

上市公司减资弥补亏损问题新探

肖金锋

(深圳证券交易所 广东 深圳 518010)

摘要: 公司减资是指公司依法对公司资本通过一定的程序进行削减的法律行为。文章通过对公司减资及弥补亏损的比较公司法考察,并分析我国公司法对公司减资规定以及上市公司减资及其弥补亏损实践中存在的问题,从上市公司减资弥补亏损以及监管层力推现金分红的现实需要出发,建议进一步修订完善我国公司法对公司减资及其弥补亏损的制度性安排,在相关法律修订前,建议证券监管层放松对特定情形下上市公司减资弥补亏损的限制。

关键词: 上市公司; 现金分红; 减资; 亏损弥补

中图分类号: F830.59 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2013)04-0061-06

一、引言

我国上市公司分红意识薄弱,分红力度较小的问题一直受到证券市场投资者的诟病。2012年5月中国证监会发布《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》,将从IPO着手推动上市公司建立现金分红长期机制的政策,扩展到全部上市公司。该政策积极倡导回报股东的股权文化,鼓励、引导上市公司完善分红政策及其决策机制,强化现金分红的信息披露要求,细化相关披露内容,上市公司的定期财务报告,以及再融资、借壳上市、重大重组披露文件等,都需要对分红政策、具体的措施安排和决策机制、可行性和决策过程进行披露。相关的中介机构应当针对性地发表专业意见,提高现金分红的透明度。上市公司分红政策及其监管问题迅速成为市场关注的焦点之一。值得注意的是,在分红问题上,上市公司累积亏损的弥补问题带来较大的制约。我国《公司法(2005年修订)》规定,公司资本公积金不得用于弥补亏损。同时该法对公司减资的相关规定过于简单甚至粗陋,导致公司减资弥补亏损制度缺失。在这样的背景下,上市公司减资弥补亏损问题值得我们做更加深入地研究。

二、公司减资及其弥补亏损的国际比较分析

资本制度是公司制度的核心,传统公司法创设了资本确定原则、资本维持原则和资本不变原则。资本确定原则又称为法定资本制,是指公司设立时股东必须充分、确实地认购公司确定发行的全部股份,公司才能合法成立和运营。资本维持原则又称为资本充实原则,是指公司在存续过程中必须经常保持与抽象的公司资本额相当的公司现实资产。当然,一方面,由于授权资本制采用授权董事会决定新股发行,使得公司资本增加具有了较大的灵活性;另一方面,公司增资行为惠及公司债权人,资本不变原则逐步演进为资本减少限制原则。公司减资法律制度大体包括减资的一般条件、减资的方式、强制减资、股东权益的保护、减资的生效、减资争议的处理程序等。尽管各国公司立法的历史传统不同,立法所确立的资本模式各异,但从各国的公司法来看,均要求公司在减资时必须严格遵循法定条件,履行法定程序。

收稿日期: 2013-07-10

作者简介: 肖金锋(1975-),男,法学硕士,中国注册会计师,研究方向为证券法、公司法,比较公司法、比较证券法,上市公司信息披露制度。

(一) 公司减资的内涵和分类

公司减资即公司资本的减少,是指公司依法对已经注册的资本通过一定的程序进行削减的法律行为。减资通常按照公司净资产流出与否,分为实质性减资和形式性减资。实质性减资是指减少资本时,将一定金额返还给股东,从而也减少了净资产的减资形式,实际上使股东优先于债权人获得了保护。形式性减资是指只减少资本额,注销部分股份,不将公司净资产流出的减资形式,往往是亏损企业的行为,旨在使公司资本与净资产水准接近。减资虽然可能危及社会交易安全,但是却有其合理性:一方面,公司运营过程中可能存在预定资本过多的情况,从而造成资本过剩。闲置过多的资本不仅有悖于效率的原则,有时还成为公司的负担。因此,如果允许减少资本,投资者就有机会将有限的资源转入生产更多利润的领域,从而能够避免资源的浪费,这是实质性减资的合理性的理论依据所在。另一方面,公司的经营可能出现严重亏损,公司资本已经不能真实反映公司的实际资产,公司注销部分股份,由股东承担公司的亏损,使得公司资本与净资产水准相符,有利于反映公司的真正信用状况,进而有利于交易的安全,这是形式减资的合理性依据所在。此外,按照公司的意愿不同,减资可以分为自愿性减资和非自愿性减资;按照减资后股东所持股份比例是否发生变化,减资可以分为同比例减资和不同比例减资;依据公司减少注册资本的目的不同,减资可以分为弥补亏损型减资、免缴出资型减资、退还资本型减资和混合型减资等等。

