

## 《比较法研究》网络首发论文

题目：论股份回购的资本规制  
作者：王毓莹  
网络首发日期：2025-01-02  
引用格式：王毓莹. 论股份回购的资本规制[J/OL]. 比较法研究.  
<https://link.cnki.net/urlid/11.3171.D.20241231.1439.002>



**网络首发：**在编辑部工作流程中，稿件从录用到出版要经历录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿等阶段。录用定稿指内容已经确定，且通过同行评议、主编终审同意刊用的稿件。排版定稿指录用定稿按照期刊特定版式（包括网络呈现版式）排版后的稿件，可暂不确定出版年、卷、期和页码。整期汇编定稿指出版年、卷、期、页码均已确定的印刷或数字出版的整期汇编稿件。录用定稿网络首发稿件内容必须符合《出版管理条例》和《期刊出版管理规定》的有关规定；学术研究成果具有创新性、科学性和先进性，符合编辑部对刊文的录用要求，不存在学术不端行为及其他侵权行为；稿件内容应基本符合国家有关书刊编辑、出版的技术标准，正确使用和统一规范语言文字、符号、数字、外文字母、法定计量单位及地图标注等。为确保录用定稿网络首发的严肃性，录用定稿一经发布，不得修改论文题目、作者、机构名称和学术内容，只可基于编辑规范进行少量文字的修改。

**出版确认：**纸质期刊编辑部通过与《中国学术期刊（光盘版）》电子杂志社有限公司签约，在《中国学术期刊（网络版）》出版传播平台上创办与纸质期刊内容一致的网络版，以单篇或整期出版形式，在印刷出版之前刊发论文的录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿。因为《中国学术期刊（网络版）》是国家新闻出版广电总局批准的网络连续型出版物（ISSN 2096-4188，CN 11-6037/Z），所以签约期刊的网络版上网络首发论文视为正式出版。

# 论股份回购的资本规制

王毓莹\*

**摘要：**我国 2023 年修订的公司法上的股份回购规则在主体内容与规制逻辑上基本承袭旧法规定，除了增加股份有限公司异议股东股份回购请求权以外，其他未作调整。在“大分配”观念下，股份回购规则具有股东平等、经营管理战略和资本规制三个彼此交织的问题面向。公司法只关注到了股份回购的前两个问题面向，忽视了资本规制面向，导致股份回购规则出现资本规制漏洞。股份回购规则资本规制路径的展开，首先要在区分公司类型的基础上，局部性确立不同的财源限制标准；其次要在区分公司类型的基础上差异化引入清偿能力测试模式，将清偿能力要件作为股份回购的实体条件；最后要厘清股份回购的决策权配置方案，明确董事在违法回购情形下的补充赔偿责任。

**关键词：**股份回购；资本规制，清偿能力测试；对赌协议；资本维持

## 一、引言

在很长的历史时期内，我国公司法理论界和实务界对股份回购<sup>[1]</sup>问题的认识停留在“原则禁止，例外允许”的传统资本维持模式下，很少有人去深入反思其合理性及多样化空间。自最高人民法院 2012 年再审“苏州工业园区海富投资有限公司与甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司、陆波增资纠纷案”（以下简称“对赌协议第一案”）后，公司法理论界和实务界对股份回购规则的认知才逐渐变得愈加开阔，股份回购的多重制度面向也才徐徐展开。不同于利润分配、减资等，股份回购的制度面向更为多元。并且，实施分配通常不是股份回购的目的，而是公司基于经营战略面向实施回购计划后出现的客观结果，这也决定了回购股份与其他分配行为的差异性。《中华人民共和国公司法》（以下简称“《公司法》”）的股份回购规则虽历经数次修订，但是绝大多数情况下不过是在“原则禁止，例外允许”原则的基础上不断地扩充可以回购的事项范围，越来越尊重股份回购的经营战略面向，甚至在上市公司层面还呈现出很强的积极引导信号。从与股份回购的经营战略面向不断得到凸显相比照来说，股份回购的资本规制面向一直没有得到应有的重视，资本规制规则既没有遵循资本维持模式，也没有体现出对公司债务清偿能力的关注，在财源限制和清偿能力两个层面出现双重漏洞。进而言之，股份回购的资本规制面向越来越无法与其经营战略面向相匹配，股份回购规则极有可能因此而成为公司分配规则中的“制度洼地”。基于此，股份回购的资本规制面向究竟应当如何展开，成为具有研究价值的学术命题。

\* 中国政法大学法律硕士学院教授，法学博士。本文系最高人民法院 2022 年度应用法学理论研究课题“《公司法》修改问题研究”（项目编号：2022YF07），以及国家社科基金一般课题“执行异议之诉实体审查规则研究”（项目编号：20BFX0867）的研究成果。

[1] 通常情况下，人们习惯于将股权与股份同有限责任公司和股份有限公司相对应，本文描述股份回购的公资本规制面向，在我国 2023 年修订的公司法中，有限责任公司与股份有限公司对股份/股权回购问题并没有特别不同，为行文简洁，本文统一以“股份回购”描述有限责任公司和股份有限公司的股权/股份回购问题。

## 二、股份回购规则的多重面向

在本次公司法的全面修订过程中，针对公司分配行为的规制模式，究竟是继续沿用过去的资本维持模式还是引入发端于美国《示范商事公司法》的清偿能力测试模式，产生了十分激烈的学术争论。部分观点主张顺应公司分配制度宽松化改革的世界潮流，全面引入清偿能力测试模式，废止过去的资本维持模式。<sup>[2]</sup>不过，我国 2023 年修订的公司法（以下简称“2023 年《公司法》”）在公司分配问题上仍旧延续了资本维持模式，甚至几乎没有对清偿能力测试模式作局部性借鉴。立法者显然是有其权衡考虑，但笔者认为其中一个非常重要的原因是，资本维持模式下各类公司分配规则都具有多重制度面向或者说制度功能。而发端于美国《示范商事公司法》的清偿能力测试模式，制度面向十分单一，基本上仅关注公司的债务清偿能力，几无其他制度面向。在清偿能力测试模式的三个测试标准中，衡平测试标准是最基础、最主要的测试标准，该标准的测试要点是公司实施分配后是否仍能够偿还到期或者一定时间期限内的债务，“直击债权人的最核心关切”。<sup>[3]</sup>资产负债表测试标准的测试要点是公司在对股东实施分配后，其资产数额是否仍旧大于负债，净资产是否为负值。净资产为负值，在学理上来说就是资不抵债，资不抵债的关切重心也是债权实现问题。资本充足率测试标准不是《示范商事公司法》上的成文法规则，而是通过判例法发展而来，它规制的要点是公司在向股东实施分配后会不会导致公司的剩余财产“不合理的小”，<sup>[4]</sup>此处所谓的“不合理的小”不是指剩余财产绝对值上的大小，而是指与公司接下来从事的具体交易行为所需要的资金体量相比过小，因此它保护的重心也是将来与公司从事交易的债权人的利益。与清偿能力测试模式相比，资本维持模式的制度面向要复杂多元得多，至少包含股东平等、公司经营战略和资本规制三个面向，具体到股份回购规则，也是围绕这三个面向展开，股份回购规则的完善也是朝着这三个方向努力。

