

## 股份回购概括目的条款 与公司债权人保护\*

刘芳燕\*\*

**摘要:**2018年10月《公司法》修订引入的股份回购概括目的条款参考了多个国家及地区的立法范式,其缘起于制度竞争中的妥协与借鉴,系在路径依赖下的借力跨越。但立法的修改忽视了债权人保护,实践中不利于债权人的回购现象频发。应在放宽回购事由限制的同时,完善资本维持原则,强化对偿债能力的关注,合理增加财源规制,并落实董事回购承诺责任,以公权力强制与债务契约介入,完善配套机制,为债权人发声赋能。

**关键词:**股份回购 概括目的条款 债权人保护 事由限制 财源规制

### 引言

股东与债权人之间存在的紧张关系是公司法

---

\* 本文获评2020年清华大学优秀硕士学位论文,指导教师为清华大学法学院沈朝晖副教授。

\*\* 清华大学法学院2020届硕士研究生,现任职于永诚财产保险股份有限公司。

上历久弥新的问题,“面纱”之下的公司拥有独立人格,有限责任制度成为保护股东实现资产隔离的基石,债权人在通常情况下只有隔着“面纱”的追索权。但在公司资产流动链条中,股东与债权人承担的风险与收益呈现失衡情况,回购作为公司资产向股东流出的一种形式,随着对商事效率的进一步要求,这种失衡情况愈发明显,需要法律介入加以规制。

债权人作为公司价值分享者、外部监督者及利益相关者,其法律地位值得重视。然而,回购中的债权人保护却在2018年公司法修订中呈现弱化趋势。2018年10月26日,修改《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)的决定得到通过,《公司法》第142条发生了多项重大变化,其中于第1款增加的第6项“上市公司为维护公司价值及股东权益所必需”而允许股份回购之情形,及第2款修改的授权董事会完成相关决策的规定,均属于本次修法的重点。学者曾经提出的“概括目的下的股份回购”,<sup>[1]</sup>终于在立法中落地。股份回购在事由规制、财源规制等层面都有了很大程度的松绑,但随之而来的问题是债权人保护机制并未跟上。

本文集中研究修订后《公司法》对债权人保护带来的影响,并尝试提出立法建议。针对回购事由限制,笔者从比较法及解释论的角度分析,为何我国立法者选择引入《公司法》第142条第1款第6项以及降低授权门槛来放宽限制?如何对该等条款做出学理解释?而针对回购财源规制,其背后有何法理基础?资本维持原则与偿债能力测试等路径应如何取舍?回购的配套机制该如何完善?针对前述问题,本文尝试探寻引入股份回购概括目的条款后,公司债权人保护的时代路径。

## 一、回购修法以来的债权人保护现状分析

传统公司法理论坚持“资本三原则”以保护债权人,禁止公司回购

---

[1] 参见朱庆:《我国应允许概括目的下的股份回购》,载《安徽大学学报》(哲学社会科学版)2008年第1期。

股份,但在市场经济高速发展的今天,该理论已日益缓和,各国都日益放开对公司回购股份的限制。<sup>[2]</sup>而包括我国在内的遵循“原则禁止,例外允许”的立法模式的大陆法系国家在这转型之路上频频回顾,对股份回购这一制度设计又爱又恨,有学者称为“想排斥却无法抵抗其诱惑”,“想接受却担忧其顽劣”,<sup>[3]</sup>其制度转型下利益衡平之困难可见一斑,股份回购可能带来的债权人之忧虑不容小觑。

### (一) 不利于债权人的回购现象

2018年回购制度改革后,A股市场反应热烈,掀起了回购的浪潮。据Wind数据统计,2019年上市公司实施或完成回购金额累计达1174亿元,<sup>[4]</sup>为2018年全年回购总金额(617.02亿元)的近2倍,相较于2014~2017年,回购规模更是呈现爆炸式增长(见图1)。

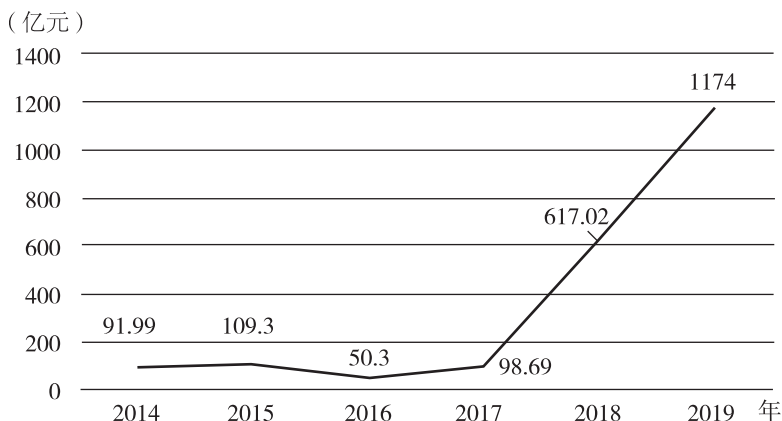


图1 2014~2019年A股回购金额

但在这一场回购中,在刺激股价的话语体系下,债权人成了不在场的牺牲者。以下将重点分析在回购浪潮中不利于债权人的回购现象。

[2] 参见柯菊:《禁止公司取得自己股份缓和论之研究》,载《台大法学论丛》1989年第2期。

[3] 参见朱庆:《上市公司股份回购制度本土化难点问题研究》,清华大学2010年博士学位论文。

[4] 央视财经:《1174亿元! A股史上最强大回购年来了!》,载百度百家号: <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1654054184476698038&wfr=spider&for=pc>, 2020年3月10日访问。

### 1. 回购占用大量流动资产

笔者在巨潮资讯、上海证券交易所(以下简称“上交所”)官网、深圳证券交易所(以下简称“深交所”)官网等数据库进行检索,通过搜索关键词“回购”“集中竞价交易”等获取具体的回购报告书,发现上市公司回购大多“出手大方”,利用大量自有资金或者自筹资金进行回购,至少有三成以上公司拟动用的回购金额上限占公司流动资产的10%以上,其中部分数据可见表1。<sup>[5]</sup>

**表1 2018年10月以来部分上市公司拟回购金额  
上限及其资产占比统计**

股票代码及公司	回购金额 上限(亿元)	回购资金来源	占净资产 (%)	占流动 资产(%)
步长制药(603858)	20	自有资金	15.69	27.71
梦洁股份(002397)	2	自有资金	9.60	10.15
凌霄泵业(002884)	1.5	自有资金	12.12	12.26
金科文化(300459)	8	自有资金或自筹资金	11.73	26.54
兰州民百(600738)	5	税后利润的自有资金	16.63	13.07
金发科技(600143)	20	自有或自筹资金	17.50	20.02
中文传媒(600373)	6	自有资金	4.68	10.61
百利电气(600648)	2	自有资金	10.93	10.18
太龙药业(600222)	2.5	自有资金或自筹资金	16.78	16.52
世纪华通(002602)	30	自有资金或自筹资金	20.94	47.69
金字火腿(002515)	2	自有资金或自筹资金	13.67	19.58
健盛集团(603558)	3	自有资金或自筹资金	10.32	25.58
麦趣尔(002719)	1	自有资金或自筹资金	8.55	16.89
思美传媒(002712)	5	自有或自筹资金	14.39	17.21
雅戈尔(600177)	50	自有资金	17.74	14.83

虽然上市公司均会在报告书中说明回购“不会导致公司发生资不抵债的情形”等,但大量流动资产的流出势必消耗宝贵的现金资源,影响公

[5] 因篇幅所限,此表为不完全列举,仅作说明参考之用。

公司的资产负债率,从而导致公司的偿债能力下降。比如,在前述表格所列公司中,雅戈尔(600177)若完成50亿元回购,资产负债率就将猛增4.42%~66.89%。与此同时,雅戈尔的回购报告书显示并没有采取相应的债权人通知机制,<sup>[6]</sup>债权人对此可能一无所知。

而筹资杠杆回购的情形更是会牺牲债权人利益,因为债权人倾向于限制公司向其他人举债,以免日后不得不与他人共同分一杯羹。<sup>[7]</sup>正如廖大颖学者所指出的“公司举债买库藏股将会使公司负债比例上升,长期偿债能力恐会下滑”,<sup>[8]</sup>虽然可能在当前的财务测算上不至于无法清偿债务,但长期偿债能力下降无疑对债权人不利。而且在回购之后,为稳住股价,公司一般不会很快出售股票以变现,这导致公司的流动资产被锁定,失去灵活周转的功能,这于公司与债权人均无益处。<sup>[9]</sup>

## 2. 濒临退市公司回购

在2018年及2019年的回购浪潮中,濒临退市公司以集中竞价交易方式利用自有资金或自筹资金进行的回购也值得注意。为了提升股价而实现“脱星摘帽”,濒临退市公司也有较大动力进行回购,可见表2。

表2 2018年10月以来濒临退市公司拟回购情况统计

上市公司	拟回购金额(元)	资金来源	最高回购金额占净资产(%)
*ST新能	1.5亿~3亿	自有资金	18.01
*ST因美	3000万~10000万	自有或自筹资金	5.34
ST锐电	1500万~3000万	自有或自筹资金	2.05
*ST海投	3000万~5000万	自筹资金	2.90
*ST凡谷	2500万~5000万	自有或自筹资金	3.50

[6] 参见雅戈尔(600177)《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书》,载巨潮资讯网:<http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?orgId=gssh0600177&announcementId=1206342343&announcementTime=2019-06-07>,2020年3月10日访问。

