



股份回购制度的完善与司法应对

张勇健*

摘要 本文阐述了股份回购的概念及其制度意义，回顾了我国《公司法》关于股份回购制度的立法变迁，对于2018年10月《公司法》第142条有关股份回购规定的修改，就其内容进行了梳理，就其价值进行了分析，特别是就其所体现的有关《公司法》立法理念的重大变化进行了剖析。文章还从回购决议及协议效力认定、实体规范与程序规范的适用、证券市场秩序的维护等几个方面，就相关立法修改之后的司法应对提出了操作性较强的建议，颇值办案法官处理相关案件参考。

关键词 股份回购 立法修改 立法理念 司法应对

2018年10月26日，全国人大常委会通过了《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定》，对《公司法》第142条进行了修改，此次修改完成了股份回购制度的最新突破，在多个方面对股份回购制度进行了完善，更好地实现了股份回购制度的制度功能，充分地回应了社会经济发展的需要，但同时也对相关司法应对提出了新的挑战。

一、股份回购的概念与制度价值

股份回购有两种含义，一为广义，一为狭义。广义的回购不仅包括有限责任公司股份的回购，还包括股份有限公司股份的回购。狭义的回购则一般指股份有限公司的股份回购，尤其是上市公司股份的回购。此次《公司法》修改涉及的是股份公司的股份回购，因此，本文讨论的是股份有限公司回购本公司已发行股份的法律行为。

从国外较为成熟的证券市场的股份回购的理论和实践看，一般来说，公司回购自身股票主要有以下目的和制度价值：

(一) 适时调节资本总量，优化公司资产结构。一方面，公司股份回购可以实现公司调整公司资本总量的功能。公司的资本总量应随着其不同的战略阶段和宏观状况而不断地进行调整，当资本总量需要缩减时，回购股份并注销就是一种较为合适的减资途径。另一方面，回购自身股票还可以优化公司的融资方式，这是因为，公司的资产负债率应当维持在一定的水平，否则公司无法

*张勇健，最高人民法院审委会委员，民四庭庭长，第一巡回法庭副院长，民商法学博士。

充分享受负债的好处。公司通过回购股份可以提高资产负债率，优化公司资产结构。

(二) 传递利好信号，稳定股票价格。股票价格决定于股票内在价值和资本市场因素，当股市进入低迷状态后，公司可以回购自己的股份，既减少市场上流通的本公司股份量，刺激本公司股份的市场需求，给公司股价上涨提供动力，而更重要的是，当公司宣布将要高价回购股票时，会给投资者传递一个利好信号，即管理者相信公司的普通股被市场低估，增强投资者信心。

(三) 遏制敌意收购，维持公司控制权。首先，当公司股价被低估时，公司往往会成为兼并者的目标，而通过回购公司股份可以提升股票价格，提高收购方的收购成本，从而遏制敌意收购。其次，通过对外界股东的回购，公司大股东或管理层能够掌控的持股比重将得到提高，控制权将得到进一步的加强。再次，公司有大额现金储备时也易受收购者的青睐和袭击。当公司将大量现金用于股份回购，可以降低公司财务上的吸引力，减弱收购者的兴趣，这是一种反收购技术中的“焦土战术”。

(四) 分享经营成果，实现激励机制。现实中普遍的问题是，公司职员和管理人员的行为可能违反忠实义务。要解决这个问题，公司治理结构的内部约束及资本市场、产品市场和劳动力市场等外部约束远远不够，因此需要与其分享经营成果，使职员和管理者的努力与公司财富增大建立相关性。员工持股计划与股权激励是适应这种需要的制度创新。但实行此类激励机制的一个问题是股份的来源问题，如果进行新股发行的话，一方面手续繁琐，程序复杂，成本较高；另一方面，新发股份会增加市场上股份总数从而降低单股收益。股份回购机制则可以有效避免这些问题，较好地解决股份来源问题。

(五) 回购公司股份，保护少数异议股东。现代公司实行资本多数决。因此少数股东的利益必然会受到忽略，甚至受到绝对或相对控股的股东损害。赋予少数股东以股份回购请求权则是保护少数股东利益的制度设计之一。通过股份回购请求权，少数股东可以安全退出。

(六) 替代红利分配，增加股东收益。这是因为股利分派需要投资者支付税收，而股份回购则可使投资者在获得股份价值增加的同时节省税负，增加收益。同时，股份回购与直接派发红利相比，可减少发行在外股份的数量和每股净收益的计算基数，从而维持或提高每股收益水平。因此，股份回购具有代替红利分配，增加股东收益的功能。