### （一）股份回购规则的股东平等面向

资本维持模式下，各类分配规则都比较注重对股东平等原则的追求，其中尤其以利润分配规则、股份回购规则表现得最为突出。利润分配规则在此方面主要体现为对利润分配比例的缺省性规定和对中小股东利润分配请求权的保护性规定。股份回购规则对股东平等的关注还要更甚于利润分配规则，该规则对股东平等的追求至少有下列几个层面的表现：

其一，异议股东评估权的设定直击股东平等原则。我国公司法很早就针对有限责任公司规定了异议股东评估权，赋予异议股东在公司连续五年有盈余而不分配，公司合并、分立、转让主要财产，公司章程规定的存续期间届满或者解散事由出现时股东会决议修改章程使公司继续存续等几种情况下，要求公司按照公平价格回购其股份的权利。2023 年《公司法》在此基础上更进一步，增加了“控股股东滥用股东权利，严重损害公司或者其他股东利益”这

[2] 参见刘斌：《认真对待公司清偿能力模式》，载《法律科学》2021 年第 4 期，第 177—189 页；赵树文：《清偿能力测试标准主导公司资本分配规则的解析》，载《北京理工大学学报（社会科学版）》2022 年第 5 期，第 84—95 页。

[3] See J. B. Heaton, *Solvency Tests*, 62 *Business Lawyer* (ABA) 983, 1003 (2007).

[4] See Lee B. Shepard, *Beyond Moody: A Re-Examination of Unreasonably Small Capital*, 57 *Hastings Law Journal* 891, 892 (2006).

一新的有限责任公司股东评估权适用事由。<sup>[5]</sup>不仅如此，2023年《公司法》还突破性地针对未公开发行股份的股份有限公司增加了异议股东评估权的规定。之所以突破性地增加该规定，是因为在公司法的全面修订过程中，根据国家市场监督管理总局的统计数据显示，截至2023年底，全国共有52万余家股份有限公司，但是在上海证券交易所、深圳证券交易所、北京证券交易所三个证券交易所注册上市的股份有限公司仅为5300余家。<sup>[6]</sup>也就是说，我国目前绝大多数股份有限公司是股东人数较少的封闭型公司，在实质治理结构上与有限责任公司别无二致，仅有形式差别而无实质区别。有限责任公司、非上市的股份有限公司，都属于封闭公司，由于缺少公开的股份/股权交易市场，即便中小股东遭受大股东压制、期望落空，也难以像上市公司股东那样直接选择“用脚投票”，在此情形下为了赋予中小股东顺利“退出牌局”的权利，异议股东评估权制度应运而生。因此，异议股东评估权是股份回购规则中最能体现其股东平等追求的规则。

其二，我国公司法对股份回购长期秉持“原则禁止，例外允许”的管制主义立法态度，除了有资本规制的考虑外，同样也有对股东平等原则的制度考量。最高人民法院在《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“《九民纪要》”）的“理解与适用”中对“原则禁止，例外允许”的股份回购政策曾有过十分明确的解释，即该原则的制度目的之一是防止因为股份回购而诱发不公平交易，如大股东利用回购进行内幕交易或者股价操纵或者选择性回购，从而违反股东平等原则。<sup>[7]</sup>以内幕交易为例，上市公司股份回购时常容易成为内幕交易的重灾区。<sup>[8]</sup>一方面表现为上市公司违规不按时披露股份回购计划，导致内部人与公众投资者之间形成信息差；另一方面表现为上市公司股东等内部人在实施股份回购计划期间违规减持公司股份、套现离场。<sup>[9]</sup>再如，在“对赌协议第一案”中，最高人民法院之所以最终作出并形成“与目标公司对赌无效”的裁判规则，其中一个很重要的原因是当时其认为目标公司在对赌失败后回购投资方股份或者给予投资方现金补偿，违背了风险共担、收益共享的股权投资法则，简单来说就是认为投资方作为股东获得了不对称的优先权利，违反股东平等原则。<sup>[10]</sup>

其三，在“人走股留”等公司强势回购股份的纠纷类型中，法院的裁判思路也充分体现了对股东平等原则的遵循。在早期此类公司通过章程中的“人走股留”条款强制收回离职员工股东股份的纠纷审理中，曾形成过“未经股东事前同意，公司章程不得强制收回股东权”的裁判规则。<sup>[11]</sup>这充分体现了在股份回购问题上对中小股东权利的格外关照。此后在最高人民法院发布的第96号指导性案例“宋文军诉西安市大华餐饮有限公司股东资格确认纠纷案”

---

[5] 参见周游：《新公司法条文解读与适用指引：案例·规则·文献》，法律出版社2024年版，第198页。

[6] 参见刘斌编著：《新公司法注释全书》，中国法制出版社2024年版，第583页。

[7] 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社2019年版，第116页。

[8] 参见邹星光：《股份回购型内幕交易的规制逻辑——作为内幕交易主体的发行人》，载《金融法苑》2020年总第104辑，第116—131页。

[9] 中国证券监督管理委员会（2018）37号。

[10] 参见最高人民法院（2012）民提字第11号民事判决书。

[11] 参见钱玉林：《公司章程“另有规定”检讨》，载《法学研究》2009年第2期，第71—80页。

中，尽管最高人民法院从一般性层面认可了“人走股留”型股份回购行为的效力，但还是在裁判要旨中突出强调了初始章程中规定、合理价款等裁量要素，这几个要素都是为了维护回购中的股东平等。<sup>[12]</sup>根据有的学者的观察，公司章程中的“人走股留”条款本意是在员工股东离职或者被解聘时赋予公司一方强制回购权，但是近年实践中由于部分公司经营不善，员工股东离职后主动要求公司按照公司章程中的“人走股留”条款回购其股份的情况逐渐增多，针对员工股东的此类诉请，法院一般会基于股东平等原则和保护中小股东利益的考虑，认可其诉讼请求。<sup>[13]</sup>

## （二）股份回购规则的经营战略面向

不同于利润分配、减资等分配行为，股份回购行为体现出很强的经营战略属性，这就注定了股份回购规则的经营战略面向。以利润分配为例，尽管公司何时分配、分配多少利润，也会关系到公司的扩大再生产等经营战略，但总体上来说利润分配主要还是一种相对纯粹的权益分配问题。股份回购规则则不然，尤其是上市公司被“例外允许”的股份回购情形，几乎都是为了满足公司的经营战略需要。研读 2023 年《公司法》第 162 条规定的六种股份回购情形会发现，与利润分配、减资等行为不同，此六种行为的直接目的都不是通过回购实施分配，而是在实现某种经营战略的过程中同步地达到了实施分配的效果，即分配不是目的而是实施公司经营战略造成的客观结果。时任最高人民法院庭长的张勇健博士曾对股份回购的经营战略目的作过十分详细的归纳总结，有“调节公司资本总量，优化公司资产结构”“传递利好，稳定股价”“阻击敌意并购，维系控制权”“实施股权激励，提升人力资源绩效”等多个层面。<sup>[14]</sup>以该条第（五）项规定的“将股份用于转换公司发行的可转换为股票的公司债券”为例，该项是在 2018 年《公司法》修订时针对上市公司股份回购增加的“例外允许”情形，后为 2023 年《公司法》所延续。当时之所以增加该项是因为实践中可转换公司债券是上市公司融资的重要方式，由于可转换优势，其融资成本相对较低。但是按照当时的回购政策，可转换公司债券转换为股份时公司必须发行新股，而发行新股的政策又十分严苛，这就导致可转换公司债券的融资能力长期处于被抑制的状态。而允许公司通过股份回购的方式转换公司债券，就减少了发行环节，“无疑提供了一种可转换公司债券转换的新方式”。<sup>[15]</sup>