[7] 参见[美]Bayless Manning, James J. Hanks Jr.:《法律资本制度》,后向东译,载王保树主编:《商事法论集》(第12卷),法律出版社2007年版,第95页。

[8] 廖大颖:《举债买库藏股》,载《月旦法学教室》2003年第17期。

[9] 参见马俊驹、林晓霖:《我国股份回购的现实意义与立法完善》,载《法学》2000年第11期。

虽然由于资金不足,几个ST/\*ST公司拟回购金额相对于自身净资产而言占比不算很高,但因为濒临退市边缘,公司发展前景较为惨淡,债权人对其忧虑也更重。而其中\*ST新能更是动用了大量资金回购,就其资产负债率而言,公司若动用3亿元净资产,其资产负债率将从69.23%上升到73%。而\*ST新能当时每股未分配利润为-0.3519元,可见其并不具备现行法下分红回报投资者的能力。<sup>[10]</sup>但由于回购财源没有限制在可分配盈余内,\*ST新能仍然可以合法地将自有资金从公司财产中抽出。对此次拟回购,根据\*ST新能公告内容,在发生公司注销所回购股份的情形后,公司才会根据相关规定通知债权人。<sup>[11]</sup>

濒临退市公司并不能保证就此“脱星摘帽”,因为虽然理论上回购应该带来股价的提升,但也有相关数据指出2019年回购中“近半数公司最新价低于回购均价,上市公司平均‘被套’1.81%”,<sup>[12]</sup>可见,如果濒临退市公司在动用大量资金后仍未能实现公司向上发展,甚至进入破产境地,相当于债权人的蛋糕在破产前已经被股东瓜分了一部分,其可得利益实际上遭到了侵害。坊间亦有资本市场评论人士呼吁禁止负资产上市公司回购,<sup>[13]</sup>以防公司借回购之名,行利益输送之实,导致公司资产向股东方向非正常流动,而由债权人无奈承担全部风险。

## (二) 配套规则保护弱化

《公司法》修订放宽了回购事由限制、程序规制等,致使回购放开给债权人保护带来极大挑战,相应的配套规则未能跟上,甚至敞开了更大的口子,回购财源无限制、董事责任缺规制、回购3年内可不注销等规定

---

[10] 参见周科竞:《ST公司融资不易 \*ST新能回购股份应量力而行》,载新浪财经:<http://finance.sina.com.cn/stock/s/2019-02-18/doc-ihqfskcp6141712.shtml>,2020年3月10日访问。

[11] 参见\*ST新能:《关于回购部分社会公众股份的回购报告书》,载巨潮资讯网:<http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?orgId=gssz0000720&announcementId=1205876185&announcementTime=2019-03-06>,2020年3月10日访问。

[12] 参见范璐媛:《A股史上最強回购年近半数回购却“被套”最惨亏超40%(股)》,载百度百家号:<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1653895652123964890&wfr=spider&for=pc>,2020年3月10日访问。

[13] 参见熊锦秋:《回购注销才能最大激发投资者信心》,载新浪财经:<http://finance.sina.com.cn/zl/2018-11-02/zl-ihnfikve6722678.shtml>,2020年3月12日访问。

在一定程度上都影响了债权人的利益,应当对其给予足够的关注。

### 1. 回购财源无限制

修订后的《公司法》删除“用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出”后,上交所与深交所进一步在《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》(以下统称《回购细则》)规定上市公司回购股份可使用合法的自有资金和自筹资金。<sup>[14]</sup> 易言之,不论资金金额是否超过可分配利润,都可以用于回购股份,也就出现了前述股票未分配利润为负的濒临退市公司动用大量自有资金进行股份回购的事件。

《回购细则》中明确上市公司现金回购金额纳入该年度现金分红的相关比例计算,因此回购作为类分配机制,照理应遵循现行《公司法》第166条对于分配的规制,只有公司在弥补亏损和提取公积金后所余税后利润,股份有限公司才能按持股比例进行分配,修订前的《公司法》也正是按照这样的统一思路进行规制。修订立法草案说明针对删除“税后利润”这一回购财源规制的回应是“根据实际情况和需要”而进行的修改,但笔者认为在该项立法上,立法者的步子迈得太大了,有过分突破资本维持原则之虞,在分配的规制上,不能操之过急,需要谨慎对待。

### 2. 董事责任缺规制

修订后的《公司法》降低了回购事由规制下的第4~6项回购的决策门槛,该等回购依授权后董事会2/3多数同意即可实施,简化了回购的决策程序,缩短了决策时间,同时也强化了董事会的权力。就此,《回购细则》向董事会及董事提出要求:“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……”以及“上市公司全体董事在回购股份活动中,应当诚实守信、勤勉尽责,维护上市公司及其股东和债权人的合法权益”。但除此宣示性的话语外,《回购细则》没有关于董事责任的具体规制,没有法律后果的规定相当于没有牙齿的猛兽,

---

[14] 具言之,包括:(1)自有资金;(2)发行优先股、债券募集的资金;(3)发行普通股取得的超募资金、募投项目结余资金和已依法变更为永久补充流动资金的募集资金;(4)金融机构借款;(5)其他合法资金。

表面看似有压迫,但实际上对于妄图违法者毫无攻击力与威慑力可言,董事可能会钻监管制度的空子,伺机进行利益输送,侵害公司及债权人的利益。

### 3. 回购3年内可不注销

《公司法》修订还将3种情形下回购可不注销的期限延长至3年,而不以注销为目的的股份回购,实际上形成了库存股(或称“库藏股”),对于此,公司资产同样会向股东方向流出,但公司不需要遵守任何回购财源限制,尤其在筹资回购时,融资成本的存在也迫使上市公司在处理库存股时更为短视,届时市场上也许只是多了一批短线抄手,<sup>[15]</sup>而债权人对此无法提出任何异议或保护请求。

回购不注销的一般会计处理为:“借:库存股;贷:现金类资产”,可见公司回购股票不同于公司购买原材料等其他资产,区别在于:(1)购买原材料等属于日常业务,而库存股属于特殊性质的投资,回购而来的库藏股对于债权人而言毫无价值,<sup>[16]</sup>对于公司长远发展还有极大的不确定性风险。(2)库存股属于权益备抵科目,而非资产类科目,即在资产负债表中库存股要在所有者权益项下减项列报,<sup>[17]</sup>而非单纯的资产内部形式转化。因此,回购即便不注销,上市公司的资产负债率也会提升,从而降低了偿债能力,对债权人利益造成潜在损害。<sup>[18]</sup>

### (三) 噤声的债权人

面对回购实践带来的威胁,以及配套规则保护的弱化,上市公司债权人却鲜有发声。难道是因为上市公司均财力雄厚,债权人丝毫不担心上市公司无法偿还债务吗?笔者认为并非如此。上市公司也会发生债务危机,尤其在未来股票发行注册制改革之后,上市公司的财务盈利状况不确定性将增强。而在允许举债回购后,若市场行情受到“黑天

[15] 参见陈克:《新股份回购制度的立法逻辑与问题研判》,载《“民法典背景下的公司法改革”学术研讨会论文集》(2019年),第188页。

[16] See Phillips & Robert L, *The Concept of a Corporation's Purchase of Its Own Shares*, *Alberta Law Review*, 1977, 15(2), at 352.

[17] 参见刘燕:《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于PE/VC与公司赌场景的分析》,载《法学研究》2020年第2期。

[18] 参见王荣康:《股份回购及对债权人与中小股东的保护》,载《现代法学》2002年第24卷第3期。



鹅”事件(如“新冠”肺炎疫情)影响,股价可能有较大跌幅,而此前的高杠杆债务将容易引发连锁性的偿债违约风险,因此需要关注债权人的发声机制。而在目前的实践中,上市公司债权人发声的情形确实不常见,对此,笔者认为回购中债权人噤声主要有理性冷漠与制度缺失两方面原因。

### 1. 噤声之内因:理性冷漠

上市公司的债权人主要为大型金融机构(以国有商业银行为主)<sup>[19]</sup>以及上市公司在全国银行间债券市场及交易所市场发行的债券的持有人。对于银行等大型金融机构,即使上市公司因回购通知债权人可以要求提前清偿或者提供担保,银行可能也不愿提出这样的要求,因为提前清偿债务会导致期限利益的减少;而即便约定了担保,由于一份担保物可能对应着多个债权人,担保的存在也不能保障债权百分百得以实现,银行的不良资产率高企现象一定程度上也源于此。

对于上市公司债券持有人,其理性冷漠则源于投资的分散化及集体化行权的高成本。一般债券持有人在投资时会进行资产组合以实现风险最小化,因为时间精力有限,可能无法逐一关注对应的上市公司是否有发布回购公告或通知。此外,由于针对是否要求公司提前偿还债务或提供相应担保等议案通常需要债券持有人会议作出决议,<sup>[20]</sup>如果会议议案无法通过,则会对个人行权造成障碍。因此,集体化行权的高成本也让债券持有人望而却步,债权人自我保护意识弱,<sup>[21]</sup>集体决策的失灵,造成噤声的结果。