二、我国公司法股份回购制度的变迁

我国的股份回购制度，首次出现于1993年《公司法》中，之后经历了2005年和2018年两次修改，呈现出稳步推进、逐渐放宽的态势，越来越契合于市场经济的要求。

在1993年《公司法》中，对于股份回购的限制相当严格，只有两种情况下，公司可以收购本公司股份，一是为减少公司资本而注销股份；二是与持有本公司股票的其他公司合并。而且我国不允许对回购股份进行库藏，收购后必须在10日内进行注销。至于回购的数量、方式、资金来源等，《公司法》没有明确规定。^[1]

[1] 1993年《公司法》第149条规定：公司不得收购本公司的股票，但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其他公司合并时除外。公司依照前款规定收购本公司的股票后，必须在10日内注销该部分股份，依照法律、行政法规办理变更登记，并公告。公司不得接受本公司的股票作为抵押权的标的。



2005年《公司法》的修订，对股份回购制度做了较大的修改和补充，主要体现在：第一，增加了两种允许回购的情形，一是“将股份奖励给本公司职工”，二是“股东因对股东大会做出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的”。第二，增加了关于回购的程序要求。对于因“减少注册资本”“与持有本公司股份的其他公司合并”以及“将股份奖励给本公司职工”3种情形回购本公司股份的，明确规定了“应当经股东大会决议”。第三，补充或者修改了几种情形下回购股份的处理方式。首先，对于因“与持有本公司股份的公司合并”而回购的股份，改为要求“在六个月内注销或转让”，而不再要求“在十日内注销”；其次，对于为了“将股份奖励给本公司职工”而回购的股份，要求“在一年内转让给职工”。再次，对于在“股东因对股东大会做出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份”情形下回购的股份，要求“在六个月内转让或注销”。最后，唯一没有改变的，就是对于因“减少公司注册资本”而回购的股份，仍然是要求自收购之日起10日内注销；第四，对于为了“将股份奖励给本公司职工”而回购股份的情形，增加了对回购比例和资金来源的要求，规定回购的股份不得超过本公司已发行股份总额的5%，并且用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出。^[2]

2018年对于《公司法》的此次修改，进一步完善了我国的股份回购制度，主要有以下四个方面的修改：

第一，增加了股份回购的情形。首先，原有的“将股份奖励给本公司职工”这一情形被修改为了“将股份用于员工持股计划或者股权激励”，而“将股份奖励给本公司职工”实际上就是“股权激励”，因此，此处修改的实质是增加了“员工持股计划”这一情形。其次，增加了“将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券”和“上市公司为维护公司价值及股东权益所必需”这两种情形。

第二，完善了股份回购的决策程序。本次修改中规定，公司在“将股份用于员工持股计划或者股权激励”“用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券”以及“上市公司为维护公司价值及股东权益所必需”这3种情形下回购公司股份的，可以依照公司章程的规定或者股东大会的授权，经2/3以上董事席的董事会会议决议，而不必经过股东大会决议。

第三，提高允许公司持有的本公司股份的数额，并延长持股的期限。因前述3种情形而回购公司股份的，公司合计持有的本公司股份数不得超过本公司已发行股份总数的10%，较之前5%的规定有所提高；并且因此而持有的本公司股份，应在3年内转让或者注销，较之前规定的6个月持有期限大大延长。

[2] 2005年《公司法》第143条规定：公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：（一）减少公司注册资本；（二）与持有本公司股份的其他公司合并；（三）将股份奖励给本公司职工；（四）股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的。公司因前款第（一）项至第（三）项的原因收购本公司股份的，应当经股东大会决议。公司依照前款规定收购本公司股份后，属于第（一）项情形的，应当自收购之日起10日内注销；属于第（二）项、第（四）项情形的，应当在6个月内转让或者注销。公司依照第1款第（三）项规定收购的本公司股份，不得超过本公司已发行股份总额的5%；用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出；所收购的股份应当在1年内转让给职工。公司不得接受本公司的股票作为质押权的标的。

第四，对上市公司回购股份的方式进行补充规定。本次修订中，规定上市公司收购本公司股份，应当按照《证券法》的规定履行信息披露义务。并且对于上市公司因“将股份用于员工持股计划或者股权激励”“用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券”和“上市公司为维护公司价值及股东权益所必需”这3种情形而回购公司股份的，要求应当通过公开的集中交易方式进行。^[3]