(二) 公司减资的一般条件

纵观各国公司法,通常资本过剩和经营严重亏损是法律允许公司进行减资的一般条件。^[1]当然,公司在进行合并、回购、异议股东行使股份收购请求权时也产生公司减资行为。

德国公司法第三十二章“章程修改和资本措施”第 222 条至 240 条规范了公司减资的两个一般条件:(a) 分配不必要的资本,即公司现有资本的一部分已不再被需要,一个过高的基本资本可能会成为一个沉重的包袱,减资可以让公司财产从作为基本资本的束缚中解脱出来,在经济上不必要的资本归股东享有;(b) 冲销亏损,即与不必要资本相反,如果公司遭受严重亏损,在基本资本保持不变的情况下,只要亏损尚未被完全弥补,公司就不能显示出盈利并进行分配,此时减资可以让基本资本降低,以适应于公司财产的减少。^[2]

日本公司法典第 447 条规定,股份有限公司可减少资本金数额,也可以用减少的资本金数额全部或部分资本金金额转入公积金。第 448 条规定,股份有限公司可减少公积金数额,也可以将减少的公积金数额全部或部分金额转入资本金。^[3]但日本公司法典并未对公司减资的条件进行明确规范。

我国台湾地区《公司法》第 239 条规定,法定盈余公积及资本公积,可用于弥补亏损,但在弥补亏损时应当先用法定盈余公积进行弥补,仍有不足的才能用资本公积弥补。^[4]

在英美法系,公司法典中一般并未明确规定公司进行减资的条件,但对减资的方式有非常明确的规范。美国特拉华州素以“公司天堂”闻名于世,特拉华州公司法在美国公司法领域具有无可替代的地位。特拉华法典第八篇“公司”第一章“普通公司法”第 244 条规定,公司可以通过董事会决议,减少公司资本。其中方式(4)为资本超过已发行股份的面值总和的部分或全部转化为盈余。^[5]此外,有关条款还设定了典型的“偿债能力”标准,这一标准是美国公司法“资产信用观念”的经典浓缩,体现的是立法者从债权人利益角度定位。英国《公司法(2006)》规定,公司可以通过决议减少其股本。该法 656 条还规定,对于公众公司,当其资本严重损失,净资产是其已召集股本的一半或更少时,董事会必须召集公司成员大会,考虑为应对该情况是否应当采取任何措施,以及如果是的话,采取什么措施。如果会议在应当被召集的期间之后,则故意授权或许可未能继续(的董事)构成犯罪。^[6]我国香港特别行政区《公司条例》对减资亦有类似的规定。

(三) 公司减资的程序规定

大多数国家公司法允许公司减资,但必须履行严格的法定程序,通常包括须经公司股东大会特别决议,并履行债权人保护程序,有些国家还需要司法介入。

德国公司法第三十二章“章程修改和资本措施”第 222 条至 240 条分别就可供所有目的使用的“一般减资”、仅为公司重整目的考虑的“简易减资”以及可供不同目的使用的“通过注销股份来实现减资”规范了公司减资应当履行的法定程序。其中,对于一般减资,作为章程修改,必须通过至少达到 3/4 资本多数的股东

大会决议通过;同时,减资可能会侵害债权人的利益。德国公司法第225条规定了一个特别债权人保护措施,其规则设计主要有:债权人的债权申报设计;减资通知与公告警示义务设计;公司清偿债务或为债务提供担保设计。这一设计背后的逻辑在于:经由充分的披露公示,使债权人知悉其权利可能存在被威胁的可能,从而经由贯彻债权人比股东优先获得清偿的理念,预先获得清偿或担保,以回应减资尤其是实质上的减资伴随的风险。^[7]同为大陆法系的日本公司法典、我国台湾地区公司法也对公司减资的程序作出了类似的规定。