### 2. 噤声之外因:制度缺失

除了理性冷漠的内因之外,上市公司债权人噤声还存在制度缺失的外因。在多年的回购实践中鲜有因债权人反对而上市公司终止回购的

---

[19] 参见李悦、熊德华、张峥、刘力:《中国上市公司如何选择融资渠道——基于问卷调查的研究》,载《金融研究》2008年第4期。

[20] 参见《公司债券发行与交易管理办法》第55条。

[21] 参见葛伟军:《公司资本制度和债权人保护的相关法律问题》,法律出版社2007年版,第201页。

例子,因为在法律规制上债权人反对不构成回购的阻却事由。<sup>[22]</sup> 偶有的几个例子是由于上市公司自行增加了需债券持有人会议审议通过的前提条件,如海通证券终止回购案<sup>[23]</sup>及怡亚通终止回购案。<sup>[24]</sup> 可见,在回购决策是否执行与债权人是否同意的关系上,上市公司拥有极大自主权,许多上市公司可能因为回购的迫切需要,就忽视了债权人的意见,而也正因为制度没有统一赋予债权人反对的机会与权利,本就是“消极投资者”的债权人也就更不愿发声。

而在最新的回购立法中,允许回购事由有所增加,配套规则中回购资金来源无限放宽,董事会权力扩张而责任未落实,更是降低了债权人的积极性。制度的缺失导致债权人没有话语权,时常处于“不在场”的角色,董事与股东坐拥公司内部人的优势地位,让债权人在公司治理中的参与度极低,面对公司回购决策带来的利益威胁,债权人也无力反击,该等情形值得引起重视。

针对公司回购中的噤声债权人,一般有事由限制与财源限制两大保障,为了加强保护,两者是否都需要强化限制呢?笔者认为,事由限制可以放宽,但财源限制需要加强,这体现的是资本维持原则在现代商事实践中的“一开一合”,具体理由将在下文进行详述。

---

[22] 参见冯辉:《“维护公司价值及股东权益所必需”而回购的法律规制》,载《东方法学》2019年第6期。

[23] 2015年年末,海通证券(600837)因在有660亿元债务缠身的情况下,拟以216亿元的回购,最终债券持有人未能形成有效决议,海通证券最后决定终止回购。参见海通证券《关于停止实施回购股份的公告》,载巨潮资讯网:<http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?orgId=gssh0600837&announcementId=1201852326&announcementTime=2015-12-23>,2020年3月10日访问。

[24] 2018年怡亚通(002183)因拟以上限4.5亿元的资产进行回购,而有“14怡亚债”与“16怡亚债01”两项债务即将到期,债权人质疑怡亚通届时偿付利息及全部本金的能力,在债券持有人会议上表决反对,最终怡亚通决定放弃回购。参见怡亚通:《关于公司终止实施回购方案的公告》,载巨潮资讯网:<http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?orgId=9900003828&announcementId=1205458952&announcementTime=2018-09-21>,2020年3月10日访问。

## 二、放宽回购事由限制——股份回购概括目的条款分析

2018年《公司法》第142条部分新规符合学者所指出的“概括目的下的股份回购”定义的两个构成要件：主体为经授权的董事会，客体为“无须特定目的的股份回购行为”。<sup>[25]</sup>前者可见于《公司法》第142条第2款，后者可见于第142条第1款第6项“上市公司为维护公司价值及股东权益所必需”。坊间多认为该第6项之目的仅在于救市，不属于“无须特定目的”，但笔者认同叶林教授的观点：其目的在于形成我国股票市场扎实的基础制度，而非救市之权宜之计，<sup>[26]</sup>我们应注意到修法背后的长远规划及深远意义。笔者认为，概括目的条款的加入，实则是为未来更大程度上放开股份回购事由限制埋下伏笔。<sup>[27]</sup>

### （一）概括目的条款之历史进路

当我们将目光拉远，回溯历史进路，可以认为概括目的条款诞生于股份回购两种立法模式的制度竞争，系制度双向融合中妥协借鉴的产物，并实现了“原则禁止、例外允许”立法模式路径依赖下的借力跨越。

#### 1. 两种立法模式的制度竞争与融合

根据不同国家对股份回购的制度设计，学理上可大致归纳为“原则允许、例外禁止”与“原则禁止、例外允许”两种立法模式。美国作为“法无禁止即自由”的拥趸，崇尚第一种立法模式（自由模式），以在经济高速发展时代更为灵活地应对市场实践。<sup>[28]</sup>与之相对应的，大陆法系的多数国家奉行家长主义式立法，以“法无规定即禁止”为原则干预不在

[25] 同前注[1]，第48页。

[26] 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。

[27] 本章思路框架系受到朱慈蕴教授指导的本科生论文启发（丁孔均：《股份回购概括目的条款的法律分析——以〈公司法〉第142条第1款第6项为中心》，清华大学法学院，2019年）。

[28] 美国在20世纪70年代便开发了股份回购的代替股利分配功能，由于可以规避直接分红的高税率及管制，得到了大批的拥护者；到80年代又借回购之设计帮助公司抵御敌意收购或稳定股价，股份回购被广泛实践。参见伊云：《股份回购及其法律规制》，载《金融法苑》2001年第2期。

预设范围内的情形,对回购有诸多“紧箍咒式”的束缚(约束模式)。<sup>[29]</sup>

随着全球化进程加快,公司对提高商事效率有着迫切需要,而约束模式下的公司或苦于条条框框的束缚而缩手缩脚,或绞尽脑汁想出其他交易结构而避开监管,无论是立于原地还是“曲线救国”,其效率均低于自由模式。因此,在制度的竞争中,公司会选择营商环境更为宽松的自由模式,用脚投票的方式不断倒逼制度变革,放宽回购门槛。而在自由模式下,因回购“野蛮生长”而滋生了诸多弊端,如损害债权人利益、侵占中小股东利益、妨害市场秩序等,美国个别州也施加了些许限制,如对回购的财源规制、安全港规则、信息披露规则等,两种立法模式在竞争中走向融合。

## 2. 路径依赖下的借力跨越

道格拉斯·诺斯在《经济史中的结构与变迁》一书中提出了制度变迁的“路径依赖”,指出对历史经验的信赖强化了制度惯性的力量,既得利益的约束则压抑着创新种子的萌芽生长,继而在既定的方向上一去不回。在此过程中,突破思维的盲点,打破旧轨的局限,精准确认支点,方能实现路径依赖的借力跨越。

我国作为约束模式的典型国家,1993~2018年,在法律层面对股份回购的规定极其克制。<sup>[30]</sup> 市场实践中对回购的热情持续高涨,而立法层面一直尝试回应此热情,却依然在旧有的道路上无奈前行。在立法者考察多个国家及地区立法例后,股份回购概括目的条款终于在2018年“千呼万唤始出来”,标志着对旧有规则的质的跨越。而此次对固有局限的突破,可认为系发挥杠杆效应,以概括目的条款作为支点,最小的成本撬起了最大的收益,原约束模式的逻辑体系未受侵蚀,制度更为严密的同时,使证券市场焕发了新的生机。

---

[29] 例如,我国2005年《公司法》将例外允许的回购限制于股份有限公司的减资、合并、奖励职工、回购异议股东股份情形,且必须经由股东大会决议。

[30] 25年来,回购情形仅从减资与合并两种情形,扩大到减资、合并、员工股权激励、回购异议股东股份四种情形,且多有行政干预色彩。在行政规章及政策层面,出台了《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》(2005年)以及《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》(2008年)、《上市公司以集中竞价交易方式回购股份业务指引》(2013年)。

## (二) 概括目的条款之比较法分析

奉行约束模式的各个国家及地区多在与自由模式的角力中选择增加概括目的条款,降低授权门槛,扩大允许回购的情形,而各概括目的条款立法例下的主要差异在于授权允许回购的决策规则以及授权的情形范围限度不同。以下将对欧盟、日本及我国台湾地区的立法例进行评述,并与我国大陆的现行条款进行比较,以期发现可资借鉴之处。

欧盟《第二号公司法指令》<sup>[31]</sup>第18条与第19条第1款第1项结合明确了欧盟为约束模式,且授权机构为股东大会,授权需明确回购项目和条件、股份取得限额等,第19条第2款同时规定了无须股东大会授权的例外情形:“公司为避免遭受严重而急迫的损害而有必要取得自己股份时,可以排除本条第1款第1项规定之适用。”<sup>[32]</sup>该概括目的条款以损害的重要和紧急程度作为允许回购的判断标准,有进一步解释的宽广空间,也对德国、法国等欧盟成员国及英国的回购立法产生了深远影响。<sup>[33]</sup>

日本公司法对股份回购制度的规定则经历了近180度的大转变。<sup>[34]</sup>1993年,日本《关于股份回购及持有的管制问题》的出台,规定了“为避免重大、迫切的损害”允许回购的口径。1年后,新《日本商法典》第210条第3项规定:“为达成公司权利实行的目的所必要时,可允许公司回购股份。”在授权模式上,更是增加了允许股东大会及章程的概括授权。<sup>[35]</sup>2006年新《日本公司法》第155条第(13)项规定“除前各项所列的情形外,法务省规定的情形”为允许回购拉开了大口子,该兜底条款直接将立法层级降低,以满足政府与社会对公司治理的需求。<sup>[36]</sup>

[31] 欧共体理事会1976年12月13日,第77/91号。

[32] 参见刘俊海:《欧盟公司法指令全译》,法律出版社2000年版,第23~24页。

[33] 同前注[3],第22页。

[34] 根据学者的研究,大致可以分为三个阶段,分别为1994年《日本商法典》修订前的“原则禁止、严格例外许可”阶段,1993~2001年的过渡阶段,2001年之后的“原则允许但附条件”的阶段。参见平力群:《日本公司法修订及其对公司治理制度演化的影响——以种类股制度和股份回购制度为例》,载《日本学刊》2010年第5期。