三、此次公司法股份回购制度改革的必要性和深远意义

在此次公司法修改前，与发达国家的成熟市场相比，境内上市公司回购股份的积极性不高，原有股份回购制度的作用发挥不够充分，在稳定市场、回报投资者等方面的作用未能得到有效发挥。造成这一问题的因素较多，从制度层面看，如前文所述，修改前的《公司法》主要有以下几个方面的问题。

一是回购情形规定过少。将回购的合法事由限定于4种特定情形，不能有效发挥股份回购的制度功能和作用，无法适应资本市场稳定运行的实际需要。

二是程序要求简便性欠缺。由于股份回购的决议一般要股东大会做出，而股东大会的召开程序规定较为复杂，现代市场瞬息万变，程序的复杂就使得上市公司难以及时把握市场机会。

三是允许持股时间过短。不允许将购回股份长期持有，回购股份奖励给本公司职工的也要在1年内转让，限制了股份回购的市场化功能作用发挥的必要条件和空间。从市场实践和需要看，大多数上市公司的股权激励计划的期间应当在两年以上，1年的转让时间不可能满足长期激励需要。

为解决完善股份回购制度，加强资本市场基础制度建设，补齐制度短板的急迫需要，《公司法》进行了本次修改，其对上市公司、中小股东以及证券市场都有着重要意义。

第一，将员工持股计划和股权激励作为回购事由，并且适当提高公司因此回购股份的持股比例和持股时间，在客观上能够扩大股权激励的覆盖主体，提高股权激励实施的效率。首先，解决了之前员工持股计划遭到忽视的问题，使得公司因为员工持股计划而进行的股份回购也有了合法性。其次，本次修改将公司的持股时间延长至3年，符合股权激励机制的一般实践，能够有效地发挥股权激励的长效激励机制，有助于实现公司的长期发展，再次，提高了可持有的回购股权

[3] 2018年《公司法》第142条规定：公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：（一）减少公司注册资本；（二）与持有本公司股份的其他公司合并；（三）将股份用于员工持股计划或者股权激励；（四）股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份；（五）将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券；（六）上市公司为维护公司价值及股东权益所必需。公司因前款第（一）项、第（二）项规定的情形收购本公司股份的，应当经股东大会决议；公司因前款第（三）项、第（五）项、第（六）项规定的情形收购本公司股份的，可以依照公司章程的规定或者股东大会的授权，经2/3以上董事出席的董事会会议决议。公司依照本条第1款规定收购本公司股份后，属于第（一）项情形的，应当自收购之日起10日内注销；属于第（二）项、第（四）项情形的，应当在6个月内转让或者注销；属于第（三）项、第（五）项、第（六）项情形的，公司合计持有的本公司股份数不得超过本公司已发行股份总额的10%，并应当在3年内转让或者注销。上市公司收购本公司股份的，应当依照《中华人民共和国证券法》的规定履行信息披露义务。上市公司因本条第1款第（三）项、第（五）项、第（六）项规定的情形收购本公司股份的，应当通过公开的集中交易方式进行。公司不得接受本公司的股票作为质押权的标的。



比例，能够扩大员工持股计划与股权激励的覆盖主体，充分发挥员工持股计划和股权激励措施的作用。

第二，本次修改还对上市公司及时稳定公司股价、维护公司形象与投资者信心有着重要作用。本次修改将“上市公司为维护公司价值及股东权益所必须”增加为回购事由之一，并提供将决定权下放至董事会的选择，可以有效地减少决策的时间成本，于是，在公司股价被低估时，公司可以通过董事会的决策，在恰当的时间回购本公司股份，向市场传达积极信号，向投资者表明，公司管理层看好公司股价未来的走势。在我国证券市场时有的悬崖式下跌情形，允许公司回购将导致证券市场上股票的供求关系的变化，对于公司股价恢复到正常的水平，进而推动市场尽快止跌回稳无疑具备重要意义。

