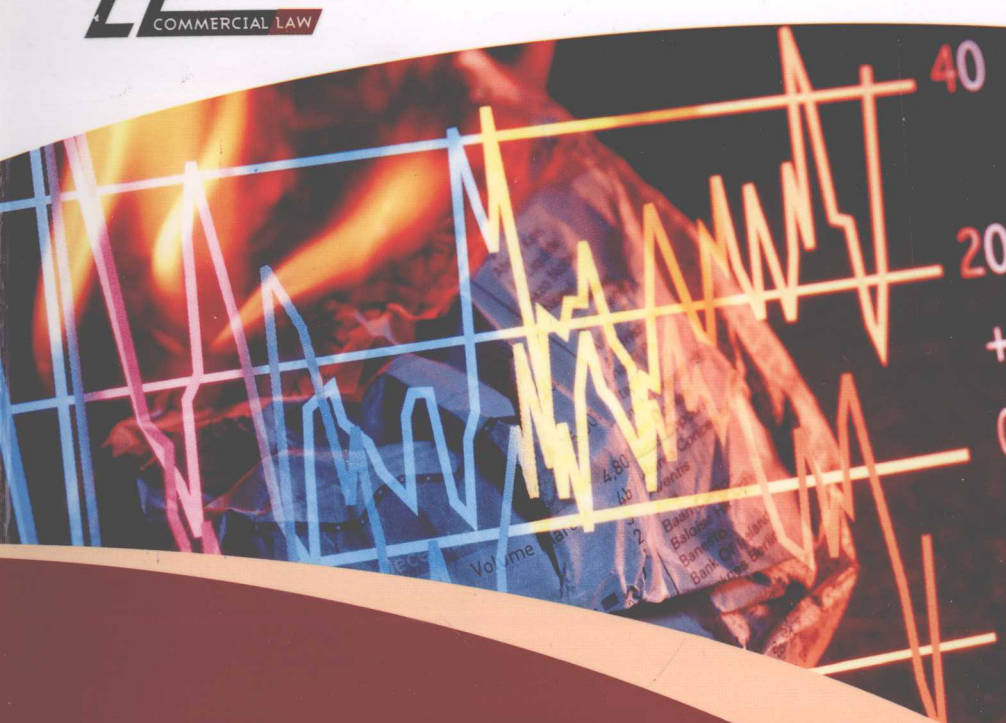




Striving for the Balance
of Interest Between Freedom and Regulation
the Study of A Corporation's Acquisition of Its Own Shares

在自由与管制间 寻求利

公司取得自己股份制度研究

李晓春/著



法律出版社
LAW PRESS CHINA

广东省高校优秀青年创新人才培养计划资助项目

“公司取得自己股份制度研究——以自由与管制之平衡为中心” (WYM08075)

佛山科学技术学院科学研究著作资助基金出版资助

佛山科学技术学院法治与社会发展研究中心学术著作出版资助

Striving for the Balance
of Interest Between Freedom and Regulation
the Study of A Corporation's Acquisition of Its Own Shares

在自由与管制间 寻求利益平衡

公司取得自己股份制度研究



法律出版社
LAW PRESS CHINA

图书在版编目(CIP)数据

在自由与管制间寻求利益平衡:公司取得自己股份
制度研究 / 李晓春著. —北京:法律出版社, 2010. 6
ISBN 978 - 7 - 5118 - 0860 - 8

