

股份回购中资本规制的展开

——基于董事会中心主义的考察

潘 林*

摘 要:股份回购受到资本规制的约束。它的经济实质在于公司财产无对价地逆向流入股东,是公司分配的一种典型形式。我国公司法中股份回购财源约束的欠缺是一个法律漏洞,将股份回购与公司减资相关联的漏洞填补策略混淆了两者的逻辑关系,制造了合同约定与公司程式的矛盾。我国公司法对股份回购的规制总体上采纳了事由列举的模式,但回购事由仅仅是表象,公司财务才是资本约束的核心。应实行统一的公司分配财源规制,而公司财源约束本质上是一个商业判断。在“主体一权力一责任”的逻辑线索中,董事会作为商业判断主体克服了决策上的主体缺位问题,化解了决策上的责任识别问题,适应了资本规制的进化方向。这也为我国公司法修订中股东会中心主义与董事会中心主义的论争提供了公司分配语境中的解答。

关键词:股份回购 资本规制模式 公司分配 法律漏洞 董事会中心主义

DOI:10.16390/j.cnki.issn1672-0393.2020.04.008

一、问题的提出

在股东有限责任及其负外部性的条件下,股东向公司出资、财产从股东流向公司是股东与公司之间财产转移的常态,从股东流向公司的财产成为公司拥有独立法人地位的依据、据以清偿债务的保障。然而,股东作为公司的投资者,通过公司的利润分配获取投资回报。随着公司实践与资本市场的发展,异议股东的退出、资本结构的调整、股权激励的实现、股份市值的管理乃至投资者的风险控制等使公司回购股东所持股份^①日益成为公司运营的实际需要。在这些情境中,公司财产逆向流入相对于债权人而言对公司财产仅有次位请求权的股东,面临着公司法上基于债权人保护的资本规制。

不同于利润分配,我国公司立法并未针对股份回购提供相对清晰的公司财源规制。股份回购中

* 山东大学法学院副教授

基金项目:国家社会科学基金项目(17CFX074)

① 基于我国公司的法定分类,股份有限公司的资本划分为等额股份,有限责任公司的资本并不划分为等额股份。因此,股份有限公司语境下表述为股份回购,而有限责任公司语境下应表述为股权回购。资本是否划分为等额股份并未揭示公司的根本性问题,以此对公司进行分类的做法值得反思,同时为方便起见,本文不再区分,统一使用股份回购的表述。

的资本规制如何展开?如何分析股份回购面临的公司财务约束?与股份回购资本约束的不明朗相关的是,在人们的思维惯性甚至公司法的规制模式中,股份回购在相当程度上还徘徊在允许或禁止之间。2018年《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)的修订全部围绕股份有限公司股份回购展开,其中扩张允许回购的事由范围是其重要内容。司法实践中,在债权人保护的立场之下,个案中的股份回购是否违背公司资本管制、相关合同义务应否履行成为裁判难题。无论是最高人民法院2018年6月20日发布的指导性案例96号——“宋文军诉西安市大华餐饮有限公司股东资格确认纠纷案”^①(以下简称“指导性案例96号”),还是2019年4月3日由江苏省高级人民法院再审宣判的“江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床股份有限公司、潘云虎等请求公司收购股份纠纷案”^②(以下简称“华工案”)都揭示了此问题带来的裁判困境。2019年11月8日,最高人民法院印发的第9次《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民会议纪要》)回应了股份回购型对赌协议的履行可能性问题,却并未终结关于这一裁判难题的困惑与争论,诸如回购与减资的关系等质疑更揭示了我国股份回购制度的基础性缺陷——公司分配框架的缺失、事由列举规制模式的失当、股东会中心主义^③制度逻辑的错位。而股东会中心主义与董事会中心主义的主义之争又是本次《公司法》全面修订中亟待澄清的方向性问题。^④股东会中心主义与董事会中心主义的争论是抽象的,在某种程度上取决于如何认识公司的本质与目标、公司的独立性与公共性等公司法的基本命题。^⑤笔者则在相对微观的层面上尝试发掘公司分配的语境为此种主义之争提供的具体线索和解答。

应该说明的是,对于资本规制,本文不区分有限责任公司的股权回购与股份有限公司的股份回购,而是以一体的框架进行研究。但是,这并不意味着将董事会中心主义与股东会中心主义之争的意义扩张至所有类型的公司,也并不意味着封闭公司应采取董事会中心主义。所有与经营的分离是现代公司的基本属性,但对规模小、股东人数少、所有与经营分离程度低的公司尤其是那些股东直接介入经营、股东兼任董事的公司,股东会中心主义是既无可能也无必要改变的事实。如果再结合股东会的会议性质,^⑥股东或者更进一步说大股东、控制股东将成为事实上的中心。此时,即便是规范意义上的董事会中心也会被这一事实所湮没。

由此,本文在论证股份回购经济实质的前提下,识别股份回购资本规制的立法漏洞,反思股份回购资本规制的模式选择,在统一的分配框架下提示股份回购财源约束的制度要义,进而揭示《公司法》修订中董事会中心主义的确立对股份回购制度乃至公司资本制度进化的意义。

二、股份回购资本规制的法律漏洞:识别及其填补困境

股份回购的经济实质在于公司财产无对价地逆向流入股东。其中最为关键的依据在于公司持有

^① 参见最高人民法院:《指导案例96号:宋文军诉西安市大华餐饮有限公司股东资格确认纠纷案》,http://www.court.gov.cn/shenpan-xiangqing-104292.html,2020-04-12。

^② 参见江苏省高级人民法院(2019)苏民再62号民事判决书。

^③ 按照《中华人民共和国公司法》的表述,有限责任公司使用“股东会”的表述,而股份有限公司使用“股东大会”的表述。本文不做区分使用,统称为股东会、股东会中心主义。

^④ 参见中国法学会商法学研究会:《中国法学会商法学研究会2019年年会(三):第一分会场》,http://www.commerciallaw.com.cn/index.php/home/salon/info/id/60.html,2019-12-24。

^⑤ 参见邓峰:《代议制的公司——中国公司治理中的权力和责任》,北京大学出版社2015年版,第171~208页。

^⑥ 股东(大)会并非机关,而是以会议为载体的股东决策参与机制,是股东行使股东权利的一种方式。参见蔡立东、田尧:《股东大会机关化构造之反思》,《吉林大学社会科学学报》2013年第1期。

的自己股份不应计为公司的资产。因此,股份回购与利润分配具有相同的经济实质,是公司分配的一种典型形式,应纳入统一的分配框架之中。我国公司法中股份回购财源规制的欠缺是一个亟待填补的法律漏洞。而近来裁判机关对这一法律漏洞的填补作业又陷入了解释与适用上的困境。