对于英美法系,仍以美国特拉华州《普通公司法》为例,该法对公司减资的程序作出规定,公司董事会作出决议后应当提交股东大会以特殊决议方式通过,同时对债权人的保护问题作出了明确规定。英国《公司法(2006)》针对私人股份有限公司和公众公司,分别规定了不同减资程序要求,对于私人股份公司的减资行为,由有偿债能力声明支持的特殊决议批准,或由被法院确认的特殊决议批准;而对于公众公司,当其通过减少股本的决议时,通常应当向法院申请一项确认资本减少的法令。债权人有权对公司减少资本提出异议。就债权人利益具体保障机制而言,如减资导致资本从公司流向股东,则必须向公司债权人通知减资事宜,或取得债权人同意,或提前向债权人清偿债务。在实务中,则经由嵌入债权人保护措施,劝说法院不要采取法定的保护方式而另寻它途。一种应对措施就是“债权人保护的内置模式”,其操作程序是:公司宣布减资后,公司仍有足够的现金和可随时变现的投资,来支付所有现存或临时的债权人的债权;另一应对措施是公司可请求银行来担保对外债务的支付,法院也可在债权人同意减资的程度内,免除法定的债权人保护的要求。

综上所述,考察各国公司法减资立法模式,大致分为三类:其一,以德国为典范的大陆法系的“披露程序下的严格债权人保护模式”,其思路是设定严格的减资履行程序,并配合披露(减资通知、公告警示设计)、实质性清偿或担保机制,来实现对债权人利益的终极保护;其二,以美国为代表的“偿债能力准则模式”,其思路是设定一个“偿债能力”的财务底线,来应对减资固有的利益冲突与潜在威胁;其三,以英国为代表的“司法介入下的折衷模式”,其思路是上述两种防范机制的结合,并辅之以司法的介入机制。

(四) 境外公司减资与弥补亏损的实践

从以上国家和地区公司法考察的情况来看,德国公司法明确规定,在公司经营严重亏损的情况下,公司可以通过减资弥补累积亏损,恢复利润分配能力。美国特拉华州《普通公司法》规定,公司减少公司资本,资本超过已发行股份的面值总和的部分或全部转化为盈余,实质上就是弥补亏损。我国台湾地区公司法规定,公司应当先用法定盈余公积弥补亏损,仍有不足的,可以用资本公积进行弥补。香港的《公司条例》也不禁止公司以减资弥补亏损,在香港法例第32章《公司条例》第58-63条对公司减少股本的具体行为作出了规定,第47A条“并不禁止的交易”也明确指出,由法院根据第60条作出命令所确认的公司资本的减少是允许的。同时,债权人的利益也将得到保障。债权人可以在法院指定的日期向公司追讨任何债项或提出任何申索,如果该日期是公司开始清盘的日期,该等债项或者申索是会获得法院接纳为针对公司的证据,则该等债权人有权反对该项的减少。因此,从境外公司法考察来看,各国和地区均不禁止公司通过减资弥补亏损。

在我国台湾地区,弥补公司累积亏损是公司进行减资的最主要目的。据相关文献统计,2000-2010年台湾地区有1432家公司办理了减资,减资金额达到11,986亿台币,其中364家公司是以减资弥补亏损,金额为6,970亿台币,弥补亏损减资金额占各类减资总额的58%。南亚科技(2408.TW)是台湾著名的DRAM制造商,但自2007年起全球DRAM厂商开始进入亏损期,面临产业结构调整与供需失衡问题。DRAM厂商因此前产能扩张过快,导致产品供过于求,价格急剧下滑,甚至低于成本。同时在世界金融危机的影响下,市场需求大幅下滑,南亚科技也开始出现了大额的账面亏损,2007、2008年度分别亏损124.58亿台币、367.30亿台币,截至2009年3月31日南亚科技累积亏损达596亿台币。因此该公司在2009年由董事会决议通过并经股东大会批准,减少资本311.78亿台币用于弥补亏损,减资幅度达到了66.43%。^[8]