I. ①在… II. ①李… III. ①股份有限公司—股份制
—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 107222 号

在自由与管制间寻求利益平衡
——公司取得自己股份制度研究

李晓春 著

责任编辑 刘文科
装帧设计 李 瞻

© 法律出版社·中国

开本 A5

印张 9 字数 209 千

版本 2010 年 3 月第 1 版

印次 2010 年 3 月第 1 次印刷

出版 法律出版社

编辑统筹 学术·对外出版分社

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 北京北苑印刷有限责任公司

责任印制 陶 松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85388843

重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636

北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 0860 - 8

定价:28.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

序 言

公司取得自己股份制度是公司法上的重要制度之一,也是国外成熟资本市场中企业常用的资本运作手段。公司通过取得自己股份既可调整与改善公司的股权结构而为公司的长远发展奠定良好基础,也可通过优化资本结构提高公司价值以实现股东财富的最大化,还可执行职工持股计划与股票期权计划从而实现有效的内部激励机制。当然,该制度并非毫无弊端,它好比一把“双刃剑”,若用之不当必会损害债权人与中小投资者利益,故如何将之规范运作就显得至关重要。就我国《公司法》而言,虽于近次修订时对公司取得自己股份制度作了若干修正,然仅裁边缝角而已,并未对之作整体建构,且现行规定过于强调资本维持,仍存在诸如忽视公司与股东利益、缺乏脱法行为之防范、限制手段单薄而难以防范自己股份取得之滥用、条文粗陋而难以平衡各方利益等问题,有待继续完善。

近年来,学界对于公司取得自己股份的研究日

渐活跃,但多限于公司取得自己股份的目的限制、财源限制、程序限制、数量限制、价格限制等方面,鲜有从公司取得自己股份中各方利益冲突及其平衡的视角,对其自由与管制之“度”予以历史辩证地系统分析。李晓春博士以“公司取得自己股份制度”为选题,以自由与管制之平衡为中心展开研究,并得到广东省高等院校学科建设专项资金的立项资助,甚为可贺;本书作为此项研究的最终成果,颇具学术分量。

本书有别于以往研究成果之处,在于不拘泥于制度本身,而是以如何把握好公司取得自己股份中自由与管制之平衡作为贯穿全书之“灵魂”。作者首先从公司取得自己股份所引发的利益冲突入手,表明诸多利益冲突之存在凸显了是应授予公司取得自己股份之一般权利抑或应予以严格管制之问题。随之对主要国家与地区公司取得自己股份规则的发展历程展开考察,总结出主要国家与地区公司取得自己股份规则嬗变正体现了在自由与管制中寻求平衡之规律。进而对我国公司取得自己股份之规则予以检讨,指出我国公司取得自己股份规则存在自由与管制失衡的状态,未能很好地平衡公司各参与人之利益。而后提出以利益平衡为目标,正确处理我国公司取得自己股份中自由与管制之度,建构我国完善的公司取得自己股份制度。本书通篇紧扣如何寻求自由与管制之平衡,正确把握好公司取得自己股份中自由与管制之边界,以协调公司取得自己股份所引发的诸多利益冲突,实现公司各参与人利益平衡的立法目标,全然摆脱了传统上单纯从制度本身来探讨制度完善的研究思路,为研究公司取得自己股份制度推开了一个崭新视角。

在内容方面,本书也能突破现有的研究框架,给人以耳目一新之感:

首先,对公司取得自己股份中所引发的利益冲突展开深刻剖析

并提出了相应解决路径。分析了公司取得自己股份中公司与债权人利益的冲突,指出二者利益存在平衡之可能,一方面,我们应扩大公司取得自己股份之事由以满足公司取得自己股份之内在需求;另一方面,我们应以“偿债能力标尺”保护债权人之利益。而对于股东与债权人利益之冲突特别是分期付款式股份买回中股东与债权人利益之冲突,以及股东依认购协议附带之股份买回条款退出公司时与债权人所发生的利益冲突,本书进行了开拓性的探讨,提出应以“开始测试标准”来平衡分期付款式股份买回中股东与债权人之利益,并应对股份认购协议中附带之股份买回条款采取禁止的立场。对于公司取得自己股份中所引发之优先股股东与普通股股东、控股股东与中小股东之利益冲突,本书提出应以股东平等原则来平衡股东间之利益冲突,并在公司取得自己股份之表决程序中引入类别股东表决制和表决权排除制度。

其次,本书对管理层偏好股份买回之诱因进行了深刻剖析,指出管理层之所以偏好股份买回而非直接进行利润分配,乃因股份买回更具灵活性,能起到信号低估之作用。而且,管理层得借助股份买回以实现高额股票期权酬金并巩固一己之控制地位。因此,应对管理层的利益予以有效制约以保护股东之利益。

再次,书中以美国法之规制为重点对防御式股份买回进行了深入探讨,指出美国对防御式股份买回之规定过于自由,未能很好地保护股东利益,提出了我国对防御式股份买回中自由与管制之度的把握标准,即应禁止管理层采取之防御式公开市场买回与绿邮买回,得允许目标公司采取防御式自我要约收购。

