

融资伦理的法律形塑： 证券法的原则引入与制度回应

——以诚信、理性和回报融资理念为中心的立法重构

徐 明* 张虞茗**

摘要：我国证券市场融资功能的有效性体现着资本市场发展水平,现行证券法体系在投融资两端存在结构性失衡:投资者保护制度相对完善,而融资端的伦理规制长期处于规范真空。融资方凭借信息优势地位,易引发道德风险与逆向选择,非理性扩张、欺诈募资及短视化运作等问题,反向侵蚀投资者信心并损害市场秩序。融资伦理入法具有正当性,“诚信、理性、回报”为核心的融资伦理应上升为《证券法》原则。

关键词：融资伦理 证券法 道德风险 投资者保护

作为证券市场的首要功能,融资功能的有效性反映着资本市场的发展程度,亦体现着国家经济治理能力。^{〔1〕}然而,尽管投融资功能的重要性毋庸置疑,且

* 华东政法大学国际金融法律学院教授、博士生导师。

** 华东政法大学经济法学院博士研究生。

〔1〕 参见崔鹏、张文强、安烨:《中国证券市场融资功能与融资效率研究》,载《山东社会科学》2015年第11期。

证券市场的交易、服务、纠纷解决等其他活动皆发轫于此,但投融资作为资金配置活动的一体两端,在我国证券法体系安排中却面临着严重的结构性失衡:对投资端的保护通过长久以来的宣传和制度安排已形成保障闭环,《证券法》更设专章对投资者行为进行了规范与权利保护,而融资端的伦理规制仍处于规范真空,这一制度安排上的差异体现出市场过度关注投资者教育却忽视融资方行为矫正的现状,甚至将投融资视作割裂系统进行规制。但作为市场活性的源泉,证券发行过程中融资需求的发布是一切交易活动的起点,融资人作为信息发布方拥有天然的信息优势甚至是支配性的优势地位,在金融科技迅速发展的当下,信息复杂性和专业性的提升带来了更严峻的道德风险和逆向选择问题。^{〔2〕}然而,随着我国证券市场规模的扩大和交易量的提升,融资伦理的缺失导致融资端的弊病愈发严峻,部分企业在融资过程中为追求短期利益,违背了企业长期发展的初衷进行过度融资,甚至不惜违背诚实信用要求而采取欺诈、虚假陈述等违法手段。这种非理性扩张、欺诈性募资与短视化运作不断反向侵蚀投资者信心,妨碍了一级、二级市场的良性循环,对市场秩序造成了严重损害。

因此,为提升我国资本市场法治环境、促进融资环节规范发展、提升市场信心的同时缓解交易双方信任危机,必须从融资端这一源头切入,在“金融伦理”的框架内强调我国证券市场的融资伦理,通过法律原则在证券法总则中的引入,建立正确、健康的融资理念,强调融资伦理对企业行为的规制,从而为长期、理性的投资的正向理念建设,以及投融资生态平衡形成发展推力与市场合力。

一、融资伦理价值缺位的现实困境

资本市场对于一国金融、经济发展具有重要意义。从金融供给侧结构来看,资本市场的高质量发展有利于提高我国在全球资本市场中的竞

〔2〕 参见袁康、邓阳立:《道德风险视域下的金融科技应用及其规制——以证券市场为例》,载《证券市场导报》2019年第7期。

争力,吸引更多优质企业来我国上市融资的同时吸引外资流入,从而扩大国内资金供给。同时,资本市场的壮大更能满足本国企业生产发展的资金需求,实现金融服务实体、助力新质生产力发展的目标。^[3]然而,资本市场发展与风险共存,市场主体的道德风险和市场内生风险等负面影响因素意味着监管的不可或缺。正如行为金融学从心理学的角度驳斥了“理性经济人”假设对投资者非理性行为和认知偏差的忽视,融资人也无法避免在信用市场中受到道德风险和契约问题等行为因素的影响。因此,这种伴随着信息不对称产生的融资人行为问题如果不加以规制,资本市场不仅不能发挥上述理想作用,甚至会产生反向作用。

正是由于资本市场中的行为范式与心理学存在着千丝万缕的关联,伦理在规范中的价值缺失才显得格外严重。资本市场是资金的市场,也是信用的市场,在金融投资交易和企业经营管理的动态运作中,除了资金的流动,各国市场都形成了一套约定俗成的价值取向、道德规范以及伦理标准,即所谓的“金融伦理”。具体而言,由于金融市场的参与主体遵循“利润至上”的商业逻辑,为避免市场主体出于趋利目的采用不正当竞争手段损害市场秩序,金融伦理起初以一种“自我约束”的核心价值出现,逐渐演变为包括行业自律、监管他律的道德规制。^[4]早在古典经济学中,就有观点提出市场经济需要遵循伦理精神以平衡利己和利他的天然矛盾,这一理念后来被衍生为“公正”的市场经济原则。^[5]此后,西方资本主义发展到一定阶段后,理性经济行为对市场主体提出了新的伦理要求,这一新教经济伦理实则与“勤勉尽责”的法治理念相符合。^[6]随着金融市场的发展壮大,市场主体希望构建良好的声誉获得“个人效用最大化”,因而随着代理问题和道德问题的严峻性不断突出,世界各国慢慢形成了以自由、公正、平等、诚信等为普遍价值的金融伦

[3] 参见赵瑞政、王文汇、王朝阳:《金融供给侧的结构性问题及改革建议——基于金融结构视角的比较分析》,载《经济学动态》2020年第4期。

[4] See Dal Maso, Giulia, Aneil Tripathy & Marc Brightman, *A Moral Turn in Finance?: Labeling, Purpose, and the Morality of Markets*, Focaal, Vol. 93, 2022.