再以香港的公司为例,电讯盈科(0008.HK)曾经以削减巨额股本溢价弥补亏损的方式使得公司满足派息的条件。电讯盈科在2004年4月22日发布公告并发出股东大会通函,公司拟通过削减1,734.6亿港元的股份溢价,抵销1,519.66亿港元的累积亏损,以使公司能够由负资本回复到正资本,以此方式满足公司派息的条件。2004年5月19日公司宣布有关削减股本的特别决议案已于特别股东大会上获得正式通过。

2004 年 8 月 3 日法院根据香港法例第 32 章《公司条例》第 60 条发出确认削减股本的命令,当日确认削减股本的法院命令在注册处登记生效。这一行为使公司产生 214.94 亿港元的盈余,也拨入公司设立的特别股本储备内,在符合高等法院所规定的情况下可拨用。

三、我国公司法对公司减资的规定以及上市公司的相关实践

我国《公司法(2005 年修订)》对公司减资仅有一条程序性的规定,该法第一百七十八条规定,“公司需要减少注册资本时,必须编制资产负债表及财产清单。公司应当自作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人,并于三十日内在报纸上公告。债权人自接到通知书之日起三十日内,未接到通知书的自公告之日起四十五日内,有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。公司减资后的注册资本不得低于法定的最低限额。”

我国《公司法(2005 年修订)》对减资法律制度的一些重要问题,诸如减资的一般条件、减资的方式、强制减资、股东权益的保护、减资的生效、减资争议的处理程序等,要么轻描淡写,要么付之阙如。在《公司法(2005 年修订)》之外,关于公司减资的具体规定零星分布在《公司登记管理条例》、《公司注册资本登记管理规定》、《企业法人登记管理条例》、《企业法人登记管理条例施行细则》等法规规章,以及国家工商行政管理总局、中国证监会制定的规范性文件当中。这种“上位法粗陋、下位法多样”的局面,一方面未能体现法律的严肃性、规范性,另一方面也造成了不同法律文件之间的冲突,甚至产生法律内部的冲突。

我国《公司法(2005 年修订)》第一百六十九条规定,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。如上文所述,我国《公司法(2005 年修订)》对于减资的规定过于简单,但法条上并未明确禁止通过减资弥补亏损。因此,从《公司法(2005 年末修订)》的角度看,公司先通过减资弥补累积亏损,后续再利用资本公积转增资本,并没有违反公司法的规定。但是 2012 年中国证监会发布的《上市公司监管指引第 1 号——上市公司实施重大资产重组后存在未弥补亏损情形的监管要求》,对于上市公司因实施重组事项可能导致长期不能弥补亏损,进而影响公司分红和公开发行证券的情形,明确了监管要求:一是相关上市公司应当遵守《公司法(2005 年修订)》规定,公司的资本公积金不得用于弥补公司的亏损。二是相关上市公司不得采用资本公积金转增股本同时缩股以弥补公司亏损的方式规避上述法律规定。

然而,在我国证券市场上,通过减资方式规避公司法有关资本公积金不得用于弥补亏损规定,从而成功弥补亏损的典型案例有飞彩股份(000887.SZ,现名“中鼎股份”)和闽灿坤 B(200512.SZ)等。

(一) 飞彩股份 2006 年资本公积金转增股本并减资弥补亏损

2005 年度飞彩股份每股收益 0.02 元,每股未分配利润 -2.55 元,每股资本公积 2.50 元。2006 年公司推出股权分置改革方案,公司以资本公积向全体股东每 10 股转增 22 股,再由非流通股股东将其获赠股份中的 2912 万股转送给流通股股东,最后全体股东每 10 股减 6.7335 股缩股减资弥补亏损。

