

上市公司回购自己股份，关系到公司的资本结构和资本总量，而且会影响投资人的投资判断，因此，在公司回购自己股份并持有库藏股的过程中，应该注意股份回购与股东间机会平等，以及如何维持证券交易公正的问题。

库藏股制度与证券交易秩序

厦门大学法学院 万勇

导言

我国现行《公司法》与《证券法》都没有库藏股的规定，我国法律原则上对公司是否可以持有库藏股持否定态度。根据我国《公司法》第149条规定，公司不能回购本公司股票，但为减少公司资本而注销股份或与持有本公司股份的其他公司合并除外；另外，公司不能接受本公司的股票作为债权的标的。在公司按规定回购本公司的股份后，必须在10日内注销该部分股份。笔者认为，我国应该在例外情况下允许公司持有库藏股，通过相关制度的精心设计，把负面作用限制在利大于弊的范围内。

库藏股存在的必要性

所谓库藏股，是指公司在发行股份后再为公司本身取得并且不予销除的本公司股票。¹在早期阶段，各国公司法对公司持有自己股份几乎都持否定态度。1870年德国商法第215条明文规定了“股份有限公司不得取得自己股份”，并且在草案中列举了五个方面禁止理由，即(1)买入公司自有股份，与股份有限公司的本质相矛盾，

因为股份是公司各成员所拥有权利的象征，公司应有别于各股东的独立人格，它不能成为自己的股东；(2)在实际生活中，公司所买入的自有股份由董事管理时，容易导致不正当行为的产生；(3)公积金因自有股份而无法积累；(4)当买入未缴足股款的公司自有股份时，实际上免除了未缴清的股款，而这在经济上同退还股东股款产生的结果并无两样；(5)当以不属公司纯利润的资产购买上述股份尤其如此。²另外，有些学者认为股份如可由

公司自行收回或收买，则股票的价格可能会被公司操控，足以扰乱证券市场，有助于投机，会影响社会投资安全；公司如可任意收回股份，则在发生亏损情况下，公司负责人或可徇私优先收买特定股东的股份，难免违反股东平等原则。³但这些禁止公司持有自己股份的理由并非绝对，尽管允许公司持有自己股份有一定负面作用，但完全可以通过制度设计使其消除或减少。比如规定只有在公司有盈余时且只能在盈余范围内回购股份，这实



我国法律目前原则上对上市公司是否可持有库藏股持否定态度。

徐汇 摄

实际上是一种变向支付股利的方法,并且规定只能通过证券交易所公开回购股票,以免除股东不平等之虞;另外对回购股份比例予以严格限制,并且在库藏股没有转移之前不享有股东的权利,这样可以防止经营权争夺的危险;对股份回购由股东大会多数决定,董事只能在决议范围内随时回购但不能向特定股东回购且只能采取从证券交易所公开买进的方式进行,这样可以防止董事不正当行为等等,这在本文后面将详细论述。

在国外,对于公司是否可以持有库藏股并不完全持否定态度,在美国,对于公司取得自己股份,原则上自由,对取得事由未加以限制,但就取得后的处理方式,则可分为特拉华州制和加州制。前者允许库藏股,可自由持有或处分;后者,取得自己股份应当消灭,美国模范公司法采用后者的立法。在欧洲,对公司持有自己股份,采用原则禁止,例外允许的政策。⁴但必须说明的是,美国加州法所谓的消灭,并非仅指事实上的消灭,它更主要指法律上的转移,这与我国《公司法》中的注销有所不同。日本以前对公司持有自己股份一直持否定态度,但在1994年4月通过公布“修正商法及有限公司法之一部分法律”,放宽了公司取得自己股份的事由,增订公司可以为员工持股的目的等原因,取得自己股份;同时又为防止放宽公司取得自己股份衍生内幕交易及操纵股价的弊端,日本证券交易法也进行了相应的修正。⁵我国台湾也于1997年10月通过了库藏股草案。我国法律尽管具有大陆法与英美法相结合的特色,但更趋向于大陆法,笔者认

为应该仿效大陆法系国家,允许公司持有适当库藏股,但同时可以借鉴英美法的有关制度。

目前我国之所以应该允许库藏股的存在,主要基于如下理由:

一、为职工持股所需

职工持股的目的在于激励和监督。现代社会是人才竞争的社会,如何留住人才是企业存亡兴衰的关键,为配合高科技产业发展以及为培植优秀的技术人才和管理人才,以及为激励职工对公司所产生向心力,应当允许公司依法回购自己部分股份分配给职工以作为奖励。因为职工只有拥有公司股份,才可能对公司事务如同对自己事务一样关注。而且,在现代公司制,尤其是上市公司中,股东大会的存在已形如虚设,但在立法上尚不能找出可以取而代之的机关,如何确保对由薪金阶层组成的高级管理人的有效监督,已成为立法上的一大课题。⁶尽管职工持股还不能完全取代股东会的作用,但赋予职工一定股份,有利于一定范围内实行监督,从而在一定程度上缓解现行公司机制的不足。

二、为配合实施可转换债券等金融产品转换所需

我国公司实行的是资本确定原则,公司资本一次筹足,不允许分期筹集,而且资本不得随意变动,如需变动,必须经注册机关批准,这样就为可转换债制度设立了一道屏障,使得可转换债券的转换在现有公司理论体系下难以有效操作。由于可转换债券的转换具有不确定性,因此公司不可能事先向注册机关申请增加资本,若可转换债券持有人申请转换,公司

又没有现成股份,而只能向有关机关申请发行新股,这往往费时费财;而股市往往瞬息万变,一旦公司获准发行新股股市可能又处于低迷状态,债券持有人往往又不愿再转换。由于这种转换时间较长不受投资人所喜,从而导致流通率低,间接促使债券市场低落,而且倘若批准机关不予批准,转换也就不可能,这样就增大了投资人的风险。但如果允许公司回购自己的股份以供转换之用,这种理论上和实践上的难题就迎刃而解了。当然,这只能在一定限额内进行,超过一定限额,则对公司资产和财务结构产生一定影响,而且一旦有未转换的股份应当依法立即转让。

三、为稳定股价所需

由于股价高低是衡量公司价值的主要手段,因此对于股价浮动公司一般不予介入,但在证券交易市场受非经济因素影响时,为避免公司因其财务或债务以外因素对公司的信用及股票权益有重大影响,应当允许公司适当买回自己的股票以稳定股价。当然,为稳定股价而回购自己股份必须由股价非经济因素下跌导致公司的有覆灭的可能性时才能实施,如果不是“市场失灵”(market failure)而只是公司业绩下滑或市场自然反应时,不应回购自己股票以持有库藏股来调节股价。由于为稳定股价而回购股份持有库藏股往往具有很大的不确定性,因此在制度设计中应该严格限制,以防止负面效应扩大。

库藏股制度与证券交易

秩序的冲突与平衡

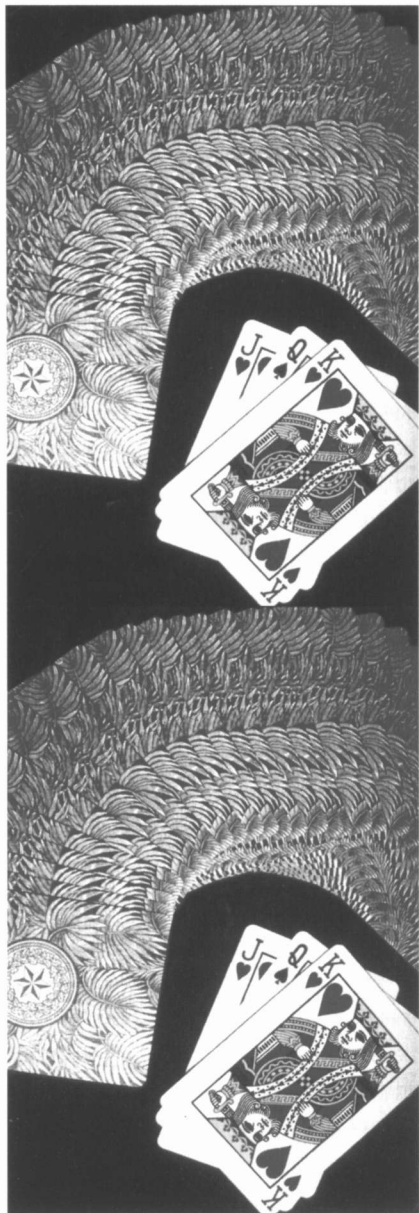
上市公司回购自己股份,关系到

公司的资本结构和资本总量，而且会影响投资人的投资判断，因此，在公司回购自己股份并持有库藏股的过程中，应该注意股份回购与股东间机会平等以及如何维持证券交易公正的问题。