[35] 1994年《日本商法典》允许股东大会对董事会进行概括授权,而在《日本股份销除特别法》中,允许公司在章程中规定授权予董事会。参见前注[1],第50页。

[36] 日本立法者对股份回购的态度已趋近于自由模式,其在十余年间能实现平稳迅速转舵,或许秘诀就在于设置的股份回购概括目的条款,以接纳股份回购为目标,但无需对原有制度进行“伤筋动骨”的大幅度修改,即可满足需求。

我国台湾地区于2000年7月通过了“证券交易法(修订案)”,其中第28条之2第1项规定“为维护公司信用及股东权益所必要而买回,并办理消除股份者”允许回购,而删去了原草案中该项规定的“前提条件”——市场暴跌而导致股份非正常下跌,体现了立法者拓宽适用情形的考量。在授权模式方面,台湾地区亦直接通过“法律”将决策权概括地授予董事会,且董事会只需履行事后报告程序,<sup>[37]</sup>可谓台湾地区“公司法”董事会中心主义的彰显。

在我国大陆2018年修法过程中,原《公司法》第142条草案提及的“避免公司遭受重大损害”“其他情形”等类似兜底内容都被删去,最终仅留下了“维护公司价值及股东权益”的字眼,自比较法视角分析,大陆地区此次修法结果主要参考台湾地区相关立法例,目前放宽股份回购情形或比欧盟与英国更宽松,但明显比日本范围更窄。在授权模式方面,吸收了欧盟、日本立法上授权模式的有益经验,增加授权来源,并可见立法者对股东会、董事会权力配置改革的决心。

立法者根据当下的国情在反复斟酌、仔细推敲后选择了目前的立法模式,其特点主要在于:(1)内涵的抽象性与延展性:概括目的条款含义射程可涵盖范围广,价值取向可解释空间大,有弹性的措辞可用于多种场合;(2)成果的有效性:实证数据表明,股份回购概括目的条款可以“四两拨千斤”的杠杆效果及时地回应回购热情,增强投资者信心;(3)制度的前瞻性:赋予了执法者一定自由裁量权,为难以预测的未来回购的其他情形留下了巨大可能性,避免了过于细致带来的法规滞后弊端。

### (三)我国概括目的条款之解释

具体到针对“维护公司价值及股东权益所必需”的解释,目前学界对此缺乏一致解读,何谓“公司价值”“股东权益”,在何种程度上属于“必需”,都是极富想象空间的词汇。《回购细则》第2条第2款对低股

---

[37] 对所涉回购情形的要求为“三分之二以上董事出席且出席董事多数决”,同时规定“董事会之决议及执行情形,应于最近一次之股东会报告”。

价的前提条件的强调,<sup>[38]</sup>乍一看像是为救市而量身定做的条文,但我们需要注意到兜底条款的存在。正如前文所述,此次修法并非一时兴起,该条文除了对当下客观形势的处理外,仍为未来的其他情形保留了解释空间。

### 1. 公司价值:公司财务视角

现代公司财务理论的基础是公司能够创造并实现价值最大化,<sup>[39]</sup>在公司财务视角下,公司价值是资产负债表中显示的公司资产总额,而非仅指公司净资产。根据美国经济学家 Franco Modigliani 与 Merton H. Miller 提出的“无关性定理”(irrelevance theorem),在理想状态下,公司价值与资本结构和股息政策无关,而取决于投资组合。<sup>[40]</sup>投资方式包括债权投资与股权投资。易言之,债权人与股东都是公司价值的分享者,其不同之处在于债权人享有优先清偿权但只有还本付息的投资收益,而股东清偿位次劣后但可获得剩余价值的投资收益。

公司价值反映的是公司未来现金流量的资本化价值,即投资者根据其对公司盈利能力与风险水平的预期而愿意为获得公司未来现金流量而支付的价格。<sup>[41]</sup>维护公司价值并非仅指维护公司股价,债权投资也蕴含在公司价值最大化之内,我们希望通过公司价值这一规范性概念,给予公司回购较为宽松的价值引导,<sup>[42]</sup>呼吁在股份回购配套制度设计中赋予债权人更多话语权与决定权。

### 2. 股东权益:利益衡平视角

股东作为公司所有者,维护其权益是现代公司制度的通则,但这并

---

[38] 该款规定,动用新《公司法》第142条第1款第6项的前提条件是:(1)股价低于最近一期每股净资产;(2)连续20个交易日股价跌幅累积达30%;或(3)中国证监会规定的其他条件。

[39] See George J. Papaionnou, *The Challenge of Corporate Value Management: A Financial Perspective*, 1 Int'l L. Dig., 2002, 141-158, at 142.

[40] See Franco Modigliani & Merton H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, *The American Economic Review*, 1958, 48(3): 261-297.

[41] See Fama, E., *Market Efficiency, Long-term returns, and Behavioral Finance*, *Journal of Financial Economics*, 1998, 49: 283-306.

[42] 参见陈克:《新股份回购制度的立法逻辑与问题研判》,载《“民法典背景下的公司法改革”学术研讨会论文集》(2019年),第174页。

非等同于拥护“股东权益至上”理论。笔者认为“利益相关者”理论<sup>[43]</sup>在伦理和经济上都优于“股东利益至上”理论,原因在于:(1)在伦理上,承担更多的社会责任能得到更多道义上的肯定,过分显眼的单方利益至上会受到质疑与挑战;(2)经济学理论一般认为风险承担与经济效益收获应成正比,但公司风险的真正承担者往往是第三人(如债权人),其可能与收益无关且经常无法预测并控制风险,<sup>[44]</sup>这极易导致不公平的失衡,因此“股东利益至上”的理论在经济学上也站不住脚。

在回购场景下,维护股东权益的实质内涵更在于股东自我利益与公司整体利益平衡。现代公司制度下,股东共担风险与收益,可以说是“达摩克利斯之剑”基础上致富机会的民主化,<sup>[45]</sup>这也构成公司整体利益的一部分。债权人作为公司的财务资助者之一,其利益也与公司整体利益密不可分,债权人利益得到满足,公司才能得到长远稳定发展。因此,在维护股东权益时,也需要考量与公司整体利益及债权人利益的平衡。

### 3. 必需:弹性限度视角

作为一个限度词,“必需”有其解释弹性与多面特性。一方面,“必需”彰显了立法者的审慎态度,在为“维护公司价值和股东权益”不得已时方可回购,重点强调其“必要性”,所选择之方案应属经过收益成本分析后“客观上必要而最好之方法”。<sup>[46]</sup>另一方面,却也可以解读为“有所需要,即取即用”,相较于欧盟的“避免遭受严重而急迫的损害”之条件,我国现行规定更显宽泛:(1)在频繁程度视角,我国允许了公司的常态化回购行为,而非偶发的困境自救,因此针对同一家公司发布多次回购预案的情形十分宽容。<sup>[47]</sup>(2)在解释空间维度,“避免遭受损害”系反

[43] See Freeman. R. E., *Strategic Management: Stakeholder Approach*, MA: Pitman, Boston, 1984.

[44] 参见罗培新:《公司道德的法律化:以代理成本为视角》,载《中国法学》2014年第5期。

[45] 许倬云:《许倬云说历史:这个世界病了吗?》,上海文化出版社2014年版,第46页。

[46] 而与之形成对照的是,资本雄厚的德国三大银行以维护股价为理由每年进行的回购金额高达其营业额的2%~6%,其为此援引德国法下的概括目的条款之“避免遭受严重而急迫的损害”,则饱受理论界的诟病。同前注[3],第64页。因为其回购常态化已突破了该款的应有之义,但在我国概括目的条款之“为维护公司价值和股东权益”下,该行为则完全在含义射程范围内。

[47] 同前注[3],第23页。



面消积极定,需举证损害,“维护价值利益”为正面积极定,需举证收益,二者在涵盖范围上已有较大差距,前者保守式防御,后者开放式进攻,不论是文义解释,还是立法目的解释,后者的解释外延都宽于前者。

综上所述,从公司财务视角去理解“公司价值”,从利益平衡视角理解“股东权益”,能得到不同层次叠加的解释效果,加之以“必需”的联结,将强化股份回购决策应遵循的审慎原则,明确配套制度应恪守的衡量尺度。因此,为了该股份回购概括目的条款的规范意义考虑,“公司价值”与“股东权益”的解释二者不可偏废,而其亦涵盖了稳定股价、反敌意收购、替代股利分配等情形,在未来的制度体系中将有更大的解释空间。

但在放宽事由限制的同时,仍需要坚守资本维持原则这一保护债权人的底线规则,回购财源应进一步规制。境外经验中对于分配的标尺发展出了不同的路径,产生了偿债能力测试标准等变革,但基于我国大陆的具体国情,笔者认为不能盲从而彻底放弃资本维持原则,下文将对此进行阐述。

### 三、增加回购财源规制——路径选择之分析

正如前文所言,回购作为一种公司资产向股东方向流出的方式,实质上属于广义的分配,应该纳入分配的统一规制。而资本维持原则作为保护债权人的底线规则,其根本在于以维持基础资本的方式防止资产不当分配给股东。因此,许多国家和地区在放开回购管制的进程中,对回购财源依旧有所规制。然而,传统的资本维持原则在实践中似乎无法跟上时代的步伐,以美国为代表的国家和地区为修正资本维持原则内涵而不断探索,一些州甚至全盘放弃了资本维持原则,转向偿债能力测试标准,以之作为公司分配的尺度。