第三，本次立法修改，也体现了对中小投资者利益的保护。股份回购制度一个重要弊端就是会破坏股东平等原则。股东平等原则要求股东应该按照股东持有的股份数额实行平等待遇。而股份回购制度则会打破这种平衡。因为公司回购的股份仅是公司已发行在外股份的一部分，若公司从特定的股东手中购买股份，会导致其他股东丧失向公司出售股票的权利。而大股东往往会因为其持股优势，比广大中小股东更容易获得与公司经营管理有关的信息，这其中就包括公司回购的信息。因此，这样的情况对于中小投资者而言是不公平的。在《公司法》的本次修改中，对于上市公司回购股份的程序进行了相应的规范，具体而言包括两个方面：其一，要求上市公司在回购股份时，按照《证券法》的规定履行信息披露义务；其二，对于上市公司因员工持股计划或者股权激励、用于可转换公司债券的转换以及为维护公司价值及股东权益而回购股份时，应当通过公开的集中交易方式进行。履行信息披露义务，公开交易信息，能够保护广大中小投资者的知情权。通过公开的集中方式进行回购交易，能够使所有股东都能获得平等的交易机会，避免公司厚此薄彼，差别对待大股东和中小股东。

第四，完善可转换债券的兑现机制，使其合理化、及时化，并降低公司成本。今后用于可转换公司债券的股票来源又多了一种，因为本次修改规定公司可以回购股票来满足可转换公司债券的转换。在立法修订之前，可转换公司债券的转换主要是通过发行新股来满足的。但是发行新股的要求高，程序复杂，并且也有很高的发行成本。若是在权利人行权时，公司没有足够多的股份满足行权需要，发行新股也难以及时解决公司的燃眉之急。另外，发行新股还会导致原股东的股权被稀释，也会对原股东的权益造成不利影响。所以，对于可转换公司债券的股票转换来源而言，发行新股并不是最优选择。本次修改将回购作为可转化公司债券的转换来源，并且回购还可以由董事会决定，既能较快地解决转换的需要，还不会对原股东的权益造成损害；既降低了公司的转换成本，又维护了权利人和公司股东的权益。

四、股份回购改革的司法应对

（一）正确认定股份回购决议和股份回购协议的法律效力

此次有关股份回购制度的修改，体现了立法态度的一个重大转变。修改前《公司法》限制股份回购的最重要依据是公司资本充实原则，立法者担心的是，公司股东或其控制人利用其内部人

的优势地位，通过回购方式实现自身利益而导致公司资产流失，进而损害公司债权人利益。立法者力图维护公司资产充实，用心良苦，但恰恰忽视了股份回购制度维护市场稳定、保护公司自身利益以及中小股东合法权益的重要功能。此次修改从立法上放开了对于股份回购的束缚，可谓在债权人利益保护、公司及其股东利益维护等不同价值取向之间直接实现了立法上的平衡。因此，人民法院应当在审判理念上作相应调整，在司法审判工作中，坚持维护交易安全的原则，抛弃过去轻易否定公司内部股份回购决议和外部回购协议效力的做法，以开放性的态度解释现行公司法的规定，对于上市公司股份回购作为资本市场基础性制度安排的地位给予尊重，发挥其优化资本结构、稳定公司控制权、提升公司投资价值、建立健全投资者回报机制和及时稳定股价等方面的重要作用。

在此问题上特别值得注意的是，审理公司纠纷应当充分保护债权人利益，已经成为法官们的普遍共识，但此次《公司法》修改所体现的立法理念无疑对于此种共识提出了进一步调整的要求，亦即公司债权人的利益固然应当保护，但不能将其绝对化；公司纠纷审理的价值更在于促进公司自身的发展，并发挥其对于周边经济环境的积极影响。实际上，以前立法者（以及司法者）所担心的所谓“公司回购自己的股份可能导致公司资产的虚化，进而可能损害公司债权人的利益”，这本身就可能是一个伪命题。公司出资购入并持有自己的股份，法律意义上就是资产形态的转化而已，并不当然导致公司资产价值的减少；即使因为股价继续下跌（护盘不成功，所回购的股份价值贬损）导致公司资产价值减损，此时的所谓“公司债权人利益损害”也仅仅是一种可能性，其成为现实需满足这样一个前提条件，即公司回购股份后股价下跌导致公司资不抵债。由上述，笔者认为，此次有关股份回购制度的立法修改，其意义不仅在于对股份回购制度的发展与完善，更是在公司法有关债权人保护问题上立法理念上的巨大进步，司法者对此应特别注意，并应当在公司纠纷案件中（不仅仅是有关股份回购的公司纠纷，而是所有可能涉及到“债权人保护”问题的公司纠纷）作重大的理念调整。