[5] 参见[英]亚当·斯密:《道德情操论》,蒋自强等译,胡企林校,商务印书馆2015年版,第350~389页。

[6] 参见[德]马克斯·韦伯:《新教伦理与资本主义精神》,闫克文译,上海人民出版社2017年版,第274页。

理,作为金融国际化的发展前提。而在金融科技迅猛发展的当下,对于金融科技工具需要遵循的算法伦理,以及近年来全球环境问题催生出的可持续、环保发展理念,又成为金融市场新的伦理共识。^[7]可见,金融伦理内生于资本市场的发展中,在外部监管体系以及资本市场法治建设完成前,出于对交易秩序、交易效率和信任成本等因素的考虑,市场主体已经自发形成了道德约束。这种伦理规制被现代法治所吸纳,并随着金融发展的不同阶段外化为不同的规范要求。^[8]尽管这种规范往往体现为宏观、抽象的原则理念而非具体的规则,但其对于资本市场主体活动同样具有重要意义。

因此,随着我国资本市场的发展和国际化程度的提高,金融伦理在资本市场中的重要性愈发凸显。经过过去数十年的努力,我国已经从新兴起步市场向成熟资本市场不断转轨,在基础设施、市场规模等硬件指标建设方面基本达到国际领先水平,^[9]但从资本市场软环境来看,我国的法治建设与投资者保护水平仍有不足之处,尽管我国通过政策文件的出台不断宣示打击融资市场乱象的坚定决心,融资失范的情形仍然屡禁不止,违法违规行为层出不穷。在法律加强责任追究、从严打击违法行为的同时,金融伦理的应用能够通过“软硬结合”的手段,从市场参与主体的动机和行为逻辑出发,进行更有效性和长期性的市场治理。不少专家、学者主张,基于金融体系中道德风险的固有问题,应当重视金融伦理在金融制度中的约束作用,强调理性、平衡对金融市场中“欲望调控”

[7] 关于金融科技、环境保护等新兴伦理规范的论述,参见江军、李牧翰:《人工智能金融领域应用伦理风险及其法律治理》,载《江西财经大学学报》2025年第1期;王晓青、许成安:《金融科技伦理的内涵、规制方法与研究前景》,载《江汉论坛》2021年第10期;吴志远:《我国绿色金融研究现状评析与展望》,载《湖南社会科学》2020年第5期。

[8] 参见程晓林:《构建中国特色社会主义金融伦理体系——兼议西方金融伦理的批判》,载《经济论坛》2023年第1期。

[9] 根据世界银行对于各国在该国上市的所有国内公司的总市值的数据,我国当前目前已位居世界第二,载世行官方网址,<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2022&start=1975&view=map>,2025年4月17日访问。但由于市场规模计算方法存在不同,以及我国在债券、期货等方面市场相对薄弱,因此这一排名并不能适用全部指标,但资本市场规模在各项调研中均居世界前列。

的重要性。^[10] 当前,我国已经在银行、金融科技等领域出台了相关的文件;^[11]更有人大代表提出,要持续加强金融伦理教育,建设完整的伦理规范体系,并将其纳入金融立法的范围中。^[12] 由此,当前我国对金融伦理的重视程度显著提升,应当将金融伦理嵌入法治监管的完善进程,旨在从市场主体内部动机层面引导行为合规。

在金融活动中,资金融通是资本市场运作和发展的核心功能,融资需求更是投资活动产生的起点,证券发行活动将资金的需求方和持有方通过金融产品进行对接,在这一交易过程中通过磋商实现价格发现,交易达成时又实现了资源配置的效果,可谓“一箭三雕”。^[13] 因此,在资金融通的过程中,作为金融伦理的外延范围,证券市场的融资伦理同样是我国法治“软硬结合”的重要方面。而上述资本市场的违规问题,更是在证券融资环节尤为突出。失范的融资环境既不利于投资者正向理念的形,亦对我国建成中国特色社会主义资本市场有所阻遏。然而,当前我国资本市场的高位阶法律中,恰恰缺乏正确融资理念以及与其相伴相生的正确投资理念的规范。融资本身需要合法、合规这样的基础要求无需赘言,但对于正确的融资理念包括哪些具体原则尚未引入正式法律。2019年修订的《证券法》中也并未涉及建立投融资理念的规范框架。尽管其中有部分条文涉及资本市场的相关原则,但从体系角度来看,整部法律并没有条文将融资活动中的主体行为准则提炼、上升和概括为更加宏观、高位的价值要求,即缺乏框架性、体系性、总括性的理念准则。伦理价值与高位阶法律原则相结合的方式,能够更有效地规范市

