

发展混合所有制应遵循股权平等原则

□中国人民大学商法研究所所长 刘俊海

股权平等精神内涵

根据股权平等原则，只要股东所持股权的内容和数量相同,公司就应站在公允、超然的立场上,对所有股权平等对待、一视同仁;不得厚此薄彼,有所偏爱,肆意决定某些股权权利或利益之大小。持股内容和持股比例相同的公有制股东与非公有制股东间、法人股东与个人股东间、贫富股东间、大小股东间、新旧股东间、内资股东与外资股东间、本地股东与外地股东间,都是平等的。在一定意义上,股权平等原则意味着只认股,不认人。

股权平等原则意味着在基于股东资格而发生的公司与股东、股东与股东之间的法律关系中,所有股东均按其所持股份的性质、内容和数额享受平等待遇，并且免受不合理的平等待遇。股权平等是股权文化中的重要内容,渗透于资本市场法治的全部领域。

股权平等原则包括股份内容平等和股权比例平等两层含义。二者密不可分,相辅相成。股份内容平等是指公司发行的每一类股份内容应当相同,持股类别不同的股东之间无平等可言。股权比例平等是指,持有相同内容和相同数量的股份的股东在基于股东地位而产生的法律关系中享受相同待遇。股利和剩余资产的分配等皆以股权平等原则的第二层含义为前提。当然,不同种类的股东享有的权利内容可以不同。例如,普通股股东与无表决权股东的待遇就可以不同。

至于股东的职业、性别、年龄、家庭背景、教育程度、经济实力、社会地位、行政级别、所有制性质、名望、民族等与股东地位无关的各种因素，均在所不问。即便国家股东与其他股东相比,在法律地位、权利能力等方面也是平等的。如果说西方国家的公司法正在经历私法公法化（强化公司社会责任）的变革,那么我国公司法正在经历公法私法化（国家股权从行政权力变为民事权利）的变革。国家股东与其他股东一样，均为平等的民事主体和股东。在这个意义上，固有资产监督管理机构作为国家股东代理人行使股权时,也要与其他法人股东、自然人股东一样遵守股权平等原则，不得以国家股权高于法人股权、法人股权高于自然人股权的错误逻辑侵害其他股权权利的合法权益。

2008年爆发的次贷危机对美国 and 全世界经济造成重创。伴随着一连串大型商业银行、投资银行和综合性金融集团公司的破产，一个蓬勃发展了近80年的金融概念——资产证券化（Securitization），被再次推向全球学者和研究机构关注的中心。我国资产证券化业务虽然发展历程尚短,规模尚小,仅仅处于试点不断扩大的起步阶段,但也应该未雨绸缪,从他国的惨痛教训中努力谋求自己健康、良性的发展路径。故本文从分析美国资产证券化业务导致次贷危机爆发的原因出发，总结几点我国资产证券化业务进一步发展值得深思的启示。

一、次贷危机爆发中的资产证券化因素

次贷危机爆发前，美国经济已经稳健运行20余年。从金融支持经济发展的角度来看，一方面,在居民住房享受国家高额补贴的前提下,金融系统有效地引导社会资金投向实体经济,支持了各个产业的技术创新和生产规模的不断扩大。另一方面,有效的金融监管在金融创新风险和经济稳定两者平衡中发挥了重要作用，确保了整体国民经济的持续增长。

随着金融监管与创新之间的均衡被打破,危机最终爆发。针对危机爆发的原因,研究者们显得格外团结，纷纷将矛头对准美国影子银行的泛滥，指出正是由于商业银行大量表外业务无限制扩张和各类旨在躲避金融监管的金融工具不断开发，使得金融市场创新步伐大大超过了监管手段跟进的速度。这种不匹配最终导致风险不断积聚,最终引致系统性风险的爆发。

第一,原有信息披露制度失效。一方面,自2002年始，宽松美元货币政策和大量外部资本涌入,刺激了美国信贷泡沫,特别是房地产价格持续攀升,大大增强了各类投资者对MBS的信心,对市场预期过于乐观,严重忽视了潜在风险。对投资高收益的狂热和怕落后为人的从众心理,主导了投资者“争先恐后”的心态,使得交易各个环节的信息披露文件难以得到充分重视。另一方面,美国资产证券化产品结构过于复杂,市场上经过“再证券化”的二级、三级证券化产品泛滥,基础资产的信用质量已经很难被准确披露出来。即便信息披露环节最大程度做到全面、准确,其材料的篇幅也就往往达到数万字之巨,这对投资者来说构成了天然的信息获取障碍。

