

## “董监高”股份质押的达摩克利斯之剑

### ——论《公司法》141条对“董监高”股份质押的影响

#### 一、问题的提出

实践中，股份有限公司董事、监事及高级管理人员（简称“董监高”）以其所持公司的股份进行质押的情形并不罕见。

《公司法》第141条对股份有限公司董监高转让其所持公司股份设有一定限制，包括：董监高在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有公司股份总数的百分之二十五；如公司上市，则其所持公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让，且上述人员离职后半年内，亦不得转让其持有的公司股份。此外，公司章程可以对董监高转让公司股份作出其他限制性规定。

那么就上述有限售条件的董监高所持股份，《公司法》第141条规定会对其质押产生何等影响？笔者将在下文中根据现有法律法规规定并结合在公开资料所查询到的近年来各级法院审理的涉及《公司法》限制转让的股份质押的案例，从以下三个角度进行简要分析，以期为此类交易提供参考。<sup>1</sup>

- 1、股份质押的效力：《公司法》限制转让股份的股份质押协议是否有效？
- 2、股份质押物权的设立：上述股份质押是否能办理质押登记？
- 3、股份质押物权的实现：上述股份质押在申请执行层面是否会遇到障碍？

#### 二、问题的分析

##### 1、股份质押的效力

现行《物权法》、《担保法》及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》（以下简称“《担保法司法解释》”）等相关法律法规并未对上述问题进行直接、明确的规定，因此，在相关法律法规的适用上，存在不同观点，主要包括如下：

##### （1） 无效说

有人主张限制转让股份的质押协议应认定为无效，主张的理由为：根据《物权法》、《担保法》及《担保法司法解释》，法律、法规禁止转让的股份、股票不得出质，以法律、法规禁止流通的财产或者不可转让的财产设定担保的，担保合同无效<sup>2</sup>。

<sup>1</sup>本文主要从《公司法》项下董监高所持有的有限售条件的股份进行分析，但从广义的角度，限售股除本文所述的情形之外，亦包括受制于《公司法》项下限售条件的发行人股份，以及上市公司监管规则项下针对收购人、控股股东和实际控制人、员工而设定限售条件的股份，以及股东主动承诺受制于限售条件的股份（以下统称“广义上的限售股”）。原则上，除上市公司特别规定外，本文所述董监高限售股与广义上限售股的质押在法律法规适用上应遵循相同的原则。因此，受限于公开资料中有关董监高限售股案例的有限性，本文的分析中亦参考了广义上的限售股的相关案例。

<sup>2</sup> 参见《物权法》第209条及第223条、《担保法》第75条及《担保法司法解释》第5条。

此外，根据《担保法司法解释》，以股份有限公司的股份出质的，适用《公司法》有关股份转让的规定<sup>3</sup>。由此，以《公司法》限制转让股份进行质押的，应认定为无效。

## (2) 有效说

有效说主张从《物权法》及《担保法》的立法目的来看，禁止转让的权利不得设定质权是为了防止质权人行使质权时因权利不能转让而导致设定质权的目的落空。但《公司法》限制转让的股份不能完全归类为禁止转让或不可转让的权利，其本质上应为可以转让的权利，只是在特定期间内受制于一定限制。根据《担保法司法解释》，以法律、法规限制流通的财产设定担保的，在实现债权时，人民法院应当按照有关法律、法规的规定对该财产进行处理<sup>4</sup>。从该条规定可以看出，法律法规并未明确否认限制流通财产设定担保的效力，而仅强调了实现质权时须遵守有关法律法规对财产的限制性规定。如果股份质权实现时，有关股份已经不受制于“限售期”，则出质人质权应该可以实现，由此，该等股份质押协议的效力应该得到肯定。

就上述问题，最高人民法院曾于2004年出具的《最高人民法院执行工作办公室关于上市公司发起人股份质押合同及红利抵债协议效力问题请示案的复函》（以下简称“《复函》”），认可了部分情形下《公司法》第141条限制转让股份的股份质押协议的效力。最高人民法院在《复函》中认为，《公司法》规定对发起人股份转让的期间限制，应当理解为是对股权实际转让的时间的限制，而不是对达成股权转让协议的时间的限制；在质押权人有权行使质权时，如果质押的股份“限售期”已经届满，则不应以该股份在设定质押时依法尚不得转让为由确认质押合同无效。该《复函》虽然不是司法解释，但可以被视为司法机关就所

述问题的权威解读。此外，该《复函》虽然是对发行人持有的限制转让的股份，但我们理解，其同样适用于董监高持有的限制转让的股份。然而，该《复函》仅认可了在实现质权时“限售期”已届满的情况下限制转让股份质押合同的效力，并未明确对于可能涉及在“限售期”内行使质权的股份质押协议是否有效的问题。

就此，我们试图进一步查询公开资料中近年来各级法院审理的涉及《公司法》第141条及股份质押的案例，以期寻求答案。但遗憾的是，能够查询到的该等案例数量有限，我们共搜索到三个相关案例。这三个案例在涉及限制转让股份的股份质押协议是否有效的问题上从不同角度作出了认定，相关内容如下：

