

## 无面额股规则的创新与守成： 不真正无面额股

——《公司法(修订草案二次审议稿)》规则评述

叶林\* 张冉\*\*

**摘要：**面额股有助于确保公平和协助债权人，无面额股则能提高融资效率。我国长期采用面额股，并与公司资本、登记和会计等关联。《公司法修订草案(二)》局部修正了面额股规则，发行无面额股的公司遵循注册资本限额的前提下，可以将不少于一半的发行收入计入注册资本。从而出现两种注册资本计算规则。公司将发行收入计入注册资本和资本公积金时，可以劣后使用资本公积金弥补亏损，但需财政部门制定相应规则，并同时考虑面额股和无面额股转换的会计处理。

**关键词：**面额股 无面额股 注册资本 资本公积金

---

\* 中国人民大学民商事法律科学研究中心研究员、法学院教授。

\*\* 中国人民大学法学院博士研究生、民商事法律科学研究中心研究人员。

## 引言

股票是股份有限公司股份的表彰形式,在理论上可分为面额股和无面额股。面额股系在股票票面上记载某个货币金额的股份,公司章程往往也载明公司股份总数和每股股份的票面金额。无面额股的票面仅载明所代表的股份数量,而不记载每股的票面金额。由于公司章程通常载明了公司股份总数和/或每个股东持有的股份数量,每个股份时常可换算成公司股份总额的一个比例,遂可将无面额股称为比例股。<sup>[1]</sup>有学者将无面额股进一步区分为记载式无面额股和纯粹无面额股,前者指股票票面上不记载股票金额,但公司章程规定每股最低发行价格的股票,后者不仅具有了无面额股的表面特征,且在公司章程中亦不存在有关股票发行价格的规定,真正实现了股票的无面额、无限价。

现行《公司法》采用的是全面面额股规则。公司章程应当载明每股金额(第81条)。公司在发行股票时,招股说明书应当载明每股的票面金额(第86条);发行价格可以按票面金额,也可以超过票面金额,但不得低于票面金额(第127条)。在公司发行股票所得股款中,与票面金额相等的部分计入公司注册资本(第80条)、超过股票票面金额的发行价格发行股份所得的溢价款列为公司资本公积金(第167条)。由此可见,我国《公司法》不仅确立了面额股规则,还将面额股规则与公司资本、债权人保护、公司登记和财务处理等事项关联,已经形成一套相互牵连、运行稳定的规范体系。

我国本次启动的公司法修改工作首次承认了无面额股。按照《公司法(修订草案二次审议稿)》(本文以下简称《公司法修订草案(二)》)第142条的规定,公司章程可以“择一采用面额股或者无面额股”,从而创设了公司自由选择模式。但在我国《公司法》自1993年颁布至今均适用面额股规则的背景下,若全面采用无面额股,立法者需要

---

[1] 参见叶林:《公司法研究》,中国人民大学出版社2008年版,第249页。

设计一套崭新的规则体系；若采用自主选择模式，要么设置分别适合面额股和无面额股的两套规则，要么创设一套兼容两种股票面额的崭新体系，尤其在采用选择模式下，容易形成无面额股模式与面额股模式在实践中的竞争关系。因此，不仅应在理论上分析两种模式的优劣，还要关注两种模式并存时的实践效果，避免在形式上采用了面额股和无面额股的选择制，在实践中只有面额股模式的情况。本文在阐释《公司法修订草案（二）》之无面额股规则的基础上，结合我国面额股规则的成因和制度功能，分析《公司法修订草案（二）》无面额股规则的实质，探讨无面额股规则与公司注册资本和资本公积金等规则之间的动态关系，以完善《公司法修订草案（二）》的无面额股规则。

## 一、从“面额股”的历史中走来

域外各国各地区的实证法既未始终坚持面额股规则，也未全面接受无面额股规则，而是存在“面额股模式”“无面额股模式”“不真正无面额股模式”三种。在我国，《公司法》仅规定了面额股，《公司法修订草案（二）》拟定了无面额股规则，出现了从面额股向无面额股的转变趋势。

### （一）股票票面金额的三种模式

#### 1. 面额股模式

面额股曾是域外普遍采用的股份类型。<sup>〔2〕</sup> 英国则是最早规定面额股的国家，英国 1844 年《股份公司法》规定，依据该法设立的公司必须在设立协议中声明其拟议资本和任何额外资本的数额，资本（如果有的话）分成同等股份以及股份的总数；英国 1855 年《有限责任法》引入了“名义资本”，并规定有限责任适用于每股股票名义价值不少于 10 英镑的公司。英国 1862 年《公司法》再规定，在设置股本的公司中，公司备忘录必须载明“公司拟注册并分成一定数额的股份的资本金额”，

---

〔2〕 See Stephen M. Bainbridge, *Corporate Law* (3rd ed.), St. Paul: West Academic, 2015, p. 463.

此后的公司法案都包括了类似内容。<sup>[3]</sup> 英国理论界质疑英国面额股,认为股份在最自然意义上就是无面额股,指出“股票票面金额是一个历史概念,可以认为,它不再代表股东对公司的真实投资,或者对债权人来说,很少是衡量公司不可分配股本的真实标准”,认为“英国公司法中的股本规则之所以如此复杂且令人费解,归因于面值股份。如果试图改变既有困境,可行的办法就是仿效美国与加拿大的做法,但除非这种引进是强制性的,否则将没有丝毫意义”。<sup>[4]</sup> 引入无面额股的主张得到了英国科恩委员会、葛茨委员会和詹金斯委员会的关注;2000年公司法评估指导小组则建议在封闭公司中引入无面额股。<sup>[5]</sup>

然而,英国2006年《公司法》依然坚持面额股制度。该法第542条是关于“股份的名义价值”的条款,第1款规定“具有股本的有限公司的每一股份,必须具有固定名义价值”。针对该条所称固定名义价值,学者将其解释为“名义价值”(nominal value),又称为票面价值(parvalue),是指在备忘录或章程中载明的每一股份的固定价值。股份的票面价值,代表了公司作为股份的交流,必须要求收到的作为出资额的最低价值<sup>[6]</sup>。该条第2款还规定“配售没有固定名义价值的股份,是无效的”,第3款进一步规定“具有股本的有限公司的股份,可以以任何货币计价并且不同的类别股份可以以不同的货币计价”。与该等面额股规则相关,该法第580条第1款规定“公司股份不得折价配售”,违反者应当按照第2款承担责任。此类面额股可称为“强制面额股模式”。

## 2. 无面额股模式

英国面额股规则曾深刻影响欧美公司法,但部分受到影响的国家和地区已转型到全面无面额股模式。这些国家和地区主要指美国的部

---

[3] See Christopher Noke, *No Value in Par: A History of the No Par Value Debate in the United Kingdom*, Accounting, Business & Financial History, Vol. 10, p. 14, 2000.