即便是在有限责任公司治理层面，股份回购的经营战略属性也十分突出。以股份回购型对赌为例，《九民纪要》出台前绝大多数法院认定目标公司参与的回购型对赌无效，其背后的逻辑是法院把股份回购型对赌直接看作是一个纯粹的分配性问题而非经营战略问题。单纯从公司分配的视角来看，私募投资方作为股东在目标公司未实现业绩目标时却有权要求公司回购其股份，此等落井下石之举，几乎与抽逃出资无异，所以法院要对其作无效认定。但是从公司经营战略的视角来看，就会得出完全不同的结论。私募投资方之所以敢于向处在初创期、成长期以及尚未盈利的目标公司投入巨额资金，是因为目标公司通过股份回购条款为其提供了退出保障。如果没有股份回购条款，目标公司就无法或者至少不会非常顺畅地从私募

[12] 参见《最高人民法院关于发布第 18 批指导性案例的通知》（法〔2018〕164 号）。

[13] 广东省广州市中级人民法院（2018）粤 01 民终 19159 号民事判决书。

[14] 参见张勇健：《股份回购制度的完善与司法应对》，载《法律适用》2019 年第 1 期，第 64—65 页。

[15] 参见叶林：《股份有限公司回购股份的规则评析》，载《法律适用》2019 年第 1 期，第 59 页。

投资方处获得融资。因此，按照约定回购投资方股份，是目标公司的融资战略需求，从这个角度来理解的话，股份回购型对赌就变得十分具有合理性了。有限责任公司实施的离职股东强制回购股权措施也是如此；在过去很长一段时期的司法裁判实践中，很多被强制收回股份/股权的一方当事人会以该回购行为构成抽逃出资、违反《公司法》关于股份/股权回购的强制性规定为由主张回购方案无效，比如在前面提到的最高人民法院第 96 号指导性案例中，原告宋文军就曾提出过该抗辩理由。<sup>[16]</sup>但是，从公司经营战略的角度理解，对于很多公司而言，如果不对离职员工股东实施强制回购，则公司的改制战略、人才激励计划就无法得到顺利实施。基于此，最高人民法院在第 96 号指导性案例裁判要旨开篇就开宗明义地提到国有企业改革，这其实是在国企改革战略视角看待股份回购问题。

### （三）股份回购的资本规制面向

股份回购在直观上会造成公司财产流向股东的客观结果，所以发达国家公司法均将其放在公司资本流出行为的体系框架内进行规制，这就是股份回购的资本规制面向。如前文所述，世界范围内公司资本流出规制模式主要有资本维持模式和清偿能力测试模式两种，该两种规制模式对股份回购行为的资本规制路径也有所区别。

采资本维持模式的国家或地区对股份回购行为的资本规制路径主要围绕财源限制方法展开。所谓财源限制方法，通常是指由立法明确规定公司的哪些财产可以用于分配，哪些财产不得用于分配。财源限制方法的主要功能是保护公司的股本以及资本公积金不受分配侵蚀，所以它属于典型的资本维持模式规制方案。在现今全世界流行的“大分配”<sup>[17]</sup>观念背景下，世界发达国家公司法，不论其采取何种分配行为规制模式，都普遍性地认为相对于其他分配行为，股份回购与利润分配高度共通，除了减资型回购这种会直接减损公司注册资本的回购行为以外，两者应当适用相同的财源限制标准。比如，《日本公司法典》将股份回购的财源限制规则直接统一放在“盈余分配”一节，规定业务执行人应以“可分配盈余”回购股份。<sup>[18]</sup>美国《特拉华州普通公司法》第 172 条规定，公司应以“盈余”回购股份。<sup>[19]</sup>在这里需要作出说明的是，尽管美国《示范商事公司法》一直被认为是偿债能力测试模式的发端和集大成者，但是作为美国公司法州际竞争胜出者的特拉华州公司法却没有采用偿债能力测试模式，而是继续沿用资本维持模式。《欧共体第二号公司法指令》（以下简称“《二号指令》”）则是更直接地将股份回购与利润分配放在完全相同的规制框架中进行同等规制。根据《二号指令》，股份回购的前提条件必须是，公司上一财年的净资产数额大于或者等于认购资本与不得分配公积金之和，且回购之后公司仍能保持该状态；并且，即便符合上述条件，实施股份回购单次支出的总金额也不得超过上一年度公司的累积利润总额。<sup>[20]</sup>英国公司法同样是主要采用资本维持模式，只不过近年开始在封闭公司治理中折中引入偿债能力测试模式。根据英国公司法的规定，公开公司回购自己的股份仅能使用资产负债表中的可分配利润或者公

[16] 参见《最高人民法院关于发布第 18 批指导性案例的通知》（法〔2018〕164 号）。

[17] See James Hanks, *Legal Capital and the Model Business Corporation Act: An Essay for Bayless Manning*, 74 *Law & Contemp. Probs.* 211, 211 (2011).

[18] 《日本商法典》，吴建斌、刘惠明、李涛译，中国法制出版社 2006 年版，第 236 页。

[19] 《特拉华州普通公司法》，徐文彬等译，中国法制出版社 2010 年版，第 65 页。

[20] See Directive 2012/30/EU, Art. 17(1); Directive 2017/1132/EU, Art. 56(1).

开发行新股所募集到的资金。<sup>[21]</sup>

采清偿能力测试模式的国家或地区，由于早就摒弃了对资本信用、声明资本的关注，他们对股份回购行为的规制重心不再是保护公司股本和资本公积金不受侵蚀，而是确保不会因为回购而损害公司的清偿能力。在清偿能力测试模式下，既然公司分配规则的核心制度指向是保护债权人利益，资本维持模式对股本和资本公积金的关注就显得非常形式主义，债权人保护可以通过灵活的市场机制实现，<sup>[22]</sup>也可以通过担保机制、拒绝交易、用脚投票等方式降低其合约风险。<sup>[23]</sup>当然，会计实务在一定程度上也能够体现公司的真实财务情况，但会计科目上的公司财产的可变现性、流动性等问题仍有待验证，这使得相较于财务数字，清偿能力测试则更能直接地保护债权人利益。按照清偿能力测试模式的要求，董事在实施股份回购计划前应当确保回购计划的实施不会导致公司丧失对已经到期以及未来一定时期内到期债务的清偿能力，不会导致公司的资产小于负债以及剩余资产不至于“不合理的小”。清偿能力测试模式尽管一方面给予了公司极大的回购自由权，不必再像资本维持模式那样对回购采取“原则禁止，例外允许”的严管态度；另一方面直击债权人保护的做法也使得其规制效果更为直接。但是该模式过于依赖董事个人的商业判断，需要董事“与估值作斗争”，<sup>[24]</sup>具有较大程度上的不确定性；尽管全球很多国家或地区纷纷引进该模式改良自身的分配规则，但是关于清偿能力测试模式的实际判例却不怎么多见，其实际绩效还有待进一步考证。<sup>[25]</sup>