(1) 股份质押不同于股份转让，因此《公司法》第141条不适用，认定有效

四川省高级人民法院在泰森公司与李世全、慧能公司、沙明军、曹春追偿权纠纷二审民事判决书（（2015）川民终字第972号）中认为：股权质押并非直接的、即时的股份转让，《公司法》第141条关于股份转让的限制不应适用于股份质押，因此，上诉人关于股份质押违反《公司法》第141条规定且因此应认定无效的诉讼主张不被支持。

(2) 涉及限制转让的部分股份，因违反《公司法》禁止性规定，认定无效

深圳前海合作区人民法院在深圳国投商业保理有限公司与湖北天谷粮油食品股份有限公司、张天明、江艳合同纠纷案判决书（（2015）深前海商初字第15号）中认为：“被告张某作为某某粮油公司的董事，持有该公司股权2800万股，其一次性将自己持有的1250万股出质给原告，违反了公司法的禁止性规定，超过25%比例的部分无效。”

<sup>3</sup> 参见《担保法司法解释》第103条。

<sup>4</sup> 参见《担保法司法解释》第5条。

(3) 质权人未尽审慎义务，理应知悉质押股份为限制转让股份且股份质押所反担保的债权发生在股份质押受限时间范围内，认定无效

杭州市江干区人民法院在浙江信林资产评估事务所（普通合伙）与浙江翰辰园林工程有限公司股权质押纠纷一案一审民事判决书（（2015）杭江商初字第 229 号）中认为：“被告农科公司作为商事主体，理应能查阅到涉案股权目标公司的公司成立时间且其也应了解《公司法》的相关规定，从而能够知晓股权质押所反担保的债权发生在股权质押受限时间范围内，但农科公司在股权质押登记申请时，并未尽到审慎义务。……股权质押行为无效。”

综上可见，学术上及实践中对涉及限制转让股份的股份质押协议的效力认定不一。实践中，当事人可能无法完全排除涉及限制转让股份的股份质押协议被认定为无效的风险。但结合最高人民法院 2004 年出具的《复函》，我们倾向于认为，通常而言，对于在股份质押协议中明确规定于“限售期”届满后行使质权的，股份质押协议被认定为无效的风险应该相对可控。当然，由于上述《复函》并非法律法规，仅属于权威解读，因此，实践中，不排除地方法院结合案件具体情形作出不同认定的可能。

## 2、 股份质押物权的设立

股份质押物权的设立需要满足两个前提条件，一是设立质权的基础股份质押债权合法有效；二是股份质押应履行了担保物权设立的法定程序。在假定《公司法》限制转让股份质押合法有效的基础上，本节我们将主要分析在“限售期”内的董监高股份是否能办理质押登记程序。

根据《物权法》的规定，非上市股份有限公司的股权质押自工商行政管理部门办理登记时设立；上市股份有限公司的股权质押自证券登记结

算机构办理登记时设立<sup>5</sup>。因此，下文将区分非上市股份有限公司及上市公司分别论述。

### (1) 非上市股份有限公司

就非上市股份有限公司而言，根据《工商行政管理机关股权出质登记办法》，申请出质登记的股权应当是依法可以转让和出质的股权<sup>6</sup>。因此，从法律规定的角度，无法完全排除工商登记机关据此拒绝为在“限售期”内的股份办理质押登记的风险。但根据我们匿名咨询北京、上海、广州及深圳市的工商登记机关的结果，该等工商登记机关均表示，实践中可以为在“限售期”内的董监高股份办理股份质押登记。其中，广州市的工商登记机关工作人员明确表示，他们理解《公司法》限制的是董监高有关股份的转让行为，但并未限制出质行为。因此我们理解，在实践中，《公司法》第 141 条的规定一般并不影响“限售期”的股份办理质押登记。

尽管如此，值得一提的是，我们在公开资料查询到的案例中发现，股份公司董监高的股份质押即使经公司所在地工商登记机关登记后，亦可能会面临上级工商登记机关或人民法院依据行政复议程序或行政诉讼程序撤销质押登记的风险。如在北京市海淀区人民法院（2015）海行初字第 1456 号行政判决中，北京市海淀区人民法院即依据前述《工商行政管理机关股权出质登记办法》作出了撤销已办理的涉及限制转让股份的质押登记的判决。

### (2) 上市公司

就上市公司而言，根据中国证券登记结算有限公司（以下简称“**中证登**”）的相关规定，中证登未明确禁止为《公司法》第 141 条限制转让的股份进行股份质押登记，但其在规定中表明，中证登并不对因违反法律法规而进行的质权登记

<sup>5</sup> 参见《物权法》第 226 条。

<sup>6</sup> 参见《工商行政管理机关股权出质登记办法》第 5 条。

承担任何责任。实践中，根据我们了解的情况，中证登可以为涉及限制转让的股份进行股份质押登记。以广东海川智能机器股份有限公司董事限售股份质押为例，根据我们在中证登网站的查询，其董事股份质押已成功办理了股份质押登记。