第二，对 不动产支持证券（Mortgage-Backed Securitazation，MBS）的监管缺位。次贷危机前的美国金融监管对于MBS的监管要求与其他证券化产品相比明显宽松——其他证券化产品交易的发起人被要求持有一定比例的次级档证券,但MBS产品可以将所有次级档证券全部打包出售。如此一来,交易发起人不承担任何自留风险，从而引发了更大的道德风险。具体表现为:次级住房抵押贷款标准一再降低,导致大量劣质基础资产入池,严重侵蚀了整个金融系统的信用基础。

第三,信用评级未能准确识别风险。次贷危

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》强调,积极发展混合所有制经济。“国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济,是基本经济制度的重要实现形式,有利于国有资本放大功能、保值增值、提高竞争力,有利于各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展”。要促进混合所有制经济的健康发展,必须大力弘扬股权平等精神,旗帜鲜明地平

等保护各类企业和投资者的合法权益,实现国有股东与民营股东的互利共赢。

股权平等的核心是妥善处理股东之间包括大小股东之间的利益关系，构建控制股东与非控制股东各得其所、相互尊重、和谐相处的股东利益共同体。既反对控制股东恃强凌弱,也反对小股东以小讹大。

股权平等原则是国际惯例

鉴于股权平等原则的重要功能，主流市场经济国家的公司法均承认该原则。《德国旧商法典》未曾规定股权平等原则。在20世纪20年代，德国法院曾在判决中运用公序良俗原则代替股权平等原则,但其后的学说与判例均承认,股权平等原则是一项具有独立意义的基本原则。于是,德国1978年修改《股份法》时增列第53a条,明文规定股权平等原则。

《欧盟第2号公司法指令》第42条规定：“为贯彻该指令，诸成员国法律应当确保处于相同地位的全体股东获得相同的对待。”经济合作与发展组织（OECD）1999年5月发表的《公司治理原则》第2章更是明确规定了股权平等待遇原则,要求“公司治理框架确保所有股东（包括股东与外国股东）都能获得平等待遇；所有股东在其权利受到侵害时都有机会获得有效救济”，并从三个方面对股权平等原则的贯彻提出了具体要求。

我国《公司法》虽然没有在总则中明确规定股权平等原则，但有不少体现股权平等原则的法律条款,如一股一表决权（第102条第1款）、同股同权和同股同利（第125条第1款）、按股东持有的股份比例分配股利（第166条第4款）。例如,《公司法》第102条还规定：“股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权。但

是,公司持有的本公司股份没有表决权”。《公司法》第125条规定：“股份的发行,实行公平、公正的原则，同种类的每一股份应当具有同等权利。同次发行的同种类股票,每股的发行条件和价格应当相同；任何单位或者个人所认购的股份,每股应当支付相同价额。”“同种类的每一股份应当具有同等权利”既包括了财产利益方面的平等,也包括了治理利益的平等。第165条第4款规定：“股份有限公司按照股东持有的股份比例分配”。

《证券法》第4条也体现了投资者平等原则：“证券发行、交易活动的当事人具有平等的法律地位,应当遵守自愿、有偿、诚实信用的原则”。国务院转发的证监会《关于提高上市公司质量的意见》第2条第5项也提出要“保障投资者平等获取信息的权利”。

股权平等原则植根于民事法律

《宪法》作为我国社会主义法律体系中的母法,亦承认平等原则,并规定了民族平等(第4条第1项)、公民在法律面前平等(第33条第2项)和男女平等(第48条)等。

我国《民法通则》除在第3条明文规定“当事人在民事活动中的地位平等”外,更在第2条将民法调整对象界定为平等主体间的财产关系和人身关系。

《合同法》第2条第1项将合同定义为“平等主体之间设立、变更、终止民事权利义务关系的协议”,第3条又规定了“合同当事人的法律地位平等”的原则。

《物权法》第4条明文规定：“国家、集体、私人的物权和其他权利人的物权受法律保护,任何

单位和个人不得侵犯。”这一物权平等保护的立法思想彻底抛弃了国家所有权优于集体所有权、集体所有权优于私人所有权的传统所有权等级论。各种市场主体对相同的物权享有同等的权利,适用相同的市场交易规则,当物权受到侵害时,不管侵害人是谁,都要承担同样的民事责任。可见,平等为民法之第一根本原则。在社会主义市场经济条件下,各种所有制经济形成的市场主体都在统一的市场上开展经营活动,都要遵守统一的市场规则。只有地位平等、权利平等,才有公平竞争,才能形成良好的市场秩序。