还应当注意的是，与修改前的《公司法》相比较，现行公司法允许股份回购的情形有3处增加，包括用于员工持股计划、用于转换为可转换债券以及用于上市公司维护公司价值和股东权益。其中，应当注意到，新增的“上市公司维护公司价值和股东权益所必需”一项，除了包括回购护盘等典型情形外，还具有扩大解释的空间，可以为肯定公司内部股份回购决议和外部股份回购协议的效力提供支持。

（二）注意把握股份回购规定的实体规范和程序规范

《公司法》关于股份回购的规定中，既有实体规范，也有程序规范。实体规范包括法律规定的允许股份回购的具体情形等，程序规范则包括股份回购的决议方式、资金来源、上市公司的信息披露义务和集中交易方式等。

对于违反实体规范和程序规范的效力，目前较为明确的是关于违法决议效力的认定。内容违法导致决议无效、程序违法导致决议可撤销，以及部分严重的程序违法导致决议不成立，已经是由司法解释明确规定的规则。至于对实体规范和程序规范的其他违反，则效力不可以一概而论，



应当结合法律解释方法、相关规范的强制性和任意性性质的认定等各方面的因素综合判断。

应当强调的是，有关公司内部程序的瑕疵或者缺失并不当然影响其外部行为效力。《公司法》规定，因减少公司注册资本、与持有本公司股份的其他公司合并、将股份奖励给本公司职工而回购股份的，应当经股东大会决议。然而，即使公司的相应回购行为未经股东大会决议，或者有导致股东大会无效、不成立或者被撤销情形的，也不能因此否定公司与外部善意相对人进行的股份回购交易。股东大会不过是法人形成自己意思的一个内部程序，其仍应当受其从事对外交易时所做意思表示的约束；公司如因此遭受损失，可追究内部行为人的责任。

（三）注意股份回购案件审理与证券市场秩序维护的关系

注意区分操纵市场与股份回购的异同。就股份回购和操纵市场而言，两者具有难以区分的特点，是司法审判工作中的难点。连续交易型操纵市场与上市公司回购行为，两者在实践中的客观表现多有重叠，体现在实务中的具体情形是：其一，上市公司进行回购时，通常具有资金及持股优势；其二，上市公司回购股份通常数量较多，所以单日多次交易实属正常情况；其三，若是上市公司回购动作频繁，极有可能会影响交易量及交易价格。这些情况同时也符合操纵市场的客观特征，因此，如果仅仅是根据回购行为本身观察，尚难以对上市公司股份回购操作和连续交易型操纵市场行为予以明确区分。

在司法审判工作中，要充分考虑法律的规定、全面考察证据和行为背景，从以下几个方面，注意正确区分股份回购与操纵市场行为：在行为目的上，股份回购是在公司股份严重脱离其价值下跌时予以干预，以促使公司股价回归合理范围之内；而操纵市场则是利用资金优势，通过巨量交易拉高股价至畸高范围（常常远高于股份的合理价值），然后通过反向操作获取利益。从操作频度看，股价回购在控制公司股价至基本稳定、实现护盘目的之后即告中止，所购股份在市场平稳之后于法定期间内逐步减持；操纵市场者则在拉高市场价格之后迅速进行反向操作，抛售所购股份。在行为后果上，股份回购一般会产生积极的影响，其结果会促使公司股价趋于平稳；操纵市场则总是导致市场混乱，行为者一抛了之取得非法利益而留下一片狼藉。人民法院处理相关案件，一方面要避免被股份回购的表现掩盖了操纵市场的实质，坚决打击操纵市场行为，维护证券市场的公平、公正、公开，保障投资者权利不受侵害，另一方面，也要避免将合法的股份回购行为认定为操纵市场。

此外，还应当注意，在股份回购的过程中，很可能出现内幕交易。一方面，由于股份回购能够带来股价的上升，而大股东、控制人往往能够优先获得信息，具有实施内幕交易的可能性，此时中小股东的利益就将受到伤害。另一方面，当股份回购结束，公司成为公司股东时，由于公司与股东资格的混同、信息不对称、利益过度倾斜等原因，导致在“公司股东”与其他股东之间形成不平等的关系，如果对于回购股份缺少规制和监督，就可能产生大量的内幕交易，而使少数内部人取得非法利益。在司法实践中，人民法院应当配合、支持证券监督管理机构，打击内幕交易行为。

（责任编辑：李国慧）