[10] 参见陈经纬:《为资本设置“红绿灯”的理论逻辑与实践逻辑——基于社会主义核心价值观与金融伦理建设相契合的视角》,载《中共中央党校(国家行政学院)学报》2022年第6期。

[11] 参见《金融领域科技伦理指引》(JR/T0258-2022)(中国人民银行发布)。

[12] 参见田轩:《将隐私保护、算法公平纳入金融伦理规范|代表委员议政录》,载“新京报评论”,[https://baijiahao.baidu.com/s?id=1825600746984770197 &wfr=spider &for=pc](https://baijiahao.baidu.com/s?id=1825600746984770197&wfr=spider&for=pc),2025年3月3日访问。

[13] 参见[美]兹维·博迪、罗伯特·C.默顿、戴维·L.克利顿:《金融学(第二版)》,曹辉、曹音译,刘澄、曹辉校,人民出版社2025年版。罗伯特·C.默顿(Robert C. Merton)在本书中提出了“金融功能理论”,即金融市场的六大功能,后经我国学者赵锡军等人的进一步研究深化,概括为现行金融市场的三大基础功能通说。

市场秩序,弥补单一法律手段的局限,为构建稳健、透明、可持续发展的中国金融市场提供更高层次的制度保障。但遗憾的是,长久以来我国资本市场的监管和宣传重心中集中在投资理念的培育和违规行为的打击,但缺乏融资端行为伦理的宣传教育,价值理念在高位阶法中的缺乏不仅使得投融资理念在证券法价值体系中的强调力度失衡,也不利于融资伦理借助高位“平台”发挥对整个市场价值指引的作用,更难以对法律价值体系产生实质性的塑造作用。^[14]

二、融资伦理入法的正当性基础

(一) 立法技术: 商事法律的回应性和体系性

融资观念作为金融伦理的重要组成部分,写入证券法具有重要的理论和现实意义,然而,证券法作为证券市场的基本法律,其修订需要审慎,更需符合正当性的要求。但不同于其他基本法律的是,证券法作为资本市场的“母法”,本身应商事实践而生,需要根据商业社会的发展及时调整以满足当下的市场需求,并具有一定的前瞻性以给商业组织、商事活动的创新发展留有空间,因此修订频率应当较其他法律更高。美国证券法作为全球证券法的典范,自 1933 年问世以来已修改四十余次,即平均每两年就会对内容进行调整。我国台湾地区的《证券交易法》于 1968 年通过至今已修正了 33 次,其中 2000 年后几乎一年一修,至 2024 年最新修正版已修 28 次。^[15] 因此,我国证券法的修订同样应当注重变化迅速的经济市场发展背景,通过修法及时反映和应对市场变化。

鉴于前述资本市场的现实乱象和证券法价值的理论缺位,将正确的融资观念纳入证券法修订具有重要意义,同时也符合证券法回应现实的商事法律特征要求。因此,鉴于融资伦理当前在制度体系中的缺位,应当在《证券法》中引入法律原则强调证券融资理念的价值指引,发挥证

[14] 参见刘斌:《中国企业家精神的法律内涵与规范适用》,载《北方法学》2024 年第 5 期。

[15] 参见我国台湾地区“证券交易法”法律沿革,载“台湾地区证券暨期法令判解查询系统”网站, <https://www.selaw.com.tw/Chinese/RegulatoryInformationResult?sysNumber=LW10802503>, 2025 年 5 月 3 日访问。

券法作为证券市场全局性、整体性规范的导向作用。融资伦理应当作为金融伦理在资本市场中的内生构成,先上升为证券法总则中对约束发行人及中介机构在融资环节中的原则规定,起到对资本市场根本的指导作用。

首先,伦理作为法理的基础,在与金融市场发展结合的同时,可以将市场规则和伦理要求进行抽象化,形成特定市场主体共同认可的市场伦理,并以法律原则的形式上升为规范准则,实现规则和法则的统一,更好地对市场主体以价值指引的形式提供行为规范。鉴于融资对金融市场、经济发展的重要作用,融资伦理作为金融伦理的重要组成部分,更应在法律规范中有所体现。

其次,融资伦理应当以原则的形式存在,这样的安排符合立法技术上“承上启下”的逻辑要求。具言之,伦理本身并不属于法学概念,且从立法技术的角度来看,这一概念过于抽象、宏观,因此将其引入法律时需要在规则层面“脱虚向实”,否则无法确定其法律上的定义和属性。但如果将融资伦理的规制直接落地到某一具体的制度细则,又会丧失其价值引领的入法目的。因此,将正确的融资理念以原则作为表述的形式,则缓解了抽象概念和具体规则之间的矛盾冲突并完成了入法过程中细化的衔接过渡,将政策性、理论性甚至哲学性的概念转化为具有指示意义的具象内容。一方面,证券法本身是资本市场的基础性法律,其总则中不仅将其法律地位提升到了资本市场基本准则的高度,也满足了规范市场主体行为的指导性意义,还起到了集中宣示的强调作用;另一方面,理念原则的设立为具体制度的规范适用提供了法理依据,^[16]不仅凝练了现行制度的核心命题,体现了立法中问题导向意识,更为后续在相同理念指引下制定的行政法规、部门规章和规范性文件等细化规定的出台打下了法律基础。^[17]