我国在市场经济持续稳定发展、公司的经营活动更加丰富活跃的背景下,面对债权人保护路径应如何选择是一个值得深思的问题,下文将

针对回购财源规制这一具体切入点进行分析。<sup>[48]</sup>

### (一) 资本维持原则与偿债能力测试

资本维持原则与偿债能力测试是保护债权人的两种路径,不同国家和地区在路径选择上有一定分歧,限于文章讨论重点,以下将主要以回购财源为中心分别展开论述,试图挖掘境外经验的可资借鉴之处。

#### 1. 坚守资本维持——限制回购财源

传统的资本维持原则下设一系列否定性的子规则,其中包括“除非公司有足够的可分配利润,否则禁止公司分配与回购”。<sup>[49]</sup>因此,在商事实践的发展进程中,回购虽逐渐从约束模式国家和地区的“禁止清单”中脱离,但公众公司的财源规制依旧较严格,代表地域为欧盟、日本及我国台湾地区。

欧盟系严守资本维持原则之典型,其要求公众公司的回购资金来源仅限于可分配利润金额。欧盟《第二号公司法指令》规定,公司回购不得使净资产低于实际购回金额与不可分配公积金之和。<sup>[50]</sup>同时,公司回购股份后,还需提取回购等额公积金,通过限制该部分资金使用的方式维持公司资本,实现保障公司债权人权益之初衷。<sup>[51]</sup>

类似地,《日本公司法》第461条规定:“……仅可动用可分配利润来进行回购。”另外,《日本公司法》还在第449条规定可以减资盈余和资本公积进行回购,但是要额外履行类似减资的债权人保护程序,<sup>[52]</sup>以保障债权人利益不因股东或董事之不当行为而减损。

我国台湾地区“公司法”在回购财源规制方面规定公司可以盈余或

---

[48] 此处不论及因第142条第1款第2项、第4项合并、异议股东回购请求权而涉及的被动回购财源,因被动回购财源规制背后还有其他法理基础,本文篇幅有限,不再赘述。

[49] 傅穹:《公司资本维持原则的现代思考》,载《社会科学战线》2004年第1期。

[50] 同前注[32],第22~24页。

[51] 从英国公司法的修订来看,虽然出现了大幅检讨资本维持原则的相关规定,但英国在公众公司买回财源限制上仍较为严格,受欧盟规定的影响颇深:公司仅可选择新发行股本或以利润进行回购,而且若运用利润回购,需要有等额“资本赎回储备金”作为保障。针对新发行股本回购,其实质为仅改变资本的表现形式,只是在公司内部以不同的样态出现,循环流动,而不会对外部的债权人产生利益损害。参见Keenan, Denis J.:《公司法》,朱羿锜等译,法律出版社2005年版,第132页。

[52] 参见[日]近藤光男:《最新日本公司法》,梁爽译,法律出版社2016年版,第94页。

通过发行新股买回股份,而于第167条之1第1款规定买回员工库藏股的资金来源可以扩大至资本公积金。另外,我国台湾地区“证券交易法”第28条之2第2项规定,股份有限公司买回自己股份的总额,不得超过保留盈余、股本溢价及资本公积金。易言之,除股本外,资本公积金、盈余公积金及未分配利润都有可能作为股份有限公司的回购财源。<sup>[53]</sup>

综上,约束模式的国家和地区一般要求以可分配利润或盈余作为回购财源,即使在最宽松的情形下,也规定回购财源不得超过股份公司的股本限制,坚守着资本维持原则这一债权人保护的底线规则。

## 2. 以偿债能力测试代替财源规制

“资本空洞化”的商事实践背景让美国探索甩掉声明资本的静态路径,偿债能力测试成为变革的新可能。因为从实质意义上看,公司分配是通过资产负债表的左边(“资产”项)来进行的,盈余不能被分配,<sup>[54]</sup>仅盯住盈余、声明资本等被认为是呆板落后的做法,回购的财源规制也被逐渐抛弃。

美国1984年修订的《标准商业公司法》直接放弃了“盈余”的概念,提出了双重偿债能力测试标准。双重测试是指“衡平偿付不能测试”与“破产测试”,两者区别在于偿债时点的差异,前者是公司资产现时的流动性,关注的是公司利润表与现金流量表,如果公司在回购的前后时点不能清偿当下的到期债务,则应阻止该项回购;而后者是对公司破产时财务的清算,<sup>[55]</sup>关注的是资产负债表,如果公司回购会导致总资产小于总负债,则也应阻止该项回购。但不论盈余如何,只要同时通过了两项测试,就可以进行回购。

学者指出,偿债能力测试模式实际上是将保护债权人的功能交由破产法完成,<sup>[56]</sup>这是一种“简单粗暴”的处理方式,在公司的资产池里,只

[53] 参见李晓春:《论公司买回自己股份之财源限制——比较法考察及我国立法模式之选择》,载《法商研究》2015年第4期。

[54] 同前注[7],第119页。

[55] 同前注[7],第141页。

[56] 参见夏戴乐:《公司财务视角下的资本维持原则》,清华大学博士后研究报告,2018年9月。

要公司把债权人所需的水舀给他,履行偿债义务,立法就不需要规制资产池里的水到底有多少,<sup>[57]</sup>债权人也无需判断公司整体的资本如何、盈余如何,公司能享受更充分的自由。在此意义上,资本维持就成了一句空谈而无须被遵守。<sup>[58]</sup>此外,欧盟委员会公司法高级专家组也提出框架报告建议用公司偿债能力测试替代资本维持原则,<sup>[59]</sup>他们认为前者能解开对公司的束缚,也不在实质意义上构成对债权人的辜负。

偿债能力测试带来的启示在于:关注动态的资产与负债情况才是债权人保护的真谛,而有学者据此认为资本维持原则注定是失败的保护方式。<sup>[60]</sup>应当注意到公司资本无法与公司信用等量齐观,公司资本数量不代表公司履约能力,<sup>[61]</sup>需要构建新型的债权人保护范式,以破除传统上对于公司资本制度保护债权人功能的迷信。<sup>[62]</sup>资产成为更重要的判断因素,被认为是公司信用的核心参考。<sup>[63]</sup>但是否要彻底放弃资本维持原则,转而全面拥抱偿债能力测试呢?美国特拉华州、加利福尼亚州中间道路的选择或许能带给我们一些新的思考与启示。

## (二) 中间道路的选择

美国特拉华州、加利福尼亚州是知名商业友好州,众多上市公司都将注册地择在这两处,公司的“用脚投票”侧面反映了两州立法符合诸多商业实践的需要。在资本空洞化的浪潮席卷而来时,加利福尼亚州、特拉华州公司法选择的不是墨守资本维持原则的成规,也不是迅速转向

[57] 参见邓峰:《资本约束制度的进化和机制设计——以中美公司法的比较为核心》,载《中国法学》2009年第1期。

[58] 实践对此的回应是,由于在一定程度上满足了商事效率的需要,彻底放弃资本维持原则成了美国大多数州选择的路径。See McGough, Philip., *Statutory Limits on a Corporation's Right to Make Distributions to Shareholders: The Law Distribution in the 1984 Revised Model Business Corporation Act*, Akron Law Review, 1987, 21(1): 27-44.

[59] 参见殷盛:《欧盟的公司资本制度变革》,载《法学》2007年第9期。

[60] See Andrew Hicks & S. H. Goo, *Cases & Materials on Company Law*, Oxford University Press, Sixth Edition, 2008, p. 289.

[61] 参见吴冰清:《论债权人保护:从资本信用到资产信用——以2013年公司法修正案为视角》,载《法制与社会》2014年第7期。

[62] 黄辉:《公司资本制度改革的正当性:基于债权人保护功能的法经济学分析》,载《中国法学》2015年第6期。

[63] 参见赵万一:《资本三原则的功能更新与价值定位》,载《法学评论》2017年第1期。

偿债能力测试,而是灵活地接受商业实践对传统路径的消解,<sup>[64]</sup>渐进地寻求传统与创新的中间道路。

### 1. 特拉华州发展进路

特拉华州在回购财源方面一直有所限制,《特拉华州普通公司法》第160(a)(1)条规定:“公司可以用现金或实物为对价,回购、回赎或接受、收取其自有股份,但不得削弱公司资本或者由此可能导致公司资本受到任何削弱……”在1975年的 *Farland v. Wills* 一案中,特拉华州法院认为,根据第160条的规定,并无必要“初步断定资本存在实际减值”。相反,如果回购将导致债权人权利受到损害的,法庭应根据法律原则禁止公司回购本公司股份。<sup>[65]</sup>

但在商业实践发展的进程中,特拉华州走向了一条“资本维持原则+偿债能力测试”的中间道路。比如,2015年的 *TCV VI, L. P. v. Trading Screen Inc.*<sup>[66]</sup> 一案中,在面临赎回优先股的章程条款与特拉华州对回购的普通法限制之间紧张关系时,特拉华州法院选择了后者,认为受制于公司实际财务状况,公司需要保证在可预见的未来持续经营,不会因回购而产生债务无法清偿甚至导致清算的威胁,由此明确回购中的债权人保护精神。<sup>[67]</sup> 该判例与2010年 *SV Inv. Partners, LLC v. Thought Works, Inc.*<sup>[68]</sup> 案、2013年 *Carsanaro v. Bloodhound Technologies, Inc.*<sup>[69]</sup> 案中特拉华州法院所遵循之逻辑一以贯之:在法定资本溢余作为回购财源规制的基础上,回购不得损害公司资本,且不得使公司因回购

[64] 参见刘燕:《对赌协议与公司法资本管制:美国实践及其启示》,载《环球法律评论》2016年第3期。

[65] See *Farland v. Wills*, No. 4888, 1975 WL 1960, at \*6 (Del. Ch. Nov. 12, 1975).