(一)漏洞的识别:作为分配的股份回购

我国公司法上关于公司回购股东所持股份的法律规定主要是《公司法》第74条及第142条。前者是关于有限责任公司异议股东的股份收购请求权,列举了公司应当应异议股东请求回购其股份的情形。该项制度基于两个方面的考量。其一,股东投资入股时的期待因章程修改、并购等公司根本性结构变化而落空。其二,在重大的公司交易中,小股东面临遭受不公平对待的风险。^① 异议股东收购请求权在这些情况下提供了股东退出的渠道。而按照后者的规定,股份有限公司的股份回购则是“原则禁止,例外允许”。允许股份回购的事由在2018年的《公司法》修订中得到扩张,同时规范了股份回购的决议程序、回购后的处置以及与《中华人民共和国证券法》的衔接等问题。

股份回购是公司财产逆向流出的典型情境,对照同样是规制公司财产逆向流出的公司利润分配,观察《公司法》第166条的规定,公司对股东的利润分配受到了一系列的公司财务约束:首先应弥补亏损,然后须提取法定公积金,还可以提取任意公积金。这些约束对应了旨在限制公司财产流向股东、保护公司债权人的资本维持原则。毋庸置疑,公司从股东手中回购股份至少也应受到资本维持原则的制约。但是,《公司法》第74条与第142条的规范集中在事由列举,2018年修订后的《公司法》又删除了仅存的原《公司法》第142条“将股份奖励给本公司职工”事由下“用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出”的规定,^②股份回购的公司财务约束付之阙如。或许诉诸《公司法》第35条“公司成立后,股东不得抽逃出资”的规范是一条可行的资本规制路径,实践中也存在类似的当事人诉请和法院判决。例如,在指导性案例96号中,当事人主张系争股权回购是抽逃出资的行为。法院则认为“《公司法》所规定的抽逃出资专指公司股东抽逃其对于公司出资的行为,公司不能构成抽逃出资的主体”。^③ 法院以此为由避开对当事人诉请的正面回应,并未围绕股份回购的财务约束展开任何分析。而实际上“抽逃出资”有其特定的内涵,它仅指财产的逆向流出达到了损害公司股本的程度,在股份回购财务约束立法空白的情况下简单诉诸抽逃出资,也会制造抽逃出资规范的混乱。^④

比较法上,股份回购与利润分配被认为具有相同的经济实质,统一在公司分配的规范框架下。例如,《美国示范商事公司法》对公司分配的界定是“一项由公司向股东或为了股东利益的、基于股东所持股份的、直接或间接的现金或其他财产(公司自己的股份除外)的转让或负债。分配形式可以是支付红利,回购、回赎或其他形式的股份购买,负债分配,清算分配或者其他形式”。^⑤ 这种着眼于经济实质的规范路径并非仅存在于美国,随着公司实践的发展与公司制度的变革,大陆法系国家也开始注意到股份回购与利润分配的实质同一性,并开始形成公司法中统一的分配框架。例如,日本公司法中股份回购与利润分配的财源约束同样是一体规制。《日本公司法》第461条“对盈余金分配等的限制”

① See Robert C. Clark, *Corporate Law*, Aspen Law & Business, 1986, p. 444.

② 参见刘士余:《关于〈中华人民共和国公司法修正案(草案)〉的说明》, <http://www.npc.gov.cn/npc/c12435/201810/3827f3520f604de18d8451a21c24a550.shtml>, 2019-10-29。

③ 参见最高人民法院:《指导案例96号:宋文军诉西安市大华餐饮有限公司股东资格确认纠纷案》, <http://www.court.gov.cn/shenpan-xiangqing-104292.html>, 2020-04-12。

④ 参见刘燕:《重构“禁止抽逃出资”规则的公司法理基础》,《中国法学》2015年第4期。

⑤ Model Business Corporation Act, § 1.40.

包含了股份回购的情形。^①“公司法中不仅对所谓分红及中期分红这种盈余金分红进行规定,而且对公司取得自我股份,以及取回股东持有公司财产也进行了规定……向股东交付金钱等的账面价值总额,不能超过该行为生效日的可分配额。”^②

股份回购与利润分配何以具有相同的经济实质?股份回购为何应被纳入统一的分配框架之下?尤其是,公司的股份显然具有财产属性,“自有股份毕竟反映了公司价值,也是有价值的财产。如果自有股份转由债权人持有,它成为债权人的财产。如果债权人出售该股份,即可实现债务清偿的目的”。^③那么公司回购股份为什么不是公司与股东之间对等的财产交换而是公司财产无对价地从公司流向股东,即分配?如果不澄清这一问题,就无法真正理解股份回购的经济实质以及股份回购作为分配的正当依据。

公司持有的自己股份不应作为公司的资产,这并非否定股份的财产属性,而是指在该股份由公司自己持有的情况下,不应计为公司的资产。这是因为:

首先,将公司持有的自己股份计为公司资产,实际上是将公司回购股份作为财产的对等交换,这会造成公司财务上的混淆。公司以通常是现金的一定财产回购股东持有的股份,如果将购回的股份计为公司资产,也就意味着公司通过支付给股东现金换取了新的财产,公司既有资产的减少被新增财产所抵消,最终公司资产并未因回购股份而减损,公司的资产负债情况没有改变。那么公司完全可以继续回购,直至用尽所有财产回购股份,此时购回的股份将是公司的唯一资产。显然,一个资产仅仅由自己股份构成的公司是不具有任何价值的。也就是说,公司回购股份带来了净资产的减损,减损的数额即是公司回购股份支付的对价。^④

其次,将公司购回的股份计为公司资产或许与以下事实有关:公司将购回的股份库藏起来,后续可能转让或者重新出售,这种对购回股份的处置将使公司因回购股份造成的资产减损得以恢复,从而实现了购回股份的财产价值。但是,“公司如库藏自己股份后,如业绩下滑,会导致双重风险,即无人行权、公司价值减损”。^⑤公司处置购回股份进而实现其财产价值的情况具有或然性,同时该观点可能与对资本的僵化认识有关,因为这种情况实际上和公司新股发行并无差异。美国学者曾通过股票(stock)与股份(share)的区分以及美国法律术语使用的变化来解释这一认识的变迁。股票带有资产的痕迹,而股份代表的是一种比例,对于公司更为精确。如果有人向公司捐赠了公司自己的股份,公司资产并未增加,而只是其他股东的利益份额增加了。“股份”的概念在一开始被“股票”混淆了。^⑥

公司持有的自己股份不是公司资产的认识与库藏股的消亡密切相关。1980年《美国示范商事公司法》的修订取消了库藏股的概念,将公司购回的股份作为已授权但未发行的股份。在此次修订的官方评论中列举了取消库藏股的若干理由:首先,人们普遍认识到,公司持有的自己股份不是一项资产,而是已授权但并未发行的股份。从经济实质来讲,公司回购股份支付的对价应当被视为公司资产的分配而不是获得一项新的资产。其次,传统法律赋予了库藏股介于已发行与未发行之间的中间地位。基于某些目的,它们被作为发行在外的股份,可以由公司重新出售或处置,而不受公司原来发行股份

① 参见《新订日本公司法典》,王作全译,北京大学出版社2016年版,第200页。

② [日]近藤光男:《最新日本公司法》,梁爽译,法律出版社2016年版,第361页。

③ 叶林:《反对股东股权收购请求权的行使与保障——〈公司法〉第75条评述》,《社会科学》2012年第9期。

④ See Franklin A. Gevurtz, Corporation Law, West Group, 2010, p. 174.