此外,对于证券法立法目的中证券融资理念写入立法原则的价值填补,还具有资本市场法律体系的协调作用。当前,我国《公司法》在立法

[16] 参见陈洁:《弘扬企业家精神的内在逻辑与制度回应》,载《中国法律评论》2024年第5期。

[17] 参见徐明:《资本市场应树立正确的融资观》,载《中国金融》2025年第1期。

目的条款中新增“弘扬企业家精神”这一内容,不仅回应了新《公司法》对于董事会中心主义的强化,更为立法回应社会使命的要求提供了范本,即立法和修法同样需要基于现实背景解决和回应我国当下甚至可预见的现实问题,即具备问题意识和前瞻性。且商法较强的实践导向问题同时决定了其原则的特殊性,即其为了缓和法律体系的稳定性和社会生活发展的快速性之间的张力,商法中的立法目的和原则规定等一般条款被采纳具有极强的导向作用,并为技术规范的具体化提供了基础。^[18]而正确的投融资理念以原则形式入法恰好完成了和公司法进行高位阶法价值衔接的要求,在鼓励企业家创新精神的同时强调企业融资活动的规范,从市场主体和市场行为等多方面确定了我国资本市场宏观价值理念的法定原则。

(二) 法理证成:从市场公平到融资社会责任

正确的融资伦理以原则形式引入证券法总则的正当性还在于融资理念入法有利于法理价值的弘扬,能够为我国证券市场的参与者提供行为指引,具有法经济学、法社会学和法哲学多个层面的意义。

1. 保护投资者的市场失灵矫正

资本市场同时也是重要的信息市场,在信息不对称的环境下,发行人具有天然的欺诈激励心理,这种道德风险对发行人而言不仅具备动机,且在没有足够监管手段的情况下有实施的能力。然而,如果放任这种道德风险发展,则势必引发“柠檬市场”中的逆向选择问题,信息不对称的不可见性使得证券市场的买家缺乏对证券质量的评判能力,只能按照平均质量的价格支付,这就引发了“劣币驱逐良币”的不利后果。^[19]因此,信任作为交易的基础,如果企业滥用信息优势地位,不能对自身的融资行为进行约束并做好信息披露,则资本市场的投资者必然会对其丧失信任,可能导致市场机制失灵。无论是债券还是股票市场,如果企业存在隐瞒风险或者虚增价值的情况,则会破坏市场中投融资双方的信任,进而影响交易中理性人决策的基础。不仅如此,股权融资的成本本

[18] 参见冉克平、张仪昭:《〈公司法〉立法目的条款的功能重释与司法适用》,载《河南社会科学》2023年第7期。

[19] See George A. Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, 1970.

就来自信息不对称,如融资方不解决这一问题却“反其道而行之”,则会增加自身的发行成本,更不利于融资市场的长期发展。^[20] 遗憾的是,部分发行人的短视与逐利思维使得其忽略了遵循融资伦理的长期效益,而只顾眼前的短期现实收益。例如,2019年4月起短短8个月,瑞幸咖啡通过虚构订单、虚增收入、虚假交易甚至伪造银行流水等手段共计虚增交易额22.46亿元,这种财务造假行为严重损害了投资者对企业乃至整个市场的信任,其被指控财务造假的当日股价下跌幅度超10%,足见投资者在信息不对称的情形下,难以保证自身的知情权,对市场价值正确判断的难度较高,这不仅不利于投资者保护的证券法目标,同时对企业自身融资和发展都百害无一利。

而对于我国的投资者来说,这一问题则更加棘手,市场自身矫正主要基于声誉机制和机构投资者的参与,前者利用市场评判优胜劣汰,迫使企业在融资环节恪守诚信原则,^[21] 后者则依靠机构投资者相较于一般投资者更加强大的信息收集和核实能力对融资真实性进行判断。^[22] 具言之,发行人管理层对于融资信息披露的真实性、完整性会影响投资者对其企业的评价,当投资者评价多呈负面时,不仅企业股价下跌,也会导致企业后续融资的困难并加重财务危机;而机构投资者由于专业性更强、经济能力更优,在信息市场上与发行人博弈时的信息劣势程度相对较弱,更能识别发行人在信息披露中的有效信息并做出有利于自身收益的决策,这种能力不仅对中小投资者具有指向作用,也对发行人行为形成了制约效果。然而,鉴于我国证券市场声誉机制并不完善,投资者“用脚投票”的现象仍属普遍,且我国当前99%的投资者为散户,因此上述两种市场矫正工具在我国无法发挥足够有力的矫正作用。基于此,以证券法为核心法律文件的证券市场法定监管体系,作为外部制约手段,对融

[20] See Juliane Begenau & Juliana Salomao, *Firm Financing over the Business Cycle*, *Review of Financial Studies*, Vol. 22, 2019.