[66] See *TCV VI, L. P. v. Trading Screen Inc.*, No. CV 10164 – VCN, 2015 WL 1598045, at \*4 (Del. Ch. Feb. 26, 2015).

[67] 在该案中,原告TCV基金认为被告Trading Screen的资产净值扣除已发行股票的面值后,公司的法定资本溢余足以回购其股份,其回购请求系基于公司章程7.1条之请求权基础,且符合《特拉华州公司法》第160条的规定。但法院认为,除了制定法限制外,特拉华州普通法也对回购进行了限制,股东(含优先股股东)的权利劣后于债权人。

[68] See *SV Inv. Partners, LLC v. Thought Works, Inc.*, 7 A.3d 973 (Del. Ch. 2010).

[69] See *Carsanaro v. Bloodhound Technologies, Inc.*, 65 A.3d 618 (Del. 2013).

而资不抵债。<sup>[70]</sup> 该路径吸收了资本维持原则与偿债能力测试的要求,是一种渐进的改革思路,值得借鉴。

## 2. 加利福尼亚州发展进阶

在1975年之前,加利福尼亚州的立法还保留着严格的分配盈余账户规制,而回购比分配的财源更广,回购可以不按要求分配减少盈余额的情况下从声明资本中支付。<sup>[71]</sup> 随后,加利福尼亚州立法对回购的财源进行了一收一放的中和处理,放弃了声明资本、减资盈余等概念,但将回购统一于公司分配框架下,其参考标准也是美国通用会计准则(GAAP)下的动态财务数据。相对美国其他放弃声明资本制的州所采取的偿债能力测试模式而言,加利福尼亚州的“类资本充足率”模式更显严格。<sup>[72]</sup> 其具体回购财源规制如图2所示:

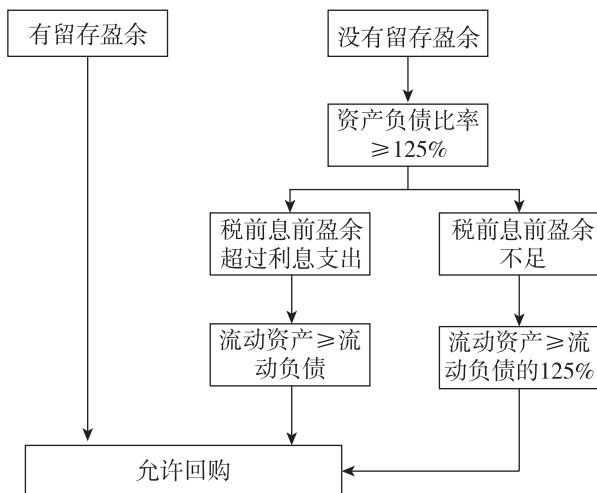


图2 加利福尼亚州回购条件示意<sup>[73]</sup>

[70] See Del. Code Ann. tit. 8, § 154 (West).

[71] 公司的分配财源可来源于:(1)收益盈余;(2)上一个会计期间不少于6个月至1年的净利润;(3)减资盈余或缴入盈余。See Dreyfuss, Gilbert, *Distributions to Shareholders under the New California General Corporation Law*, *Loyola of Los Angeles Law Review*, 1976, 9(4):839-864.

[72] See Anderson, Andrew B. III., *California's New General Corporation Law: Dividends and Recapitalizations of Shares*, *Pacific Law Journal*, 1976, 7(2):645-672.

[73] See Cal. Corp. Code Art. 500, 501, 502.

有学者认为,加利福尼亚州回购条件的设置立足于财务数据,充分考虑到了股东与债权人利益冲突之间的理性平衡,<sup>[74]</sup>“类资本充足率”模式是一种值得借鉴的尝试,给后来的美国阿拉斯加州与英联邦国家带去了启示。<sup>[75]</sup>虽然加利福尼亚州因为资本空洞化的现实而选择破除声明资本的概念,但从其回购财源规制的调整仍以留存盈余为界看来,其并非全面抛弃对公司基础资产的维持而彻底转向偿债能力测试模式。此外,该模式同时通过资产负债比率来确保公司资产拥有偿债能力,因此可以认为加利福尼亚州也选择的是更为缓和的中间道路。中间道路顺应了公司资本约束软化与资产规制补强的趋势,或许值得我国立法参考学习。

### (三)我国回购财源规制之修正路径

2013年我国公司资本制度发生了重大革新,公司法修改对公司资产流入资本形成阶段放松了管制,从实缴制改为认缴制,被认为是一定程度上突破了传统资本三原则的束缚。而2018年《公司法》修改及《回购细则》规定极大放宽了回购财源规制,似乎又有在公司资产流出阶段突破资本维持原则之势。但笔者认为不应全面抛弃资本维持原则,具体到回购财源规制上可以选择中间道路。

#### 1. 在保留中完善资本维持原则

针对资本维持原则的去留,存在诸多争议。质疑资本维持原则的声音主要有3个理由:(1)资本维持原则是历史产物,对当下债权人保护有时代局限性,<sup>[76]</sup>资本数额已失去其担保功能,与债权人保护没有逻辑上的关联性。<sup>[77]</sup>在未来,公司的流动力或清偿力将会取代资本维持原

[74] 参见傅穹:《公司利润分配规则的比较分析》,载《法学论坛》2004年第19卷第3期。

[75] 比如,英国政府修改了公司法,为鼓励投资公司(其资产为对其他公司的投资)更好地管理资本结构,允许投资公司以资本利润回购其股份,但同时提出了资产至少为负债的1.5倍的相对比率要求。参见 Keenan, Denis J.:《公司法》,朱羿锟等译,法律出版社2005年版,第136页。

[76] 参见冯果:《论公司资本三原则理论的时代局限》,载《中国法学》2001年第3期。

[77] See J. B. Heaton, *Solvency Tests*, *The Business Lawyer*, 2007, 62(3): 983 - 1006, at 985.

则,<sup>[78]</sup>要真正实现对债权人的保护,需要关注源头,即公司的偿付能力。(2)资本维持原则作为资本确定原则的配合,若在资本形成阶段的最低注册资本已经取消,在资产流出阶段也就无维持必要,强制限制难以降低代理成本。<sup>[79]</sup>(3)债务契约、看门人机制、保险机制、偿债能力测试等已经为债权人提供了更科学的保护机制,资本维持原则可以退出历史舞台。

针对前述观点,也存在反驳意见:(1)资本维持原则虽看似在债权人保护上有所缺漏,但实际上已经过滤了很多潜在违法行为。我国并没有出现严重的资本空洞化,如果盲目取消保护资本维持的屏障,其预警和提示功能也将不复存在,<sup>[80]</sup>反而得不偿失,增加破产法的压力。(2)虽然我们进入认缴时代,但“真实出资”的理念也尚未过时,依旧会有实际出资,资本维持的参照物依旧存在。(3)针对替代保护机制的问题,现行信息披露机制不够完善,债务契约机制也有谈判成本,而偿债能力测试也有很大模糊性,比如要精准判断清偿能力需要考量何等因素,如何确定财务基础等,这些实质上的资产信用判断,需要通过系统性的复杂的综合因素来辅助决策,<sup>[81]</sup>而资本维持则提供了更为简单的操作规制。

笔者倾向于保留资本维持原则,认同其过滤违法的作用及真实出资的要义,且在我国现阶段信用社会不发达的情形下,资本维持原则仍有其必要性,如回购财源仍需要规制。资本维持原则作为保护债权人的底线规则,在我国的现实国情下,依旧有其存在必要性,不过需要一些修正与改进,以使其焕发新的生机。立法应当根据商业实践的需要,剔除过于僵化陈腐的部分,不再拘泥于静态的资本数字。<sup>[82]</sup>因此,回购事由限制可以放宽,而在回购财源规制中也可以开放地吸纳偿债能力测试中的有益理念,完善资本维持原则,走中间道路,真正实现防止公司资产的不

---

[78] See Geoffrey Morse, *Charlesworth's Company Law*, Sweet & Maxwell, Seventeenth Edition, 2005, at 159.