不唯实体法承认平等原则，程序法亦莫例外。2012年《刑事诉讼法》第4条规定：“对一切公民,在适用法律上一律平等,在法律面前,不允许有任何特权”。2012年《民事诉讼法》第8条规定：“民事诉讼当事人有平等的诉讼权利。人民法院审理民事案件，应当保障和便利当事人行使诉讼权利，对当事人在适用法律上一律平等”。《行政诉讼法》第7条规定“当事人在行政诉讼中的法律地位平等”。可见,平等乃为我国法律之灵魂，这既是社会主义法律的本质要求,也是市场经济赖以发展和繁荣的根本保障。

我国民法学界对《民法通则》第3条规定的平等原则有不同理解。笔者认为，平等原则作为民法最为根本的原则，指民事主体的民事权利能力是平等的；除非承受不利益的当事人自愿承认，民事主体间的权利和义务的内容应是对等的。平等原则是私法自治原则的核心支柱。没有平等，既无物权神圣的地位，亦无契约自由的

款创设委员会等。三是创设新机构,重点防范系统性风险，例如提出在远期设立金融稳定监察委员会和金融研究办公室，全面监测金融系统性风险的形成与扩散。

克服金融机构高管“道德困境”。《多德-弗兰克法案》第971节授权证券交易委员会制定关于股东委托提名董事的制度办法，旨在通过增强金融机构董事会多元化，预防高管层集体“短视”风险。此外,法案第956节还规定,大型金融机构每年需向监管部门披露所有高管的薪资结构，旨在防止过于偏重短期激励型的薪酬导向,造成金融机构高管层盲目追求高风险、高收益的投资策略。

强化信息披露。在此前信息披露制度的基础上，法案特别提高了对信用评级机构信息披露的要求。法案授权证券交易委员会研究制定信用评级机构对所有评级资料的公开、引入第三方独立评估方、历史债券评级信息共享等多项制度,旨在使投资人能够更加全面、准确地获取产品的信用等级信息，并能够比对不同机构的评级结果,以便做出合理投资判断。

三、对我国资产证券化市场的启示

自1992年始，我国资产证券化道路已走过逾20年的历程。受次贷危机影响,2008年至2011年资产证券化试点暂停。2012年,国务院重启信贷资产证券化第二轮试点,7家境内金融机构共获得了500亿元的发行额度。2013年8月28日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,研究决定进一步扩大信贷资产证券化试点,新增发行额度3000亿元。

当前我国资产证券化市场特点如下。其一,发起机构逐步多元化,但融资规模仍然较小。两轮信贷资产证券化试点中,国有大型商业银行、政策性银行、股份制银行均有担纲。此外,各类资产管理公司也均可作为企业资产证券化发起人。但相较于美国资产证券化市场占债务市场总额25%的比例、存量超过10万亿美元规模来看,我国资产证券化市场规模仍然很小,已发行规模不超过2000亿元,整体业务开展仍属于起步阶段。

其二，一级市场投资者范围逐步扩大,但二级市场流动性不足。目前,各类商业银行、外资银行、基金公司、证券公司和信托公司等均可投资资产支持证券产品，但投资方式依然以持有到期为主，持有期内的交易量严重不足,容易造成流动性高溢价,增加发起人融资成本。这也说明我国的资产证券化市场培育仍处于初期。其三,监管线条众多,但市场结构单薄,信用风险依旧集中。目前我国资产证券化被界定为信贷资产证券化业务和企业资产证券化业务两大类。前者由人民银行和银监会负责监管,但只在银行间市场发行；后者由银行间市场交易商协会和证监会分类监管，分别在银行间交易市场和交易所市场发行。不难看出,信贷资产证券化原本可以转移、分散银行信贷风险,但以目前的市场结构来看，风险依旧停留在银行

单位和个人不得侵犯。”这一物权平等保护的立法思想彻底抛弃了国家所有权优于集体所有权、集体所有权优于私人所有权的传统所有权等级论。各种市场主体对相同的物权享有同等的权利,适用相同的市场交易规则,当物权受到侵害时,不管侵害人是谁,都要承担同样的民事责任。可见,平等为民法之第一根本原则。在社会主义市场经济条件下,各种所有制经济形成的市场主体都在统一的市场上开展经营活动,都要遵守统一的市场规则。只有地位平等、权利平等,才有公平竞争,才能形成良好的市场秩序。

