

二十一世纪法学前沿学术文丛

Academic Series Concerning the Front of
Law of 21st Century

股东分红权保护研究

ON THE PROTECTION OF SHAREHOLDERS
DIVIDENDS RIGHT

程显波◎著



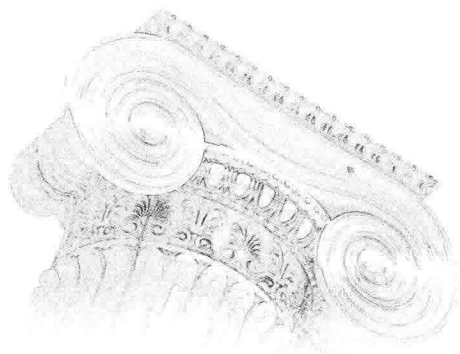
人民法院出版社

二十一世纪法学前沿学术文丛
Academic Series Concerning the Front of

股东分红权保护研究

ON THE PROTECTION OF SHAREHOLDERS
DIVIDENDS RIGHT

程显波◎著



人民法院出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股东分红权保护研究 / 程显波著. —北京: 人民法院出版社, 2016. 4
ISBN 978 - 7 - 5109 - 1488 - 1

I. ①股… II. ①程… III. ①上市公司—利润—分配 (经济)
—研究—中国 IV. ①F279. 246
中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 088340 号

股东分红权保护研究

程显波 著

责任编辑: 李安尼

出版发行: 人民法院出版社

地 址: 北京市东城区东交民巷 27 号 (100745)

电 话: (010) 67550579 (责任编辑) 67550558 (发行部查询)
65223677 (读者服务部)

客 服 QQ: 2092078039

网 址: <http://www.courtbook.com.cn>

E - mail: courtpress@sohu.com

印 刷: 三河市国英印务有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 890 × 1240 毫米 A5

字 数: 130 千字

印 张: 5.875

版 次: 2016 年 4 月第 1 版 2016 年 4 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5109 - 1488 - 1

定 价: 28.00 元

版权所有 侵权必究

摘 要

股东分红权，即股东股利分配请求权，作为股东一种自益性财产权利，其能否实现不但取决于公司是否存在盈余利润，还在于公司的意思表示。公司的股利分配意思表示属于公司自治的范畴，股东应尊重公司董事或者高管的商业判断。但是不容忽视的是，公司的控股股东可以通过利益输送来掏空公司利润，也可以利用自己控制力不正当地达成不分红或者少分红的决议。股东分红权遭受侵害的股东尽管可以通过转让股份的方式来回应这种不正当的行为，但投资者财产利益的损失往往难以挽回。这无疑会影响投资者的信心，进而波及资本市场的健康发展。因此，系统地研究股东分红权保护体系显得尤为重要。

股东分红权是投资者基于股东资格所享有的请求公司向自己支付盈余利润的权利。它可以划分为抽象的股东分红权和具体的股东分红权。具体股东分红权在本质上是一种债权，其保护按照债权法规定处理，不存在争议。但对于抽象股东分红权而言，无论是在性质上还是在行使条件方面，与具体股东分红权均不一样。通过厘清股东分红权的基本理论可以为后续的研究打下一个坚实的基础。另外，股东分红权保护的依据是股利分配“矫正正义”的需要，也是不公平待遇救济理论的反映，亦是受信义务的要求，更是资本市场压力使然。

通过我国公司股利分配现状可以清晰地看出股东分红权难以实现的障碍。在我国阻碍股东分红权实现的因素不但有公司内部，监督机制不完善问题，且有公司外部的政府作为不恰当问题。在公司内部，监事会往往只是起到“橡皮图章”的作用，独立董事难以独立；在公司外部，政府的税收政策不合理以及证监会的监管措施需要进一步检讨。

针对股东分红权的内部实现机制，建议提倡股东积极主义，协调监事和独立董事之间关系，激发监事会的监督职能，改进独立董事的选任、薪酬以及责任追究等制度。至于股东分红权的外部实现机制——政府监管问题，应该说政府介入上市公司股利分配是必要的，但从以往政府介入公司股利分配的实践来看，政府监管需要进一步改进：政府应该谨慎地保持应有的距离，不至于模糊公司自治与政府管制之间的边界。