[79] 同前注[21],第201页。

[80] 参见蒋大兴:《质疑法定资本制之改革》,载《中国法学》2015年第6期。

[81] 参见陈甦:《资本信用与资产信用的学说分析及规范分野》,载《环球法律评论》2015年第1期。

[82] 资产信用改革下,法律无须以资本维持为由禁止回购,需要关注的是资产的变现能力和程度。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。



当流失。

## 2. 中间道路上的具体规制

美国特拉华州、加利福尼亚州的中间道路体现了资本维持与偿债能力测试兼收并蓄的模式,可供参考,当然此处所指“走中间道路”并非原样照搬特拉华州与加利福尼亚州的经验,而是借鉴其理念,强调的是对过往传统的反思,以及对新型视角的拥抱。具体到我国回购财源,现行《回购细则》将自有资金、股债募资、借款及其他合法资金均作为可用于回购的资金来源,范围极宽,过分突破了资本维持原则,需要加以规制。

### (1) 自有资金

学术上对“自有资金”似没有统一定义,只能从一些规定中略窥端倪,如“基金管理公司可运用以本外币计价的资本金、公积金、未分配利润及其他自有资金进行投资……”<sup>[83]</sup>就此可以推导出自有资金至少将资本金(股本)、公积金(包括资本公积金与盈余公积金)、未分配利润涵盖在内,可见《回购细则》所允许的财源范围之宽。

在资本维持原则理念要求下,股本作为上市公司的基础资产,若非经债权人保护程序,不应作为回购财源,否则将动摇公司信用的根基。而资本公积金作为资本的溢价所得,原则上系为公司资本担保所设,只能用于公司经营活动,而不能用于利润分配,对其规制应与股本同一。我国台湾地区“证券交易法”允许资本公积金作为回购财源,学者也对此展开了诸多批评,认为其“完全违背资本维持原则,漠视公司债权人的利益”。<sup>[84]</sup>至于盈余公积金是否可用于分配,一般有“纯利标准”与“溢余标准”两种限制,前者遵循“无盈利不分配”原则,后者认为公司拥有累积盈余即可分配。<sup>[85]</sup>我国现行《公司法》第166条对于分配的规定体现了较为严苛的“纯利标准”,但该标准无法解释在公司当年盈利亏损

[83] 参见《基金管理公司固有资金运用管理暂行规定》(中国证券监督管理委员会公告201333号),载中国证监会网站:[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201308/t20130809\\_232400.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201308/t20130809_232400.htm),2020年3月13日访问。

[84] 参见黄铭杰:《自己股份买回与公司法草案——财政部“库藏股”制度草案的问题点与盲点》,载《台大法学论丛》1998年第28卷第1期。

[85] “累积盈余”即净资产超过股本和资本公积金的余额。参见刘燕:《会计法》(第2版),北京大学出版社2009年版,第321页。

状态与以前年度相反时如何处理分配问题,而以累积盈余作为公司分配基础,则可以避开该等问题。<sup>[86]</sup>更重要的是,按照 *Trevor v. Whitworth* 案留下的古老法则,资本维持原则所针对的是公司股东或董事人为造成公司资产不当流失的机会主义行为,<sup>[87]</sup>不应要求公司弥补亏损与提取公积金后才可分配,资本的缓冲垫没有必要过分厚实。盈余公积金作为盈余的一部分,在经济实质上属于股东,从中进行分配也不会损及债权人利益,同时也更符合公司自治的需求。综上,从累积盈余中进行分配,不损及公司资本,盈余公积金与未分配利润属于累积盈余,应可直接作为回购财源。但若要用股本与资本公积金,则需先强化债权人保护。

## (2) 股债募资、借款及其他合法资金

与“自有资金”相对的概念是“自筹资金”,《回购细则》为自筹资金赋予了很大的解释空间。业界对筹集外源性资金多有质疑的声音,尤其通过债务融资来进行回购将影响债务结构,导致财务风险增大,<sup>[88]</sup>降低公司偿债能力,如果出现加杠杆回购,濒临退市上市公司强行负债回购等行为,将极大损害债权人利益。<sup>[89]</sup>我国台湾地区也曾经存在是否允许筹资回购的争议,但最终反对派赢得上风,倾向于债权人保护的观念被认可,外源融资借款未能进入回购财源许可范围。<sup>[90]</sup>

笔者认为,上市公司选择筹资回购,有两种可能的情形:(1)上市公司有累积盈余,但出于会计测算或自有流动资金的考虑而不愿使用。在这种情形下,筹资回购不损及公司资本,也不占用公司自身大量资产,可不要公司履行债权人保护程序,以方便公司周转资金。(2)公司没有充足累积盈余而进行筹资回购,这种情形则需要进行规制。如在回购前

[86] 同前注[85],第321页。

[87] 同前注[2],第186页。

[88] 参见朱晓莉:《我国上市公司股票回购的独特性及发展》,载《商业会计》2007年3期。

[89] 但深圳证券交易所对此的回应是为活跃金融通允允许负债回购,而将通过要求“上市公司完善内部管理制度,充分考虑资金状况,确保股份回购不损害上市公司的债务履行能力和持续经营能力”来进行规制。参见《深交所新闻发言人就发布〈深圳证券交易所上市公司回购股份实施细则〉答记者问》,载深圳证券交易所网站:[http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20190111\\_564058.html](http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20190111_564058.html),2020年3月14日访问。

[90] 同前注[3],第84页。

征求债权人意见,以债权人同意作为回购的前提条件,让债权人不再被迫噤声。此外,根据中间道路的思考路径,可结合偿债能力测试模式,在资本之外引入公司有息负债、流动资金、资产负债率等反映公司资产情况的数据,重点关注回购后公司是否能够清偿当期债务,以切实约束公司,让资本维持原则与债权人保护之间建立更加直接的联系。由此,即使3年内公司未将回购所得股票注销,对公司偿债能力产生一定影响,只要设定明确门槛让债权人无理由相信未来债权能够得以实现,则新增的回购3年内可不注销的条款可能不会为债权人所诟病,这也有利于库藏股制度的完善。

综上,回购原则上不应超过公司累积盈余之金额,如若公司要动用股本与资本公积金,或者筹集超过累积盈余金额的资金进行回购,可以借鉴中间道路的经验,引入偿债能力测试或施加类资本充足率要求,综合考量回购对债权人的损益影响。而若公司回购将造成债务履行不能,应禁止回购,以切实实现债权人保护。

#### 四、完善回购配套机制——董事责任与信息披露

在回购事由限制与回购财源规制之外,为实现债权人保护,对董事责任规制与信息披露强化等配套机制也应予以重视。就前文所言,在股份回购概括目的条款下,董事会经授权成为决策机构,但其自由裁量权的限度需要加以把握。出于对公司自治及商事效率的需要,董事会与管理层的决策受商业判断规则的保护。而这也是债权人担忧的来源,股东选举产生的公司董事会成员及其选择的雇员依其职能掌控着公司的运营和管理,“从债权人的角度来看,这就是让一群饥饿的山羊去看守一堆大白菜”。<sup>[91]</sup>

为了实现“有权必有责”的要义,在保留资本维持原则的前提下,公司应保持资本充实,而在公司运营中,该等义务自然直接归属于公司的董事与管理人员,从法理维度论,以合理对价进行日常交易构成了其信

---

[91] 同前注[7],第100页。

义义务,<sup>[92]</sup>对董事及管理层责任的规制至关重要(以下简称“董事责任规制”)。而债权人作为公司外部人角色,信息不对称成为债权人保护的一大障碍,为避免其落入完全“局外人”的窘境,应强化信息披露制度,争取在最大限度上降低债权人的交易成本。

### (一)董事责任规制

在2018年《公司法》修订以后,董事会将在股份回购决策中扮演着更为重要的角色,资本维持原则对其提出了维持或改善公司资产状况的更高要求。在受商业判断规则保护的同时,应更强调董事的信义义务,以“董事偿债能力声明”等规制落实董事的回购承诺责任,完善债权人救济机制。

#### 1. 信义义务规制

商业判断规则是董事会决策的保护机制,其基本内涵为“董事会对基于合理的信息和理性作出的经营决策不承担责任”。<sup>[93]</sup>但在美国法下,对商业判断规则也存在限定,董事作出的有利益冲突或者自我交易的决策无法得到豁免条款的保护。<sup>[94]</sup>易言之,董事对公司应承担忠实义务与注意义务,所构成的信义义务即可以视为商业判断规则的边界。

而董事除了应对公司承担法律规定的信义义务之外,在一些特殊情形与特定交易下,对公司债权人也负有信义义务。<sup>[95]</sup>美国第十一巡回法庭在 *Munford v. Valuation Research Corp.*<sup>[96]</sup>案中指出,董事在公司无力偿还到期债务时进行违法分配或股份回购,应有必要追究其责任。事实上,回购是董事行使决策权的一个特殊场合,因为董事在回购中拥有

---

[92] 同前注[57]。

[93] [美]罗伯特·W. 汉密尔顿:《美国公司法》(第5版),齐东祥组织翻译,法律出版社2008年版,第339页。

[94] 《特拉华州普通公司法》第102(b)(7)条也明确规定了商业判断规则的例外情况:如果董事被认定为对公司不忠诚、实施恶意非法行为或不当牟取私利,则与之相关的决策无效。

[95] 比如,当公司濒于无力偿债时,董事应对公司债权人负责,因为此时董事管理公司资产的基础应为债权人利益,而在财务状况恶化时,董事作为公司内部人却更有可能为股东利益而使得债权人陷入高风险的漩涡。参见杨光:《企业濒临破产时与破产重整程序中的董事信义义务研究》,载《法治研究》2015年第1期。

[96] *Munford v. Valuation Research Corp.*, 98 F.3d 604,610 (11th Cir. 1996).

特殊优势与潜在利益,其可以通过内幕交易等方式从中牟利。<sup>[97]</sup> 结合前文提及的回购修法以来濒临退市公司动用大量资金进行回购现象,虽然濒临退市并不意味着即走到破产边缘,但目前上市公司主要是因为财务状况大幅恶化而被迫濒临退市,管理层机会主义倾向更为明显,两者联系的紧密性仍会让债权人忧心,我们需注意该等场合下董事的责任规制。<sup>[98]</sup>

综上,如果商业判断规则带来的董事信用成了“幌子”,“信用”的泛滥将突破信义义务的边界,而上市公司财务状况恶化会造成危机,在资不抵债情形下,董事对债权人也应负有信义义务。此外,任何路径选择都需要配套机制。比如,在美国的偿债能力测试模式下,与股份回购配套的是强制董事承担责任风险。<sup>[99]</sup>

## 2. 回购承诺责任规制

正如前文所述,我们应强化董事责任规制,但学者指出我国尚无完善的董事对债权人的信托义务体系。<sup>[100]</sup> 立法者对此作了一定程度的努力,但只有宣示性的话语及无牙齿的规定,<sup>[101]</sup> 在实际操作层面的落实可能效果不佳,要想阻遏违信行为的发生,应当施加法律后果的规制,比如

[97] See Jesse M. Fried, *Open Market Repurchases: Signaling or Managerial Opportunism*, *Theoretical Inq. L.*, 2001, 2:865 - 894.