综上，我们理解，对于涉及《公司法》第 141 条限制转让股份的质押登记，通常而言，上市公司应该不存在障碍；就非上市的股份有限公司而言，实践中，其在工商登记机关办理股份质押登记通常亦不存在障碍，但可能无法完全排除被上级工商登记机关或人民法院依据行政复议程序或行政诉讼程序撤销质押登记的风险。因此，在假定限制转让的股份质押有效的情况下，非上市股份有限公司的股份质押担保物权可能存在因质押登记被撤销而无法有效设立的风险。

### 3、 股权质押物权的实现

根据《物权法》，债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的实现质权的情形，质权人可以与出质人协议以质押财产折价，也可以拍卖、变卖质押财产所得的价款优先受偿<sup>7</sup>。

如所涉质押股份在质权人行使质权时，仍处于“限售期”，则从合法合规的角度，当事人可能无法通过协商折价转让的方式实现质权。

那么，当事人之间是否可以向人民法院申请拍卖、变卖质押股份呢？根据《民事诉讼法》及《最高人民法院适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》，质权人可以直接向人民法院申请拍卖、变卖质押财产，人民法院应在当事人之间不存在实质争议的情况下裁定执行，如存在争议，应驳回裁定，并告知申请人向人民法院起诉。

从上述法律法规出发，理论上，存在质权人在申请实现担保物权时，出质人以所申请执行股份为《公司法》项下限制转让股份为由并因此主

张质押无效而提出异议，从而导致法院以当事人之间存在实质争议从而驳回执行申请的可能。

当然，我们也注意到，实践中有法院判定质押限售股拍卖、变卖的情形。如最高人民法院在周亚与青海贤成矿业股份有限公司、西宁市国新投资控股有限公司等民间借贷纠纷二审民事判决书（（2014）民一终字第 270 号）中认可了一审判决意见，未就出质人质押限售股的效力提出异议。根据该民事判决书，一审判决意见认为“……国新公司已将其用于质押的贤成矿业公司股票在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理了证券质押登记，均合法有效”。

不过需要说明的是，上述判例中，由于当事人双方并未就质押股份系“限售股”从而应认定质押无效提出过主张，因此法院在判决时并未对本文所述问题进行具体分析，仅是从当事人已签署了股份质押协议并已办理了股份质押登记的角度，认可了相关股份质权的效力。此外，经查询，上述案例中所述限售股的限售原因为重大资产重组时做出承诺，不属于《物权法》规定禁止出质的“法律、法规禁止转让的股份”。因此，从谨慎地角度，上述判例对我们认定《公司法》限制转让股份的股份质权实现是否存在障碍的借鉴意义具有一定的局限性。

综上，我们理解，尽管实践中存在限售股被最高人民法院判决拍卖、变卖的先例，但仍然无法完全排除当事人在实现担保物权时因双方就股份质押效力认定存在争议而阻碍担保物权实现的风险。

### 三、 结论和建议

综合前文的分析，就股份有限公司董监高有限售条件的股份质押而言，有如下主要初步结论：

1、 实践中，各地法院对涉及限制转让股份的股份质押协议的效力认定标准不一，债权人如

<sup>7</sup> 参见《物权法》第 219 条。

接受该等股份质押作为债权的担保，质押的效力存在不确定性。

2、通常情况下，涉及限制转让股份的质押可以获得相关登记机关的质押登记，但亦不排除被出质人通过行政复议或行政诉讼等程序申请撤销的风险。

有鉴于此，如果债权人面临债务人提出以处于“限售期”的董监高股份进行质押担保有关债权时，我们建议债权人应注意采取以下措施，从而更好地控制其风险：

第一、在签署股份质押协议前，预先与有管辖权的质权登记机关确认是否能就处于“限售期”的股份办理股份质押登记。

第二、在股份质押协议中明确约定实现质权的时间应在限售期限届满之后。

第三、考虑对股份质押进行强制执行公证。根据《民事诉讼法》等相关规定，经公证的

担保合同具有强制执行力，如果出现实现质权的情形，质权人可向公证机关申请出具执行证书，并依照该执行证书向有管辖权的人民法院直接申请执行。该等程序可以免于漫长的诉讼程序或担保物权实现特殊程序。

当然，我们也注意到，《民事诉讼法》亦规定公证债权文书确有错误的，人民法院裁定不予执行，由此，上述公证强制执行仅可作为质权人拟顺利实现质权的一种尝试，仍然无法完全排除人民法院以公证债权文书存在错误为由而不予执行涉及“限售期”股份质押的风险，同时也不能排除公证机关拒绝为此类在实践中尚存争议的股份质押办理强制执行公证的风险。

第四、如可行，建议债权人要求债务人同时提供其他担保措施，如第三人保证等，以减少在股份质押被认定为无效或不可强制执行时对债权造成损失的风险。

郑宇 合伙人 电话：86 10 8553 7652 邮箱地址：zhengy@junhe.com  
李圣杰 律师 电话：86-10 8519 1209 邮箱地址：lishj@junhe.com  
余达星 律师 电话：86-10 8553 7609 邮箱地址：yudx@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

