

**编者按:**2018年10月26日,第十三届全国人大常委会第六次会议审议通过了《关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定》,对《公司法》第142条有关公司股份回购的规定进行了专项修改,补充完善了允许股份回购的情形。随后,证监会、财政部、国资委联合发布《关于支持上市公司回购股份的意见》,沪深证券交易所制定上市公司回购股份业务细则,进一步细化了上市公司股份回购的有关制度安排。

本期“专题笔谈”组织了5篇文章,对上市公司股份回购制度相关问题进行探讨。聚焦的重点包括如何认识本次股份回购制度改革制度目标与功能,如何强化责任约束、避免制度滥用、规制操纵市场和内幕交易等利益输送行为,税法如何对上市公司回购自身股份后卖出的行为作出评价,成熟市场上市公司回购实践能够带来什么启示等。

## 我国库藏股制度的实施亟须解决 三大问题

陈洁\*

公司通过回购的方式买回自己已经发行并流通在外的股份,这些股份尚未出售或注销之前,被称为库藏股。由此可见,股份回购与库藏股之间一定意义上是相伴共生的关系。2018年我国公司法修正的核心就是效仿我国台湾地区因股市大跌而

---

\* 中国社科院法学所商法室主任,研究员,博士生导师。

引进的“护盘式回购”制度。虽然公司法修正案并未明确提及“库藏股”这一术语,而只是着眼于股份回购的具体事由以及相关规制,但隐身于股份回购背后的库藏股概念可谓呼之欲出。事实上,我国2005年的《公司法》已经为库藏股预设了生存的空间,此次修正案依旧“隐而不发”,恐有立法仓促急于应对市场之故。尽管从我国台湾到大陆对“护盘式回购”制度争议甚大,但修正案既已落地,及时完善配套机制、防止其弊害,实乃务实之举。而就我国库藏股制度的实施而言,其在《公司法》第142条的基本框架下至少还需解决三个基础性的问题。

## 一、库藏股的权利界定

就法理逻辑而言,公司不能是自己的股东并对自己行使股东权,因此,通说认为,库藏股未转让前,不得享有股东权,或者其股东权是受到限制的。只有当公司将库藏股转让给第三人时,其所受之限制,才告解除,受让人取得与公司其他股东相同的股东权。不过,库藏股究竟是不得享有所有的股东权,抑或不得行使部分的股东权,各国从理论到立法始终未能达成一致。

就我国而言,现行《公司法》第103条规定,公司持有的本公司股份没有表决权;第166条第6款规定,公司持有的本公司股份不得分配利润。简言之,库藏股在未转让前不仅没有表决权,也不享有盈余分配请求权。至于其他的股东权,诸如配股权、新股优先认购权等,既然立法没有禁止性的明文规定,理论上应该认可其行使。但库藏股权利界定的机理及其在实践中的具体适用颇值深究。对此,笔者以为,库藏股本质上是公司的资产。在未决定用途之前,库藏股的权利实际上是未定状态,即库藏股的权利界定应当是基于其未来的用途差异而对其权利作不同的限定,实不能笼统地一概而论。具体而言,对注销型库藏股,即为注销目的而临时取得自己的股份,即便在未注销前的期间内,其因注销之目的自不必拥有任何权利。至于持有处分型库藏股,即公司先持有的、在适当时机要进行转让等处分的股份,还要根据回购股份

目的及实施的具体情形加以具体分析:

1. 因收购、股份分割或股份合并等事由而取得的库藏股,其未来可以通过市场交易的方式予以出售。对此类股份,除共益权外,自益权不应予以剥夺。因为从公司应该维持自己股份的价值的基本原理出发,股份合并或分割会使每股的价值变大或缩小,如果分割及合并的效果不涉及库藏股,这些股份未来出售时的价值就有失公允。