### 三、我国公司法上股份回购规则的资本规制漏洞

股份回购规则的三重面向彼此之间既相互排除又相辅相成。三重面向之间的关系可以作如下表述：公司经营战略面向是股份回购的核心制度面向，股东平等与资本规制两个面向则是股份回购的“保险丝”，是公司为实施其经营战略在回购问题上不得不面对的“约束性条件”。基于此，一套完美的股份回购规则，应当是既要确保公司的经营战略自由权尽量受到最少干预，又能够尽量避免股东平等与公司资本受到不当冲击。以此为标准反观我国公司法可知，近几年的公司法修订及相关自律性文件的出台都在不断地放松对股份回购行为的限制，最明显的表现是我国公司法正在不断突破“原则禁止，例外允许”的法政策态度，不断拓宽股份回购的事项范围。自最高人民法院第 96 号指导性案例发布后，有限责任公司股份回购不再实施事项限定，意定股份回购合法化已逐步成为裁判共识。<sup>[26]</sup>在股份有限公司层面，2005 年、2018 年以及本次修法，都在持续拓宽可回购事项的范围，如 2023 年《公司法》史无前例地针对股份有限公司增设了异议股东股份回购请求权。简而言之，在我国公司法上，股份回购规则的公司经营战略面向正在不断地凸显出来。与经营战略面向相对的股东平等面向也一直为我国公司法所重视，比如第 96 号指导性案例对股份回购定价的评判、2023 年

[21] 参见王军：《公司资本制度》，北京大学出版社 2022 年版，第 301 页。

[22] See J. Armour, *Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law?* 63 MLR 355, 360 (2000).

[23] See Enriques-Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, 86 Cornell Law Rev. 1165, 1174 (2001).

[24] See J. B. Heaton, *Solvency Tests*, 62 Business Lawyer (ABA) 983, 1003 (2007).

[25] 参见刘燕、王秋豪：《公司资本流出与债权人利益保护——法律路径与选择》，载《财经法学》2020 年第 6 期，第 11 页。

[26] 参见吴飞飞：《论“人走股留”纠纷裁判规则的适用困境与改进》，载《现代法学》2023 年第 1 期，第 132—144 页。

《公司法》对股份有限公司异议股东股份回购请求权的规定以及对上市公司公开要约回购的规定等，无不体现出对股东平等原则的贯彻和遵循。但是在资本规制面向上，我国公司法近几年修订均无所作为。股份回购规则的资本规制漏洞，不仅会危及公司资本安全和债权人保护，还会致使其经营战略面向难以进一步拓展，比如完全取消股份回购的事项限制难以真正实现。

如前文所述，不同的规制模式在资本规制层面呈现出不同的规制方案，采资本维持模式的国家或地区公司法高度依赖财源限制方法，采清偿能力测试模式的国家或地区公司法贯彻回购不得损害公司清偿能力的基本原则。但是反观我国公司法，尽管遵循的是资本维持模式，针对股份回购却没有基本的财源限制规则，也没有引入清偿能力测试的规制方案，在财源限制与清偿能力两个层面都存在规则漏洞。

### （一）股份回购规则的财源限制漏洞

在股份回购问题上，非常吊诡的现象是，虽然我国公司法奉行资本维持模式，且对股份回购长期采“原则禁止，例外允许”的限制态度，但是却唯独没有对股份回购设置财源限制条件。与之相对，我国公司法对利润分配设置了明确的财源限制标准，即“盈余分配”标准。这背后的立法考量令人捉摸不透。2005年《公司法》全面修订时，曾针对股份回购的事项情形进行了扩充，针对新增加的“将股份奖励给本公司职工”这一回购情形规定“用于收购的资金应当从公司的税后利润中支取”。这是迄今为止我国公司法针对股份回购唯一有过的一条财源限制条款，且体现出与利润分配同频规制的基本思路。遗憾的是，当时的立法者对此条给出的解释理由是：“公司为奖励职工而回购股份是公司经营计划的一部分，不应影响公司的股份构成、正常经营和资金使用。”<sup>[27]</sup>由此可见，当时的立法者完全是从公司经营战略的角度考虑设置财源限制，并未意识到股份回购的债权人利益保护层面。以至于其后很多公司从经营战略视角出发，将“税后利润”进一步扩充解释为“自有资金”“自筹资金”。<sup>[28]</sup>及至2018年《公司法》针对股份回购制度进行专门性修订的时候，却非常诡异地删除了2005年《公司法》上前述仅有的一条财源限制条款，使股份回购规则成为公司分配规则中的“政策洼地”。笔者认为，2018年修法时删除财源限制条款的做法，其初衷大概率是为了进一步减少对股份回购行为的干预，以赋予公司回购自由权，但是其努力的方向出现了偏差，把制度“保险丝”给直接剪掉了。笔者揣测，当时立法者的深层考虑可能如下：现代公司信用已经由资本信用发展到资产信用，回购的财源限制无非是要保护公司的股本、资本公积金不受回购侵蚀，进而维持资本信用。但是在2013年对公司注册资本实行全面认缴制改革后，公司的注册资本可以很低，一元公司也不乏其例，在此种情况下再在股份回购问题上固守股本保护思维，实际意义不大，理论界很多学者其实也持该观点。但是不得不说，该观点至少是有失偏颇的。尽管对注册资本实行全面认缴制改革后，允许设立一元公司等低注册资本公司，但是仍有大量的公司是根据其实际经营需要设定、投入注册资本，这些公司的注册资本数额

[27] 参见全国人民代表大会常务委员会法制工作委员会：《中华人民共和国公司法释义》，法律出版社2005年版，第204页。

[28] 参见张保华：《债权人保护：股份回购资金来源限制的法律漏洞及其填补》，载《证券市场导报》2020年第5期，第65页。



对债权人是有信号功能的，债权人对这些公司注册资本数额产生的信赖也具有合理性。所以，只要我国公司法没有完全废除注册资本，财源限制规则就不可或缺。

或许是因为缺少财源限制规则，在过去很长时期的司法裁判实践中，法院对股份回购的态度非常谨慎、保守。最直接的体现就是目标公司参与的股权回购型对赌无效裁判规则。在法院看来，目标公司回购投资方股权，可能会侵蚀到股本，违反资本维持原则；当然也可能因为目标公司财力雄厚而侵蚀不到股本，但是鉴于《公司法》并未针对股份回购规则设定股本保护的财源限制标准，加之，此前发端于美国《示范商事公司法》的“大分配”观念尚未在我国公司法理论界和实务界流行，裁判者尚未认识到股份回购与利润分配在底层逻辑上的共通性，也未意识到可以类推适用利润分配规则的财源限制标准，以填补股份回购规则的财源限制漏洞。法院也就无意去审查判断具体的回购行为是否会侵蚀股本，直接认定此类回购行为无效，司法审查成本更低。后来，公司法理论界开始不断反思“与目标公司对赌无效”裁判规则，主流观点认为该裁判规则对资本维持原则的理解过于僵化，会扼杀公司进行金融创新交易的空间。<sup>[29]</sup>确实，该裁判规则给私募创投市场带来了很大的负面影响，该裁判规则形成后，大量私募投资方纷纷与目标公司解除对赌协议，而与目标公司创始股东订立对赌协议。与目标公司股东对赌的行业风潮实际上在某种程度上直接改变了有限责任制度，导致目标公司股东作为创业者承担了无限责任，以至于很多创业者开始对对赌协议闻之色变，这显然不利于鼓励投资创业。经过七年的理论争鸣，2019年江苏省高级人民法院再审审理“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”（以下简称“华工案”）推翻了一审、二审判决，<sup>[30]</sup>认为《公司法》并未禁止有限责任公司回购本公司股份，案涉回购协议具备可履行性，扬州锻压机床股份有限公司通过法定减资程序回购股份，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，并基于此认定案涉对赌协议有效且具备可履行性。<sup>[31]</sup>