⑤ 傅穹:《重思公司资本制原理》,法律出版社2004年版,第203页。

⑥ See Bayless Manning, James J. Hanks, Jr., Legal Capital, Foundation Press, 2013, p.200.

的限制。最后,库藏股的会计处理非常复杂、令人困惑,且在某种程度上是不现实的,因为资本账户通常并不反映库藏股的交易。^①

因此,从公司财产无对价地逆向流入股东这一经济效果来看,股份回购与利润分配具有相同的经济实质。“内存于任何法律中的原则是:同类事物同等处遇。”^②就法律规范设置的角度而言,本质上相同的事物应当得到同样的法律评价和对待。在此意义上,对比公司利润分配的财务约束,我国《公司法》中股份回购财源规制的欠缺是一个法律漏洞。“实质分配概念的优势在于,采此概念有利于规范各类公司财产流向股东的行为,防止在禁止违反法定限制规则的违法分配行为时因外延不清而出现规范漏洞。”^③股份回购与利润分配应纳入统一的分配规范框架进行一体规制。当然,也并非所有公司财产无对价地逆向流入股东的情形都是公司分配,分配概念的一个重要前提在于该种公司支付与财产转移是否是基于股东身份。

(二)漏洞填补的困境:股份回购与减资的关联

尽管对股份回购应当受到资本维持原则的约束这一问题目前已无太大争议,但股份回购的财源规制在我国公司法中是一个立法空白和法律漏洞。这一漏洞与《公司法》第74条及第142条的事由列举无法包罗现代公司融资与治理需要的问题相叠加,制造了具体个案中股份回购是否符合资本规制、相关合同义务是否应当履行的裁判难题。股份回购应受到何种财源约束,案件裁判应当如何展开公司财务方面的分析,进而应对公司分配中公司财产无对价地逆向流入股东给债权人保护带来的风险,司法机关面临着法律漏洞填补的任务。“华工案”以及《九民会议纪要》即为漏洞填补的适例。

在“华工案”中,华工公司向扬锻公司溢价增资,与扬锻公司签订了一定条件下回购股份的对赌协议,并约定了回购价格的计算公式:华工公司投资额+(华工公司投资额×8%×投资到公司实际月份数/12)-扬锻公司累计对华工公司进行的分红。回购条件触发后,华工公司提出回购请求。法院在保护债权人的立场下,论证案涉对赌协议的履行时,认为《公司法》“已明确规定了股份有限公司可减少注册资本回购本公司股份的合法途径。如股份有限公司应由公司董事会制定减资方案;股东会作出减资决议;公司编制资产负债表及财产清单;通知债权人并公告,债权人有权要求公司清偿债务或提供担保;办理工商变更登记。扬锻公司履行法定程序,支付股份回购款项,并不违反公司法的强制性规定,亦不会损害公司股东及债权人的利益”。^④同时案涉对赌协议第3款约定,扬锻公司以及该公司的股东应在华工公司提出回购请求之日起30日内完成回购股份等有关事项,其中包括完成股东大会决议。基于此,法院认为,扬锻公司的股东应承担对回购事宜的履行辅助义务,如参加股东大会、保证回购决议通过等义务。^⑤

《九民会议纪要》则更为清晰的表述了这一裁判思路:“投资方请求目标公司回购股权的,人民法院应当依据《公司法》第35条关于‘股东不得抽逃出资’或者第142条关于股份回购的强制性规定进行审查。经审查,目标公司未完成减资程序的,人民法院应当驳回其诉讼请求。”

股份回购型对赌协议成为风险投资与私募股权投资市场中普遍采用的重要融资工具。在保护公

① See Bayless Manning, James J. Hanks, Jr., *Legal Capital*, Foundation Press, 2013, pp. 199—200.

② [德]卡尔·拉伦茨:《法学方法论》,陈爱娥译,商务印书馆2003年版,第252页。

③ 张保华:《分配概念解析——兼评〈公司法司法解释(三)〉中的抽逃出资》,《政治与法律》2011年第8期。

④ 江苏省高级人民法院(2019)苏民再62号民事判决书。

⑤ 参见江苏省高级人民法院(2019)苏民再62号民事判决书。

司债权人的立场下,《公司法》的事由列举模式以及股份回购财源约束的法律漏洞无法应对个案中股份回购合同义务应否履行的判断。“华工案”与《九民会议纪要》实际上是在此背景下对股份回购的资本规制进行的法律漏洞填补。其思路在于将股份回购与公司减资关联,将减资作为回购的前提和条件,借助《公司法》第 177 条减资程序下的规制措施——通知债权人与公告债权人、债权人有权要求提前偿债或提供担保——来填补股份回购中资本规制的法律漏洞,进而在保护公司债权人的前提下满足市场对股份回购的现实需求。但是,这一漏洞填补的策略存在以下问题,值得商榷。

首先,混淆了股份回购与公司减资的逻辑关系。股份回购是实现公司资本结构调整、减少注册资本的一种手段。除了回购股份,减少股份面值、股份合并等同样可以实现减资。而且减资又可以被区分为既减少资本又减少资产的实质减资与只减少资本不减少资产的形式减资两种形式。同时,在我国公司法中,减资仅仅是股份回购的一种可能效果。公司购回股份后,并不一定将该股份注销并减资,公司也可能将购回的股份转让,以实现股权激励等目标。因此,股份回购与公司减资的逻辑关系在于可以通过回购实现减资的公司资本结构调整,且两者并无必然联系。而按照“华工案”以及《九民会议纪要》的思路,要实现股份回购,公司必须履行减资义务。一方面减资成为回购的条件,原本的通过回购实现减资变为通过减资实现回购,这就倒置了回购与减资之间手段与目的的关系,属于“因果倒错”。^①另一方面,实现回购必须减资,制造了股份回购与减资之间本来并不存在的必然联系。由此,这一漏洞填补策略为了在股份回购中借用公司减资的规制措施而混淆了两者的逻辑关系。

实际上,股份回购与公司减资之间关系的混淆有其成因。一方面这一认识有其历史成因。在 1993 年《公司法》中,允许股份回购的事由极为有限,从而导致股份回购与公司减资的功能相似。随着《公司法》的修订,允许股份回购的事由增加,股份回购才逐渐独立于公司减资。^②另一方面,现行法律条文可能也存在逻辑不清的问题。《公司法》第 142 条第 1 款第 1 项将减少公司注册资本作为允许股份回购的事由。“减少公司注册资本不仅仅是目的,也可能按照法定资本制是一个结果,理论上来说,任何股份回购都可能会造成注册资本的减少。”^③