2. 为配合股权转换及员工持股计划而回购的股票,这类库藏股未来是要作为股权转换之用或转让给员工的。为了避免公司因发行新股致使库藏股股票价格下降所带来的损失,显然应当承认这些库藏股享有新股认购权。不过,若由公司对于这些库藏股认购新股缴款,相当于公司是以自己资产给付新股股款,此举无异于未缴纳股款。所以,理论上虽承认这些库藏股拥有新股认购权,但缴款义务究竟如何落实是个突出的问题。此外,针对公积金转入资本时的送股、配股等情形,若公司持股期间不参与送股、配股的话,则将削减库藏股的价值(当然,针对配股条件,股东也可以放弃配股权)或者造成股份含权(除权)价格与不含权(除权)价格的差异。所以,对公司持有的自己股份应允许其接受送股并享有配股权,但公司接受的送股及配股实际上是为未来受让人利益而代为持有的状态,即公司是这部分库藏股的“名义持有人”。至于公司代未来受让人交付的款项可以看成是公司未来受让人之间形成借贷关系,待库藏股未来出让时由受让人付清公司代缴的款项。

概而言之,为了维持自己股份的财产价值,尤其是为了避免新股发行时公司股票价格跌落而使库藏股价值受损,应当允许公司持有的库藏股享有新股认购权与配股权等权利。

## 二、违法买卖库藏股的效力以及行为人的责任承担

### (一) 违法买卖库藏股的效力

公司法修正案对股份回购以及库藏股的处置有诸多的限制,但修正案对公司违法买回自己股份以及不当处置库藏股的效力问题未作明

确的规定。从传统民法及公司法理来说,由于公司法修正案有关股份回购的条款属于强制性规范,违反法律强制性规定的行为无效,但是,为了维护交易安全以及保护善意第三人,公司违法回购及处置库藏股时对于善意的转让人及受让人不得一概主张其行为无效。此外,如果公司是在集中市场通过证券交易系统进行买卖库藏股,鉴于集中市场的特殊性,投资者根本无从判断公司是否违法买回或卖出库藏股,根据我国《证券法》第120条关于“交易结果不得撤销”之规定,违法买卖库藏股的股票买卖合同有效。不过,“对交易中违规交易者应负的民事责任不得免除;在违规交易中所获利益,依照有关规定处理”。所以,在非集中市场之违法买卖库藏股之效力,一般应认定无效,但在交易对方确属善意时,可认定有效,以维护交易安全;至于在集中市场之违法买卖库藏股之效力,应遵循《证券法》之规定认定其有效,以维护资本市场交易秩序,但不免除违法交易者所应承担的相应责任。

## (二) 违法买卖库藏股的法律責任

依据公司法之规定,公司回购股份及处置库藏股主要属于董事会的职权范围。根据董事与公司之间的委托代理关系,若董事等高级管理人员违反忠实义务和注意义务,违法回购股份及处置库藏股致使公司受损,董事等高级管理人员可能承担民事责任、行政责任以及刑事责任。其一,民事责任。如公司违法回购股份及处置库藏股致使公司蒙受损失,董事等高级管理人员应对公司之损失负损害赔偿責任,而且,负有责任的董事等高级管理人员应就公司回购股份及处置库藏股的金额范围负连带赔偿责任。当然,董事等高级管理人员若能证明自己履行职务时并无过错,可以免责。其二,行政責任及刑事责任。域外诸多立法对公司违法回购股份及处置库藏股情形下履职不当的董事处以行政罚款甚至刑事责任。例如,日本商法对违法买回自己股份的公司董事处5年以下有期徒刑,或处200万日元以下罚金的刑事责任;对买回自己股份后未依法定程序处理者,则处以100万日元以下罚款的行政責任。此外,有些国家对公司回购股份及处置库藏股采取双罚制,即既要处罚公司,也要处罚公司的高管。对此,我国可借鉴域外经验,区分公司违法买回自己股份以及违法处置