(二) 闽灿坤 B2012 年缩股减资弥补亏损

截止 2011 年 12 月 31 日闽灿坤 B 总股本 11.12 亿元,未弥补亏损为 7.75 亿元。2012 年 8 月公司股票股价触及退市标准,公司推出了通过缩股维持上市地位的方案。根据该方案,公司以现有总股本为基数按照 6:1 比例进行缩股,原始股本减少部分计入资本公积,原资本公积转增股本的减少部分计入资本公积,原盈余公积及未分配利润送股的减少部分计入盈余公积并弥补亏损。

上述案例因涉及到公司减资弥补亏损是否符合《公司法(2005 年修订)》中有关减资的规定而受到证券市场的广泛质疑。主要争议集中在两点:一是上市公司以减资弥补亏损是否符合我国法律规定的问题。如前文所述我国公司减资法律制定存在上位法粗陋的问题,《公司法(2005 年修订)》和其他法律法规中均未对注册资本可否弥补亏损做出规定,上市公司减资弥补亏损的法律依据存疑,这种行为是否属于抽逃资本也值得探讨。二是上市公司用资本公积转增资本后再通过减少注册资本来弥补亏损是否构成实质上用资本公积金弥补亏损。由于我国《公司法(2005 年修订)》明确禁止公司用资本公积金弥补亏损,上市公司将资本

公积用于转增资本后再用注册资本弥补亏损或通过减资形成的股本溢价来弥补亏损,这似乎形成了实质是用资本公积弥补亏损。这些质疑和争议从一个侧面反映出我国公司减资及其弥补亏损法律制度亟须完善。

此外,在我国《公司法(1999修订)》允许资本公积金弥补亏损的前提下,有公司在改制上市过程中,将部分所有者权益(含股本)转入未分配利润,用于弥补累计亏损。例如,中国银行(601988.SH)招股说明书披露“2003年12月,国家通过汇金公司向本行注资225亿美元。根据财务重组安排,本行将注资前的所有者权益(包括资本)转入未分配利润,用于弥补因集团不良资产减值准备所形成的累计亏损。”

四、基本结论和政策建议

从比较公司法考察来看,包括我国在内,各国均不禁止公司通过减资本弥补亏损,这可以视为公司法的一个惯例。从我国上市公司的现实需要来看,为数不少的上市公司存在巨额累积未弥补亏损,其净资产与注册资本严重不匹配,存在通过减资弥补亏损的强烈需求。从目前证券监管层大力推动上市公司现金分红政策导向来看,部分历史上巨亏的公司通过资产重组,重新获得了良好的盈利能力,但因巨额的累积亏损未能弥补,使公司长期无法进行分红,公司法有关减资弥补亏损的规定缺失已经成为部分上市公司重新获得分红能力的制度障碍,无法适应上市公司通过公开发行股份再融资获得快速发展的现实需求。因此,笔者就公司减资弥补亏损问题提出以下政策建议:

(一) 修订完善公司法有关减资及其弥补亏损的制度安排

如前文所述,我国《公司法(2005年修订)》对于公司减资的规定过于简单和笼统。建议针对公司减资的一般条件、减资的方式、强制减资、股东权益的保护、减资的生效、减资争议的处理程序等问题全方位地对公司法进行修改和完善,真正建立健全公司减资法律制度。在减资方式方面,建议将减资弥补亏损作为一个明确的方式。在强制减资方面,则建议借鉴德国、英国等国家公司法的先进经验,规定当公司遭受严重的亏损,导致公司净资产低于注册资本一定比例时,应当强制进行减资,以使公司资本与公司净资产水准相符并反映公司的实际资产状况,体现公司的真正信用水平,维护市场交易安全。

(二) 证券监管层面放松对特定情形下公司弥补亏损的限制

从我国证券市场上市公司减资弥补亏损的实践来看,证券监管层对公司减资弥补亏损在监管上长期秉持传统的“公司资本不变原则”,明显过于保守,已经无法适应上市公司发展的需要。鉴于我国《公司法(2005年修订)》并未禁止公司减资弥补亏损,同时明确规定公司资本公积可以用于转增资本;另外,减资弥补亏损和资本公积转增资本均不存在资源和资产流出公司的情况发生,本质上属于一种形式上的资本变动行为。因此,在充分保护债权人利益的前提下,不论公司减资弥补亏损,还是公司利用资本公积转增资本,在很大程度上应凭公司的自由意志,属于公司自治的范畴,不宜设置过多的限制。建议证券监管层修订相关监管规则,放松对上市公司通过减资等方式弥补亏损的限制,尤其是放松对历史上巨亏但通过资产重组获得良好盈利能力的公司通过减资等方式弥补亏损的限制。