其次,制造了合同约定与公司程式的矛盾。公司减资是法定的股东会决议事项,而且是特别决议事项。将公司减资作为履行股份回购的前提条件,意味着公司必须通过减资决议。尤其是在股份回购事项上,请求回购的股东其利益往往与公司其他股东对立,其他股东是否会投票支持减资进而实现股份回购是有疑问的。即使存在其他股东应配合回购、使减资决议通过的合同约定,其他股东也可能在股东提出回购请求时,最终投票反对减资。此种合同约定能否被强制履行?如果减资决议未获通过,合同约定能否推翻公司程式?法院能否主动判决减资?例如,在“华工案”中,案涉对赌协议约定公司的股东应完成股东大会决议。法院据此认为,公司的股东应承担回购的履行辅助义务,如参加股东大会、保证回购决议通过等。在减资纠纷案件审判实践中,也有法院认为,是否减资是公司股东会的职权,须依程序形成股东会决议,股东无权直接起诉公司要求进行减资。^④

组织人格的拟制性以及组织内部决策与管理机制的不完全性是成员合同应予尊重的深层依据,

^① 参见清澄君:《从“海富”到“华工”:对赌的边界在哪里?》,http://www.sohu.com/a/327924278_667897, 2020-04-12。

^② 参见叶林:《股份有限公司回购股份的规则评析》,《法律适用》2019 年第 1 期。

^③ 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社 2009 年版,第 335 页。

^④ 参见“许宏茂诉苏州炭黑厂有限公司公司减资纠纷案”,江苏省苏州市平江区人民法院(2011)平商初字第 0066 号民事判决书。

考虑股东协议的目的以及签署协议的股东人数,封闭公司不应排除股东协议的适用。^①但是,法院对股东协议的审查首先应当注重对公司法规则本身的理解,尊重公司独立、程式和集体利益,而非简单地运用合同规则作出裁判。^②由于公司法中股份回购财源规制的缺漏、统一分配框架的缺失以及对股份回购经济实质缺乏认识,法院基于股份回购与公司减资并非必然的联系,为借助减资程序下的规制措施,倒置股份回购与公司减资的逻辑关联,进而实现对债权人的保护。这一漏洞填补策略使公司减资成为回购股份的前提,使公司决议的通过成为一种合同义务,制造并陷入了合同约定与组织程式的矛盾之中。

应该指出的是,此处的通过减资实现股份回购与比较法上的“减资适应分配”存在本质区别。比较法上的一种分配约束是公司只得从盈余中分配,而盈余则等于公司资产减去公司负债再减去公司资本。当公司并不符合公司法上关于分配的财务约束并不存在符合分配条件的盈余时,公司可能基于分配的现实需要以及公司的财务情况(如现金充沛),进行公司减资(如降低股票面值)。根据以上公式,在公司资产与负债不变的情况下,资本的减少将释放出盈余,从而实现分配。^③

三、股份回购资本规制的模式选择:从事由列举到财源规制

我国公司法对股份回购总体上因循了事由列举的规制模式。事由列举的规制模式有其弊端,因此应实行统一分配框架下的财源规制。这既有比较法上的依据,也有一定的经验基础。

(一)事由列举模式的弊端

股份回购中事由列举的规制模式并不科学。基于法律中的事由列举,司法实践中依赖于事由范围对股份回购的判断使事由分析湮没了财务分析。而在资本规制框架下,回购事由仅仅是表象,公司财务才是资本约束的核心。具体而言:

首先,事由列举无法涵盖公司融资与治理的种种需求,难以及时跟踪资本市场的变化与发展,必然存在不周延的问题。当法律规范滞后于市场发展,立法又会受到过度管制的诟病,进而产生修法的现实需要。回应市场需求、通过修法扩张事由范围的做法,又使立法修订带有了政策性和应景性,进而容易引起对修法的正当性和科学性的误解,甚至影响对法律的正确解释和适用。^④例如,在“原则禁止,例外允许”的事由列举模式下,对《公司法》第142条的修订尤其是扩张股份有限公司允许回购股份的事由范围构成了2018年《公司法》修订的全部内容,这一修订暂时满足了公司市值管理、股权激励等现实需求。

其次,法律中的事由列举带来了依赖于事由范围判断股份回购应否履行的做法。事由列举的规制模式与对股份回购经济实质的缺乏认识、股份回购中资本规制的立法疏漏相叠加,催生了落入事由范围即允许股份回购、事由范围之外即禁止股份回购的观念。例如,在《九民会议纪要(征求意见稿)》^⑤中,“投资方请求目标公司收购其股权的,而目标公司一旦履行该义务,就会违反《公司法》第74条和第142条的规定”。如果说仅仅依赖事由判断而忽视回购中的公司财务约束,这种观念在“原则

① 参见许德风:《组织规则的本质与界限——以成员合同与商事组织的关系为重点》,《法学研究》2011年第3期。

② 参见陈群峰:《认真对待公司法:基于股东间协议的司法实践的考察》,《中外法学》2013年第4期。

③ See Bayless Manning, James J. Hanks, Jr., *Legal Capital*, Foundation Press, 2013, p.78.

④ 参见叶林:《股份有限公司回购股份的规则评析》,《法律适用》2019年第1期。

⑤ 参见最高人民法院:《全国法院民商事审判工作会议纪要(最高人民法院民二庭向社会公开征求意见稿)》, <http://courtopp.chinacourt.org/zixun-xiangqing-175272.html>, 2019-08-07。

禁止,例外允许”的股份有限公司中是武断的,在有限责任公司中,这就是一种混淆意定回购与法定回购的错误观念。《公司法》第74条是有限责任公司异议股东请求公司收购股份的情形,异议股东在此类情形下提出回购请求,公司即负有回购的法定义务。公司法并未禁止其他情况下的有限责任公司股份回购。例如,指导性案例96号针对当事人的此类诉求,认为“异议股东有权要求公司回购其股权,对应的是公司是否应当履行回购异议股东股权的法定义务。而本案属于大华公司是否有权基于公司章程的约定及与宋文军的合意而回购宋文军股权,对应的是大华公司是否具有回购宋文军股权的权利,二者性质不同,《公司法》第74条不能适用于本案”。遗憾的是,该案的论证似乎止步于此,对这一问题的澄清并未进一步指向公司财务方面的具体分析,而是仅仅以“《公司法》所规定的抽逃出资专指公司股东抽逃其对于公司出资的行为,公司不能构成抽逃出资的主体”^①作为股份回购中资本规制的判断。在股份回购资本规制的框架下,回购事由仅仅是表象,公司财务约束才是核心和本原问题。符合法定的回购事由,仍应受制于公司财务约束,如2018年《公司法》修订中删除的“将股份奖励给本公司职工”事由下“用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出”的规定。“不是从会计准则尺度上来判断是否应当回购,而是直接限制公司的行为,是一种落后和无益的规制方式。”^②股份回购中的公司财务分析不应被事由范围判断所湮没。