[4] 英国公司法教授高尔语。转引自傅穹:《重思公司资本制原理》,法律出版社2004年版,第157页。

[5] 参见王心茹、钱凯:《公司资本制度功能转变背景下无面额股的引入》,载《西南金融》2018年第11期。

[6] 葛伟军译注:《英国2006年公司法》(第3版),法律出版社2017年版,第446页。

分州、部分英联邦国家(不含英国)和部分东亚地区国家和地区。一般认为,最早实行无面额股的是美国纽约州。纽约州律师协会委员会于1892年提出,股票面额只是一个人设定的数值,具有欺骗性;1899年其再次提出以无面额股作为对渗水股等问题的解决方案;在1911年的报告中更是指出,“假如我们一开始就允许无票面价值体系存在,这也许是一个聪明的做法而且可以避免因为强制大家去执行无票面价值体系而招致的一些困难——很多人可能一开始会反对。我很有信心地说……假如允许两种方式都存在,一旦新体系运作起来,你很快就会看到公司在处理其财产的价值时,会主动地选择新的无票面价值体系”〔7〕。最终,无面额股被1912年纽约州公司法正式承认〔8〕。随后,比利时于1913年允许发行无面值股票;南非、加拿大、澳大利亚和新加坡等原英联邦国家也陆续采用无面额股。我国香港地区于2014年修改《公司条例》时引入无面额股制度,并在专门研究普通法系的做法时提出“在其他可资比较的普通法司法管辖区,无面值股份制度已越来越获认同和接受。澳洲、新西兰及新加坡已采纳强制性无面值制度,而且并无遇到任何明显困难。把配发股份须经股东同意的规定扩及授予认购股份或将证券转换为股份的权利(公司条例草案第135条及第136条)”〔9〕。在东亚地区,日本《商法》在2001年以前分别规定了面额股和无面额股,此后则“将有关面额股或无面额股的规定全部替换为有关股份的规定”〔10〕,从而形成“强制无面额股模式”。

### 3. 中间模式

有些国家和地区则通过改造传统的面额股模式,形成一种介于面额股和无面额股之间的中间模式,即在法条上并列采用面额股和无面额股,授权公司自行选择面额股或者无面额股;同时,立法者特别设置了无面额股的发行价格限制条款。欧盟国家普遍采用这种“中间模

---

〔7〕 《1911年纽约律师协会公告报告》,转引自官欣荣、李泫永:《公司法证券法诸改革与新探索》,人民法院出版社2006年版,第257页。

〔8〕 See N. Y. Sess. Laws 1912 C 351. 11 Fletcher Cyc. Corp. § 58, 60.

〔9〕 香港立法会CB(1)2221/11-12号文件,档号:CB1/BC/3/10。

〔10〕 [日]前田庸:《公司法入门》(第12版),王作全译,北京大学出版社2012年版,第68页。

式”或选择模式。欧盟国家采用中间模式的普遍做法与《欧盟公司法第二号指令》规定有关。该指令第8条第1款规定,“股份的发行价格不得低于其票面价值。在无面值股份的情形下,股份的发行价格不得低于其记账金额”。此条款被称为“固定资本原则”,通常认为“根据该原则,股份必须具有固定的票面(货币)价值(表面价值)或者根据固定的注册资本总额和份数可以间接计算得出的每股票面价值”,因此不是真正的无面额股份制度。<sup>[11]</sup>换言之,“欧盟法禁止真正的无票面价股份,即只记载所占公司股份数而不记载资本总额或仅记载最低资本额”<sup>[12]</sup>。《欧盟公司法第二号指令》的选择模式深刻影响了成员国。德国《股份法》于1998年修订之后允许股份公司选择发行有面额股或者无面额股。该法第8条规定,“股票可以作为有面额股或作为无面额股设定”(第1款),“无面额股不记载票面金额。一个公司的无面额股以同一范围参与股本。股数与各股的股本数额,不得低于1欧元”(第3款),<sup>[13]</sup>也即如果公司发行无面额股,每一股份在公司总资本中所代表的份额不得低于1欧元。<sup>[14]</sup>德国引入无面额股的原因在于欧元的实施,“因为采用比例股就不用表明每股的面值,这样就无须将马克换算为欧元,也就不会出现换算中必然出现的余额折算问题了”<sup>[15]</sup>。与德国改革的原因相同,法国1998年也准许公司章程中不再保持股票面额的规定。<sup>[16]</sup>在东亚地区,韩国于2011年修订商法时引入了无面额股,其第329条规定,“章程有规定的,公司可将股份全部发行为无面额股。但发行无面额股的,不得发行面额股;公司不得既发行面额股,又

---

[11] See Ferran E. & Ho L. C., *Principles of Corporate Finance Law* [PDF e-book], Oxford University Press, 2014, pp. 177 - 178.

[12] [德]斯蒂芬·格伦德曼:《欧盟公司法(上册):基础、公司治理和会计法》,周万里主译,法律出版社2018年版,第198页。

[13] 参见《德国商事公司法》,胡晓静、杨代雄译,法律出版社2014年版,第68页。

[14] See Cahn A. & Donald D. C., *Comparative Company Law*. New York: Cambridge University Press, 2010, p. 68.

[15] [德]托马斯·莱塞尔、[德]吕迪格·法伊尔:《资合公司法》(上册),高旭军等译,法律出版社2005年版,第286、287页。

[16] 参见[法]伊夫·居荣:《法国商法》(第1卷),罗结珍、赵海峰译,法律出版社2004年版,第814页。

发行无面额股”<sup>[17]</sup>。允许公司择一选择发行面额股或者无面额股模式有时也被称为“不真正无面额股模式”。

美国和加拿大被认为是采用无面额股的典范国家,但这种说法并非绝对正确。美国公司法包括了 50 个州制定的公司法(以下简称美国州立公司法),自纽约州于 1912 年修改法律允许公司发行无面额股股票后,的确有许多州引入了无面额股,但是有的仍然采用面额股,从而形成美国法上特有的竞争关系,即由投资者自行选择在哪个州组建公司。同时,美国《示范公司法》未排除公司选择或创设面额股的做法。根据美国《示范公司法》第 2 章第 2 节(b)规定,“公司章程可以载明以下内容……(2)符合法律规定的关于以下内容的规定:……授权发行的股票或者各类股票的票面值”。官方评论指出,这一条款允许双方选择受票面价值条款的约束,如果仍愿意这样做的话。如果公司计划在一个以票面价值为依据计算特许税和其他税的州中开展业务,那么选择可以选择的票面价值可能是有用的。<sup>[18]</sup>从美国州立公司法和美国《示范公司法》来看,美国公司法采用的是一种“以无面额股为原则、以面额股为例外”的特殊规范模式,而不是纯粹无面额股模式。<sup>[19]</sup>与美国类似,加拿大 1917 年《公司法》规定了无面额股,不过无面额股在实践中并没有被公司广泛应用。根据统计,在 1917 年至 1918 年,574 家公司中只有 7 家采用无面额股;1923 年至 1924 年的 639 家公司中,仅有 55 家公司的股份属于无面额股。<sup>[20]</sup>

## (二) 我国面额股的历史成因

在我国,面额股规则自被纳入 1993 年《公司法》时起,就被注入历史基因并与其他公司法规范相协调,共同构造出一整套公司法规范。这套公司法规范兼有历史和时代的双重属性。立法者在决定引入无面

---

[17] [韩]崔竣璿:《韩国公司法》(上),王延川、崔嬉燕译,中国政法大学出版社 2020 年版,第 159 页。

[18] 参见[美]罗伯特·W. 汉密尔顿:《公司法概要》,李存捧译,中国社会科学出版社 1999 年版,第 104 页。

[19] 参见刘连煜:《公司法理论与判决研究》,法律出版社 2002 年版,第 171 页。

[20] See R. G. H. Smalls & T. D. Blair, *The No Par Value Share under the Dominion Companies Act*, Contributions to Canadian Economics, Vol. 7, pp. 7 - 20, 1934.