不唯实体法承认平等原则，程序法亦莫例外。2012年《刑事诉讼法》第4条规定：“对一切公民,在适用法律上一律平等,在法律面前,不允许有任何特权”。2012年《民事诉讼法》第8条规定：“民事诉讼当事人有平等的诉讼权利。人民法院审理民事案件，应当保障和便利当事人行使诉讼权利，对当事人在适用法律上一律平等”。《行政诉讼法》第7条规定“当事人在行政诉讼中的法律地位平等”。可见,平等乃为我国法律之灵魂，这既是社会主义法律的本质要求,也是市场经济赖以发展和繁荣的根本保障。

股权平等原则普适于混合所有制各类投资关系

我国民法学界对《民法通则》第3条规定的平等原则有不同理解。笔者认为，平等原则作为民法最为根本的原则，指民事主体的民事权利能力是平等的；除非承受不利益的当事人自愿承认，民事主体间的权利和义务的内容应是对等的。平等原则是私法自治原则的核心支柱。没有平等，既无物权神圣的地位，亦无契约自由的

系统内部,系统性风险隐患依旧存在。鉴于此,美国次贷危机的教训很鲜活的昭示我们，应从以下几个方面着力，矫正和规范我国资产证券化市场。

首先,梳理监管线条,统一结算,加强信息披露。我国金融业监管始终遵循分业监管原则,由银监会、证监会、保监会分别对银行、证券、保险行业进行监管。如上文所述,人民银行、银监会、证监会和银行间市场交易商协会均对资产证券化业务有审批权限。这种多头监管的现状类似于次贷危机爆发前美国的情况。次贷危机的经验表明，对于资产证券化这种既有商业银行参与,又涉及证券业市场的综合性金融业务,分业、多条线的监管结构容易造成监管“真空”,不利于信息整合与披露,无法有效监测系统性风险。

证监会下发了《资产管理机构资产证券化业务管理规定(征求意见稿)》(以下简称《征求意见稿》)。新规中,资产管理机构申请设立专项计划、发行资产支持证券,应向中国基金业协会备案,同时抄送所在地证监会派出机构。这表明,证监会已开始将场外进行的资产证券化业务逐步纳入私募业务管理范畴。基金业协会的新职能，也体现了监管层对监管机构体系的初步改革。下一步,应进一步加强银监会与证监会、银行间市场交易商协会与基金业协会的合作,进一步完善资产证券化业务的整体监管框架。

此外，我国目前的信贷资产证券化业务尚没有统一的登记结算机构，而是被割裂在中央国债登记结算公司和上海清算中心两家机构进行,大大降低了信息互通、整合的效果,提高了信息披露的难度。建议下一步整合两家机构的重叠职能,建立中央统一的清算中心。

其次,审慎扩大市场规模与产品创新,坚持不搞“再证券化”。根据证监会《征求意见稿》及《私募投资基金管理暂行办法》有关规定,目前我国合格投资者合计不得超过200人。部分研究者诟病此制度安排是造成二级市场交易寡淡、流动性差的主要原因之一。但根据美国次贷危机的经验,在监管框架尚未有效识别风险的情况下盲目扩容，容易导致系统性风险积聚。《征求意见稿》中,监管层已将基金子公司纳入规范行列，预示着我国资产证券化业务范围正在向全资管牌照推进。可以说,这是响应国务院号召,加大试点力度,进行市场扩容的前奏。但是,这种扩容须在审慎的原则下进行,不可走美国的老路,使产品创新走在风险监管的前面。例如，关于资产证券化产品何时能够突破私募化发行,冲破“200人”的限制,开启公募版本,就不能操之过急。

与此同时，我国目前的资产证券化产品均为一级证券化产品,虽然结构相对简单,但是通过优先档、中间档和次级档的三层设计,已经可以发挥出证券化产品的结构化优势，且较低的杠杆率使得产品与基础资产的对应性更强。短期来看,应吸取美国次贷危机的教训,不要盲目

空间。平等原则既及于物权关系,也及于债权关系、亲属关系和继承关系等全部民事活动领域；既及于团体关系,也及于非团体关系。各个独立的等价交换行为固不待言，就是在存在团体关系的共同所有(含共有、总有)、共同继承、分割债权、连带债务、合伙、社团、合作社、破产中的破产财团、共同海损中的危险共同体等场合,平等原则也体现得淋漓尽致。