[21] 参见王铁军、林佳敏:《上市公司敷衍投资者对股价崩盘风险的影响》,载《南方金融》2019年第3期。

[22] 参见沈红波、石若瑜、陈鹏翔:《机构投资者能有效识别管理层语调信息吗?——基于管理层讨论与分析的文本语调》,载《东南大学学报(哲学社会科学版)》2024年第4期。

资方的行为矫正和道德风险抑制具有不可替代的作用。

不仅如此,融资理念的立法引入对于市场理性的建立也具有重要意义,这一点对于保护投资者的经济利益尤为关键。尽管融资决策往往需要股东大会讨论通过,但决策本身多由管理层和经营层,即董事会和高管提出。^[21] 21 世纪以来的行为经济学主要关注投资者的非理性行为,推翻了传统“理性经济人”的假设,认为投资者可能存在过于自信、羊群效应等心理因素导致投资受损。^[23] 但事实上,尽管针对融资方的非理性行为研究较少,但仍有部分研究聚焦于发行人的管理层和经营层,发现融资方同样可能由于管理者的风险偏好引发过度融资,即发行人管理者的心理因素可能导致代理成本的提高,并因非理性的经营行为损害股东价值。^[24] 而在融资的背景下,当企业过度融资时,管理层可能滥用自由现金流进行过度投资甚至谋取私利,进而使得代理成本提高,加剧投资者作为股东和管理层之间的利益冲突。^[25] 因此,过度融资从法经济学的角度来看,不仅可能催生管理层的滥用,更会因代理问题的加剧而导致融资成本的提高,从而降低“成本—收益”使融资对公司边际效益下降。而合理的融资规模需要从资本结构和治理效率两方面出发,确保企业融资的规模对公司发展具有正向作用,且不会产生冗余资金引发过度投资和代理成本问题。为此,已经有域外资本市场的法律规范考虑到了这一问题,例如美国《工商初创企业推动法》(*Jumpstart Our Business Startups Act*,通常简称“JOBS Act”)的推出本身是为了帮助中小企业融资发展,但其规则中也强调了理性融资的观念,要求中小企业证明融资规模与业务发展的“合理需求”,并施加了一定的约束条件,例如 SEC 会要求企业说明资金用途以确保融资规模和商业计划的匹配性。^[26] 因

[23] See Barberis, N. & Thaler, R., *A Survey of Behavioral Finance*, Handbook of the Economics of Finance, Vol. 1, 2002.

[24] See Graham, J.R., Harvey, C.R. & Puri, M., *Managerial Attitudes and Corporate Actions*, Journal of Financial Economics, Vol. 109, 2013.

[25] See Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, The American Economic Review, Vol. 76, 1986.

[26] See Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act), Pub. L. No. 112-106, § 304(b), 126 Stat. 306, 323(2012); Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act), Pub. L. No. 112-106, § 401(b)(2)(D), 126 Stat. 306, 326(2012).

此,要使融资效益最大化,就必须要求发行人遵循理性标准,而这一要求仅靠市场机制无法做到,因为无论是作为博弈对方的投资者还是发行人的管理层本身都会存在“非理性”的心理诱因,做出不利于长远利益和市场发展的短视决定,这时就需要法律引导正确的融资理念,并通过融资理念倒推投资理念的正向发展,形成良性循环。

因此,从法经济学的角度来看,融资伦理入法的本质是通过法律介入市场机制,重建投融资双方的健康、均衡博弈环境。鉴于我国在声誉机制和机构投资者都不发达的前提,注册制推动后对发行从实质审核转向形式审核后,我国亟须通过伦理原则的法律原则化将发行人道德风险外部成本内部化,以矫正市场的盲目性,弥补市场机制失灵时融资成本提升带来的不利经济后果,在发挥市场决定作用的同时保护投资者在市场上的知情权,并为其投资决策提供良好的市场环境。

2. 公共产品属性的社会利益要求

融资伦理写入证券法总则的第二层法理依据在于,融资发行具有一定的公共产品属性,需要平衡社会公众利益和证券法对公司治理的介入程度,在保护社会利益的同时不影响商事组织的正常活动。作为资本市场的基本法律,尽管证券法主要的规制对象是平等主体间的商事活动,属于私法范畴,但其主要任务仍在于证券市场发行交易活动的监管与投资者利益的保护,^[27]资本市场的法治监管也具有司法与行政手段结合的特性。^[28]然而,融资活动本质上是上市公司的自主决策,属于公司治理的范畴,在我国当前推行注册制改革、强调减少事行政干预的背景下,对融资活动的规范又不宜进行过分详尽的规定,否则将在影响市场效率的同时抑制公司的创新能力,最终对公司法律制度的自然演化造成负面效果。^[29]因此,将融资伦理这一柔性理念引入证券法,不仅能避免行政干预的刚性色彩,也能填补当前对融资观念引导空缺的问题,强调证券发行的公共属性,对融资人的社会责任起到强调作用。