额股时需要考虑面额股依托的特定社会背景,否则无法逃避对既有公司法的路径依赖。

### 1. 始于注册资本管制

1993年《公司法》出台前,我国普遍存在以“资金”数额衡量企业(公司)资本的做法,将“资金”、“注册资金”和“注册资本”等概念纳入当时的规定中。<sup>[21]</sup>例如,1982年《工商企业登记管理条例》第5条规定,“工商企业应当登记的主要事项:……资金总额……”1985年《公司登记管理暂行规定》第5条则规定,“开办公司应当具备以下基本条件:……(三)与生产经营或服务规模相适应的资金(自有资金应占一定的比例,银行贷款不能视作自有资金)和设施”;该暂行规定再规定,“公司章程应载明下列事项:……(四)注册资金数额及来源……”1988年《企业法人登记管理条例》开始采用“注册资本”的概念。根据该条例第9条规定,“注册资本”是“企业法人登记注册的主要事项”,第12条则将注册资本解释为国家授予企业法人经营管理的财产或者企业法人自有财产的数额体现。从上述规定来看,我国在股票和股票市场出现前,通常采用资金或注册资金等概念,未采用股份或份额等概念。

上述规则影响到刚刚起步的股票市场。在《公司法》出台前,股票发行系由中国人民银行及其上海市分行、深圳市分行负责管理。为符合当时企业登记的规定,上海市和深圳市仿照货币的观念,在股票上采用“一股一元”的做法。例如,中国人民银行深圳市分行《关于深圳市股票印制管理的暂行规定》第1条规定股票“实行一手一票制,全市各发行公司的股票统一规定每股面值为一元;按不同公司的股票,分别确定若干股为一手,每一手发出一张股票。每一手(张)股票的股数由发行公司提出意见,报我行审定”。1990年上海市人民政府发布的《上海市证券交易管理办法》第23条第2款规定“股票不得折价发售”。与此同时,为适应大面额股票的发行和交易,获准发行股票的公司大多采

---

[21] 参见马庆泉、吴清主编:《中国证券史:1978~1998年(第一卷)》,中国金融出版社2009年版,第44~45页。

用每张股票数百元或千元面值。<sup>[22]</sup> 上述规则和实践说明,早在“股份有限公司”和“股份”概念之前,我国就出现了股票的概念,国务院相关部委和地方政府在试验股票制度的过程中,已经开始推行面额股,以便保持与彼时的企业登记规则相协调。

## 2. 面额股的最终形成

20世纪90年代初,我国正式引入股份有限公司、股份和股票等的概念。其中,原国家发改委1992年发布的《股份有限公司规范意见》和国务院1993年发布的《股票发行与交易管理暂行条例》是两个标志性立法。《股份有限公司规范意见》第27条第1款、第2款规定,“公司不得发行无面值股票。股票的发行价格不得低于股票的面值”。《股票发行与交易管理暂行条例》第15条规定,“本条例第十三条所称招股说明书应当按照证监会规定的格式制作,并载明下列事项:……(四)公司现有股本总额,本次发行的股票种类、总额,每股的面值、售价,发行前的每股净资产值和发行结束后每股预期净资产值,发行费用和佣金……”第22条第1款还规定,“拟公开发行股票的面值总额超过人民币三千万元或者预期销售总金额超过人民币五千万元的,应当由承销团承销”。该暂行条例第30条甚至提出了面额股股票的特别意义,“股份有限公司申请其股票在证券交易所交易,应当符合下列条件:……(三)持有面值人民币一千元以上的个人股东人数不少于一千人,个人持有的股票面值总额不少于人民币一千万元……”上述规定均反映了我国采用了面额股。

基于上述经验,1993年《公司法》第78条第1款规定,“股份有限公司的注册资本为在公司登记机关登记的实收股本总额”。该条第2款规定,“股份有限公司注册资本的最低限额为人民币一千万元。股份有限公司注册资本最低限额需高于上述所定限额的,由法律、行政法规另行规定”。第79条规定,“股份有限公司章程应当载明下列事项:……(四)公司股份总数、每股金额和注册资本……”1993年《公司

---

[22] 1984年11月18日,中国上海第一家经中国人民银行上海市分行批准,向社会公开发行股票股份制企业上海飞乐音响(600651)公司成立,并向社会发行每股面值50元的股票1万股。这是中国改革开放以来发行的第一张上市股票,也是新中国成立以来第一次公开向社会发行的股票。

法》第131条突出了面额股的地位,该条第1款规定“股票发行价格可以按票面金额,也可以超过票面金额,但不得低于票面金额”。随后3款分别规定了对溢价发行的批准、溢价款的财务处理和管理办法,形成了面额股与公司资本的结合。

在1993年《公司法》施行出台后,立法机关先后进行过5次修改或修订,但未改变股票票面金额规则。2013年《公司法》删除公司最低注册资本限额的规定,也未改变面额股规则。就此而言,1993年《公司法》正式确立且始终坚持的面额股规则,系如实反映既有规定和做法,但未见立法机关针对面额股和无面额股作出取舍的论证意见。

## 二、股票票面金额的功能扩张

多数国家最初采用面额股规则,直到最近一二十年,部分国家和地区才从面额股转向无面额股。需要指出,面额股规则和无面额股规则有其特定目的和功能,功能的改变和再认识往往左右了立法者的选择。面对面额股规则的绵长历史,立法者在引入无面额股时,需要对面额股和无面额股的功能作出理性评价。

### (一) 面额股的传统功能:确保公平与协助债权人

通常认为,面额股规则承载了保护股东公平认购股份和协助保护债权人的制度功能。因每股股票的面额相同,股东若按照同等价格认购股份并获得同等保护,面额股便具备了“确保股东公平”的功能;<sup>[23]</sup>又因公司章程记载了股份票面金额和总数,以便公司债权人在直观了解公司股款或资本规模的基础之上决定是否与公司交易,面额股遂具有“协助保护债权人”的功能。<sup>[24]</sup>理论界不乏对面额股规则上述功能的阐述。刘连煜教授认为票面金额的功能有二:一是确保公平性,即确保新设公司中股东间之平等对待;二是“协助公司债权人之功能”,即

[23] See Hamilton R. W., *The Law of Corporations* (4th), St. Paul, West Publishing Co., 1996, p. 128.