“华工案”判决作出后引起强烈反响，该案也成为股份回购型对赌裁判规则的重要转折。其后不久，最高人民法院发布《九民纪要》，其第5条旗帜鲜明地提出目标公司参与对赌、回购投资方股权本身并不违反法律、行政法规的强制性规定，目标公司履行减资程序后，可以履行回购义务。<sup>[32]</sup>自此，最高人民法院基于股份回购的公司经营战略面向考虑认可了股份回购型对赌的法律效力，但是基于对股份回购规则财源限制漏洞的顾虑，起草者将股份回购与减资程序强行挂钩，然后借助于减资程序，把债权人加入到股份回购程序中，以此来确保债权人的利益不受到回购行为的损害。这种规则设计方案，在实践上会给目标公司带来很大困境，进而可能导致股份回购计划落空。因为，在对赌纠纷中，通常一旦发展到投资方要求公司目标回购其股份的境地，普遍是对赌目标没有实现，此时目标公司往往已经“山穷水尽”；

---

[29] 参见潘林：《“对赌协议第一案”的法律经济学分析》，载《法制与社会发展》2014年第4期，第171—181页；刘燕：《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于PE/VC与公司对赌场景的分析》，载《法学研究》2020年第2期，第128—148页。

[30] 参见江苏省扬州市邗江区人民法院（2016）苏1003民初9455号民事判决书；江苏省扬州市中级人民法院（2017）苏10民终2380号民事判决书。

[31] 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再62号民事判决书。

[32] 最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社2019年版，第113页。

而根据该规定，目标公司不仅要向投资方支付巨额回购款还要根据债权人的要求提前清偿债务或者提供相应担保，这极有可能直接导致目标公司走向破产，无力翻盘。

## （二）股份回购规则的清偿能力漏洞

我国公司法上的股份回购规则，既没有严格按照资本维持模式的路径设置财源限制条件，也没有吸纳清偿能力测试模式的方法设置清偿能力要求，在资本维持与清偿能力两个方面存在双重法律漏洞。其背后的规制逻辑是，通过明确限制回购事项的范围，把股份回购限定在一个非常狭小的空间内；回购事项少，在理论上确实会降低损害公司资产、影响公司清偿能力的风险。但是这种事项限制逻辑，本质上还是“禁令型规制思维”的体现，是“堵而不疏”，既没有抓住股份回购行为规制的核心，也没有考虑到回购的经营战略价值。2023年《公司法》的这次修订，极大地扩充了股份回购的事项范围，加之有限责任公司意定回购的合法化，都意味着公司法对股份回购的事项限制越来越少，事项限制法的作用空间日渐狭窄。但是与扩充股份回购的允许范围相比照来说，2023年《公司法》仍旧没有将不损害偿债能力作为股份回购的限制性条件，导致我国公司法的股份回购规则出现清偿能力漏洞。

股份回购规则的清偿能力漏洞，在有限责任公司和股份有限公司层面均有其体现。在有限责任公司层面，过去很多公司因为国企改革、股权激励等原因纷纷在公司章程中规定了“人走股留”条款，促使员工股东尽职尽责工作，不能躺在出资上享受公司的发展成果。这些“人走股留”条款曾一度为维系有限责任公司人合性、提升公司治理效能发挥了十分积极的促进作用。但是近年来，由于受全球经济形势的影响，很多公司的经营情况并不容乐观，公司在减压裁员的时候，被裁掉的员工股东纷纷要求公司按照公司章程中的“人走股留”条款规定的条件回购其所持公司股份，给公司造成极大的财务压力。此类案件被起诉到法院后，公司一方往往会以公司资金紧张、履行回购义务会导致丧失偿债能力为由提出抗辩，但是针对公司的此种抗辩理由，法院一般不予采信，而是基于保护弱者权利的倾斜性思维考虑判令公司一方根据公司章程的规定履行回购义务。如在“广州市红日燃具有限公司、杨富钢请求公司收购股份纠纷案”中，法院认为：“公司既已通过公司章程确立了‘人走股留’的职工持股制度，则应当预见到职工离职退股可能影响公司资产缩减的不利后果。在公司章程确立的该项原则未变更的情况下，公司自应履行其回购义务并对符合退股条件的离职股东给予合理补偿。”<sup>[33]</sup>在此类案件中，由于《公司法》针对股份回购并未设置清偿能力限制，法院基于个案裁判的思维所限，很容易忽视掉回购计划实施对公司偿债能力所造成的负面影响，导致出现股东优先于债权人提前退场的局面。

在股份有限公司尤其是上市公司层面，2019年上海证券交易所、深圳证券交易所先后发布了《上海证券交易所上市公司回购股份实施细则》和《深圳证券交易所上市公司回购股份实施细则》（对于这两个回购股份实施细则以下简称“《回购细则》”），《回购细则》明确规定：“上市公司董事会应当充分关注公司的资金状况、债务履行能力和持续经营能力，审慎制定、实施回购股份方案，回购规模和回购资金等应当与公司的实际财务状况相匹配。”

---

[33] 参见广东省广州市中级人民法院（2018）粤01民终19159号民事判决书。

[34]这意味着《回购细则》将债务清偿能力和持续经营能力作为股份回购的实体要件。同时，《回购细则》对股份回购的资金来源作出了明确规定，可以用于回购的资金包括：“自有资金；发行优先股、债券募集的资金；发行普通股取得的超募资金、募投项目节余资金和已依法变更为永久补充流动资金的募集资金；金融机构借款；其他合法资金”。<sup>[35]</sup>从股份回购资金来源的规定看，《回购细则》完全放弃了资本维持模式的股本保护标准，上市公司可以动用股本实施回购。把两处规定结合在一起看可知，《回购细则》放弃了资本维持模式，直接转入了清偿能力测试模式，其改革步伐要比2023年《公司法》超前很多。然而，尽管从形式上看《回购细则》在致力于填补我国公司法上股份回购规则的清偿能力漏洞，但是这种填补到底在多大程度上可以奏效，令人疑虑。根据中国政法大学王军教授的观察发现，对于股份回购是否会损害上市公司的债务清偿能力，有的上市公司直接在回购预案和报告中作出无任何财务资料支撑的“断语式声明”；有的上市公司仅公布回购资金占公司总资产、净资产和流动资产的比重，以此来证明回购不会损害公司债务清偿能力。但是绝大多数上市公司在回购预案和报告中均未公布公司目前的负债情况以及回购计划实施期间以及实施后的一定时期内公司究竟有多少债务需要完成清偿。<sup>[36]</sup>也就是说，目前大多数上市公司的股份回购预案和报告披露的信息，根本不足以支撑公众投资者和债权人判断股份回购究竟是否会损害公司的债务清偿能力。不仅如此，上市公司股份回购计划中的债务清偿能力承诺究竟是不是回购计划的必备内容，承诺的主体是公司还是董事，上市公司违反债务清偿能力承诺实施回购的责任究竟由谁承担又应该承担哪些责任等诸多问题，《回购细则》都没有给出确定答案。从这一点上理解，《回购细则》中的清偿能力要件其实更像是一种倡导性规则，而缺乏明确的法律拘束力。2023年中国证监会发布《上市公司股份回购规则》（以下简称“《回购规则》”），《回购规则》并未提及债务清偿能力问题，只在第23条关于股份回购方案的内容部分要求回购方案须包含“管理层对本次回购股份对公司经营、财务及未来发展影响的分析”，<sup>[37]</sup>该项内容中的“财务及未来发展的影响”的表述似乎既包含又有意回避债务清偿能力，而且《回购规则》的法律责任部分也没有涉及到损害公司债务清偿能力的责任承担问题。从近年证监会、证券交易所关于上市公司股份回购的政策文件来看，一系列规则出台的目的主要是鼓励上市公司积极实施股份回购，维护市值、稳定股价，以及防止利用股份回购从事内幕交易和违规减持，而至于股份回购的资本规制面向，这一系列政策文件着墨不多，股份回购规则的清偿能力漏洞并未被有效填补。