(二) 财源规制的一种裁判经验

股份价格是股份回购交易中的核心要素。在统一的分配框架下,股份回购价格受到可分配财源的约束。我国《公司法》第74条使用了“合理的价格”的措辞,尽管异议股东股份收购请求权与公司分配具有不同的制度机理,但其收购价款仍不应超过公司的可分配财源。因此,股份回购纠纷裁判中法官对回购价格形成的判断或者干预会在一定程度上体现对公司分配财源约束的认识和经验。

笔者通过北大法宝数据库对股份回购案例进行统计分析,检索期间设定为2006年1月1日至2018年1月1日,^③共收集到171个有效案例。其中支持回购的案例为91个,否决回购的案例为80个。由于否决回购的案例往往与价格问题无关,因此,本文将研究范围限缩为支持回购的案例。在支持回购的案例中再剔除法官裁判未涉及回购价格的案例,如要求当事人另案主张价格争议,案例剩余数量为84个。当然,法官在裁判中对股份回购价格形成的认识受制于当事人的约定和诉请,某种程度上是法官和商主体共同的认知。这一方面是由于对价格形成中主体自治的肯认,^④另一方面也归因于不告不理的裁判原则。在此基础上,本文对样本中的案例予以类型化,分类标准为法官对价格形成的干预程度。具体类型为:(1)当事人之间有价格约定,法官未审查约定直接予以确认;(2)法官审查价格约定;(3)没有价格约定,法官直接判决价格。3种类型的干预程度由弱到强,干预程度越强的类型,越能体现法官自身的认知。

统计表明,尽管存在“出资额”“出资额+利息”“出资额+补偿”等形成标准,就法官的独立判断而言,以公司净资产为基础、结合被回购股份的比例确定回购价格的净资产标准占据价格形成标准的绝

^① 参见最高人民法院:《指导案例96号:宋文军诉西安市大华餐饮有限公司股东资格确认纠纷案》,http://www.court.gov.cn/shenpan-xiangqing-104292.html,2020-04-12。

^② 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第336页。

^③ 最后检索日为2018年6月1日。

^④ “价值的本质是主观的自我评价”。参见许德风:《论私法上财产的定价——以交易中的估值机制为中心》,《中国法学》2009年第6期。乃至有学者认为“一切都将交给私法自治”。参见蒋大兴:《私法自治与国家强制——闭锁性股权收购中的定价困境》,《法制与社会发展》2005年第2期。

对多数。资产减去负债并不能反映公司的整体财务情况。净资产标准在股份定价中也并未将公司潜在的盈利能力等因素考虑在内,而这是决定公司价值与股份价格的重要因素,在某些类型的公司中,甚至是决定性因素。但是,资产减去负债的净资产标准已然包含了回购价格不得减损公司偿债能力、损害债权人利益的判断。在股份回购资本规制存在立法疏漏的背景下,对股份回购价格形成的判断体现了裁判者的实践智慧和认知局限。

(三)美国法上的财源规制

在美国公司法中,关于股份回购的公司财源约束,各州的规制模式不尽相同。代表性的有特拉华州模式、加州模式及《美国示范商事公司法》模式。

特拉华州公司法采取了传统的将资本作为分配标尺的模式,即公司回购股份不得损害公司的股本。^①也就是说,公司用以回购股份财源不得超过公司的盈余,如前述,盈余等于公司净资产减去公司资本的差额。公司回购股份,公司资产减少并无疑问。此公式下的一个问题在于,公司资本是否也会因为股份回购而相应减少。如果资本同时减少,净资产减去公司资本的差额也即盈余反而会相应增加。特拉华州公司法赋予董事对此问题进行裁量的权利,允许董事减少部分或者全部购回股份所代表的资本。^②实际上,如果允许公司做减资的会计处理,公司可以继续使用盈余回购股份,直至公司资产等于公司负债。^③如果再考虑到资本在特拉华州公司法中并不一定等于股东的全部出资,而是赋予董事会指定资本数额的裁量权,^④实际上资本对于股份回购财源约束的意义并不关键。

不同于特拉华州公司法,加州公司法与《美国示范商事公司法》不再将公司资本作为分配标尺。加州公司法对分配的财源约束进行了财务量化,规定公司分配须满足以下条件之一:(1)分配数额不得超过公司留存收益;(2)如果没有足够的留存收益,公司分配后的总资产须超过总负债的1.25倍,且公司流动资产超过公司流动负债,如果在前两年公司收益没有超过它的利息费用,流动资产须为流动负债的1.25倍。加州公司法在后来的修法中又将分配约束调整为以下两者之一:留存收益大于或等于拟分配数额与积欠的优先股股利之和,或者分配后公司资产大于或等于总负债与优先权利之和。^⑤

《美国示范商事公司法》对公司分配则采取了双重测试标准。第一重测试为衡平偿付不能测试,即公司分配不得使公司在通常业务过程中无法偿还到期债务。第二重测试为资产负债表测试,即公司分配不得使公司总资产少于公司总负债。同时,除非公司章程另有约定,如果公司在分配后解散,相对于接受分配的股东,优先股所享有的清算优先权也被视为负债。^⑥20世纪80年代对《美国示范商事公司法》的全面修订取消了资本、面值等概念。相应地,公司分配的财源约束也不再依赖于资本进行判断。那么,为什么是双重测试?衡平偿付不能测试与资产负债表测试两者的关系又是怎样的呢?

公司是否能够偿还到期债务的衡平偿付不能测试是一个判断和估计。一方面它是一种对公司营业的总体判断,需要考虑到与营业相关的一系列因素;另一方面,它同时是一种对公司未来状况的估

① See Delaware General Corporation Law, § 160(a)(1).

② See Delaware General Corporation Law, § 244(a)(2).

③ See Franklin A. Gevurtz, Corporation Law, West Group, 2010, p.174.

④ See Delaware General Corporation Law, § 154.

⑤ See California Corporations Code, § 500.

⑥ See Model Business Corporation Act, § 6.40(c).