[24] See Manning B. & Hanks J. J., *Legal Capital* (4th), St. Paul, Foundation Press, 2013, pp. 27-30.

协助债权人评估公司风险。<sup>[25]</sup> 曾宛如教授也提出,面额股兼顾保护股东与债权人之双重功能:一是可确保所有股东均有认缴金额,防止低价认购稀释其他股东持股;二是面额乘以已发行股份数形成注册资本,该资本额非经特殊程序不得发还股东,形成清偿债权的安全垫。<sup>[26]</sup> 英国学者佩林斯也支持二功能说。<sup>[27]</sup>

从股东角度来说,面额股标注了股票票面金额,奠定了股东按照同等价格认购公司股票的基础,有助于确保股东的公平地位。然而,确保公平性的功能主要体现在公司设立阶段。在设立阶段,发起人或初始股东按照相同价格认购公司的全部股份,全部收入计入公司股本,没有折扣发行带来的困扰,无害于公司债权人,这种做法堪称简要而精确。但在公司发行新股时,这种简单明了的做法开始变得复杂。<sup>[28]</sup> 公司每次发行新股的时间和价格往往不同。例如,公司可能根据自身情况决定发行普通股或者优先股,也可以自行决定发行价格。因此,新股发行通常不同于公司在设立时向发起人发行股票,面额股无法迫使公司每次采用同等价格发行新股。在这个意义上,面额股有助于确保公平性,系指在公司设立时按照同等价格向股东发行股票,但无法迫使公司在新股发行中公平对待所有股东。所以,不能将确保公平性简单扩张至公司发行新股。

从债权人角度来看,面额股显示了每股票面金额,辅之以公司章程记载的股份总数,可以显示公司在设立时的资本规模,这便于债权人直观识别公司偿债能力并据此判断是否与公司发生交易。但不能以此为据却推演出面额股具有保护债权人的功能。一个原因是,面额股只是一种记载形式,未必当然反映公司运行中的实际财务状况,如果债权人过分信赖票面金额,反倒容易被误导。另一个不容忽视的原因则是,债

---

[25] 参见刘连煜:《票面金额股与无票面金额股》,载刘连煜:《公司法理论与判决研究》,法律出版社2002年版,第174~175页。

[26] 参见曾宛如:《低面额股与无面额股对台湾地区公司资本制度之冲击与影响》,载朱慈蕴主编:《商事法论集》(第27卷),法律出版社2016年版,第157页。

[27] 参见[英]R. E. G. 佩林斯、A. 杰弗里斯:《英国公司法》,上海翻译出版公司1984年版,第169页。

[28] 同前注[1]叶林书,第250页。

权人保护规则涉及公司法和公司法以外的规则,其中,公司法主要涉及公司告知义务和公司财务制度,公司法以外的规则还包括合同、物权和破产等规则,面额股规则显然无法替代其他机制。因而更为妥当的说法是,面额股提供了一个帮助债权人了解公司财务信息的工具,但不应将保护债权人利益强加在面额股上。

仅从股东和债权人角度概括面额股功能的学术性总结带有天然的局限性,因其忽视面额股对公司资本的影响和功能。或许正因如此,朱慈蕴教授特别提出了“招徕投资者功能”<sup>[29]</sup>。这说明我国学者开始注意到股票面额对于公司的价值,已关注到公司发行股份的目的和效果。在理论上,股份代表了公司股本的一定份额。股东为了获得公司发行的股份,必须向公司缴纳股款;公司在收受股款后,要向股东授予股份,还要将股款分别纳入注册资本和/或资本公积金。由于股款是公司运营的财产基础,无论公司以折扣方式发行股票,还是股东出资不实,都将影响公司的信用和运行。因此,在总结票面金额的功能时,应当兼顾股东、债权人和公司三方利益,尤其不应忽视股份之于公司的融资功能。

## (二) 无面额股的新功能:融资功能

现代公司面临从自然成长向融资成长模式的转变,资本聚集功能已成为评价股票票面制度的重要指标。例如,上市公司通过发行新股筹资金,不仅为投资者提供了新的投资渠道,也有利于提高资源配置的效率。应该承认,面额股也具有融资功能,却未能有效提高融资效率。一个好的股票票面金额规则应当是便利融资的规则。在此种分析路径下,便利公司融资和提高股份转让效率日渐成为票面金额的重要评价标准。<sup>[30]</sup>

现行《公司法》延续了面额股的传统规则,明确排除了无面额股且禁止公司采用折扣方式发行股票。从静态来看,禁止折扣发行是指不得低于票面金额发行股票,因此其自然成为面额股制度的重要组成部

---

[29] 参见朱慈蕴、梁泽宇:《无面额股制度引入我国公司法路径研究》,载《扬州大学学报(人文社会科学版)》2021年第2期。

[30] 同前注[1]叶林书,第251~252页。

分。禁止折扣发行规则看似提高了公司资本的稳定性,却形成了对公司再融资的不合理限制。汉米尔顿(Hamilton)教授曾就融资限制进行了分析。假设某公司在设立阶段以100美元/每股的价格发行了一批股票。一年后,该公司决定再次进行股权融资,但证券市场的交易价格为80美元/每股。在此种情景下,若该公司面临以下困境:如果仍以100美元/每股的价格发行,则将难以筹集资金;如果以80美元/每股的价格发行,则违反了禁止折扣发行规定。<sup>[31]</sup>事实上,禁止折扣发行规则也未必总是有利于债权人。因为债权人利益主要依赖于公司资产和信用,公司只要能够发行新股,即使采用折扣方式发行,通常也能提高公司的资产规模和偿债能力,从而有助于满足债权人利益。如果过度约束公司再融资,外部投资者无法以合理价格向公司投入资金,公司将难以改善财务状况和偿债能力。相反,允许公司再融资并以合理价格发行新股,将是同时有利于公司、股东和债权人的做法。因此,从动态来看,面额股与禁止折扣发行规则的叠加,导致发行价格不得低于票面金额,使得股票票面金额就演变成股票发行的最低价格,无法满足市场需求。

面额股规则实际上发挥着调整股票发行价格的功能,这本身就是对股票市场定价机制的干预,其正当性容易受到质疑。公司在运行阶段拟发行股票筹资时,如果二级市场的股票交易价格低于股票票面金额,那么将会出现发行失败的结果。因为即使是有意向公司投资的投资者,也不会认购公司发行的新股,而会优先选择在交易市场上购买低于票面金额的股份。<sup>[32]</sup>面额股引发的融资难问题对于经营出现困难的公司尤为严重。在公司市况不好却需增资时,强调不能以低于面额的价格筹资,将置公司于或者通过债权方式融资或者破产的境地。所以在融资问题上,“无面额股没有面额,也就不存在折价发行问题,解决市价已低于面额之公司筹资难题”<sup>[33]</sup>。例如,某公司处于经营困境,每

---

[31] See Hamilton R. W., *The Law of Corporations* (4th), St. Paul, West Publishing Co., 1996, p. 129.

