,评估报告的价值有限,无法完全替代市场交易。市场投资者完全可能掌握了不为人所知的信息,因此对某些公司估值更高,但却很难通过资产评估说服证监会其估值合理性。这一公共规制措施可能会导致对关联交易的规制过于严格,使某些掌握有价值公司内部信息的内部人无法进行交易。

3. 交易所规制较为灵活,但对上市公司行为影响较小

最后,尽管交易所的监管函件等制度可以在一定程度上弥补证监会规制措施的不足,但仍然存在一定的缺陷。交易所问询函的规制缺乏法律授权的强制力,因此制裁措施可能不足以遏制利益输送。从香港证监会披露的监管通讯来看,香港公司在接受监管函件后便放弃相应交易的情况较为常见。这一现象可能是因为香港证监会相对内地交易所而言有更强的执法手段作为后盾,因而倘若公司在对监管函件的答复上敷衍了事,或是无视监管函件继续交易,可能会面临更加不利的后果,成本更加高昂。相比之下,我国上海与深圳交易所目前缺乏进一步针对上市公司发动诉讼或进行处罚的能力,因而其监管函件的效果可能相对较弱。

(二)上市公司回应型规制的规范启示

回应型规制的思路对于我国构建并完善利益输送的规制制度有一定的规范性启示。首先,回应型规制理论表明,多规制主体的竞争可以增强规制者追究不当行为的激励,同时有利于发展更丰富的规制与执法手段。我国2020年新《证券法》豁免了投服中心提起诉讼下的持股比例和期限要求,授予了投服中心更多的规制权力,符合回应型理论所提倡的规制授权思路。我国目前对于关联交易的公共规制已经初步形成了证监会、投服中心、交易所等多规制主体的模式,增强了规制不当行为的激励。

现有各规制主体也主要以低强度、非正式的规制措施规制关联交易,符合回应型规制理论的要求。实践中,投服中心针对上市公司关联交易行为主要采用公司内部治理而非司法诉讼的形式予以规制。^[70]受限于信息、资源等约束,投服中心对数以千计的上市公司的每一项关联交易都进行起诉并不现实。法院目前对于审查上市公司利益输送交易也缺乏经验与能力。与司法诉讼相比,公司内部的投票机制正式程度相对较低,强制力也较弱,其使用成本相对较低,同时也可汇集广大小股东所掌握的信息。在上市公司进行关联交易并回避表决的情况下,投服中心作为公益性投资者保护机构,已经多次发挥机构投资者作用,针对损害公司利益的交易通过媒体、互联网等途径公开表达其意见,通过引导、支持小股东参与表决或征集投票权试图否决损害公司利益的交易。^[71]此外,我国证券交易所的问询式规制属于一种软规制措施,目前也被广泛采用。监管函件的强制力程度显著低于证监会的审批与行政处罚,且较为灵活,已经被用于规制上市公司利益输送行为。证券交易所发出的监管函件数量远远高于证监会采取的行政审批与行政处罚数量。

[69] Ibid.

[70] Grabosky, supra note 43, p. 114.

[71] 近年来,投服中心引导小股东投票已有成功的先例。参见祁豆豆:《投票权公开征集首战告捷 小股东凝聚大力量显威》,载中国证券网, https://www.cnstock.com/v_company/scp_gsxw/202107/4723490.htm,最后访问日期:2021年10月1日。

尽管我国目前已初步构建了多主体的规制模式并广泛采用了多种强度较低的规制措施,然而目前制度下规制者缺乏规制升级策略的安排。单纯的公司内部自治以及软规制措施可能并不足以遏制利益输送。投服中心、交易所以及证监会还需要在公司一意孤行,坚持进行损害公司利益的交易后能采取更加强硬的规制措施,如剥夺董事的任职资格或是处以带有惩罚性的罚金等措施。只有当规制者能够令上市公司相信其会采取更为严厉的措施时,事前的股东函、监管函件等带有软规制性质的措施才会更有效。这就需要投服中心、交易所与证监会有效合作,发挥规制协同效应,共同建立针对利益输送的规制策略。^[72]