库藏股的具体违法情形,对履职不当的董事等高级管理人员处以行政罚款甚至刑事责任。同时,对违法买回自己股份的公司也可处以一定数额的罚款。

### 三、《公司法》和《证券法》对有关库藏股信息披露规范的衔接

由于2018年公司法修正案的出台相当仓促,以致在股份回购以及库藏股信息披露的规制方面,《公司法》和《证券法》并未很好地衔接。从《公司法》和《证券法》的基本定位出发,公司回购股份的事由、数量、方式以及处置库藏股的实体及程序规范一般由公司法规制,而对可能影响证券市场正常运行的、可能诱发内幕交易和市场操纵的股份回购问题,《证券法》需要特别的监管规则以防其弊。

就《公司法》和《证券法》对有关库藏股信息披露规范的衔接而言,公司法上的信息披露主要是保护股东知情权,但股东知情权的行使有巨大的局限性,因此,证券法上的信息披露义务针对不特定的市场主体,对股东知情权作了最大限度的扩张。在公司法层面,董事会应就公司回购股份及处置库藏股事项向股东大会报告,并通过股东大会明确具体事宜,包括股份回购策略、持有的期限、额度以及最终的处理方式等以满足股东的知情权;在证券法层面,则是以信息披露为基础,重点防范公司股份回购及库藏股的处置被不法行为人用作内幕交易、操纵市场的工具。就我国而言,为实现《公司法》和《证券法》对股份回购相关信息披露的联动规范,《证券法》应尽快完善以下三个方面的内容:

其一,明确将股份回购以及库藏股的处置事项作为公司重大事件列入内幕信息的范畴。由于股份回购以及库藏股的处置涉及公司财产的处分,足以影响投资者的投资判断,因而回购股份以及库藏股的处置决定本身即为公司内部的重要信息,必须受内幕信息相关规则的约束。尽管我国《证券法》和《上市公司信息披露管理办法》对公司重要信息的披露已经作了相当详细的规定,但由于股份回购的公司法修正案出台在后,上述规定均未将公司回购以及库藏股的处置事项作为公司应披露的重大事件而明确加以规范。

其二,现行《证券法》关于内幕信息知情人的范围并未包括公司,而股份回购以及库藏股处置的实施主体只能是公司,那么,从完善内幕交易的规制出发,有必要扩大《证券法》第74条关于内幕信息知情人范围的规定,将其扩大至公司本身。同时,明确有关股份回购以及库藏股处置的董事会决议尚未公开前,知悉该信息的公司内部人等,不得买卖该公司股份并禁止相关的短线交易行为。

其三,细化股份回购及库藏股处置的信息披露的具体规则。从域外经验看,对股份回购及库藏股处置的信息披露,主要是以“细化回购程序、量化持有限制”为原则来强化股份回购及库藏股处置的信息披露并配以管理机关的严格监管。以日本的经验为例,一是要求上市公司开始实施回购后必须在每个交易日结束后向证券交易所提交有关其回购的详细报告;二是要求每3个月公布“股份回购状况报告书”;三是为实施减资等进行的股份回购必须在每个实施购买期间的下个月15日前提出报告书;四是通过市场交易出售库存股的,应在营业报告中公布可出售的库存股数量及种类;五是稳定股价而采取股份回购,需要公布《安定操作说明书》,对稳定股价操作的意图等进行说明,以及《安定操作申报书》,对成交价格、开始时刻等事项进行说明。就我国而言,公司除应向证监会、交易所申报并公告诸如股份回购的目的、股份的种类、金额、数量、期限、价格、方式、转让给员工的办法、会计师或证券承销商对买回价格的评估意见及其他常规事项外,重点要加强对于护盘式回购的信息披露的监管。其核心是对护盘回购的各主要节点,如股东会作出授权决议、董事会作出具体决议等时间关口,对股份回购的执行状况作明确细致的信息披露。例如,当回购股份累积达到一定数额或金额的,须在一定期间内就回购的日期、数量、种类及价格向监管部门申报并公告;回购期满或执行完毕后,须在一定期间内向监管部门申报并公告执行情况;对公司申报买回股份的记录、已申报买回但未执行完毕的情形以及回购股份的目的变化的情形等,也应当向主管机关申报。此外,应当将上市公司及其关联人护盘回购的股份数量合并计算,以避免公司及其关联人通过分散回购以逃避信息披露监管的行为。