#### 四、股份回购资本规制路径的展开

对于股份回购的规则设计要考量的因素既包含以上三重面向，也要兼顾不同的回购情形，更要区分有限责任公司、非上市的股份有限公司以及上市公司，这些要素矩阵共同作用于规则的形成以及实施有效性。如前所述，当前的规则演化中存在着固守既有资本规制而不断突破股份回购情形的特征，而这些情形的增加或是出于股东平等的考量，或是出于经营战略的

[34] 参见《上海证券交易所上市公司回购股份实施细则》第5条。

[35] 参见《上海证券交易所上市公司回购股份实施细则》第14条。

[36] 参见王军：《公司资本制度》，北京大学出版社2022年版，第492—493页。

[37] 中国证券监督管理委员会：《上市公司股份回购规则》（〔2023〕63号）。

考量，但其共同点是，均未考虑到对资本规制的影响。鉴于这一制度缺漏，股份回购规则的完善应从资本规制方面展开。

### （一）股份回购规则财源限制标准的局部性确立

尽管在 2023 年《公司法》全面修订的过程中，有关全面、折中引入清偿能力测试模式的观点十分富有学术影响力，但是 2023 年《公司法》显然仍旧贯彻了资本维持模式。在资本维持模式下，基于法律的平等规制思维，对股份回购仿照利润分配的要求确立明确的财源限制标准十分具有必要性。从一般层面而言，股份回购的财源限制标准，可以贯彻利润分配规则的“盈余标准”，即原则上公司只能使用税后盈余回购股份，但是减资型回购除外。从前文分析可知，上海证券交易所和深圳证券交易所各自发布的《回购细则》对回购资金来源的规定中均没有固守股本保护标准，原则上上市公司可以使用任何合法的资金回购股份。

《回购细则》之所以对上市公司回购股份没有划定财源限制线，是否单纯是因为引入了清偿能力测试模式作为替代性规则，还是有其他考虑因素呢？回答这个问题，就涉及到我们的财源限制标准究竟是统一适用于各类公司，还是区分不同类型的公司实施差异化设定。

首先，对于有限责任公司和非上市股份有限公司应当确立股份回购的“盈余标准”，即这两类公司原则上仅能使用经营盈余回购股份，不得动用股本和资本公积金，具体理由如下：第一，2023 年《公司法》规定了注册资本五年认缴制，取消了过去的全额认缴制，意味着资本信用在 2023 年《公司法》上的回归与重塑，回归资本信用，回购就不能触及股本。尽管从公司法理论上讲，在过去的很多年时间里，“‘资本信用说’及其制度体现持续受到质疑而式微，‘资产信用说’则相应兴盛并渐次取得主导地位”。<sup>[38]</sup>但实际上，公司法理论界呼吁资产信用这么多年，我国公司法至今尚未建立起一套资产信用规则体系，所谓的资产信用在外部债权人看来始终是缺少洞悉媒介的，资产信用最终大概率体现为合同路径、担保责任，在公司法框架内作为甚少。资本信用则不然，尽管公司法理论界对其批评很多，<sup>[39]</sup>尤其是取消最低注册资本限额后，资本信用几乎可以直接与落后的公司法理念划等号。但是，资本信用对于债权人而言，是可以直接观察的信用模式，尽管实践中很多公司的注册资本额具有随意性，但是大多数公司的注册资本数额与其经营规模是大致相匹配的，而且随着五年认缴制的推行，其匹配度会越来越高，这意味着资本信用的信号功能会逐渐得到强化。既然注册资本的信号功能、信用价值被 2023 年《公司法》重新发掘，那债权人对注册资本的合理信赖就应该得到立法的保护，而股份回购不得使用股本和资本公积金，就是对资本信用的直接贯彻。第二，有限责任公司、非上市的股份有限公司都属于封闭公司，现有实定法对封闭公司的信息披露要求比较低，对于债权人而言，这两类公司的内部治理犹如“黑箱”，债权人通常无从知悉。基于此，设定财源限制标准，可以尽可能提升对公司资产的保护水平，降低债权人利益被回购侵害的几率。

其次，上市公司是否要设定股份回购的财源限制？对此，本文比较认同《回购细则》的做法，即取消上市公司回购的股本保护要求，放松回购财源资金管制。具体理由如下：第一，

[38] 参见陈甦：《资本信用与资产信用的学说分析与规范分野》，载《环球法律评论》2015 年第 1 期，第 41 页。

[39] 参见赵旭东：《从资本信用到资产信用》，载《法学研究》2003 年第 5 期，第 109—123 页。

上市公司有着十分严苛的上市条件，在上市审核的过程中公司的股本已经得到了十分严苛的保护。而且上市公司要遵循十分严苛的信息披露规则，一举一动在公众投资者和监管者的监督之下。因此，基于尽量提升上市公司股份回购自由度的初衷考虑，没有必要再设定严苛的回购财源限制标准。第二，相对于有限责任公司、非上市股份有限公司，上市公司股份回购的经营战略属性更加突出，而且股份回购的时机选择也非常重要，这意味着上市公司回购股份有时候要当机立断，讲究效率。如果设定严格的财源限制标准，可能会在特定时机到来时因为无法满足财源限制标准而导致回购计划落空。所谓的财源限制规则，其根本目的也是为了保护公司债权人利益，而如果公司基于市值维护等目的回购股份可以提振市场信心，使公司经营脱离困境，对于债权人而言无疑也是十分有益的，此时固守财源限制标准显然不如取消该限制对公司更为有利。第三，上市公司股份回购本身已经受到了很多限制，明确允许的回购事项范围十分狭窄，如果引入清偿能力测试要件可以发挥债权人利益保护功能，就没有必要再设定财源限制标准。