在我国香港地区,香港证监会常常以监管函件的方式要求上市公司说明其关联交易下的估值依据、计算方法、交易后计划、以及是否存在关联方等问题。在许多案例中,被问询的公司收到香港证监会的监管函件后放弃交易计划。^[73]例如,在香港证监会2020年2月发布的监管通讯里披露的一起案例中,某公司计划收购一家目标公司的多数股份。公司董事认为目标公司在2019年的利润可能达到其2017年利润的20倍。香港证监会关注到该项估值并不是由独立机构做出的,且该公司未能解释为何董事认为这一利润目标是可能的,对其发出了关注函。在收到函件后,公司修改了收购条款,然而却并未给出让香港证监会满意的答复。香港证监会又再次发出了两封关注函。该公司随即将收购计划调整为仅购买目标公司的少数股份,且估值大幅降低。香港证监会指出,新估值似乎是随意制定的,毫无根据。该公司最终终止了收购交易。在另外一起案件中,香港证监会发现买方欲购买的目标公司已经连续两年亏损,且交易的估值建立在目标公司收入增长率会超过40%的假设之上,买方公司未能清楚解释这一估值的合理性。香港证监会怀疑董事违反了其信义义务,发出了关注函,该公司随后同样终止了该宗收购交易。这些实践表明,香港证监会的关注函在规制上市公司潜在不当交易的问题上发挥着重要作用。一个可能的原因在于,一旦公司进一步进行交易,香港证监会会有很大的概率会就该交易的公允性起诉至法院,进而追究董事的责任。出于对香港证监会起诉权力的忌惮,公司在收到相应的关注函后,理性的选择将会是接受香港证监会看似并无强制力的建议,修改或终止其交易。我国投服中心与交易所也可以在未来的执法过程中与证监会进一步合作,形成不同规制主体之间的互动,以强化事前关注函与股东函件的规制效果。

除了现有的规制手段以外,我国应进一步发展公共规制措施,建立针对利益输送的民事、行政与刑事责任追究机制。对于上市公司关联交易的规制应当以多种责任结合的方式,且无论是民事、行政、还是刑事责任都应进一步细分为不同规制力度的具体责任形式,以规制不同严重程度利益输送。

目前投服中心持股行权的模式与我国香港地区以及澳大利亚的公共执行模式在救济途径上存在较大差异。我国香港地区与澳大利亚公共执行的救济手段与私人执行相比更为灵活。在香港法下,《证券及期货条例》第214条第(2)款授予了法院很大的自由裁量权。首先,香港

[72] 蒋诚、申浩:“发挥行政监管与自律监管协同效应形成中小投资者合法权益保护的有力保障——以安徽证监局与沪深交易所联合检查的实践为引”,载郭文英、徐明主编:《投资者》(第4辑),法律出版社2018年版,第191—199页。

[73] 《证监会监管通讯》,载香港证券及期货事务监察委员会网站,[https://www.sfc.hk/web/TC/files/ER/images/20010153-SFC-Regulatory%20Bulletin\(c\).pdf](https://www.sfc.hk/web/TC/files/ER/images/20010153-SFC-Regulatory%20Bulletin(c).pdf),最后访问日期:2021年10月1日。

证监会可以请求法院颁布命令,取消违反注意义务或信义义务董事的任职资格。^[74] 在 2007 年至 2014 年间,香港证监会成功申请到了 28 起限制董事任职资格的法庭命令。这一救济途径成为香港证监会规制公司不当行为的主要手段。^[75] 在香港地区的许多上市公司案件中,董事往往也是大股东或其关联方,剥夺其任职资格可以在一定程度上威慑不当行为。其次,根据《证券及期货条例》第 213 条,法院可以禁止公司做某行为,如停止某项损害公司利益的关联交易。法院还可以要求公司按照法院的指示,起诉董事追究其责任。^[76]

在澳大利亚法下,除了判决董事承担损害赔偿外,法院也可以剥夺董事任职资格,法律并未规定剥夺任职资格期限的上限。澳大利亚法院在近年的案例中曾多次永久性剥夺某些董事的任职资格。^[77] 与香港法不同,澳大利亚法还规定了针对董事的罚金制度。罚金数额最高可达到 20 万澳元。民事罚金制度丰富了董事违反信义义务的规制手段。对于规制者而言,民事罚金的证明标准远低于刑事责任,因而也能更有效地规制上市公司董事的不当行为。

从回应型规制理论角度来看,我国有必要考虑借鉴域外的剥夺董事任职资格以及民事罚金等惩罚性规制制度。目前在投服中心持股行权的模式下,我国内地尚未建立如剥夺董事任职资格以及罚金等惩罚性措施,而是仍以补偿性救济,包括决议无效以及损害赔偿为主,仅能避免公司利益遭受损害,难以对大股东起到惩罚与威慑的作用,可能存在着规制不足的问题。