一、内幕交易行为的规制

我国《证券法》规定，任何人不得利用内幕消息进行交易。如果内部人士在获悉发行股票公司有重大影响的消息时，在该消息没有公开前，不得买卖该公司的股票，否则其所获权益归公司所有。《证券法》之所以如此规定，是因为《证券法》的最终目的是建立公平、公正的证券市场，内幕人士利用公司的内幕消息而进行股票买卖以增加收益或减少损失将严重损害证券市场的公平与公正。

公司回购自有股份是否构成内幕信息，其思考的基点是公司买回库藏股的决定是否对股价产生重大影响。从企业会计原理来分析，公司取得自己股份，依法未转让或消除的库藏股不属于企业财务上的投资，不列入资产负债表的资产部分，这是因为：股票代表对公司净资产的权益，股东为公司的所有人，若库藏股视为资产，则公司本身即为股东，亦即公司自己拥有自己，不符合公司法原理，因此库藏股不属于资产，没有分配股利及剩余财产的权利。另外，库藏股可以转让或注销，若为资产，公司一般不会注销，除非该资产已事实上不复存在，如坏账冲销。因此，库藏股实际上与未发行的股票并无本质差别，这样，由于库藏股的存在必然导致市场上流通的股票数减少，因而从理论上将增加每股权益，而股价与每股收益



上市公司回购自己的股份也应维持市场游戏规则公平公正。
/本刊资料室

在市盈率不变的情况下成正比，因此从理论上分析公司持有库藏股将导致股价上升；在实践中股价也往往因此而上升。

由上分析，可以认为公司持有库藏股将会影响公司的财务状况，从而对股票价格也将产生实质性的影响，尤其是为稳定市场价格为目的的库藏股制度，对股价往往产生直接的影响。正因为如此，库藏股制度极易促

使内幕交易行为的现象，因此必须规定上市公司在决定回购自己股份时，在该事项未公布前，公司及内部人士不得买卖该股份；另外，股东会决议回购自己股份时，应该向证监会提出报告，并应尽快由证券交易所予以公告。

二、人为炒作行为的规制

证券市场的经济职能是建立正常的市场供求关系从而形成公正的股票价格机制。人为炒作，是以人为的力量改变市场的供求，使证券交易脱离自由的经济法则，扬弃市场供需平衡所形成的价格机能而创造人为的价格。⁷库藏股如操作不当，可能沦为某些人意图操纵股票的工具。由于公司本身并无意识能力，因此公司回购自己股份一般由公司的经营决策人员进行，这可能诱使公司高级管理人员假借库藏股的目的而进出股市，实际上是炒作股票而谋个人私利；也可能公司管理人员为维持其经营权的控制地位，假借公司名义回购股份从而使其控制比例提高。尤其是为稳定股价设计的库藏股制度，由于股价高低是衡量公司经营好坏的标志，管理人员往往更乐于通过回购股份来稳定或提高股价以维持自己在公司中的控制地位。因此，为维持证券市场的公正性，有必要对此严加规范，一方面，对公司因库藏股需要而回购比例严格限制，并且规定库藏股在转移之前不享有股东的权利；另外，对于为奖励职工而持有的库藏股即使转让给职工后也不享有表决权或予以限制。从而防止经营者籍此争夺公司经营权；对库藏股的持有比例及持有理由由股东大会决定，董事会仅有执行的权力，而

且应当在每年股东大会召开时报告库藏股持有情况。另一方面,在法律上对以下情形可以认定为人为炒作:(1)在多数数的证券公司,同时为买卖交易进行委托,(2)在市场交易终了前一段时间里,集中进行买卖交易委托,⁸(3)为提高最近约定价格或买进喊价的价格,反复继续买进委托,(4)行情属正常反应而大量买进委托,(5)公司被要约收购而大量买进且未有股东大会授权等。