综上，本文认为，可以局部性地只针对有限责任公司和非上市股份有限公司规定财源限制标准，上市公司暂不设定该标准。

## （二）有限引入清偿能力测试标准

财源限制标准对债权人利益的保护具有间接性，其重心是贯彻资本信用，保护公司的声明资本不因股份回购而受到侵蚀。我们甚至可以这么理解，财源限制标准是面向未来的债权人，旨在告诉未来的债权人，公司的注册资本数额是真实可信的，可以放心与公司签订合同、进行交易。但是财源限制标准无法直接满足当下债权人的需求，因为股本不受侵蚀并不直接等于公司具有债务清偿能力，二者有时甚至差之千里。因此，基于保护公司回购股份当时以及将来较短的一定时期内到期债权人的债权利益考虑，还需要引入清偿能力测试标准。至于清偿能力测试标准的三个子标准是否要一并全部引入的问题，本文认为不宜一并全部引入。因为，2023年《公司法》采资本维持模式，在此基础上如果再全部引入清偿能力测试模式的三个子标准，会导致我国的公司分配制度变得极其繁琐，与规制宽松化改革的理念初衷不符合。另外，清偿能力测试标准的具体子规则与资本维持模式的具体规则之间存在交叉重叠的地方，全部引入会导致规则之间叠床架屋，带来法律适用难题。对于究竟如何具体引入，分析如下：

首先，在有限责任公司和非上市股份有限公司的股份回购规则中，应引入衡平测试标准和资本充足率测试标准。衡平测试标准是清偿能力测试模式的核心和基础，因其是对公司实际偿付能力的直接关注，又被称为现金流测试和到期支付能力测试。<sup>[40]</sup>衡平测试标准的引入意味着，有限责任公司和非上市股份有限公司在实施股份回购计划前，要对公司的债务清偿能力进行检测，确保股份回购计划的实施不会导致公司不能清偿已经到期和即将到期的债务。可以说，引入衡平测试标准就抓住了债务清偿能力要件的“钥匙”。在衡平测试标准之外，针对有限责任公司和非上市股份有限公司还要引入资本充足率测试标准。该标准要求公

---

[40] See Christopher I Haynes, *The Solvency Test: A New Era in Directorial Responsibility*, 2 Auckland University Law Review 28 (1996).

司在向股东实施分配后，不会导致公司的剩余财产“不合理的小”。<sup>[41]</sup>所谓“不合理的小”，有学者认为是与公司的日常经营维系所需资金相比留存数额过小，关注的是公司的持续运营能力。<sup>[42]</sup>但是，笔者并不认同该观点，尽管资本充足率测试标准不是美国《示范商事公司法》的成文法规则，但是结合清偿能力测试模式的整体制度指向来看，其关注的目标点始终是债权人保护而非其他。因此，“不合理的小”应是指就公司将来拟进行的交易而言，公司留存资金与该交易的风险相比不合理地过于小。如有学者指出的该子标准的核心意思是“如果债务人已经从事或即将从事一项业务或交易，而债务人为此保有的资本与该业务或交易相比‘不合理的小将构成欺诈交易’”。<sup>[43]</sup>笔者之所以主张引入资本充足率测试标准，是因为该标准与我国公司法人格否认制度适用情形中的“资本显著不足”情形高度相似。2019年《九民纪要》将“资本显著不足”规定下来作为适用公司法人格否认制度的重要情形之一。但是在司法裁判实践中，法院很少单独以“资本显著不足”为由否认公司法人格，而是将其与人格混同、过度控制等其他事由混合在一起适用。<sup>[44]</sup>法院不愿意单独适用“资本显著不足”事由背后的原因是，人格否认的责任后果过重，恐因此而给股东带来巨大的风险。而且，“资本显著不足”与“以小博大”<sup>[45]</sup>的正常商业经营在很多时候并不那么容易区分：“资本显著不足”中的“资本”究竟是指公司的注册资本、实缴资本还是公司资产不无争议。笔者认为，与其将“资本显著不足”这一认定难度较大的情形作为公司法人格否认事由，还不如直接将其作为违法分配事由，一方面可以减轻法院的司法认定难度；另一方面违法分配的责任强度也要比法人格否认的责任强度低一些，这样似乎更为妥当，即取消作为公司法人格否认中的“资本显著不足”情形，引入资本充足率测试标准作为其替代性方案，并将其放在违法回购股份、违法分配的框架下适用。

笔者认为，资产负债表测试标准完全不必引入。因为如前文所述，笔者主张按照资本维持模式的要求，对股份回购参照利润分配规则设定明确的财源限制标准，而所谓的财源限制标准其实就属于资产负债表模式；在已经有财源限制标准的前提下，就没有必要再引入资产负债表测试标准，二者之间的功能完全可以相互替代。此外，资产负债表测试标准比较适合于传统行业领域公司回购行为的规制，在适用于新型公司、科技型公司、互联网公司等企业类型时则会极大限制公司的回购经营战略——这些公司的资产情况通常并不太好，但是发展前景广阔、经营模式占优势、融资能力强。如果按照资产负债表测试标准，这些公司很难通过测试实施回购，这就会对其经营战略造成不当的限制。

其次，在上市公司的股份回购规则中只需引入衡平测试标准。目前上海证券交易所、深

---

[41] See Lee B. Shepard, *Beyond Moody: A Re-Examination of Unreasonably Small Capita*, 57 *Hastings Law Journal* 892 (2006).

[42] See Irina Fox, *Minimizing the Risk of Fraudulent Transfer Avoidance: A Good-Faith Solvency Opinion as the Shield to Protect a Leveraged Transaction*, 91 *Am. Bankr. L.J.* 764-767 (2017).

[43] 赵树文：《清偿能力测试标准主导公司资本分配规则的解析》，载《北京理工大学学报（社会科学版）》2022年第5期，第89页。

[44] 参见陈群峰：《“资本显著不足”情形下公司法人格否认制度完善研究》，载《法学杂志》2020年第11期，第102—110页。

[45] 最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社2019年版，第155页。

圳证券交易所两大交易所的《回购细则》均要求上市公司对本公司股份的回购不得损害公司的债务履行能力，而衡平测试标准直击债务履行能力，所以引入衡平测试标准理所应当。需要格外注意的是，《回购细则》中规定上市公司可以使用金融机构借款实施回购计划，这似乎与清偿能力测试的要求相左。一方面要求上市公司回购不得影响其债务清偿，另一方面又允许其借款实施回购，看似十分矛盾。对此，笔者认为比较合理的解释是，为上市公司提供回购资金借款的债权人，其债权在回购实施时远未到期，所以不必纳入回购时的衡平测试之中；而且，提供借款的金融机构通常也会通过担保等合同机制保障自身的债权利益，所以这并不矛盾。