计,预估公司在未来债务到期时履行债务的可能性。这就决定了衡平偿付不能并非是一个边界清晰的测试。资产负债表测试则提供了一个相对明确的基准,尽管该项测试本身有诸多局限或缺陷。最直接的是,通过比较公司的总资产与总负债,要求总资产大于总负债,资产负债表测试隐含的假定实际上是公司的负债已全部到期,这是不符合经济现实的。^① 一个公司可能总资产大于总负债,但由于资产严重缺乏流动性而无法偿还到期债务;一个公司也可能总资产小于总负债,但公司目前仍能够偿还到期债务,对尚未到期的仅仅是现在看来公司资产无力偿还的债务,并不排除在未来债务到期时公司能够履行债务的可能性。^② 就此而言,衡平偿付不能测试与资产负债表测试两者之间的关系在于前者是后者的补充。按照《美国示范商事公司法》的官方评注,对处于正常的持续经营过程中的大部分公司而言,并不需要衡平偿付不能测试;只有当情况表明公司正在经历困难或者处于流动性状况和运营状况不确定的状态时,才需要这一测试。^③ 在美国,《美国示范商事公司法》的规制模式得到了广泛采用。^④

四、股份回购资本规制的制度要义:董事会进行财源判断的权力与责任

在财源规制的立法模式之下,无论是在问题本质层面还是在操作技术层面,股份回购的财源约束都是一个商业判断问题。由此,股份回购资本规制的制度要义在于财源约束判断中决策权力的归属以及决策责任的识别。董事会作为这一商业判断的权力和责任主体也为股东会中心主义与董事会中心主义的主义之争提供了一个公司分配语境中的解答。

(一)股份回购的财源约束是一个商业判断

从债权人的真正关切到具体的财务会计处理,对股份回购财源约束这一问题的分析充满了裁量和判断。

首先,股份回购财源约束的实质决定了它本质上是一个商业判断。将股份回购定性为公司分配,对于公司资产无对价地逆向流入作为剩余索取权人的股东,关照、保护债权人的利益是股份回购财源约束问题的实质。债权人的关切是什么?债权人真正的唯一的关切在于公司债务的及时清偿。那么,决定公司债务及时清偿的因素有哪些?《美国示范商事公司法》在其官方评注中列举了一系列判断公司能否清偿到期债务的因素,如基于既有的以及预期的对公司产品或服务的需求,公司是否能够在一段时期内积累足够的资金,在债务到期时满足既有的以及能够合理预见的债务;近期到期的债务能否进行重新融资,而这是一个基于公司的财务条件、未来前景以及相似营业的信用可用情况的合理假定。^⑤ 显然,这些因素是公司资本乃至公司的财务报表数据无法反映的。“在大多数持续的商业经营中,债权人的关切与公司资产负债表上的数据仅有很少的关系……会计师技巧的核心不是呈现一幅关于企业价值的持续的图景(无论这一图景如何),而是在阶段性的基础上,一贯采用一系列的会计惯例(被认可为惯例),以披露企业经济生活中选定的交易和要素种类。迫于功能与工具的局限,会计师提供的图景并不完整,有别于债权人的关切而且高度的程式化。”^⑥对债权人真正关切的回应、对公

① See Bayless Manning, James J. Hanks, Jr., *Legal Capital*, Foundation Press, 2013, p.193.

② See Bayless Manning, James J. Hanks, Jr., *Legal Capital*, Foundation Press, 2013, pp. 192-193.

③ See Model Business Corporation Act, § 6.40, Official Comment.

④ See Bayless Manning, James J. Hanks, Jr., *Legal Capital*, Foundation Press, 2013, p.181.

⑤ See Model Business Corporation Act, § 6.40, Official Comment.

⑥ Bayless Manning, James J. Hanks, Jr., *Legal Capital*, Foundation Press, 2013, p.71.

司能否清偿到期债务的分析依赖于主体作出能动的判断。美国法上的“快捷红利”(nimble dividend)制度在公司当前的运营产生了利润、历史的亏损还没有得到弥补的情况下,仍允许对股东分红。它旨在回应公司经营中利润分配的商业需求,如公司亟须通过分红吸引股权资本以满足融资需求,^①正是反映了资产负债的数据比对在公司分配问题上的局限性。

其次,即便是公司的财务报表数据本身,其会计处理也取决于一系列的判断。“会计是一门反映性的实用技术,必须给会计主体以适当的变通、判断的机会。”^②资产负债表中对资产和负债的确定并不具有排他性,涉及多计少计、折旧、摊销、成本、估价以及对负债的确认等会计上的判断。^③例如,公司的某项资产升值,目前的市值远远高于购买价格,此时在决定可分配财源时,能否将该资产的升值计入,进而扩大可分配财源?美国各州在此问题上的做法存有分歧。在一则案例中,公司资产负债表对公司土地的估值达到购买价格的将近6倍,公司基于此计算出有可分配的盈余。纽约州法院支持了这一做法。^④但是,其他一些州的法院认为,在公司处分该升值资产、实际上实现资产升值之前,公司资产的升值不应作为分配的依据。^⑤《美国示范商事公司法》则赋予了董事会在会计原则和估值方法选取上的裁量权,并未强制要求使用“公认会计准则”,仅仅要求采用的会计原则和估值方法具有合理性。^⑥这就提供了因应企业类型与估值目的而采纳不同会计方法的灵活性。^⑦

实际上,对股份回购财源约束的判断是公司融资乃至公司经营中的一个商业判断。它与公司中诸如对外举债的数额、债务利息的设定、债务契约的条款等其他商业判断并无本质区别。^⑧

(二)财源约束判断中的决策权力与责任识别

对股份回购财源约束的判断,公司中谁是更为理想的作出此类判断以及对判断负责的主体?是由作为剩余索取权人的股东组成、被奉为公司最高权力机关的股东会,还是由股东会选举出的董事会作出判断并对判断负责?按照目前《公司法》中股东会与董事会的权力分配,董事会“制订公司的利润分配方案”,再交由股东会“审议批准”,股东会握有公司分配的最终与最高决策权。是否应改变此种安排,使董事会独享公司分配的决策权力?实际上,2018年修订后的《公司法》已经体现出股份回购决策权力由股东会向董事会转移的趋势。在将股份用于员工持股计划或者股权激励、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、上市公司为维护公司价值及股东权益所必需三种情况下,公司回购股份可以依照公司章程的规定或者股东大会的授权,经三分之二以上董事出席的董事会会议决议。股东会中心主义与董事会中心主义的主义之争是公司法学上的一个重要命题。“‘董事会中心说’的一项基本主张便是,从公司决策的效率角度出发,只有保证董事会的决策权不受股东或法院的掣肘时,独断权的价值才能得到体现。”^⑨在“主体—权力—责任”的逻辑线索中,与股东或者股东会相比,董事会应当享有判断股份回购财源约束的最终决策权,董事会是作出这一商业判断的权力和

① See Bayless Manning, James J. Hanks, Jr., Legal Capital, Foundation Press, 2013, p.84.

② 刘燕:《会计法》,北京大学出版社2009年版,第284页。

③ See Bayless Manning, James J. Hanks, Jr., Legal Capital, Foundation Press, 2013, p.42.

④ See Randall v. Bailey, 43 N.E.2d 43 (1942).

⑤ See Franklin A. Gevurtz, Corporation Law, West Group, 2010, p.165.

⑥ See Model Business Corporation Act, § 6.40(d).

⑦ See Model Business Corporation Act, § 6.40, Official Comment.

⑧ See Bayless Manning, James J. Hanks, Jr., Legal Capital, Foundation Press, 2013, p.189.