股权关系为民事关系之一种。股权关系是平等主体的股东、公司、高管与第三人相互之间基于私法自治原则而发生的民事关系。公司法乃民法之特别法。鉴于《民法通则》和《合同法》等民事法律确认了平等原则,在《公司法》没有明确排除平等原则的情况下，应当补充适用平等原则调整股权行使与保护的关系。鉴于股权平等在公司治理与资本市场中的重要性,参酌世界先进法域的立法例、判例和学说,我国未来《公司法》修改时应在总则明文规定股权平等原则,以期该原则之贯彻臻于周全、彻底。但在该原则未被法律明文规定之前，解释学上应确认该原则，法院和仲裁机构亦可援引该原则及有关条款作为裁判依据。

股权平等是物权平等精神在公司法领域的延伸。股权平等与《物权法》中的物权平等原则一脉相承。在社会主义市场经济条件下,各种所有制经济形成的市场主体都在统一的市场上开展经营活动,都要遵守统一的市场规则。只有地位平等、权利平等,才有公平竞争,才能形成良好的市场秩序。因此,《物权法》第4条对物权予以平等保护的立法思想，彻底抛弃了国家所有权优于集体所有权、集体所有权优于私人所有权的传统所有权等级论。

各种市场主体对相同的物权享有同等的权利,适用相同的市场交易规则,当物权受到侵害时,不管侵害人是谁,都要承担同样的民事责任。当物权转化为股权,股东由物权主体变为股权主体时,亦应遵循相同的股权平等理念。

我们要在混合所有制经济领域打破一切有形的无形的所有制等级论、所有权等级论和股权等级论。要把平等的光芒照耀到资本市场的每一个角落,不管持股大小,不分年龄,不分职业背景,也不管财力多寡。平等保护是最大、最好的法律保护。

设计、发行二级或二级以上的产品,避免过度证券化。8月28日国务院常务会议精神明确指出,现阶段坚决不搞“再证券化”,也正符合了这一审慎原则。

再次,严格规范基础资产,合理设定风险自留与资本计提。目前我国资产证券化业务中,信贷资产证券化的基础资产均是各家商业银行违约率最低、质量最优的信贷资产。企业资产证券化的基础资产类型更加丰富,包括各类收益权、融资租赁项目下的租金收款权等。次贷危机爆发的深层原因，就在于大量劣质次级贷款也被投入资产池进行打包出售，从而随着美国房地产市场急转直下,引发了金融系统地“多米诺骨牌”效应。根据国务院常务会议精神,我国下一阶段资产证券化试点将继续优先选取优质资产开展，风险较大的资产暂不纳入扩大试点范围。特别是我国目前地方政府债务率较高,小额贷款、信用卡贷款等新型金融产品尚未成熟,此类资产应格外谨慎入池，否则将导致不可控的市场与信用风险。

在明确了基础资产稳步扩大、以优质为先的原则基础上，根据2013年12月31日由央行、银监会联合下发的《关于规范信贷资产证券化发起机构风险自留比例的文件》有关规定,当前信贷资产证券化发起人需通过持有次级档证券来承担5%的风险自留。不少从业人员及研究者诟病这一比例太高，严重打击了发起人的积极性。特别是根据《商业银行资本管理办法》，商业银行自留持有的次级档证券须按照1250%的风险权重计提核心资本，使得商业银行积极性大受打击。下一步,建议探索建立差异化的风险自留机制,逐步取消“一刀切”的风险自留规定。同时,应继续借助巴塞尔协议III等监管框架中对资产证券化业务市场风险、信用风险的计量方法,进一步合理化设定资本计提标准。

最后,加强信用评级。目前我国在债券发行过程中实行双评级制度，由两家评级机构同时对债券发行人或所发债券进行评级，并各自独立公布评级结果。可以说,双评级制度作为一种制度安排,在为投资者提供更加独立、客观、公正的评级服务初衷上是值得肯定的。但是,我国目前信用评级环节面临的主要问题是评级机构本身缺乏有效的约束，导致信用评级公信力不足,在投资者心目中成为“形式主义”、“走过场”、“空架子”。下一步,建议探索建立信用评级激励机制,并强化过失处罚力度。

与此同时，我国现阶段资产证券化业务尚未引入外部信用评级制度,这是与美国相比一个重要的制度落后。外部信用评级是控制风险、分散风险的有效手段。类似与美国CD3的信用风险缓释工具在我国于2010年刚刚开始引入,目前市场尚不能够充分理解和运用此类衍生合约。下一步,应继续探索加强外部信用评级制度安排,同时也注意预防类似美国次贷危机中出现的信用评级机构与发起人之间的道德风险隐患。