[98] 在澳大利亚 Walker v. Wimborne 案中,法院认为在公司正常经营期间,董事承担信义义务的对象可能也包括债权人,因为如果无法及时追责,在公司未来真的走到濒临破产的境地,债权人人们对所剩不多的残羹冷炙竭力争抢,滥用权力的董事却可能带着早已隐匿的财产置身事外。因此,只有使得董事权责一致,才能减少公司破产对债权人的威胁。参见赵旭东主编:《上市公司董事责任与处罚》,中国法制出版社2004年版,第61页。

[99] See Andreas Engert, *Life Without Legal Capital: Lesson from American Law*, in Marcus Lutter (ed.), *Working Paper for "Legal Capital in Europe"*, *European Company and Financial Law Review*, 2006, at 26.

[100] 同前注[21],第259页。

[101] 例如,《回购细则》规定:“上市公司全体董事在回购股份活动中,应当诚实守信、勤勉尽责,维护上市公司及其股东和债权人的合法权益。”

日本、加利福尼亚州等所规定的损害赔偿责任人。<sup>[102]</sup>

我国的《回购细则》虽已要求回购过程中董事及高管应承诺“不损害上市公司的债务履行能力和持续经营能力”,但承诺对象不明,有理论认为其所针对的对象应是债权人等利益相关者,因而建议在《公司法》中明确规定若董事及高管违背该等义务,债权人也可向法院诉讼索赔。<sup>[103]</sup>但在我国现行追责体系不完备的现实下,该等建议可能亦难落实,董事偿债能力声明或许是一个妥当的配套措施。

英国公司法明确且详细地规定了在偿债能力测试模式下,独立董事或所有董事必须对公司的偿债能力出具法定声明。该声明必须包含许可支付的资本的数额,并且必须说明董事已经对公司业务与发展前景进行了全面尽职调查,并针对公司的偿债能力与持续经营能力进行保证。<sup>[104]</sup>有诸多学者认可该方案的高效性,<sup>[105]</sup>甚至有学者指出,即使针对实际减资,“经由银行的担保或董事的偿债能力声明,或许是一个更高效率的选择”。<sup>[106]</sup>有鉴于此,笔者也认同回购财源规制在引入偿债能力测试或类资本充足率要求的同时,可以增加董事偿债能力声明机制,要求董事在因公司回购股份导致偿债不能的场合向债权人承担连带赔偿责任。

## (二) 强化信息披露

公司是一系列契约的集合,信息则是契约集合的基础和控制工

---

[102] 日本公司法明确规定了违法分配情形下,董事对债权人的损害赔偿责任人,“进行违法股利相关的业务执行的董事及在决议违法股利的股东大会提出议案的董事,有义务支付违法股利额,该等义务属于过失责任”。参见崔文玉:《日本公司法精要》,法律出版社2014年版,第230页。加利福尼亚州同样有类似的规定,如果董事赞成了违法的分配方案,其应与公司一起对未同意的债权人承担连带赔偿责任,除非董事善意或已尽到注意义务。See Cal. Corp. Code art. 316(a)(1), 309(c).

[103] 参见熊锦秋:《回购细则应明确董事责任》,载《董事会》2018年第12期。

[104] 声明保证内容一般为:(1)回购后,公司能够清偿其债务;(2)董事保证公司在回购后1个年度内可以持续运营。同时,董事的声明还需要附加董事会的审计员报告,要求审计员对前述的董事承诺出具无保留意见。参见前注[51],第133页。

[105] 参见李晓春:《论公司买回自己股份之财源限制——比较法考察及我国立法模式之选择》,载《法商研究》2015年第4期。

[106] 同前注[49],第252页。

具,<sup>[107]</sup> 债权人作为站在外部的利益主体,其对公司财务状况等信息有着巨大的渴求,但存在信息不对称的障碍,因此强化信息披露至关重要。

### 1. 公权力强制信息披露

公权力是强制公司信息披露的重要外力,如果全权交由公司做趋利避害的披露选择,债权人很可能会误信公司财务状况,在公司资产被消耗之前急于要求及时清偿。<sup>[108]</sup> 而除了发挥维护投资者利益、消除社会内部弊病与市场内部低效作用外,强制性信息披露规则也理应作为债权人保护的持续性策略。<sup>[109]</sup>

我国上市公司的信息披露其实已经有监管机构的诸多规制,<sup>[110]</sup> 交易所还可以要求未合规披露的上市公司补充披露相关信息、暂停或者终止回购行为,<sup>[111]</sup> 体现了交易所对公司违法行为的监管力度与打击决心。但是正如前文提及的监管机构对债权人保护的忽视问题,《回购细则》中对回购财源等涉及债权人利益的信息关注度不够。笔者建议要求上市公司在回购方案中明确资金来源,自有资金、自筹资金的描述过于笼统,应细化到资金拨付具体渠道,以及说明是否超过累积盈余的金额。如若接受董事偿债能力声明的模式,该等声明以及审计中介机构出具的相关报告都应在公开渠道予以披露。在要求公司主动披露信息的同时,还应提高企业失信成本,<sup>[112]</sup> 明确违法处罚,完善民事、刑事及行政责任的体系化规制。

### 2. 私主体之间信息披露——以债务契约介入

在公权力强制性信息披露之外,面对“调整性债权人”,债务契约保护下的信息披露更有针对性。<sup>[113]</sup> 黄辉教授指出契约机制是保护债权人

[107] See Michael C. Jensen, William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, at 357.

[108] 同前注[21],第145页。

[109] 参见傅穹、仇晓光:《强制性信息披露对债权人保护的法律变革》,载《西南民族大学学报》(人文社会科学版)2010年第6期。

[110] 如《证券法》《上市公司信息披露管理办法》及上交所、深交所等自律监管规定。

[111] 参见《深交所新闻发言人就发布〈深圳证券交易所上市公司回购股份实施细则〉答记者问》,载 [http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20190111\\_564058.html](http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20190111_564058.html), 2020年3月10日访问。

[112] 参见施天涛:《公司资本制度改革解读与辨析》,载《清华法学》2014年第5期。

[113] See Hideki Kanda, *Debt Holders and Equity Holders*, *J. Legal Stud.*, 1992, 21: 431 - 448.

的基础机制,<sup>[114]</sup>表达了以自由债务契约机制平衡股东与债权人利益的赞同。债务契约作为一项监督公司行为的权力和手段,可以有效解决公司与调整性债权人之间由于信息不对称带来的第三类代理问题。

具体而言,在债务契约机制下,债权人在签约的事前、事中、事后阶段都会有信息披露的权利和要求,债权人可借此掌握更多主动权和话语权。在事前阶段,债权人一般会作尽职调查,要求公司披露业务、财务等相关材料,确认借款公司能满足债务偿还的财务指标。在事中与事后阶段,债务契约可约定监管条款,通过设置“对外投资”等行为限制预警机制作为非财务指标,要求公司履行“提交审计报告”、重大事项告知义务等,预防公司股东、管理层对债权人价值的侵占。<sup>[115]</sup>

综上,尽管强化公权力会增加监管负累,鼓励债务契约中的信息披露将增加交易成本,力量的博弈甚至可能影响交易的达成,但是对公司内部行为施加更多的干预和介入,鼓励债权人对公司信息披露提出要求,发挥债权人在公司治理中的作用依旧是高收益低成本之举。<sup>[116]</sup>

## 五、结语

历史学家许倬云指出:“我们不能单单把模仿西方当作现代化的门径,现代文明已经老化——模仿与复制一只老羊,其结果是复制出一只刚出生就已经老化的新羊。”<sup>[117]</sup>通过借鉴境外理论及经验,我们应探究其境内适用性,并提出有中国特色的创新的具体方案。在债权人保护路径的选择上,应保留资本维持原则,但同时根据商业实践需要进行“一开一合”的调整,放宽回购事由限制,增加回购财源规制。回购财源原则上

---

[114] 参见黄辉:《公司资本制度改革的正当性:基于债权人保护功能的法经济学分析》,载《中国法学》2015年第6期。

[115] 也可以要求债务人披露反映会计稳健性文件、派驻债权人代表进行财务控制等介入公司治理的条款以抑制过度投资。参见陶晓慧、柳建华:《资产替代、会计稳健性与债权人保护》,载《财经理论与实践》(双月刊)2010年第4期。

[116] See Douglas G. Baird, Robert K. Rasmussen, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, U. Pa. L. Rev., 2006, 154: 1209 - 1252.

[117] 许倬云:《许倬云说历史:这个世界病了吗?》,上海文化出版社2014年版,第6页。



不应超过公司累积盈余之金额,如若公司要动用股本与资本公积金,或者筹集超过累积盈余金额的资金进行回购,可以借鉴中间道路的经验,引入偿债能力测试或施加类资本充足率要求,综合考量回购对债权人的损益影响。在配套制度上,应强化董事责任规制,借鉴偿债能力声明等模式落实回购承诺责任,并通过公权力强制与私主体债务契约介入来强化信息披露,构建具体制度为债权人发声赋能。

(编辑:姜沅伯)