无论是债权融资还是股权融资,证券市场融资活动涉及经济利益巨

[27] 参见《中华人民共和国证券法》(2019年修订)第一条。

[28] 参见徐明:《中国资本市场法治监管》,中国金融出版社2024年版,第433~434页。

[29] 参见吕成龙:《论证券监管介入上市公司治理的限度》,载《中国法学》2024年第1期。

大、群体众多、信息繁复,对资本市场的稳定具有重要影响。从经济利益的角度来看,融资活动切实关系到我国广大投资者的财产权益,尤其是以上市发行为代表的公开发行业务,其融资活动的规范程度直接影响到千家万户的“钱袋子”,必须对融资人的活动进行理念引导,以保护广大投资者的公共利益;从信息的角度来看,融资行为的信息披露同样具有涉众性,尤其是上市公司,其相较于一般企业更具有公共属性,其融资活动已经超越了纯粹的私法自治范畴,具备准公共产品特征。而当行为涉及公众利益时,应当突破合同相对性在一定程度上的限制,给予更强势的信息披露要求。当前,我国证券的信息披露体系主要集中在财务、交易等直接经济信息,对预测性信息、环境信息以及社会责任等方面的披露较少,不仅可能影响投资者因政策调整带来的投资收益,也忽视了社会公众监督参与的需要,存在信息供需错位的问题。^[30]而正确的融资理念正是要求融资方“换位思考”,证券法配套纳入融资伦理内涵可以适应我国当前对信息披露要求的新趋势,在以投资者需求为导向的同时,尊重证券的公共产品属性,强调提升融资方的责任感,诚信、理性、回报融资的本质是对投资者的保障、对市场的尊重乃至对社会的负责。另外,从权利的角度来看,权利在契约中往往会受到隐形契约的影响,^[31]在融资发行的情形下,投资者的权利可能受到公司内部组织结构的影响。换言之,如果不对公司的融资行为作出规制,那么发行人本身作为一个组织体中管理者的个人行为可能会影响其与投资者之间的契约公正性,即投资成本和回报分配的合理性,存在不符合风险和收益平衡补偿要求的风险。因而,证券法作为证券监管的依据应当遵循我国监管的逻辑,通过设定一定的行为标准对参与者活动的合规性进行引导和监督,以强调市场行为不得损害其他人利益、不得有违公平公正分配原则的理念。^[32]

概括而言,正确的融资理念写入证券法不仅是在公共产品社会利益

[30] 参见冯果、左进玮:《证券信息披露的公共性品格及其法律实现》,载《湖北社会科学》2024年第1期。

[31] 参见胡滨:《金融科技、监管沙盒与体制创新:不完全契约视角》,载《经济研究》2022年第6期。

[32] 参见前注[28],第444页。

属性上的要求,实际上和此前强调企业环境责任、社会责任的要求是一以贯之的,甚至于强调诚信、理性、回报理念下的融资伦理是更为基础、更为根本的责任要求,因为此处强调的社会责任是基于市场融资活动作为基础属性,对广大投资者经济利益甚至整个市场稳定的社会责任。不仅如此,实证证明,公共性金融产品发行方的信息披露和社会责任的承担,有利于提高投资者信任并降低融资成本,长久来看可以实现多赢局面。^[33]^[34]正如我国《公司法》引入企业家精神,强调创新理念和社会责任,核心在于通过宣示性原则的指引对整个市场起到强调责任设置的作用,融资伦理入法的社会责任正当性要求发行方理性考虑交易相对方利益、诚信对待交易并履行回报承诺,进而对资本市场甚至整个经济领域的发展和稳定承担社会责任。

3. 基于公平理念的长期价值实现

融资伦理在证券法中引入的第三重法理正当性在于公平理念的提倡,对于这一点的证成主要在于理性融资和回报融资理念的意义。核心问题在于,过度融资实质上在透支企业的未来价值,可能导致企业违约率的上升,有损企业的长期发展,更不利于长期持有股权的投资者的权益保障。如上文所述,过度融资会导致代理成本的上升和自由现金流的滥用,管理层持有过多现金流可能盲目扩张或低效收购,从而削弱企业的盈利能力并提升违约风险。^[35]不止如此,频繁的融资可能向市场传递负面信号,^[36]尤其是在信息不对称的市场中,企业初次融资或小规模融资时,投资者无法判断企业的具体盈利能力,在市场交易中本就存有疑虑。但这种无法判断的忧虑随着企业的多次融资或大规模融资会不断加剧,企业对资金的非理性需求会使得投资者对企业的经营能力和资

[33] See Dan S. Dhaliwal, Oliver Zhen Li, Albert Tsang & Yong George Yang, *Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting*, *The Accounting Review*, Vol. 86, 2011.

[34] Beiting Cheng, Ioannis Ioannou & George Serafeim, *Corporate Social Responsibility and Access to Finance*, *Strategic Management Journal*, Vol. 35, 2014.

[35] 同前注[28]。

[36] See Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf, *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 131, 1984.

金状况产生怀疑,导致股价下跌和融资成本上涨,^[37]削弱企业的融资能力和偿债能力,制约公司发展的同时增加公司的违约概率。而理性融资的理念则倡导提示企业注重长期的融资成本和长期收益,避免因短期内剧烈扩张和资金吸纳导致的股权稀释或债券违约等经营问题对未来的不利影响,从而增强公司持续盈利能力的同时亦增强了市场信心,引导投资者理性投资、长期持有。