公司股东分红权的司法救济，是除了公司内部监督机制和外部政府监管之外，保护股东分红权的另一个重要措施。其作为股东分红权最后的保护手段，重要性不言而喻。但司法救济股东分红权，无论是在司法实践中还是理论上，都存在巨大争议。司法救济应该尊重公司自治，也应尊重董事或者高管的商业判断。不过对于恶意或者不正当的股利分配行为，国外司法实践启示着我们：司法救济不仅不应被否定，而应成为解决此问题的措施。

目 录

绪 论	(1)
一、选题背景和意义	(2)
二、文献综述	(8)
三、本文的研究方法	(15)
四、本书框架	(16)
第一章 股东分红权的基本理论	(19)
一、股东分红权的概念	(20)
二、股东分红权的性质	(27)
三、股东分红权的行使主体	(31)
四、股东分红权客体的种类	(36)
五、股东分红权行使的限制条件	(38)
六、股东分红权保护的理论依据	(56)
七、本章小结	(68)
第二章 我国股东分红权实现的障碍 和原因	(71)
一、股东分红权实现的状况	(72)
二、股东分红权难以实现的具体表现	(77)
三、股东分红权实现障碍的原因	(80)
四、本章小结	(96)

第三章 股东分红权内部实现机制的完善	… (99)
一、股东积极主义的提倡	… (100)
二、监事会制度的完善	… (106)
三、独立董事制度的改造	… (115)
四、本章小结	… (121)
第四章 股东分红权外部实现机制的考量	… (123)
一、证监会介入股利分配的必要性分析	… (124)
二、证监会有关公司现金分红的规定	… (126)
三、对证监会半强制现金分红规定的反思	… (129)
四、证监会对公司现金分红的监管实践 与反思	… (135)
五、股利分配的自治与管制的分野	… (138)
六、本章小结	… (141)
第五章 股东分红权的司法救济	… (143)
一、股东分红权司法救济的立法规定 与反思	… (144)
二、股利分配的司法救济边界	… (148)
三、我国司法救济股东分红权的实践 与困惑	… (156)
四、司法强制性救济股东分红权的路径	… (166)
五、本章小结	… (171)
参考文献	… (173)
后 记	… (181)

绪 论

一、选题背景和意义

(一) 选题的背景

鲁道夫·耶林在 1861 年发表的一篇演讲稿《为权利而奋斗》中认为,作为一个社会或者一个国家的公民,当自己的权利受到侵犯时,应当为自己的权利而奋斗,而且这不仅仅是一个公民的权利,更是一个公民为国家尽的义务。这次宣言无疑开启了人类为权利而奋斗的新时代,这也鼓励人们勇敢地追求和维护自己应享有的权利,同时清晰地表明了法律存在的意义在于保护人们的权利。从应然的角度看,某些权利是天赋的,所以谁也不能剥夺;从实然的角度看,权利则是适应社会生活的需要而创设的,^①虽然所有的社会规范都是针对个人,命令其应为一定行为,具有容许或者禁止内容的规定,但不必一定给予个人权利。社会规范不仅可以因只承认对社会的义务而成立,而且毋宁说那才是社会规范本来的姿态(如道德规范)。但是现代私法受近代自由主义思想的影响,试图通过赋予特定的个人以权利,命令他人都要尊重这种权利来维系司法秩序。^②根据规定权利的法律性质不同,权利可以分为私权(私法上的权利)和公权(公法上的权利)。权利是指享受特定利益法律之力,权利为主观化的法律,法律为客观化的权利,认真对待权利,乃为法律而奋斗。^③可见,无论是公权还是私权,都是由法律厘定