复次,本书对子公司取得母公司股份的法律问题进行了比较分析,指出对此问题最为科学之规范既非完全禁止,亦非放任自由,而应将子公司取得母公司股份与公司取得自己股份适用相同之法律

规范。

最后,本书对公司取得自己股份中信息披露的范围、内幕交易以及市场操纵行为的管制进行了比较分析,指出应将公司取得自己股份之事项作为应披露的重要事实予以披露,并且,对公司取得自己股份之状况实行适时披露制度,以提高公司取得自己股份之透明性。在内幕交易之管制上,应将公司规定为内幕人员;对公司之短线交易行为进行管制;将公司取得自己股份之行为本身规定为内幕消息;并限制内部人交易本公司股份。另外,为防止公司取得自己股份中市场操纵行为之发生,应规定公司通过证券集中交易市场取得自己股份时应遵守“安全港”规则。

本书的可取之处还在于多种研究方法的有效运用。一是通过历史分析法,考察各国(地区)公司取得自己股份事由的发展演变历程,找寻各国(地区)特别是美国、日本、欧盟国家公司取得自己股份制度之演变规律,为我国公司取得自己股份立法模式之选择提供参考。二是使用比较分析法,通过广泛阅读吸收外文资料并大量征引,跳出法律条文比较之外,深入比较其历史背景、社会因素与司法环境,深刻厘清了该制度在西方国家之百余年嬗变脉络及其根源,并于纵横比较中归纳了其有价值的成功经验,对我国完善公司取得自己股份制度颇有裨益。三是通过实证分析法,对公司取得自己股份中所引发的诸多利益冲突展开深入剖析,探求公司取得自己股份中自由与管制之“度”,找寻到了实现公司各参与人利益平衡的目标。

通览全书,李晓春博士的研究深刻地回答了诸多理论问题,如公司取得自己股份对公司与股东究竟有何益处?公司取得自己股份隐藏之社会成本有哪些,何以又要对公司取得自己股份进行管制?对公司取得自己股份应严格管制抑或应放开管制而授予公司取得自己股份的自由?公司取得自己股份将于公司、股东、债权人之间产生何

种利益冲突,又如何寻求平衡点?西方国家是如何在自由与管制之间寻求平衡的?我国又该如何处理公司取得自己股份中自由与管制之边界?以上问题的有效解决,不仅为我国将来《公司法》、《证券法》的继续完善提供了有价值的理论支持,而且对如何设计一套较为完善之制度使之既能充分发挥公司取得自己股份之效能,又能将其潜在之弊病限制于最小范围内,具有重要的实践意义。

李晓春博士为《在自由与管制间寻求利益平衡——公司取得自己股份制度研究》一书的完成花费了大量心血,此间她还利用到英国 Staffordshire 大学法学院做访问学者的机会,大量收集一手英文资料进行修改完善,在思考中不断成长。我相信,本书的面世将对该课题的继续深入研究起到推动作用。值此付梓之际,欣慰之余特为作序,并祝愿作者在学术研究工作中不断进步。



2010年1月于武汉大学法学院

* 温世扬,武汉大学法学院教授,法学博士,民商法学博士生导师。

目 录

导 论 在自由与管制间寻求利益平衡	1
一、为平衡利益而寻求自由与管制之度	2
二、公司取得自己股份制度研究述评	18
三、公司取得自己股份制度研究之内容框架	26
 第一章 利益的冲突:公司取得自己股份中自由与 管制问题之凸显	 29
第一节 公司取得自己股份中债权人利益与公司 利益的冲突	30
一、公司利益的体现:自己股份取得的裨益	30
二、侵蚀公司资本:自己股份取得潜在的成本	36
第二节 公司取得自己股份中债权人利益与股东 利益的冲突	39
一、分期付款式股份买回中股东与债权人利益的冲 突	41
二、异议股东行使股份收买请求权时与债权人利益 的冲突	44