我国库藏股制度设计

由于库藏股制度与公司基本原理及证券交易秩序有利害冲突,如何平衡三者间的关系是库藏股制度能否发挥其效用的前提,因此对我国库藏股制度设计应该小心谨慎,通过制度的细心设计,使三者的冲突成本控制在最小范围内,从而实现社会效益最大化。

一、实体要件

首先,为了不违背资本确定原则和资本维持原则,保护公司债权人的利益,对于公司取得自己的财源应进行限制。日本商法第210条规定,取得自己股份财源仅限于可分配盈余,如果在取得自己股份时,预测营业年度终了有亏损,不能取得自己股份。将取得财源限定在可分配盈余内可以防止资本因库藏股而减少,我国在库藏股立法中应严格限定只能以可分配盈余回购自己股份,不得用资本回购自己股份取得库藏股,若因减资而回购自己股份的,应该遵循《公司法》第149条规定在10日内注销,不允许作为库藏股存在。

其次,为防止公司经营者滥用库

藏股制度以维持其经营权的目,对库藏股的理由、数量、库藏股的权利及持有期间予以限制。持有库藏股应当有正当理由,法律应当将其仅限制在为职工持股,可转换债券等新金融产品转换及稳定股价三个方面,特别是对稳定股价应予以详细规定。对库藏股的数量应当根据证券市场公平交易所能容忍的比例来确定,在我国以5%为宜,若遇特殊情况由证监会批准。为了防止经营者的经营权争夺,应该对库藏股的表决权予以剥夺,因奖励职工而分配给职工的股票表决权也应予以限制;另外,在库藏股处分之前不享有收益权。对库藏股的持有期限应该予以规范,对因奖励职工而持有的库藏股应该在一个年度或更短的时间内处分,超过期限未处分的应当予以注销或在公开市场集中竞价卖出;对因可转换债券等新金融产品转换需要而持有的库藏股,其持有的时间不应超过发行可转换债券所规定的转换期限,过期末转换的应当及时卖出;对于为稳定股价而持有库藏股,应该在价格恢复到法律规定的范围后予以卖出。

二、程序设计

首先,由股东大会决定库藏股的取得。公司回购自己股份作为库藏股

对股东有直接利害关系,因为库藏股持有牵涉到盈余的分配,而盈余的分配直接牵涉到股东的利益,而且因库藏股制度常常衍生经营权争夺的危险;另外,库藏股制度也会导致股价上涨,这与公司命运相关,因此对此应当由股东会决定。每年股东大会通过决议规定库藏股的比例、取得事由等,董事会在决议范围内主要基于职务上的谨慎和注意义务,斟酌公司的资产状况及公司的其他状况,决定是否买进,何时买进,及买进的数量。董事应当尽善良管理人的谨慎与注意义务,如因过失而致公司利益受损的,应当承担责任。

其次,公司回购自己股份必须公开,包括方法公开和信息公开。上市公司买进自己股份必须在证券交易所进行,通过集中交易,时间优先,价格优先的原则进行,确保交易的透明度、公开性以及股东的机会均等,对于非上市公司,由于我国没有场外交易制度,但同样应遵从股东机会平等原则。另一方面,为了保证股东机会均等,必须对公司回购自己股份的信息通过临时公告形式予以公开,在信息未公开之前,公司不得买回自己股份,由此造成利益损害的股东有权要求赔偿。 ■

注释

1. 黄铭杰:《自己股份买回与公司法》,载《台大法学论丛》第28卷第1期,第2页。

2. [日]大森忠夫:《自有股份取得(一)》,载《法学论丛》第29卷第5号,第791页。

3. 王泰铨:《公司法争议问题》,五南图书出版公司1997年版,第149页。

4. 柯菊:《禁止公司取得自己股份理论与之研究》,载《台大法学论丛》,第24

卷第2期,第407页。

5. 邱秋芳:《公司为员工持股取得自己股份之日本法制探讨》,载《财经法专论》第56页。

6. [日]奥岛孝康,《市场经济与职工参与》,向国栋译,载《外国法译评》1994年第3期,第48页。

7. 赖英照:《证券交易法逐条释义》,1992年版,第374页。

8. 同注释5,第81页。