① 王卫国:《产权的法律分析》,载《商法论文选萃》,中国法制出版社 2004 年版,第 144 页。

② [日]我妻荣:《我妻荣民法讲义 I——新订民法总则》,于敏译,中国法制出版社 2008 年版,第 29 页。

③ 王泽鉴:《民法概要》,中国政法大学出版社 2003 年版,第 38 页。

其利益的范围,并获得法律的保护。认真对待权利或者为权利而奋斗不仅需要法律的明文规定,也需要权利主体的觉醒,还需要社会和他人的尊重。

在私权体系中财产权利不但是法律对于人们追求财富的正当保护,也是实现人们人格尊严权的基础。财产权利随着社会的发展也在不断扩展,由传统的物权到社团性的股权再到无形的知识产权。物权无疑是纯粹的财产权利,但股权和知识产权不仅仅具有财产性质,甚至还具有人身性权利特征。例如知识产权中的著作权包括了作者表明身份的权利,这就不是财产性权利;股权不但包括收益类权利,还包括表决权等非财产性权利。基于此,此学者们认为公司法中的股权(股东权)已非财产权所能包容。这是因为民法从个人法向团体法发展的需要,所以社员权应该独立,股权隶属于社员权。^①可见,我国法学界普遍地认为股权系社员权,这是基于社员身份所享有的一种成员之间共同实施的权利(共同实施权^②)。不过对于股权的认识绝不像为了民事权利归类而进行上述分析那样冰冷和简单,从商业组织演变的角度看,站在融资双方博弈的视野,股东所享有的权利是降低融资交易风险和防范投资风险的一种必要制度安排,绝不是法律想当然的结果;甚至透过不同国家的资本市场上投资文化的表象,可以观察到股权的保护绝非通过法律移植就能解决这么简单。

在一个自由竞争的全球资本市场上,哪个国家能更好地保护投资者的合法利益,哪个国家的资本市场便最具有竞争力,

① 参见谢怀栻:《论民事权利体系》,载《法学研究》第18卷第2期,第70页。

② 谢怀栻:《论民事权利体系》,载《法学研究》第18卷第2期,第70页。

因此，保护投资者合法利益成为所有资本市场的共识。一般来说，投资者依据投资性质可以划分为股权投资者和债权投资者，两种投资方式所体现的利益保护方式不一致，不过令人称奇的是每个法域针对股权融资和债权融资设计的保护机制基本一致。例如股权投资者基本都享有股权自由转让、有限责任、参与公司管理、分红权和剩余财产所有权等。在投资市场上信息不对称状态下如何吸引投资和化解投资风险便成为制度建设者共同面对的挑战，又在降低交易成本和制度成本的制约下，制度构建的趋同现象便不难理解。但是用法律上之力保护投资者利益的制度建设能否得到执行存在疑问，这不但源于路径依赖因素的作用，也在于股权文化的不同。就其中的股东分红权来说，这是投资者获取收益的一个重要途径，但曾经在长时间内我国投资市场认为通过转让股权获取溢价是股权投资的唯一目的；另外股东分红权的实现不是取决于股东本人，而是在公司有盈余的情况下，经董事会提议，股东会议多数决议后才分配给股东。特别是在公司内部存在持股份额不一致的情况下，控股股东能否遵循商业惯例同意分红抑或直接为了自己私利拒绝分红，不得而知；还有针对股东分红权纠纷，究竟是完善内部治理机制，是构建更加有效的外部救济途径，还是二者兼而有之，都须慎重考虑。

例如在我国，上市公司股东分红实际状况：截至 2012 年 4 月 30 日，沪深两市 2403 家上市公司全部披露了 2011 年年报在提出利润分配方案的上市公司中，纯现金分红的公司达到 1100 家，现金分红、转增股本、送红股均有的公司 31 家，既有现金分红又有送股的公司为 44 家，既有现金分红又有转增的公司为 425 家。纯现金分红的公司不及上市公司数的一半；截至 2011

年3月21日，A股已发布年报的657家上市公司中，有119家近三年内“一毛不拔”，其中“有红不分”者超过一半；在2010年8月3日，在1898家上市公司中，有618家上市公司连续3年未分红，其中某公司更是连续11年未分红。可见，公司不分红问题依然严重。一般来说，投资者投资某家公司，目的在于获取丰厚的利益回报，当公司不分红或者股票的价格低迷之时，股东往往可以选择“用脚投票”，一走了之。但当公司有利润可以分红却不分红之时，虽然中小股东可以选择出售股票方式离开这家上市公司，可是无论是从时间成本还是物质成本来说，他们的利益无疑都要遭受损失。进一步而言，如果一个证券市场不能激发中小投资者的投资热情，这个证券市场会逐步萎缩，将会丧失为企业发展融资的作用，进而会影响到整个国家的发展。

有限责任公司属于封闭性公司，缺乏一个自由流转股份的公开市场，所以在某种程度上有限责任公司股东比上市公司股东更容易遭受股利分配方面的不公平待遇。不过在我国由于上市公司治理状况不佳，加之资本市场不成熟，股东分红权依然遭受严重的侵害。基于此，股东分红权的保护制度需要在以下方面进行完善：司法救济途径、公司治理以及政府监管介入等。保护股东分红请求权不仅在于维护中小投资者的利益和提振投资者信心，也在于弘扬公平的道义。如何科学以及系统化地构建股东分红权的保护机制值得研究。