三、优先股股东的赎买请求权与债权人利益的冲突 45

四、股东依认购协议附带的股份买回条款退出公司时与债权人利益的冲突 47

第三节 公司取得自己股份中股东之间利益的冲突 49

一、优先股股东与普通股股东利益的冲突 50

二、控制股东与中小股东利益的冲突 52

第四节 公司取得自己股份中管理者利益与股东之间利益的冲突 55

一、管理者诱因与股份买回 56

二、管理层为获取高额股票期权酬金而进行的股份买回 59

三、管理层为巩固自己地位进行的股份买回 60

第二章 寻求自由与管制之度：公司取得自己股份规则述评 64

第一节 主要国家和地区公司取得自己股份事由之发展演变 64

一、从普通法到成文法：美国公司取得自己股份权利的确立 65

二、日本：从严格管制到原则许可 69

三、欧盟国家：管制中逐步扩大自由 73

四、我国台湾地区：从“公司法”原则禁止到“证券交易法”解禁库藏股 83

第二节 主要国家和地区公司取得自己股份一般规制之比较评析 85

一、数量限制的度 86

二、财源限制或清偿力限制的标尺 88

三、股份取得程序的确定 94

四、股份取得方式的把握 97

五、公司取得自己股份中信息披露的范围 101

六、自己股份地位之考量 107

七、违法取得自己股份的法律后果 114

第三节 主要国家和地区公司取得自己股份特别规制之比较

评析 120

一、防御式股份买回的自由与管制之度——以美国法规制为重点 120

二、子公司取得母公司股份的自由与管制之度 130

三、公司取得自己股份中的内幕交易和市场操纵行为之禁止 136

第三章 自由与管制的失衡：我国公司取得自己股份规则之

检讨 150

第一节 我国公司取得自己股份规则之发展 150

一、2005 年公司法修改前严格管制 150

二、2005 年修改公司法时稍微放松 153

第二节 我国公司取得自己股份规则之评析 155

一、过于强调资本的维持：忽视公司和股东的利益 155

二、脱法行为防范的阙如：自己股份取得规则的闲置 158

三、限制手段单薄：难以兼顾各方利益平衡 161

四、法律联动性不强：《证券法》中缺少相应的规范 166

第四章 利益的平衡：我国公司取得自己股份的自由与管制

之度 168

第一节 自己股份取得中债权人利益与公司利益的平衡 168

一、债权人利益与公司利益平衡的可能性 168

二、债权人利益与公司利益之平衡方式 171

第二节 自己股份取得中债权人利益与股东利益的平衡 185

一、分期付款式股份买回中股东与债权人利益的平衡 187

二、异议股东行使股份收买请求权时与债权人利益的平衡 192

三、优先股股东的赎买请求权与债权人利益的平衡	194
四、股东依认购协议附带的股份买回条款退出公司时与债权人利益的平衡	198
第三节 自己股份取得中股东之间的利益平衡	203
一、股东平等原则	203
二、自己股份取得决议机关的完善	207
第四节 自己股份取得中管理层利益制约与股东利益保护	213
一、限制防御式股份买回：避免管理层的利益冲突	213
二、完善限制条件：避免管理层的滥权	223
三、强制信息披露制度：解决信息不对称问题	232
四、管制内幕交易和市场操纵：保护外部股东	235
五、规范脱法行为：管制迂回取得股份	241
结语	247
中外文参考文献	252
学术，心血之结晶也——后记	271

导 论

在自由与管制间寻求利益平衡

美国最早发生的公司取得自己股份的案例是 1826 年纽约最高法院审理的 *Expart Holmes* 一案, 该案中, 法官认为公司可以取得自己股份来抵偿股东对公司的到期债务。^[1] 虽然此后一些年, 不同法院对公司是否可以取得自己股份的意见不一, 但在美国, 主流的司法意见是公司享有取得自己股份的固有权利, 公司可以本着善意交易自己的股份。^[2] 美国不但主流司法意见允许公司取得自己股份, 而且在 20 世纪三四十年代, 更是率先以成文法的形式授予了公司取得自己股份的自由。在日本, 早期虽严格管制公司取得自己股份, 但因应客观经济形势所需, 日本不断修法放松公司取得自己股份的管

[1] See 5 Cow. 426 (N. Y. Sup. Ct. 1826).

[2] *Dupee v. Boston Water Power Co.*, 114 Mass. 37 (1873); *Hartridge v. Rockwell*, R. M. Charlton 260 (Ga. Super. Ct. 1828) 1; *Atlanta Assn. v. Smith*, 141 Wis. 377, 123 N. W. 106 (1909).