⑨ [美]斯蒂芬·M.贝恩布里奇:《理论与实践中的新公司治理模式》,赵渊译,法律出版社2012年版,第10页。

责任主体。

1. 董事会作为商业判断主体克服了决策上的主体缺位问题

公司中的股东其利益诉求具有异质性,股东通过股东会议以资本多数决的方式,使多数资本的判断吸收少数资本的判断,使多数资本的利益吸收少数资本的利益。股东作出判断的依据,更多地取决于股东的利益偏好,股东并不负有判断与决策上的注意义务。这或许解释了司法在干预股东压制、界定股东滥用权利时面临的困境。实际上,美国法院在控制股东信义义务问题上的裁判立场也是摇摆不定的,如法院曾认为公司多数股东有权利以一种“自私”的方式管理公司。^① 凡此种种,其根源或许在于股东有权利自私,且股东利己是公司存在和发展的依据。董事也可能是部分股东的利益代表,排除因与特定决策存在利益冲突而须回避表决的场合,董事在决策时的利益偏好以及行为选择的分化在所难免。^② 同时董事会的集体决策通常也遵循多数决,但董事会与股东会的决策逻辑并不相同。董事在经营决策中对公司负有信义义务,董事会决策的产生并非利益对抗的产物。尤其是董事承担信义义务的对象是公司,是作为剩余索取权人的股东的整体福利,而非某一股东的私利。^③ 而且,董事个体对董事会决策负责,即使该董事针对问题议案曾投出反对票,按照《公司法》第 112 条的规定,免责的条件仍在于积极作为,即“经证明在表决时曾表明异议并记载于会议记录的”。

在股份回购问题上,左右股东作出判断的关键因素并不在于资本规制中的财源约束,而是回购带来的公司资产损耗对自身利益的减损。例如,《九民会议纪要》将减资设定为履行股份回购合同义务的前提条件,而减资又取决于股东会上减资决议的通过。股份回购款项的支付将减损公司资产,公司资产的损耗又会给公司现存股东的所有者权益带来负面影响,由此提出股份回购请求的股东与公司其他股东产生了利益上的对立。在议决减资议案时,难以想象股东投票的首要依据是对公司财源约束的计算,对自我利益的算计才是投票反对减资议案以阻却股份回购履行的最为直接和首要的动因。

基于此,将股份回购决策诉诸异质化的股东会的资本多数决,决策问题将转化为利益的对立与力量的对比。在利益的角逐中,股份回购财源约束的判断或者被利益竞争所湮没,或者成为利益竞争的筹码。究竟是哪一主体最终负责股份回购财源约束的判断并基于该项判断作出股份回购决策并不清晰,从而产生了决策主体缺位的问题。这就难以规范决策主体的义务及识别决策主体的责任。因此,必须通过赋予董事会作出决策的权威,使董事会成为股份回购财源约束的判断主体。

2. 董事会作为商业判断主体化解了决策上的责任识别问题

对违反公司法中财源规制的股份回购行为,如何识别该违法分配行为的责任,公司法上追究责任的依据何在?这又包含以下两个判断:其一,谁是违法分配的责任主体;其二,责任是违反义务的法律后果,主体因违反了何种法定义务或行事准则而应被追责,违法分配责任的识别与追究旨在惩戒何种行为,引导何种标准。

谁是违法分配行为的责任主体?按照《公司法》第 166 条的规定,对违反资本规制的公司利润分配,具体责任规范的设计是“股东必须将违反规定分配的利润退还公司”。依据该项规则,违法利润分配的责任主体是股东。责任主体设定为股东的依据何在?对股东的返还责任,一种可能的解释是,依

^① See *Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc.*, 353 N.E.2d 657 (1976).

^② 参见林少伟:《董事异质化对传统董事义务规则的冲击及其法律应对——以代表董事为研究视角》,《中外法学》2015年第3期。

^③ See *Frederick Hsu Living Trust v. ODN Holding Corporation*, 2017 WL 1437308, at 17.

据《公司法》，股东会是利润分配的最终决策者，在违法分配中，股东会作出了违法决策，也即返还责任的依据在于股东的决策责任。按照我国公司法中股东会与董事会在利润分配问题上的权限划分，董事会负责“制订公司的利润分配方案”，股东会则对此方案作出“审议批准”。但是，不同于董事，在所有与经营分离的公司中，股东并不直接参与公司经营，往往不了解公司具体的财务情况，对公司的财源约束无从判断。董事会是程序的最初启动者，在某些情况下，股东仅仅是方案的被动接受者。^① 股东是否存在、存在何种决策上的义务这一问题本身就值得商榷，苛责被动接受董事会提案的股东也难以自圆其说。

另一种可能的解释则是，股东接受了未弥补亏损、未提取法定公积金等违反财务约束的利润分配，股东是利润分配的接受者，股东获取了违法的公司红利，因此，股东须承担返还责任。公司中的股东往往人数众多，既可能有对违法分配知情的股东，也可能存在大量对分配的违法性并不知情的股东，他们仅仅是被动接受了违法分红。尤其是对众多股东的返还，如何启动返还程序，由谁主导、负责股东对公司的返还？在股权结构分散、股东规模庞大的公司中，缺少内在的治理安排，诉诸外在的法律执行程序逐一落实股东个体的返还责任将变得成本高昂甚至无法实现。对比《美国示范商事公司法》，董事会是作出分配决策的权力主体。^② 同时，违法分配的责任主体也被界定为投票赞成或同意违法分配的董事。董事就违法分配的数额向公司负个人责任，承担责任的董事仅仅是有权利向明知该项分配违法但仍接受分配的股东进行追偿。^③

识别与追究责任的依据何在？《美国示范商事公司法》将追究董事违法分配责任的前提设定为董事违反了该法所规定的董事行为标准。《美国示范商事公司法》所规定的董事行为标准主要包括履行职务中的善意、合理地相信符合公司的最大利益、相似职位的人在类似情形下合理地认为是适当的注意、知情决策、信息披露以及正当信赖等要求。^④ 例如，在分配决策中，如果董事因缺少财务知识而无从分析公司的财源约束，按照《美国示范商事公司法》的董事行为标准，董事可以依赖适格主体作出的财务报表以及其他财务数据。^⑤ 《美国示范商事公司法》也对适格主体的范围作出了限定。^⑥ 如果董事信赖的对象并非适格的主体或信息，即违反了法定的行为标准。《美国示范商事公司法》通过董事在作出分配决策时是否奉行了法定的行为标准来识别董事的违法分配责任。换言之，如果董事在履行职务过程中遵照了法定的董事行为标准，即便分配数额违反了财源规制，董事也并不承担违法分配责任。在多变的商业环境与复杂的财务判断中，董事行为标准的确立使违法分配责任得以被识别，这既为董事履职提供了指引，也为董事决策提供了保护。

《美国示范商事公司法》的董事行为标准关注的是董事作出决策的方式，而非决策是否正确。^⑦ 同时，董事的分配决策同样适用普通法上的商业判断规则。商业判断规则假定，“公司董事在做出商业决策时，在充分知悉的基础上行动，秉承善意，并诚实地相信其行为符合公司的最佳利益”。^⑧ 商业

① 参见梁上上：《有限公司股东清算义务人地位质疑》，《中国法学》2019年第2期。

② See Model Business Corporation Act, § 6.40 (a).