参考文献:

- [1] 郑曙光. 公司减资的比较法考察[J]. 四川大学学报, 2004(2): 75.
- [2] [德]格茨·怀克, 克里斯蒂娜·温德比西勒. 德国公司法[M]. 北京: 法律出版社, 2010: 633-634.
- [3] 吴建斌, 刘惠明, 李涛. 日本公司法典[M]. 北京: 中国法制出版社, 2006: 225.
- [4] 赵旭东. 境外公司法专题概览[M]. 北京: 人民法院出版社, 2005: 602.
- [5] 徐文彬等. 特拉华州公司法[M]. 北京: 中国法制出版社, 2010: 112.
- [6] 葛伟军. 英国2006年公司法[M]. 北京: 法律出版社, 2008: 403-404.
- [7] [德]格茨·怀克, 克里斯蒂娜·温德比西勒. 德国公司法[M]. 北京: 法律出版社, 2010: 637.
- [8] 张竹萱, 卢德康, 林修葳. 弥补亏损减资与企业长期发展: 南亚科技之个案研究[J]. 东吴经济商学学报, 2011(73): 83-117.

New Research of Covering Deficit by Capital Reduction in Listed Companies

XIAO Jinfeng

(Shenzhen Stock Exchange ,Shenzhen 518010 ,China)

Abstract: Reduction of capital is a legal process of decreasing a company's equity. This article compares the Company Law concerning to capital reduction and deficit covering ,and analyzes the articles governing capital reduction within the Chinese Company Law and issues regard to listed companies' deficit coverage. Accordingly ,based on the consideration of covering deficit by capital reduction as well as the practice of the regulator encouraging cash dividends ,it proposes that systematical arrangements on said two issues shall be further amended to the Company Law and that security regulator shall mitigate the limitation to listed companies which intend to cover deficit by capital reduction under certain circumstances before the amendments of related laws and regulations.

Key words: listed company; cash dividends; capital reduction; cover deficit

(责任编辑: 张秋虹)

(上接第 27 页)

- [4] 贾秋然. 外资银行进入对发展中国家银行体系绩效的影响: 全球实证研究 [J]. 金融监管研究 2012(7): 1-25.
- [5] 李东欣. 我国商业银行市场结构和效率实证研究 [D]. 复旦大学 2011.
- [6] 江 勇. SCP 范式下我国银行业市场结构研究——以中型股份制商业银行为视角 [D]. 复旦大学 2008.
- [7] 姜 元. 中国银行业市场结构、行为与绩效研究 [D]. 吉林大学 2009.
- [8] 李建涛. 我国商业银行市场结构与绩效的实证研究 [D]. 江西师范大学 2011.
- [9] 张 芳. 中国银行业市场结构与绩效实证研究——基于 14 家商业银行面板数据的分析 [D]. 东北财经大学 2011.
- [10] 陈伟光. 银行产业组织与中国银行业结构 [M]. 北京: 中国金融出版社 2007: 37-39.

The Performance Effects' Research of China's Commercial Banking Market Structure Based on the SCP Paradigm

YANG Yunyan , ZHENG Yi , WANG Pin

(Guilin Electronic Technology University ,Guilin ,Guangxi 541004 ,China)

Abstract: The traditional theory of industrial organization considers market structure has a significant effect on market performance. This article through the analysis of the related data of 2003-2011 analyses our country commercial banks' market structure and market performance ,and based on the SCP paradigm ,also studies market structure and market performance. Results show that the banking market structure does not significantly affect the market performance. China's banking industry should not pursue blindly expand the market size and market shares , and more should be done on focusing on improving their management and efficiency.

Key words: commercial bank; market structure; market performance

(责任编辑: 沈 五)