制,直至2001年原则上授予了公司取得自己股份的自由。除此之外,英、法、德等欧盟国家以及我国台湾地区,亦均于管制中逐步扩大公司取得自己股份的自由度。

那么,公司取得自己股份对公司和股东到底有何益处?西方国家缘何纷纷放松公司取得自己股份的管制?公司取得自己股份隐藏的社会成本有哪些,为什么又要对公司取得自己股份进行管制?如何趋利避害、扬长避短,既能发挥公司取得自己股份的机能又能保障债权人利益、中小投资者利益不受侵犯,这个平衡点在哪?是该授予公司取得自己股份的自由还是要严格管制,自由该到什么程度,管制又该如何进行,在自由与管制之间能否找到公司、债权人、股东之间利益的平衡点?带着这些问题,本研究以“公司取得自己股份制度”为主题,以自由与管制之平衡为中心,以实现公司各参与人利益的平衡为目标,努力构建我国的公司取得自己股份制度。

一、为平衡利益而寻求自由与管制之度

(一)平衡利益:法律规制之目标

英国学者萨柏恩(George H. Sabine)和许派德(Walter J. Shepard)指出:“法律之所以存在,因为人们继续不断地评价和重新评估利益,因为他们希望利益调和,因为他们希望保障他们本身的利益和承认尊重他人利益的正当。”^{〔1〕}利益法学的代表人物菲利普·赫克(Philipp Heck)更是直接指出,法律不仅是一个逻辑结构,而且是各种利益的平衡。作为利益法学出发点的一个根本的真理是,法的每个命令都决定着一种利益的冲突;法起源于对立利益的斗争,法

〔1〕〔英〕萨柏恩、许派德著:《近代国家观念·英译者序》,王检译,商务印书馆1957年版,第57页。

的最高任务是平衡利益。^[1]的确,在任何社会里,人们之间、社会单位之间、文化要素之间的利益冲突都是不可避免的。利益冲突是法律的产生之源,所有的法律都是利益冲突的典型产物。^[2]

我们所处的社会包含了各种利益冲突的团体和阶层,即使在同一团体内,不同的人其利益也不同。法律的存在主要是为了秩序,法律和法律规则起到了控制人类社会活动的作用。^[3]法律作为一种社会现象,它从个人、团体和社会的要求和利益出发,处理无序的状态。^[4]这种无序的事实正是法律和人类相互联系的不可缺少的纽带。这也揭示出当法律作为调整利益冲突的一种工具时,法律并不是在这些利益之间发现了一个业已存在的和谐,而是经过它的作用在这些利益之间达成了一个调和,这种调和或多或少处于相对稳定的状态。^[5]可以说,人们追求的利益平衡只是一种制度范围内的秩序,一种体现最广大群体利益价值的最大化利益享有和分配。

利益具有客观性,其本身事实上就存在,并不是归因于法的存在而存在,即使在没有法律规则的社会,利益也照样存在着。而且应该承认的是,每一个利益并不是自动地被赋予法律的保护。^[6]因为“抽象的利益并不构成法律,构成法律的是要求,即真正施加的社会力量”。^[7]故德国法学大师鲁道夫·冯·耶林(Rudolf Von Ihering)指

[1] 张文显:《二十世纪西方法哲学思潮研究》,法律出版社1996年版,第129页。

[2] Piers Beirne, *Marxism and Law*, John Wiley & Sons, Inc., 1982, p. 11.

[3] Alan Watson, *The Nature of Law*, Edinburgh University Press, 1977, p. 83.

[4] H. Cairns, *Theory of Legal Science*, 1941, p. 56.

[5] Julius Stone, *The Province and Function of Law*, Associated General Publications Pty. Ltd., 1996, p. 488.

[6] Julius Stone, *The Province and Function of Law*, Associated General Publications Pty. Ltd., 1996, p. 489.