[32] 参见卢宁:《股份面额制度的式微与无面额股的引入》,载《东岳论丛》2018年第9期。

[33] 同前注[26]曾宛如文,第157页。

股净资产为0.8元并低于每股1元的票面金额,如果禁止公司以折扣价格发行新股,投资者至少要按每股1元的价格认购新股,而投资者多支付的0.2元/股则要与公司原股东按比例分享,从而影响投资者认购新股的热情。在此意义上,面额股及禁止折扣发行规则,在事实上降低了公司筹资能力,难以帮助公司脱离经营困境。但若允许公司采用无面额股,因股票无票面金额,也就无须适用禁止折扣发行的规则,公司可以经由董事会或股东大会根据市场情况决定发行价格,投资者也可以与公司商定其缴纳股款是否纳入资本公积金,从而避免投资者向原股东馈赠利益的情况。所以相较于面额股,无面额股有助于重新标定公司的融资能力,有助于挽救处于经营困境的公司,还有助于调整投资者与原有股东之间的利益关系。

### 三、《公司法修订草案(二)》中的无面额股规则

现行《公司法》强制采用面额股规则,《公司法修订草案(二)》允许公司选择采用“无面额股”,但禁止公司同时采用面额股和无面额股,并勾勒了一种独特的无面额股规则。公司可以选择面额股,也可以选择无面额股,但在选定无面额股后,有权决定无面额股发行价格,并免受禁止折扣发行规则的限制;在公司发行无面额股所得收入即股款中,1/2以上的部分计入公司注册资本并应办理注册资本登记,其余收入计入资本公积金并遵守与发行面额股公司相同的公积金规则。

#### (一) 无面额股规则释义

##### 1. 面额股与无面额股的并存

《公司法修订草案(二)》第142条创设了股份有限公司无面额股股票的选择模式,公司可以在设立时选择面额股股票或者无面额股股票,也可以在公司运行中将面额股转换为无面额股,或者将无面额股转化为面额股。

公司自主选择采用面额股或者无面额的模式,符合公司自治的精神,容易得到实务界的欢迎。然而,《公司法修订草案(二)》的任意选择模式意味着需要设置两套不完全相同的规则,以适应公司作出的选

择。例如,发行面额股的公司,应当遵循不得折扣发行的规则,若公司在实际上采用了折扣发行,登记机关可以在登记程序中予以拒绝登记,以督促公司遵守禁止折扣发行的规则。但在公司发行无面额股时,因股票没有票面金额,无法适用禁止折扣发行的规则,其股票发行价格应由股东大会或者董事会酌定。公司以不合理价格向第三人发行无面额股的,有可能减损公司现有股东利益,为此,需要同时考虑董事义务和股东大会的决议程序。就此而言,采用任意选择模式,不仅要求公司法分别规定面额股和无面额股的不同规则,在执行中两套规则的运行也较为复杂。

## 2. 无面额股的发行价格

《公司法修订草案(二)》第148条规定,“面额股股票的发行价格可以按票面金额,也可以超过票面金额,但不得低于票面金额”。该条有关禁止折扣发行的规则仅适用于面额股股票,公司在发行无面额股股票时,则无须遵守面额股股票禁止折扣发行的规则。根据《公司法修订草案(二)》第154条的规定,股份有限公司“发行无面额股的,股份发行价格”应当记入招股说明书。若无面额股发行系由董事会决定,其发行价格应由董事会决议确定;若无面额股发行系由股东大会决议,其发行价格则由董事会提出议案并经股东大会决议决定。

## 3. 无面额股与注册资本并存

2013年《公司法》第80条废除了有限责任公司和股份有限公司的最低注册资本限额,仅保留从事特别行业公司的最低注册资本限额,仅对此类公司采用注册资本登记规则。<sup>[34]</sup>此外,根据公司法规定,注册资本是公司设立时的必备事项,公司必须向公司登记机关办理注册资本登记。按照面额股发行规则,假如公司按照每股10元的价格发行股票,应将所得发行收入中的1元列入注册资本,9元列入资本公积金,因此形成“每股发行收入=注册资本(面额款)+资本公积金(溢价款)”的结构。

《公司法修订草案(二)》重新规定了无面额股下注册资本的计算

---

[34] 此类公司包括商业银行、信托公司、证券公司、期货公司、基金管理公司、保险公司、融资性担保公司、劳务派遣企业、典当行、保险资产管理公司、小额贷款公司等。

规则,形成了一个有别于面额股下注册资本计算的崭新规则。根据《公司法修订草案(二)》第142条第3款“采用无面额股的,应当将发行股份所得股款的二分之一以上计入注册资本”的规定,如果公司按照每股10元的价格发行无面额股股票的,至少5元要进入公司注册资本,其余收入进入资本公积,由此形成“每股发行收入=注册资本(发行收入的50%以上)+资本公积金(发行收入中减去注册资本的余额)”的结构。因此,如果说股东出资义务主要体现缴纳注册资本,那么公司发行无面额股时,若每股价格高于1元,股东出资义务就高于面额股下的股东出资义务;若每股价格低于1元,股东出资义务则低于面额股模式下的股东出资义务。

#### 4. 无面额股与资本公积金

根据《公司法》第167条的规定,公司采用溢价方式发行面额股时,发行溢价全部进入公司资本公积金,在公司以面值发行面额股时,发行收入应全额记入注册资本,资本公积金为0;如果公司采用溢价方式发行面额股,相当于票面金额的部分记入注册资本,溢价收入则记入资本公积金。对于记入资本公积金的股款,依照规定主要用于增加公司注册资本,有时也可用于弥补公司亏损。

在公司发行无面额股时,公司资本公积金之有无、形成乃至数额将发生重大变化。按照《公司法修订草案(二)》第142条第3款提取资本公积金的规定,公司发行无面额股股票时要把1/2以上的股款列入注册资本,余者才列入资本公积金。由于股份有限公司自主决定股款收入计入注册资本和资本公积金的比例,那么公司就有权决定是否设置资本公积金。换言之,公司章程可以规定股款全部计入注册资本,此时,无论股份发行价格或高或低,在公司财务上均无资本公积金;反之,如果公司章程明确规定要设置资本公积金,公司应当将不超过股款1/2部分列入资本公积金。

#### 5. 无面额股与面额股的转换

按照《公司法修订草案(二)》规定的股份发行方式自由选择模式,我国未来将同时存在发行面额股和无面额股的公司,那么实践中难免出现面额股和无面额股的转换。公司在选择面额股和无面额股时,通常只关注哪种模式更有利于公司。然而,当公司所遇到场景发生