（二）选题的意义

1. 选题的理论意义

在理论上股东的分红权，作为股东“权利束”的一种，是自益权。其在本质上是一种请求权，这种请求权的行使不但在

于维护自身的利益，也在向市场传递一个信号。对于封闭公司来说，基于投资者之间的信任，本不应该发生股利分配的纠纷，或者假设发生了股利分配纠纷，股东可以通过转让制度获得解放，抑或通过异议股东股份回购制度维护自身权益，但公司自治体系与股东分红权保护体系之间的紧张依然存在。对于公众公司而言，特别是在公司所有权与控制权分离的情况下，尽管股东分红权的行使可以减少代理成本，但由于企业的管理层的利益往往与股票价格的未来走势密切相关，加之股东经常借助于股票的表现判定经营者的经营能力，所以管理者往往为了经营状况表面上的好看去故意多发股利，以刺激市场来抬升公司的股票价格，从而获得私利或者赢得股东和投资者的好感。还有在大股东控股的情况下，由于管理层代表了控股股东的意志，所以管理层为了实现最大可能地向大股东进行利益输送，采取了不分配股红的方式，侵害了中小股东的合法权益。再者股红权的行使在证券市场上被视为一件影响股票价格的重要信息，即上市公司是否分发股红，必然影响股票价格的走势，于是证券监管者应规制上市公司的股红分配行为。可见，在理论上股东分红权保护是封闭性公司和公众公司共同面临的问题，也是与民事权利救济理论、公司治理理论以及政府监管理论等相关的交叉理论问题。

2. 选题的实践意义

在实践中股利的发放通常由管理层来决策做出，或者在管理层提出议案之后经由股东会议决定。不过封闭公司的管理层或者股东会议是否能够公平地进行股利分配存在疑问，在商业实践中基于资本多数决原则设定的权力配置体系往往为权利滥用埋下了伏笔。这其中的难点是权利行使的正当性判断标准是

什么？经营判断规则成为维护公司利益的武器，还是变为个别股东谋取私利的手段，需要借助实务进行分析。股东分红权的保护在公司内部保障机制和外部救济措施方面也需要展开制度建设上的讨论。对于公众公司来说，由于不同国家的上市公司的股权结构不同，所以分散式股权结构的上市公司的管理层与积聚式股权结构的上市公司管理层在决定分红问题上存在差异，特别是作为一个新兴市场国家，我国证券市场上的上市公司开始主要是国有公司或者国有控股公司，这样的上市公司的特殊股权结构对于股利分配的影响不可小觑，大股东的利益输送以及占款行为都对正常股红发放造成重大影响，这样的情况也折射出我国证券市场不是一个投资的平台而是一个投机的场所，购买股份的人很少期望通过股利来实现自己收益目标，他们往往通过转让股票来赚取差价来获益。非理性的股市文化、以圈钱为目标的上市公司以及非以投资者保护为中心的监管理念，都是我国上市公司初期发展的真实写照，也是股东分红问题产生的历史性根源所在。另外股东分红问题在我国看似上市公司的问题，其实它是深层次证券市场治理问题。上市公司管理层为什么不分发股利？这不仅仅是我国上市公司控股股东的不当意志在董事会的延伸，也不仅仅是对于中小股东保护的不力等原因，它还反映了我国证券市场结构性的本源性矛盾：政府与市场的冲突、股权结构的混乱与无序、市场层级单一性与投资需求的多样性之间的矛盾等。可见股东分红权研究在微观层面有助于构建合理的私权救济途径以及完善公司治理实践来遏制不分红或者滥分红问题，在宏观层面也有利于厘清政府与市场在救济股东分红权上的边界，为检讨我国目前的行政介入上市公司股东分红问题提供参考素材。

二、文献综述

(一) 国内学术文献综述

张卿站在限制股东权利的角度分析了股东股利分配请求权,他认为参与股利分配是股东的一项固有权利。一般来说公司利润的分配和股息的宣布是由股东大会来决定的,但在实务中股份有限公司股东为了暂时分得更多股利且又不准备长期持有该公司股票,往往利用股东大会对董事会的优势地位,滥用其股利分配请求权,这样会损害公司债权人的利益和公司长远利益。^①不难看出,张卿没有把股东股利分配请求权区分为抽象的股利分配请求权和具体的股利分配请求权,而是笼统地认定股利分配请求权是股东一项固有权利。另外,股利分配决定权本来就属于股东大会,按照多数决原则,只要存在可资分配的利润,且股东大会通过分配决议,则无论股东是否日后出售股份,股东依然会获得股利。这样做是否不利于债权人保护和公司长远利益,则需具体问题具体分析。按理来说,公司法上资本金制度以及税后利润先提取公积金、公益金和弥补以前的亏损等规定都是保护债权人的制度安排,加之债权人可以在缔结债权债务合同之时与债务人签署担保合同等来防范风险,所以股东大会通过的股利分配方案是否一定损害了债权人的利益存有疑义。至于是否不利于公司的长远发展,只要股利分配程序符合法定程序,也符合公司治理流程,那么盈余利润派送方案就无可厚非。邱海洋在其博士论文《公司分配法律制度研究》一文