当然,剥夺任职资格以及罚金等惩罚性规制制度可能会过度规制利益输送,导致董事过度谨慎。这一问题在澳大利亚法的罚金制度下尤为明显。倘若董事在进行某项关联交易后就有可能被要求支付罚金,董事面临风险可能过高,一些有才能的董事因而可能不愿意担任董事职务,或是即使任职也会尽量规避风险,导致对公司有利的交易也受到影响。然而,民事罚金制度仍然可以作为执法金字塔下一项重要的规制措施,弥补现有规制手段的缺乏。规制者可以按照回应型规制下规制升级的策略,仅在利益输送行为较为恶劣的情况下谨慎采用这一规制措施,以避免其潜在弊端。

我国目前由证监会主导的行政处罚可以在一定程度上降低上市公司股东利益输送的动力,但其手段可以进一步丰富。我国证监会发布的《证券市场禁入规定》第 5 条规定了证券从业人员的市场禁入规则。董事倘若对于公司虚假陈述、内幕交易或操纵市场等证券违法行为有直接或间接责任,可能会被证监会行政处罚,禁止担任董事。现有市场禁入规则也可以被延伸适用于控股股东和董事违反公司法信义义务的情形,以作为规制利益输送之必要手段。

除了上述惩罚性规制措施以外,上市公司向大股东利益输送的行为还可通过刑事责任予以追究。我国《刑法》第 169 条规定了背信损害上市公司利益罪。上市公司的控股股东或者实

[74] See SFC, "SFC Annual Report 2003-2004", p. 23, https://www.sfc.hk/-/media/doc/EN/speeches/public/annual/rep04/full_list_e.pdf, last visited on 1 October 2021.

[75] Donald and Cheuk, *supra* note 20, pp. 349-385.

[76] 参见《证监会获法院颁令指示上市公司对三名前董事展开法律程序》,载香港证券及期货事务监察委员会网站, <https://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=10PR28>, 最后访问日期:2021年10月1日。

[77] See Renee M. Jones and Michelle Welsh, "Toward a Public Enforcement Model for Directors' Duty of Oversight", *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, Vol. 45, No. 2, 2012, pp. 343, 377.

际控制人倘若指使董事损害公司利益,也可能受到处罚。这一规定早在2006年就已经写入刑法,并不属于公共规制近年的新发展。查询最高人民法院裁判文书网,仅有2010年及2017年两例董事背信损害上市公司利益罪的判决书。尽管部分涉及该罪的裁判文书可能并未公布,^[78]但总体而言,现有实践中真正追究董事刑事责任的案例还比较罕见。这一现象可能是因为刑事责任的举证责任较高。然而,作为震慑力最大的规制手段,刑事责任在执法金字塔中应占据一席之地,用于规制最为重大,影响恶劣的利益输送行为。

五、结 论

上市公司利益输送的泛滥提升了公司融资成本,制约着我国资本市场的长足发展。我国过去以公司法私人执行为主导的规则在规制利益输送问题上面临重重困难。新证券法发展了由投服中心、证监会、以及交易所为主导的公共执行模式。但这些模式也需要应对信息成本高昂、财政资源约束、救济途径有限等挑战。回应型规制的思路在单纯的市场自治与政府规制以外为关联交易的规制提供了一个新的理论路径。我国目前已初步建立了针对上市公司利益输送的多主体规制制度,应进一步采纳规制升级策略,重视不同规制者间的互动与配合,同时发展并利用多元的规制手段与诉讼模式,构筑执法金字塔,以完善上市公司关联交易之规制。

Abstract: One of the major problems facing China's securities market is that the majority shareholders of listed companies often tunnel profits out of the company through related-party transactions. Private enforcement based on market-oriented company law does not effectively regulate tunneling. China has recently developed several public enforcement measures. However, there are relatively few enforcement actions against listed corporations. The theory of responsive regulation suggests that as the public regulators face fiscal and informational constraints, China should adopt more regulatory measures to build up an enforcement pyramid. It should also consider delegating the tasks of regulation to multiple parties and adopt the strategy of regulation in response to the behavior of listed corporations. The theoretical and empirical analysis offered in this article is likely to contribute to effective regulation of tunneling.

Key Words: Related-Party Transactions; Regulation with Shareholding's Rights; Public Enforcement of Corporate Law; Responsive Regulation

(责任编辑:邓 峰)

[78] 参见黄小鹏:《证券时报评论:以鲜言案为契机提高依法治市水平》,载证券时报网,<http://kuaixun.stcn.com/2019/0918/15394712.shtml>,最后访问日期:2021年10月1日。