③ See Model Business Corporation Act, § 8.32.

④ See Model Business Corporation Act, § 8.30.

⑤ See Model Business Corporation Act, § 8.30 (e).

⑥ See Model Business Corporation Act, § 8.30 (f).

⑦ See Model Business Corporation Act, § 8.30, Official Comment.

⑧ Aronson v. Lewis, 473 A.2d 812 (Del. 1984).

判断规则对董事决策的审查同样围绕决策程序展开,“只要董事们的决策是通过适当程序做出的,法庭就保护他们”。^①而对《美国示范商事公司法》所确立的董事行为标准的遵循,使得在大多数案件中已没有必要诉诸商业判断规则。^②股份回购财源约束的分析是对公司总体情况与未来前景的判断和估计。即便是提供了明确基准的资产负债表测试,也受制于会计原则、估值方法等会计判断。通过董事的行权方式、决策程序为董事分配决策提供免责的正当性在于,从事后来看,错误的分配决策在所难免。如果允许基于一种溯及的智慧挑战先前的董事分配决策,每一项破产将触发一连串的针对公司在过去向股东所作分配的诉讼,这是不能被接受的。^③商业环境瞬息万变,通过决策程序识别违法分配责任避免了“事后诸葛亮”式的对待董事的分配决策。

由此,《美国示范商事公司法》的分配规则清晰地呈现出了“主体—权力—责任”的逻辑线索。“对公司商业判断而言,‘授权’这一精英治理模式有天然优势,能满足商业决策快速反应之需求,还能权责清晰地贯彻‘自己行为、自己责任’,避免‘决议大锅饭’衍生的不负责决策/冷漠决策/沉默决策现象。”^④在我国公司法中,董事会并无作出分配决策的最终权力,董事会制订的利润分配方案须交由股东会审议批准。对违反财源约束的利润分配,具体的责任规范被设定为股东的返还责任。至于董事的行为标准,《公司法》第147条规定董事对公司负有勤勉义务。但是,有关董事注意义务的规范内容模糊,并未提供具有可操作性的董事行为准则和司法审查标准。在我国公司法的公司分配中,董事会既无最终决策权力,也不被作为违法分配的责任主体,更无明确的行为标准。因此,笔者认为,在《公司法》修订中,应在董事会中心主义理念下,确立董事会在公司分配中的权力、责任以及据以识别责任的行为标准。这不仅会避免股东尤其是不知情股东的责任依据、由谁负责股东向公司的返还等“主体—权力—责任”的错位带来的规则解释和适用问题,也最终会使公司分配中资本规制据以展开的逻辑线索得以贯通。

3. 董事会作为商业判断主体适应了资本规制的进化方向

简单的资产负债数据比对乃至公司的资本数额并不能反映分配约束的经济现实。赋予董事会在公司的经营管理中对分配约束作出判断的权威,使其基于合理的会计原则和方法,结合公司资产的构成和性质、公司潜在的盈利能力等因素对分配的财源约束作出能动分析和商业判断,并对该项分析和判断负责,能够在一定程度上消弭资本制度的僵化甚至虚幻,促使分配限制回归经济现实。相比法定资本制,授权资本制下的董事会在相当程度上掌握了公司融资的权力,所谓的“授权”,即是指对董事会的授权。“公司法的发展已经无须在事前加强规制,许多制度更好地替代了规制:(1)诚信义务的发展,可以将对公司资本的维持义务配置给董事和高管人员……”^⑤公司经营中董事会在分配约束判断上的权威与责任契合了资本规制的这一进化方向。

我国公司资本管制的放松在相当程度上局限在出资缴纳环节。从禁止分期缴纳到缴付期限、首期缴付比例等方面有所限制的分期缴纳再到取消限制的分期缴纳,我国公司资本制度从未摆脱法定资本制的框架,资本制度并未发生实质性的变革。然而2013年的公司资本制度改革“非但未被看作

① Brazen v. Bell Atlantic Corp., 695 A. 2d 49 (Del. 1997).

② See Bayless Manning, James J. Hanks, Jr., Legal Capital, Foundation Press, 2013, p.197.

③ See Bayless Manning, James J. Hanks, Jr., Legal Capital, Foundation Press, 2013, p.189.

④ 蒋大兴:《重思公司共同决议行为之功能》,《清华法学》2019年第6期。

⑤ 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第310页。

是一场过于保守的改革,反而因过于激进而难以被公司法学者甚至是多年来一直呼吁公司自治的学者所接受”。^①例如,分期缴纳的全面自治反而使问题变得更为复杂甚至糟糕,在实践中制造了股东认缴巨额出资并设置超长出资期限的乱象,继而产生股东出资加速到期等制度设计的困惑。其间,资本制度演进的一个根本性障碍或许正是董事会权力与责任逻辑的缺位。应该意识到,回归经济现实、促进经济效率的宽松的资本规制是依托于组织法机制的,脱离组织法逻辑、缺失董事决策权力与信义义务等制度支撑的资本规制将陷入“一管就死,一放就乱”的怪圈。在此意义上,资本制度与公司治理的关联值得重新思考与认识。或许,已经启动的《公司法》修订在董事会中心主义这一方向性问题上的确证有助于公司资本规制克服制度进化的这一根本性障碍。

五、结语

债权人保护是我国公司法中具有压倒性的制度立场。公司资本制度既应规范资产由股东流向公司的股东出资,也应限制资产由公司流向股东的公司分配。我国公司资本制度的建构和改革更多地着力于前者,统一的分配框架远未形成。股份回购具有分配的经济实质,但在事由列举的规范模式下,公司立法中的财源约束付之阙如,从而造成了股份回购中资本规制的立法疏漏,带来了个案中股份回购应否履行的裁判难题。对此,应将利润分配、股份回购等经济实质同一的公司行为纳入统一的分配框架之中,并建构一体的、回归经济现实的财源规制。而股份回购的财源约束本质上是一个商业判断。在“主体—权力—责任”的逻辑线索中,应赋予董事会作出该项判断的权威,将董事作为违法分配的责任主体,并提供识别董事责任的行为准则和审查标准。

目前的《公司法》修订中,股东会中心主义与董事会中心主义的争论成为修法的方向性问题。股份回购中资本规制据以展开的逻辑线索则为这一主义之争提供了公司分配语境下的解答。同时也表明,公司资本制度的实质性突破有赖于董事会决策权力、董事信义义务等组织法规则的确立和逻辑的贯通。资本制度与公司治理的关联仍须充分认识,董事会中心主义的抉择为公司资本制度进化乃至公司制度整体演进带来的可能需要被认真对待。

责任编辑 翟中鞠

^① 刘燕:《公司法资本制度改革的逻辑与路径——基于商业实践视角的观察》,《法学研究》2014年第5期。