^① 张卿:《中外公司法限制股东权制度之比较》,载《华侨大学学报》1996年第2期,第73页。

中指出,我国公司分配法律制度实施的结果与立法预期之间存在偏离;说明了立法目标如何逐一落空以及滋生了哪些新问题;分析了现存制度存在的缺陷;并解释缺陷可能来自于因商事经验不足而构建的交易模型太少,也可能来自于计划经济的传统价值观念,还可能来自于法律传统的误导、相关制度的约束以及立法的疏漏、或者是法律技术欠巧妙、欠合理。邱博士凭借良好的财务知识深入地研究了公司分配机制和法律规制制度,结合域外法上的规定,秉持自由和创新的商事精神论证其构思,令人耳目一新。不过其研究范式较多地采用了经济学上的研究方式,法学方面的研究显得单薄。涂必胜认为股利分配请求权是股东自益权的一种,并进一步解释道,股东自益权是指股东以从公司获得经济利益为目的的权利,主要包括股利分配请求权、新股认购权、剩余财产分配请求权等。由于我国1993年《公司法》对股东的自益权的规定较为粗糙,加之当时我国上市的股份公司股权结构不合理,从而出现大规模有利润不分红的现象,无疑中小股东的利益受到损害。^①例如在1997~1999年期间,1997年度不分配股利的上市公司为408家,比率为上市公司总数的54.84%;1998年度不分配股利的公司为488家,占上市公司总数的58.44%,1999年度不分配股利的公司为590家,占上市公司总数的59.8%,这其中甚至有些公司连续多年有利不分。无疑这种状况对中小股东的合法利益造成不合理损害,究其原因除了法律制度的不健全之外,股权结构不合理(一股独大)也是客观因素,因此,如何改造上市公司股权结构和加强中小股东股利分配请求权的法律保护,显得必要。

^① 参见涂必胜:《完善我国〈公司法〉有关公司股利分配的几点设想》,载《商业经济与管理》2003年第11期,第53~54页。

秦扬认为股利分配请求权是股东的基本权利,广大中小投资者在证券市场投资于股票的一个动机就是获取股利。但是实践活动中上市公司控制股东的行为严重侵害了中小股东的权利,助长了证券市场的投机风气,于是从比较法的角度分析德国、瑞典和英美法的规定,并建议我国建立必要的机制对中小股东利润分派进行补偿或者保障。^① 秦扬和涂必胜的研究角度是一致的,都是为了维护中小股东的合法利益,不过涂必胜的研究是通过揭示实践需求和立法滞后之间存在矛盾的方式,建议对1993年《公司法》进行进一步完善;秦扬是通过借鉴域外法律制度的方式来建议我国进行立法上的修改,从而实现了对于中小股东的保护。陈孜赞同证监会当时酝酿的“强制分红”机制,即把分红与再融资申请联系在一起,在审批阶段中限制具备条件却不分红的上市公司再融资;认为此举是用行政手段制约上市公司的“圈钱”行为,一定程度上弥补了股东权利因司法救济手段不足而留下的保障措施空白。^② 可见,针对损害中小股东股利分配请求权的行为,除了建议借鉴域外法律制度来完善我国相关立法之外,政府介入也成为解决问题的一个方案。刘俊海系统地阐述了股东股利分配请求权的范围、定义以及行使条件等基本理论,并倡导保护股东权利。不过如何在公司自治与强制之间寻求平衡,以期实现投资者利益保护和公司利益兼顾的目标则没有给出答案。

蒋大兴、金剑峰和李凡对前期过分强调救济中小股东股利

^① 参见秦扬:《关于股东救济权的法律思考》,载《学术界》2005年总第108期,第76页。

^② 参见陈孜:《“强制分红”机制的法律问题》,载《中国证券期货》2004年第10期,第38页。