变化时,难免考虑从面额股转向无面额股,或者从无面额股转换为面额股。《公司法修订草案(二)》既然允许转换,就应当提供必要的转换规则,并尽力降低转换成本。

在将面额股转化为无面额股时,意味着公司必须注销原来的面额股,并向全体股东换发新的无面额股股票,其可能是原有股票张数的简单换发,也可能是伴随着资本公积金转增股份。转增股份虽未改变公司股本结构和负债等,但会改变公司股份数量。在将无面额股转化为面额股时,也会遇到相似问题。因此,股份转换不仅牵涉股东权利的调整,还涉及股份发行规则,转换程序较为复杂。以无面额股转换面额股为例。在将无面额股转换为面额股时,一方面,未经法定程序,不得通过转换方式减少注册资本,但可能需要调整公司的资本公积金;另一方面,可能要采用无面额股股份的合并或者分拆等技术,以确保“票面金额/每股 $\times$ 股份总数 $\geq$ 公司注册资本”。由此可见,面额股和无面额股相互转换需要相对复杂的法律程序,从而提高了转换成本。

基于上述分析,可知《公司法修订草案(二)》引入无面额股并未照搬域外无面额股规则,而更像是对原有的面额股规则作出局部修正。一方面,《公司法修订草案(二)》采用无面额股的词语,废弃了票面金额的形式意义,甚至排除了禁止折扣发行的适用,有助于满足公司融资需求;另一方面,《公司法修订草案(二)》规定公司应将半数以上的股款列为注册资本、余者列入资本公积金,这增大了公司自主权,也保全了面额股规则的部分功能。在此意义上,《公司法修订草案(二)》通过对面额股传统规则的局部修正,延续了公司注册资本制度,缓和了面额股传统规则的刚性适用,形成了一种有别于多数国家和地区无面额股的特殊规则。

## (二) 自由选择模式的适用障碍

我们当然可以说股份发行方式选择制是一次模式创新,面对中国社会存在的诸多特殊问题,努力探索新模式是值得肯定的,但必须首先分析选择模式面临的特殊问题并提供合理的解决方案,否则,会使在理论上有价值的无面额股最终消亡,同样也会在立法上显得过于冒险和冒进。关于选择制的问题,我国香港地区在决定设置无面额股时,曾提出了这样的观点,即认为面额股和无面额股是无法并存的,采用选择制

模式,最终将导致无面额失去实际价值。虽然没有发现其中具体的原因,但从学术上大致可分为以下三点:

首先,面额股和无面额股反映了两种完全不同的观念,进而形成两个基于不同观念而形成的体系,在同一个法律文件中,如何把反映不同观念的具体规则整合在一起,这本身就是一个巨大的挑战。无面额股的优越性主要体现在消除误会和融资方面,面额股虽然保守但权利构造相对明确,也较为稳定。因此,对于多数公司来说,通常会寻求长期习惯了的安定规则为主,很少去选择无面额股这种崭新的做法。简言之,选择面额股的公司会倾向于安定性和稳定性,选择无面额股的公司会突出融资效率。

其次,面额股规则占据体系地位,无面额股的规则供给不足。现有的公司法框架建立在面额股基础上,并派生在面额股基础上,已经形成了相对稳定、完整的规则体系。此时,如果公司继续选择面额股,对应的配套制度是可以完全跟进的。但在选择无面额股时,可能面临其他规则无法匹配的问题,从而增加运行中的巨大风险和不确定性,甚至需要公司章程加以详细的规定。如果规则供给不足,以安全为己任的公司必然会谨慎对待无面额股。在此情形下,即使法律规定了可以选择无面额股,在实践中也未必被广泛采用,如果公司采用则需要面临高度的不确定性。因此,在理论上来说,为了保持整个法律体系的整体性,要么坚持无面额股,要么一并改造成为无面额股。对于既存公司来说,则要再仔细考虑。

最后,观念冲突和规则缺少的情况下,如果把选择权交给公司,公司必然要对比两者作出慎重考察,公司有的时候会考虑融资便利度,有的时候要考虑股权关系的稳定性,有些时候要考虑财务制度的衔接和处理。在观察两种规则的差异时,公司即使做出选择,或许也要在公司章程中创设一些新的约定,从而出现借助面额股和无面额股既有规则,进而创设出第三类型规定。然而,这种自主创设的规则往往又会诱发新的问题和冲突。

## 四、注册资本的重新解读

现行《公司法》在两个意义上使用“注册资本”的概念。一是指公司登记事项意义上的“注册资本”，也即由公司登记和公司章程共同表彰的一笔金额，如《公司法》第7条第2款规定，“公司营业执照应当载明公司的名称、住所、注册资本、经营范围、法定代表人姓名等事项”<sup>[35]</sup>。二是指《公司法》规定的最低注册资本限额，我国《商业银行法》、《证券法》和《保险法》等均有所体现。《公司法修订草案（二）》虽然延续了《公司法》关于注册资本和注册资本限额的规则，但允许公司设置无面额股的规定需要重新理解注册资本的含义。

### （一）注册资本限额

现行《公司法》在限定范围内仍然执行注册资本限额的规定，既有历史原因，也有安全考量。一方面，规则惯性使然。我国自20世纪80年代开始逐渐恢复公司组织形式，公司数量快速增长。然而，由于缺少规范，实践中出现了“皮包”公司现象。中共中央、国务院1988年10月3日发出《关于清理整顿公司的决定》，重点清理自1986年下半年以来成立的综合性、金融性和流通领域的公司。1989年8月29日，时任工商局长任中林受国务院委托，在第七届全国人民代表大会常务委员会第九次会议上做《关于清理整顿公司情况的汇报》，并指出，“近几年来公司的发展过多过滥，扰乱了经济秩序，加剧了社会分配不公，干扰了为政清廉，影响了社会安定”。在此背景下，《股份有限公司规范意见》和《有限责任公司规范意见》明确采用了公司设立的最低注册资本限额的规则。为了稳定经济秩序，为了控制公司设立，1992年《股份有限公司规范意见》第12条第3款规定，“公司注册资本的最低限额为人民币一千万。有外商投资的公司的注册资本不应少于人民币三千万”。此后，1993年《公司法》第23条第1款规定了注册资本的定义，即有限责任公司的注册资本为在公司登记机关登记的全体股东实缴的

---

[35] 另参见《公司法》第25条、第81条，《市场主体登记管理条例》第8条等。

出资额,第2款规定了有限责任公司的注册资本最低限额为50万元至10万元,第3款则规定,特定行业的有限责任公司注册资本最低限额需高于前款所定限额的,由法律、行政法规另行规定。与此同时,1993年《公司法》第78条第2款规定,股份有限公司注册资本的最低限额为人民币1000万元。股份有限公司注册资本最低限额需高于上述所定限额的,由法律、行政法规另行规定。2005年修订《公司法》时,主要是降低了有限责任公司和股份有限公司的最低注册资本限额,分别降至3万元和500万元。<sup>[36]</sup>