[7] [美]弗里德曼著:《法律制度》,李琼英等译,中国政法大学出版社1994年版,第359页。

出,“法律变革的过程,是利益斗争的结果。赢得这场斗争的武器不是原因和推理,而是人们的行动和意志的力量”。^[1]可见,法律所体现的意志背后是各种斗争的利益,立法者必须去适当平衡互相竞争的各种利益。

那么,法律又该如何平衡利益呢?这就需要为人们具体现实的请求或利益划定范围和提供保护。这包括四个方面的探究:第一,识别什么是实际存在的利益(*de facto interests*),在这些利益中哪些特别是人们急迫实现的;第二,在何种程度内这些利益将被赋予法律上的保护;第三,为保护这些利益,可以采取何种法律理念、定义以及手段;第四,哪些限制会阻止或制约利益的保护。^[2]这四个方面立法者必须深思,而所要做的事情是必须对利益进行衡量,因为没有任何一个利益或者说任何一个人的利益生来就优于其他的利益。^[3]那么,该如何衡量呢?罗斯科·庞德(Roscoe Pound)指出,利益冲突必须放在同样的标准下衡量。当评价或衡量一个权利或请求同另一个权利或请求时,我们必须小心地将他们放在同样的标准上进行比较。如果我们将一个权利作为个人利益而另一个作为社会利益,我们可能已经事先以我们放置的方式决定了这一问题。而我们决定这一问题的方式也许不能解决任何问题。^[4]这正如美国法哲学家博登海默(Edgar Bodenheimer)所指出的,在平衡利益时,首要的是“认识所涉及的利益、评价这些利益各自的分量、在正义的天秤上对它们进行衡

[1] Rudolf Von Ihering, (*Der Zweck im Recht*) (1883) transl. Lalor as *The Struggle for Law*. See Julius Stone, *The Province and Function of Law*, Associated General Publications Pty. Ltd., 1996, p. 650.

[2] Julius Stone, *The Province and Function of Law*, Associated General Publications Pty. Ltd., 1996, p. 489.

[3] Garlan, E. N., *Legal Realism and Justice*, Columbia University Press, 1941, pp. 40~41.

[4] Pound, A Survey of Social Interests, *Harv. L. Rev.* Vol. 57, 1943, p. 2.

量,以便根据某种社会标准去确保其间最为重要的利益的优先地位,最终达到最为可欲的平衡”。^{〔1〕}

诚然,整个社会是一幅由各种各样的利益构成的图画,这些利益之间时刻都在进行着斗争,时而此种利益占上风,时而彼种利益占上风,而法律的作用就在于对各种不同的利益进行平衡。^{〔2〕}平衡既是法的内在精神,又是法律整合机制的外在表现,它渗透于法的整个领域和全部过程。考察现代立法的类别和种类,无不蕴涵着平衡精神,^{〔3〕}公司制度和公司立法亦不例外。

公司这一组织中包含了极其复杂和多元的利益主体和利益关系,既有作为投资者的股东,也有作为管理者的董事、经理等;既涉及与其发生契约关系的债权人,还涉及与其有着紧密关联的社会大众。可以说,公司所涵涉利益主体的复杂性和多元性是现代社会中任何一种组织体无法企及的,公司所涵涉主体之间的利益关系更是错综复杂的。^{〔4〕}而公司取得自己股份作为公司法的一项制度,在其实施过程中必然会引发诸多利益冲突的产生,如何有效协调各种相互冲突的利益,避免各利益主体间的相互牵绊,发挥公司取得自己股份制度的卓越功能,促进公司健康、高效地发展,是我国完善公司取得自己股份规则应着重考虑的问题。有学者指出,我国公司法应当成为平衡相关法律主体利益关系的“调节器”。^{〔5〕}笔者完全赞同这种观

〔1〕 [美] E. 博登海默著:《法理学:法律哲学与法律方法》,邓正来译,中国政法大学出版社 2004 年版,第 152 页。

〔2〕 傅静坤:《二十世纪契约法》,法律出版社 1997 年版,第 211 页。

〔3〕 傅昭中:“论法的平衡机制”,载《四川大学学报》(社会科学版)1996 年第 3 期。

〔4〕 郝磊:“试论利益平衡理念与我国公司立法”,载《甘肃政法学院学报》2003 年第 4 期。

〔5〕 郝磊:“试论利益平衡理念与我国公司立法”,载《甘肃政法学院学报》2003 年第 4 期。