另一方面,从投资回报公平性的角度来看,投资者投资的目的在于获取利益,尤其是在股权融资的情况下,投资者认购股票的行为属于为公司的发展支付成本并承担风险,即基本的“风险共担,利润共享”原则。但如果企业长期不分红,不仅存在前述问题,也同样违反了市场投资的公平逻辑。^[38]不仅如此,在企业融资和利润分配的代际公平视角下,企业长期留存利润而不分配红利的行为可能引发不同代际股东之间的利益冲突,即投资批次以及持有区间长度不同的投资者会有投资收益的争议。具言之,不分红问题在于,企业此时牺牲了当前股东投资收益,换取企业未来的增长潜力,但未来股东同样可能面临管理层滥用留存资金或投资抵销的风险。对于当前股东,尤其是短期投资者来说,其依赖股息分红获取即时回报,长期不分红可能迫使其抛售股票,损害当期利益。当然,对于这一点,应当从引导投资者长期持有的投资理念角度进行矫正,但这同时也需要企业通过融资回报给予投资者市场信心进行配合,否则投资者对企业的回报率持负面态度时,融资投资理念的正向回馈机制的建立推进过程将更加困难。而对于未来股东来说,如果企业将不分红的利润盈余进行投资,若技术路线失败,其将作为公司投资失败风险损失的实际承担者,而现任管理层和早期投资者已通过股价上涨获利退出市场,实际形成了代际风险的转嫁。

由此可见,融资伦理在法理层面存在法经济学、法哲学、法社会学等多重理论领域的可证成性,将正确的融资理念引入证券法实则是对市场

[37] See Ioannis V. Floros, Travis R. A. Sapp, *Why Do Firms Issue Private Equity Repeatedly? On the Motives and Information Content of Multiple PIPE Offerings*, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, 2012.

[38] 参见陈唤忠、胡永龙:《自治与强制之间:我国上市公司分红制度的重构》,载岳彩申、盛学军主编:《经济法论坛》(第30卷),法律出版社2023年版。

失灵的矫正、社会利益的平衡和对公平理念的践行,融资伦理和法律的“软硬结合”在为融资方提供行为指引的同时,也给对向的投资者提供了行为预期的参考,有利于良好投资理念的形成和资本市场环境的优化。

（三）理念契合：融资伦理入法和现行监管理念的兼容

融资伦理以正确的融资观念写入证券法的正当性,还在于这一举措实则是将资本市场已经形成的政策性文件以及市场公认的指导方针等实践路线,通过立法形式进行确认,不仅符合我国资本市场一贯的法律确认途径,更能实现法律制度与监管要求的理念契合。

相较于其他领域,资本市场更强调法律的普遍适用性,共同规则的设定和普遍遵守有利于确认市场预期,推动市场发展。^[39] 通过将正确的融资理念引入法律,为高位法中给后续具体融资理念的贯彻落实留有空间的同时,将融资合规提升到了制度高度的层面。而作为融资伦理的具体体现,如前所述,考虑到伦理的抽象性和原则的“软度”,这并不违背我国减少行政干预,尤其是事前干预的去行政化趋势要求,核心在于为市场行为提供指引和强调应遵循的基本准则,而非设立行政审查式的规范,这就体现了尊重市场规律、贯彻落实“市场化”改革方向。不仅如此,当融资伦理写入高位法原则后,由于诚信、理性、回报融资理念已经提升到了资本市场基本法律总则要求的高度,随着后续配套制度的具体完善,对于严重违背这一伦理要求的行为也会根据对投资者的利益损害和对市场造成系统性风险的危害程度建立追责机制,从而为监管执法提供原则性的依据,^[40]亦对整个市场融资方的行为起到了“刚柔并济”的规制效力。

正确的融资理念写入证券法是对监管执法理念在法律层面的协调配合,尤其是在尊重市场规律、强化法治建设层面进行了强调和利益平衡。一方面,资金融通作为资本市场的基础功能,应当尊重市场规律,仅在市场失灵的情形下进行调节,融资理念之所以强调是伦理的构成和行为的宣示性规则而不是强制性规范,正是基于对市场机制的尊重。但应

[39] 参见吴晓璐:《紧扣“建制度”主线加强资本市场基础制度建设》,载《证券日报》2021年8月14日,第A02版。

[40] 参见李永森:《资本市场支持实体经济再进阶》,载《中国金融》2022年第3期。

当认识到,除了监管者对市场规律的尊重,投资者作为我国证券法特殊保护的群体,基于其信息劣势和资源弱势,立法者和监管者除了对其进行保护外,也应当从自身做起,向市场传递保护“投资者”的理念,^[41]投资活动是融资活动存在的基石,如果投资者丧失信心和活跃度则市场停滞,融资活动形同虚设。因此,正确的融资理念正是在法律层面提示监管者和市场参与方,尊重市场规律,尤其需要尊重看似弱势但不可或缺的广大投资者,保护其合法权益。而融资伦理入法对于法治的重要性毋庸置疑,发展的市场必然是创新的市场,这就决定了资本市场具体规则的立法和司法相较于执法必然存在一定的滞后性,而融资理念写入证券法原则可以在具体规则缺位时起到补充作用,为司法提供法律依据。更为重要的是,“强化法治建设”除了规则意义上的法律,还在于形成法治文化的环境,这亦是前文所述我国资本市场最为欠缺的软件建设的需要。^[42]融资伦理与高位法的结合有利于我国资本市场法治理念和法治思维的确立,推动融资行为在制度框架下贯彻法治理念,形成良法善治的良性循环。不仅如此,证券法作为资本市场最为重要的法律之一,其总则的规定对整个市场都具有约束和指导效果,在我国强调监管机构通力合作、协调配合的监管体制下,^[43]正确的融资理念写入证券法总则将推动监管机构对融资合规问题的重视,加强资本市场的监管协作。