另一方面,安全观念使然。2013年《公司法》在原则上取消了多数公司的最低限额,然而,该法未全面取消注册资本最低限额的规则,并延续了公司注册资本必须登记的规则。这种状况与欧盟法律相似。《欧盟公司法指令二》专门提及了公司注册资本,<sup>[37]</sup>欧盟主要国家公司法均对公司注册资本作出明确规定。其中,比利时为61,500欧元,法国为37,000欧元,德国为50,000欧元,荷兰为45,000欧元,英国为50,000英镑等。对于欧盟国家普遍采用最低注册资本限额的规定,笔者曾就此专门询问科恩教授,得到的口头解释是,最低注册资本是为了提醒股东在设立公司时更为谨慎。姑且不论这是否是唯一理由,注册资本限额确实可以形成对股东设立公司的事先约束。

面额股或者无面额股的发行必须服从于注册资本最低限额的规则。面额股是表达注册资本并符合最低限额的最便捷方式。按照面额股规则,“注册资本=票面金额/每股×股份总数”,“公司发行收入(股款)=股票发行价格/每股×股份总额”,从而形成面额股与注册资本的对应关系。然而,如果采用无面额股,在落实法律规定的最低注册资本限额时,难免遇到新的问题。由于最低注册资本限额是一个货币金额,在无面额股规则下,公司资本构成单位是股份而非货币金额,也就无法直观表达无面额股股份与最低注册资本限额的一致性,此时,必须先将无面额股转化为一种货币金额,才能保持与最低注册资本限额的协调。在这个意义上,究竟是为了引入无面额股而废弃最低注册资本

---

[36] 参见2005年《公司法》第26条、第81条。

[37] 同前注[12]斯蒂芬书,第197页。

限额规则,还是要坚持最低注册资本限额而修正无面额股的内涵和适用范围,遂成为立法者难以回避的问题。简言之,只有放弃最低注册资本限额,才能形成纯粹的无面额股,反之,所称无面额股必然是不真正的或修正后的无面额股。

## (二) 公司登记层面的注册资本

在面额股规则中,注册资本与发行收入系不同概念。《公司法》第80条第1款第1句规定,“股份有限公司采取发起设立方式设立的,注册资本为在公司登记机关登记的全体发起人认购的股本总额”;第2款规定,“股份有限公司采取募集方式设立的,注册资本为在公司登记机关登记的实收股本总额”。按照上述规定,注册资本均指认购或者实收的股本总额。在公司以面值发行面额股股份时,注册资本、股本总额和股款一致,但在公司以溢价方式发行面额股股份时,注册资本与股本总额虽然一致,却有别于发行收入或股款。例如,在公司按照1.2元/股发行面额股时,发行收入或股款为1.2元,注册资本和股本总额均为1元,剩余0.2元在会计上列为资本公积金,但不列为注册资本或股本总额。换言之,在公司发行面额股股份所得收入(股款)中,依照票面金额计算的股款计入注册资本,依照溢价金额计算的股款计入资本公积金,从而形成“发行收入(股款) = 注册资本(相当于面额部分) + 资本公积金(相当于溢价部分)”,仅在公司采用票面价格发行股份时,才形成“发行收入(股款) = 注册资本”。

公司发行无面额股时可以不再将发行收入划分为注册资本和资本公积金,即使进行划分也将有别于面额股下的注册资本和资本公积金。由于无面额股没有面额和溢价,《公司法修订草案(二)》无法按照票面金额划分注册资本和资本公积金,而是采取一定比例的所得股款作为划分标准。该草案第142条第3款规定,“采用无面额股的,应当将发行股份所得股款的二分之一以上计入注册资本”,第209条规定,“公司以超过股票票面金额的发行价格发行股份所得的溢价款、发行无面额股所得股款未计入注册资本的金额以及国务院财政部门规定列入资本公积金的其他收入,应当列为公司资本公积金”。那么,在公司登记上将存在两种不同意义的注册资本:(1)发行收入(股款) = 注册资本,也即公司将全部收入列入注册资本;(2)发行收入(股款) = 注册资本

(相当于股款的1/2以上)+资本公积金(股款减去公司所确定之注册资本的余额),也即公司将1/2以上的股款列入注册资本、余者列入资本公积金。因此,按照《公司法修订草案(二)》,注册资本已完全脱离了面额股下注册资本和资本公积金的表达逻辑,彻底改变了传统的注册资本概念。

## 五、资本公积金弥补亏损的会计处理

针对资本公积金<sup>[38]</sup>的用途,我国《公司法》曾进行了数次重大调整。从1993年《公司法》第179条规定的“弥补公司的亏损,扩大公司生产经营或者转为增加公司资本”到2005年《公司法》第169条规定的“公司的公积金用于弥补公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司资本。但是,资本公积金不得用于弥补公司的亏损”,再到《公司法修订草案(二)》第210条第1款规定的“公司的公积金用于弥补公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司资本”。整体而言,《公司法修订草案(二)》重回1993年《公司法》资本公积金的规制方向,但同时增加了对资本公积金弥补亏损之程序和比例的规定,即该草案第210条第2款、第3款规定,“公积金弥补公司亏损,应当先使用任意公积金和法定公积金,仍不能弥补的,可以按照规定使用资本公积金,法定公积金转为资本时,所留存的该项公积金不得少于转增前公司注册资本的百分之二十五”。在上述变迁中,应否允许公司用资本公积金弥补亏损、公司动用资本公积金弥补亏损之限制条件,是最主要的问题。

### (一) 资本公积金弥补亏损的理论依据

从1993年《公司法》允许资本公积金弥补亏损,到2005年《公司法》禁止动用资本公积金弥补亏损,再到《公司法修订草案(二)》有限

---

[38] 根据《公司法》的规定,资本公积金主要包括股票发行溢价款以及国务院财政部门规定列入资本公积金的其他收入,本文主要关注“溢价款”形成的资本公积金(以下简称资本公积金)。

地允许公积金弥补亏损,这段历史说明立法者已逐渐认识到公积金弥补亏损的重要性。

反对弥补亏损的理由甚多,可大致归结为两个方面:一是资本公积金不是公司利润,而是投资者投入的资本,用资本公积金弥补亏损会掩盖公司的真实盈利状况。因此,可以用盈余公积金弥补亏损,但不应用资本公积金弥补亏损。二是资本公积金弥补亏损,违反了传统公司法关于资本公积金不得分派股利的规则,危及资本维持原则和保护债权人利益的宗旨,只能在公司重整等特殊场景下允许弥补亏损,否则,会形成向公司股东变相分红的结果。不过,有的学者主张承认弥补亏损的做法。例如,刘燕教授提出,从税法角度对资本公积金补贴的批评是站不住脚的,它混淆了会计处理程序和纳税计算程序之间的界限,忽视了会计利润与应税所得的本质区别,资本公积补亏并不会导致企业丧失税前利润补亏的权利及相应的利益,更没有严重损害公司及其全体股东的利益。<sup>[39]</sup> 公司法对公积金补亏的限制不在于绝对的禁止资本公积补亏,而在于明确公司亏损弥补的先后顺序,避免资本公积金变相进行利润分配。这种规制方法既能体现资本公积,补亏本身的逻辑也承继了公司法,保护债权人利益的传统,同时更体现了现代公司法对公司自身稳健发展的真正关注。<sup>[40]</sup> 随后,谢德仁教授认为,反对资本公积金弥补亏损的分析忽视了股东对公司承担有限责任的价值边界的考虑,应当分析资本公积金在性质上是否属于股东可以自由合法行使的剩余追索权,站在这个立场上,资本公积金弥补公司亏损是具有经济和会计上的意义的,基于股东对公司承担有限责任的价值边界,公司法应当明确认可用公积金来自由地弥补亏损。<sup>[41]</sup>