笔者认为，我国不宜引入资本充足率测试标准和资产负债表测试标准。资本充足率测试之所以不宜引入，是因为其可以作为公司法人格否认规则中“资本显著不足”事由的替代性规则适用，以降低股东的责任风险；而在上市公司治理中，基本不会适用法人格否认制度，也就没有替代的必要性。《回购细则》中要求上市公司回购股份要关注公司的持续经营能力，是否可以视为是引入了资本充足率测试标准呢？笔者认为不是，将该要求解释为倡导性规则比较适合。目前 2023 年《公司法》关于上市公司股份回购规定的几种情形均具有很强的经营战略属性。基于经营战略考虑的股份回购很多时候需要具备“冒险精神”，特定情形下为抓住机遇“勒紧裤腰带”搞回购也属于正常，因此法律无必要在债务清偿要求之外再施加持续运营的强制性要求。并且，公司留存多少资金可以满足其维系日常运营，也是一个商业判断问题，属于“地方性知识”，对此立法者、监管者和裁判者很难作出判定。至于资产负债表测试标准为何也不适合引入，理由如下：《回购细则》等政策文件对上市公司回购股份的比例已经有明确的要求，如上海证券交易所《回购细则》第 13 条明确规定：“上市公司因本细则第二条第一款第（二）项、第（三）项、第（四）项规定的情形回购股份的，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%，并应当在发布回购结果暨股份变动公告后 3 年内转让或者注销。”在股份比例之外再增设资产负债率的要求，会过多地限制回购计划的实施。此外，规范上市公司治理的诸多规范性文件、自律性规则都对上市公司的资产负债率有所要求，没有必要再额外针对股份回购设定一个资产负债率的要求。

### （三）股份回购的权责机制

股份回购的资本规制与权责机制是不可分割的两个部分，没有权责机制，则资本规制最终无法落地，美国的偿债能力测试模式之所以有其种种优势，与其明确的权责机制有密不可分的关系。

首先，有限责任公司和股份有限公司回购异议股东股份由董事会决定，董事承担违法回购的补充责任。2023 年《公司法》第 89 条和第 161 条分别对有限责任公司和股份有限公司异议股东股份回购请求权作了规定，但是没有规定决定回购的决策机关。笔者认为，异议股东回购请求权有十分严苛的法定条件，作出回购决策的机关并无太大自主决定空间，更大程度上是在执行公司法的强制性规定。对此，可以对比 2023 年《公司法》上的催缴失权制度，催缴失权的条件有明确的立法规定，机关决策具有很强的“执法属性”，自主决策空间很小，所以 2023 年《公司法》将其赋予了董事会行使。基于此，笔者认为异议股东股份回购请求

权的决策权应当授予给董事会。鉴于此种情况下，董事的自主决策空间不大，所以若发生违法回购的情形，除非董事刻意实施，否则仅承担补充性责任。

其次，有限责任公司和非上市股份有限公司的意定股权/股份回购由股东会作出决策。目前在这两类公司中，股权集中度比较高，公司所有权与经营权两权集中，董事会在此两类公司中的独立性不高，呈现出更强的委托代理属性，而股权/股份回购又关系到公司资产的流出和股东的权益问题，所以适合由股东会作出决策。至于此两类公司是否需要单独作出偿债能力声明，笔者认为没有必要性。可以直接将不损害偿债能力作为决定股份回购的实体要件，不需要额外设置偿债能力声明程序。董事在该种情况下不享有决策权，所以不承担主要责任。但是，如果董事在进行偿债能力测试等过程中存在过错的，则董事也要承担补充赔偿责任。

最后，2023年《公司法》对上市公司股份回购的决策权配置实行了双层配置模式。具体而言，公司减资、与持有本公司股份的其他公司合并两种情形由股东会决议；公司实施员工持股与股权激励、用于转换可转换公司债券、市值维护三种情形下可以按照公司章程规定或者经股东会授权，经2/3以上董事出席的董事会作出决议。笔者认为，目前的决策权安排比较科学，减资与合并都属于处置公司的剩余索取权和剩余控制权，这些权利是专属于股东的剩余权利，由股东会决策为宜。股权激励、转换可转换公司债券、市值维护三个事项属于商业判断问题，董事会是专业的商业判断机关，授权给董事会行使比较科学。美中不足的是，针对此三项事由，董事会的决策权并非是独立意义上的决策权，至多只能算是“授权决策权”。<sup>[46]</sup>此外，笔者认为上市公司股份回购，无论是哪种回购事由、由哪个机关作出最终决策，都应当首先由董事会进行偿债能力测试并作出偿债能力声明。董事在进行偿债能力测试和声明的过程中，未尽到忠实义务、勤勉义务的要根据过错程度承担违法回购的法律责任。总体上而言，即便在上市公司股份回购中，董事的角色担当要比在有限责任公司和非上市股份有限公司中突出很多，但是笔者认为董事责任还应当定位为补充责任。一方面是因为我国绝大多数上市公司治理模式仍旧是股东会中心主义，董事的权限空间很小，基于权责匹配原则，不宜对董事科以过重的责任；另一个方面，上市公司违法回购股份，一旦要承担赔偿责任，责任金额可能会很大，董事作为自然人，从可操作性层面来看也很难承担主要责任。

## 五、结语

股份回购的规则设计至少体现出三方面的制度考量：股东平等、经营战略和资本规制。遗憾的是，从2018年《公司法》到2023年《公司法》，立法始终聚焦前两个面向，对诸如财源限制之类的资本规制关注甚少。缺乏财源限制和清偿能力考量的股份回购规则不仅可能同资本维持模式产生龃龉，还可能诱发清偿能力危机，影响债权人利益。因此，股份回购规则的改进应当从资本规制角度展开：其一，鉴于股份有限公司尤其是上市公司资本规制较多，一应规则足敷使用，因此应当考虑在有限责任公司中设置财源限制；其二，应当有限引入偿债能力测试，以衡平测试标准衡量股份回购中的偿债能力；其三，进一步夯实股份回购中的

---

[46] 吴飞飞：《资本维持原则的当下意蕴及其对偿债能力测试的借鉴》，载《政法论坛》2023年第4期，第157页。



权责机制。

股份回购规则在公司分配规则中属于十分特殊的一类规则，其特殊性有多种体现。结合本题来看，其最令人产生兴趣的特殊性体现在，司法规则与监管规则纷纷走在了立法前面，而立法并未借助修法契机作出制度跟进。更为吊诡的是，立法也没有否定司法规则与监管规则。笔者揣测，或许是因为股份回购问题具有很强的经营战略、商业判断属性，立法要“摸着石头过河”，让司法规则与监管规则通过不断的“制度试错”找到最合适的规制方案，最终再由立法规则予以吸收、确认。在此，我们不免期待即将出台的公司法司法解释能对股权/股份回购的资本规制漏洞作系统性填补。

## **Capital Regulation of Share Repurchase under the Background of the New Company Law**

Wang Yuying

**Abstract:** The share repurchase rules in the new Company Law basically inherit the provisions of the old law in terms of main content and regulatory logic, except for adding the right of dissenting shareholders to request share repurchase in limited liability companies, and have not been adjusted. Under the concept of "big distribution", the share repurchase rule has three intertwined issues: shareholder equality, business management strategy, and capital regulation. The new Company Law only focuses on the first two aspects of share repurchase, neglecting the capital regulation aspect, resulting in loopholes in the capital regulation of share repurchase rules. The development of the capital regulation path for share repurchase rules requires firstly on the basis of distinguishing the locality of company types, establishing different financial constraints standards; Secondly, based on distinguishing the types of companies, it is necessary to introduce a differentiated solvency testing model, using solvency requirements as the physical conditions for share repurchases; Once again, it is necessary to clarify the decision-making power allocation plan for share repurchases and clarify the supplementary compensation responsibilities of directors in cases of illegal repurchases.

**Keywords:** stock repurchase; capital regulation; solvency test; betting agreement; capital maintenance

（责任编辑：黄 帅）