综上,将融资伦理以正确的融资观念作为原则写入证券法,不仅在立法技术上存在可行性和高位法价值引领的指示作用,同时具有弥补市场失灵、强调投资者保护、贯彻公平理念的法理基础,更是与我国当前监管理念和指导思想高度契合。融资理念的入法是法治文化建设的重要构成,也是融资市场规范的重要指引,通过对融资理念的约束,又能对投资者行为的规范产生正向引领作用,对中国特色社会主义现代化资本市场的建设具有重要意义。

[41] 参见皮海洲:《如何让上市公司“敬畏投资者”》,载《武汉金融》2019年第6期。

[42] 参见前注[28],第472页。

[43] 参见咎秀丽:《强监管聚合合力促进资本市场平稳健康发展》,载《中国证券报》2024年3月4日,第A01版。

三、制度形塑的立法路径

鉴于融资伦理入法对资本市场监管和理论体系完善的必要性及正当性,应当将融资伦理拆解为以诚信、理性、回报融资为核心的融资理念,作为资本市场投融资活动应当遵守的基本原则写入《证券法》总则,为资本市场融资行为的规范提供指引。具体而言,可在总则中增加以“证券发行人在发行融资的过程中,应当遵守诚信融资、理性融资、回报融资的理念,不得采取欺诈、操纵等虚假手段或违背适度标准过度融资,不得无视投资者回报理念,损害投资者合法权益”为例的类似表述。^[44]同时,由于投融资市场相辅相成,正确的融资理念有助于良好投资理念的形成,而投资市场的规范、繁荣又会推动融资企业的发展,因此应与之相对,倡导投资者树立“长期、理性、价值”投资理念。

对于诚信融资、理性融资和回报融资的具体内涵,考虑到《证券法》作为基本法律的权威性以及原则条文的简明性,不宜在条文中详加解释,可以通过其他效力较低的行政法规、司法解释或规范性文件进行解释阐明。正如“弘扬企业家精神”写入《公司法》后,公司法学界对“企业家精神”的内涵从历史发展、体系设置和修法目的等角度进行了分析和解释,^[45]诚信融资、理性融资和回报融资的理念内涵也应当从上述角度考虑。例如对于诚信义务,应当综合考虑虚假陈述、价格操纵、内幕交易等包括司法解释和证监会监管文件在内的现行规则对信息披露以及合法、合规交易的义务标准,结合我国《公司法》等其他重要资本市场法律对包括董事、高管、实际控制人等主体诚信义务的规范,提炼诚信原则下禁止欺诈的核心要求。尤其是在融资的情形下,应当着重强调除了信息披露的真实性要求以外,禁止后续资金用途出现欺诈性变更,切实保护投资者的知情权。而理性标准,则应当围绕“适度原则”,从公司的发展规模和发展需要出发,要求发行人证明募资规模与业务发展的匹配性,

[44] 同前注[17]。

[45] 参见前注[13]、[14]、[15]、[17];汪青松:《新〈公司法〉弘扬企业家精神的制度回应》,载《商业经济与管理》2024年第8期。

尤其是在再融资甚至多轮融资的情形下,应当要求融资方对市场投资者进行说明,监管者尽管不应直接介入公司内部治理并尊重公司自治原则,但也应在公司融资规模明显超过发展需求,存在现金流囤积冗余甚至滥用可能的情形下,要求公司公告说明,以避免证券市场资金流通效率的降低,或对实体经济的发展产生反向作用。至于回报机制,当前我国已经开始重视部分上市企业长期“不分红”的问题,开始建立“半强制分红”监管机制。对此,应当不断探索对于不同阶段企业分红回报的合理监管要求,不宜采取一刀切“强制分红”的机械要求,^[46]在坚持新“国九条”强化现金分红监管趋势的前提下,区分成熟企业和发展企业、科创型企业和传统企业等不同阶段、不同行业融资人的具体要求,从企业长期发展的视角出发,坚持鼓励引导企业积极分红,“提高投资者获得感”,^[47]逐步完善分红监管策略。

当然,这三项融资理念的提出主要是基于当前证券市场乱象规制的实践必要性,即问题导向下将融资伦理根据现实需要具体化,因此对于诚信义务、理性标准和回报机制的规范,现实中已有一定基础成果,对关键词语的内涵解释也应当注重与现行规范的衔接和提炼。同时,对于现行资本市场在上述三方面监管乏力的部分,从融资理念审查现有规范制度并进行总结,例如对价格操纵、再融资资金挪用等问题完成监管层面的制度建设,从而与总则部分的融资伦理原则性规定形成衔接,推动后续规则的细化。基于从伦理拆分成理念原则后与制度衔接,完成从抽象到具象、从软性到硬性、从指引性到可操作性的立法路径。

(编辑:韩励豪 姜沅伯)

[46] 参见吴国鼎:《大股东控制权与所有权分离度对企业现金分红影响研究——基于中国分红监管政策调节效应的实证检验》,载《中央财经大学学报》2023年第7期。

[47] 参见《上市公司监管指引第10号——市值管理》(证监会公告[2024]14号)。