首先,保护债权人利益是公司法的价值之一,凡是危及或损害债权人利益的,都应当尽量予以消除。即使公司法不以保护债权人为主要目的,但至少不能背离其他法律设置的保护债权人利益规则。在这个意义上,维护债权人利益的确可以作为公司法的第二宗旨。需要指出,

---

[39] 参见刘燕:《新〈公司法〉的资本公积补亏禁令评析》,载《中国法学》2006年第6期。

[40] 同前注[39]刘燕文。

[41] 参见谢德仁:《资本公积金可否用于弥补公司亏损?——基于股东对公司承担的有限责任之价值边界的分析》,载《会计之友》2022年第9期。

真正容易造成债权人利益受损的公司行为,实乃公司资金流出。公司资金流出在客观上降低了公司偿债能力,自然应当予以高度关注。然而,公积金弥补亏损直接消除的是公司以往年度发生的亏损,这种做法只产生账面修复的效果,消除了公司未来向股东分红的障碍,却并不产生公司资金流出的效果。例如,公司前一年度亏损,但第二年利润应当先弥补前一年的亏损,而不能直接将第二年利润予以分配,除非第二年的利润在弥补亏损后仍有结余,才可以分配。如果可以动用公积金弥补亏损,则意味着,以公积金弥补亏损后,公司可以将全部利润予以分配。在学术上,不应将亏损等同于无力偿还债务,进而为了保护债权人利益而反对弥补亏损。不能把亏损等同于无力偿还债务,亏损只是指一段时间内的收入无法覆盖该期间发生的成本,无力偿还债务则指公司无力向债权人清偿债务,因此,即使公司亏损,也未必说明公司无力偿债;即使公司盈利,也未必说明公司有能力和能力偿还债务。由于亏损与偿债能力并不直接相关,因此,更不应简单基于债权人保护而否认公积金弥补亏损。

其次,公积金弥补亏损实际是将股东权益中的资本公积金调整为同属于股东权益中的未分配利润,这是一种在财务上表达出来的状况,并未产生公司的资产或资金流出。严格地说,只有现金或实物分配才会使公司资金流向股东,从而减少公司的资金,进而影响公司债权人利益。其实,资金流出未必直接影响债权人利益。因为债权人利益是依赖公司偿付能力实现的,只要公司资金周转良好,资金流出虽然可能加大债权实现风险,却不一定减损债权人利益。简言之,保护债权人利益是必要的,甚至与公司资金流出是有关的,但禁止资金流出不等于保护债权人利益。在极端情况下,如果现金分配真的降低了公司资金并危及债权人利益,债权人可以申请公司破产,进而要求股东退回所取得的现金。

最后,公积金能够增资扩股却不能分配是相互矛盾的做法。广义上的分配包括现金分配和非现金分配,公积金转增股本本身就是一种合法的非现金分配方式,那么以资本维持为由禁止非现金分配的理由便无法成立。公司采用现金或实物方式分配股利时通常会影响公司的资产和负债,以股份方式分配利益时会出现公司资金或资产的外流,也

即这两种分配方式会涉及债权人利益等复杂问题；公司以转增方式分配利益，则不会导致资金或资产的外流，一般不会影响债权人利益。因此，一个比较可行的处理方法是，针对现金分配采用限制措施，避免公司在亏损时向股东分配利益。事实上，亏损时也未尝不能送股，送股也是一种利益分配方法，区别仅在于送股时没有资金的流出。在这个意义上来说，公积金会影响到但不会决定利润分配。

## （二）资本公积金弥补亏损的限制

公积金弥补亏损暴露一些问题。但站在公司的角度，也的确存在公司主张以公积金弥补亏损的需求，试图挡住公司以公积金弥补亏损将会使得众多企业处于不法状况，甚至是无法阻挡公司以公积金弥补亏损的内在动力。但是必须考虑，不能任由公司调控资本公积金弥补亏损进而调控股票价格乃至上市资格，否则会对市场投资者形成另外一种误导。

《公司法修订草案（二）》在公积金弥补亏损上设置了限制。按照《公司法修订草案（二）》第 210 条第 1 款和第 2 款的规定，公积金弥补亏损存在如下限制：

第一，劣后动用资本公积金弥补亏损。在公司需要弥补亏损时，应当首先动用公司的盈余公积金（任意公积金和法定公积金），在上述盈余公积金不足以弥补亏损时，才可以动用资本公积金，由此形成资本公积金劣后弥补亏损的规则。《公司法》对于用以弥补亏损的公积金顺序未做规定，按照第 168 条“公司的公积金用于弥补公司的亏损，扩大公司生产经营或者转为增加公司资本”的规定，盈余公积金和资本公积金均处于同等地位。换言之，公司在实施弥补亏损时，可以自主决定动用盈余公积金或者资本公积金。《公司法修订草案（二）》增加了适用条件的限制，因此公司动用资本公积金弥补亏损要受到比《公司法》更为苛刻的顺序限制。

第二，“按照规定使用资本公积金”。我国早在 2005 年《公司法》颁布后，即对资本公积金的使用作出了诸多限制，《公司法修订草案（二）》虽允许用资本公积金弥补亏损但未对公司如何使用资本公积金加以规定。那么在公司决定弥补亏损时，应否获得债权人的同意，或者至少应当向债权人发出通知？该等类似于通知的规则，是否属于资本

公积金弥补亏损时的特别程序规则?所以在《公司法修订草案(二)》条款生效后,就需要由财政主管部门协调相关机构制定新的规则,包括更新原有的《企业会计准则》。需注意的是,若我国同时采用面额股和无面额股,财政部门或许应制定两套不同的程序规则,并同时考虑公司面额股和无面股转换时如何处理公积金的问题。

## 结 语

应否引入无面额股制度以及如何引入无面额股制度在我国长期属于热点课题,也是本次《公司法》修改的重要问题。现行《公司法》采用的面额股模式,并且与注册资本、资本公积金等规则相互结合,基本符合资本管制的时代需求,承载着确保股东公平和保护公司债权人的期待。但是伴随各国公司之间的竞争加剧,以及现代公司从自然成长模式转向融资成长模式,《公司法修订草案(二)》引入无面额规则顺应了从面额股模式转型到无面额股模式的动向,提高了公司融资效率,有利于优化营商环境。《公司法修订草案(二)》规定的无面额股规则不是简单地复制域外无面额股模式,虽然延续了注册资本规则,但也冲击了“发行收入 = 注册资本 + 资本公积金”的传统关系。因此,《公司法修订草案(二)》在引入无面额股时,需要妥善处理股票票面金额与注册资本、资本公积金的互动关系。

(编辑:宋 澜)