

# 公司法资本制度改革的逻辑与路径

## ——基于商业实践视角的观察

刘 燕 \*

**内容提要：**从商业实践的视角观察公司法资本制度的逻辑与演进，有助于理解全球性公司资本制度改革的不同路径以及我国2013年改革的争议。法律对公司资本的约束起源于描述股东出资设立公司的过程，揭示资合公司的起点与治理架构的基本点。公司实体的持续存在催生了“资本维持”的初始观念，“有限责任”的外部性则最终塑造出法定资本制的核心规则。但法定资本制简单而朴素的逻辑难以适应变化多端的商业实践，由此见证了会计、估值、债务契约、证券监管等辅佐、分担或替代了法定资本制的部分功能。法定资本制改革具有内在动力。改革抛弃了传统而僵化的“法定资本”概念，将资本制度的重心从债权人利益保护转移到股东权益的合理配置。我国公司法在规则层面实现了资本制度的现代化，但与之对应的商业理性与行为模式不可能一蹴而就，需要相关配套制度和商业实践来弥补认缴登记制立法的疏漏。

**关键词：**公司法资本制度 法定资本 商业实践 认缴制

### 引言：问题、背景与研究进路

公司是一种聚合大众资本进行营利性事业的组织形式，出资与收益分配是这一组织形式的起点与终点。由股东出资形成的公司资本不仅构成公司经营的财产基础，在有限责任制度下也是对债权人利益的一种保障。很自然地，对公司资本的法律约束——或称为“法定资本制度”<sup>[1]</sup>——成为公司法中最古老的主题，在漫长的历史过程中演化出有关资合公

\* 北京大学法学院教授。

[1] “法定资本制”或“Legal Capital”在不同语境下有不同的含义。我国学者多将法定资本制作为大陆法系资本三原则中专门针对资本形成过程的管制，与授权资本制、折衷资本制等概念相对应。在域外，不论是英美法系还是大陆法系国家，“法定资本制”通常泛指公司法对出资、分配、回购等各种公司与股东间资本性交易的管制，几乎等同于“公司法资本制度”一语。我国已有学者洞察中外语境的差异，例见傅穹：《法定资本制：诠释、问题、检讨——从公司不同参与人的利益冲突与衡量观察》，《南京大学法律评论》2002年春季号，第81页。本文也是在这一最宽泛的意义上使用“法定资本”概念，泛指公司法中与资本管制相关的规则，涉及出资、分配、回购、减资等。除非特别说明，本文不加区别地使用“法定资本（制）”、“公司法资本制度”或“公司法资本管制”之类的表述。

司的一些根深蒂固的观念，如公司基于资本而立、股东以出资为限承担责任、股份不得折价发行、股息分配只能从利润中支出而不得削弱资本等等。正是在这一背景下，当1975年美国加利福尼亚州公司法破天荒地取消了“声明资本”，转而用保留盈余、资产负债率、流动比率等一套会计术语和财务指标来约束公司的分配行为，进而美国律师协会在1979—1987年间修订《示范商业公司法》，完全删除了法定资本、面值、股份溢价、库藏股等一整套传统概念时，它带来的观念冲击是巨大的。此后，各国都开始检讨本国的公司资本制度。英联邦国家陆续废止了“授权资本”概念，日本、韩国取消了最低资本额并放松了不得折价发行规则，法国、德国等则对非公众公司放弃了最低资本额要求。2013年底，我国也加入了这场全球化的资本制度改革浪潮，修订后的公司法实行认缴登记制，取消对一般性公司的最低资本额以及出资期限、验资等要求。

我国公司立法的急剧变革有其政策层面的正当性，即放松管制、降低创业成本。这几乎也是域外改革的主基调——打造一个顺应竞争性经济环境的现代公司法。但改革留下的问题更加尖锐：在理论层面，失去了“资本”的合资公司法将如何立足？在实践层面，作为有限责任的法人，认缴即成立的公司又会对债权人产生怎样的危害？既往的研究与实践提供了一份涵盖公司法、破产法、合同法的配套制度清单。例如，公司法对出资与分配的管制从事前控制转向事后控制，追究董事对于接受不当出资或进行不当分配的责任，<sup>[2]</sup>资本严重不足时还可以“揭开公司面纱”；<sup>[3]</sup>破产法的欺诈性转移或优惠性清偿规则也可以约束公司过度分配的行为，以及在公司破产时将股东债权“衡平居次”；<sup>[4]</sup>普通法下特有的欺诈性转让法也可以起到与破产法类似的作用；<sup>[5]</sup>此外，债权人还可以用合同法特别是债务契约进行自我保护。<sup>[6]</sup>然而，这些配套规则多源自美国法，能否适用于不同的社会制度环境尚存疑问；即使适用，制度移植与借鉴也不可能一蹴而就，对于解决中国当下可能出现的公司滥设问题远水不解近渴。此外，由于废止了实收资本登记，工商机关也不再登记股权，法院请求工商机关配合进行股权冻结也遭到拒绝，一度作为工商登记制度创新的股权出质与转让程序兀然中断。

于是，与2005年公司法放松管制赢得学界的一片喝彩声截然相反，此番公司法彻底放弃出资管制却遭遇强烈质疑。学者的批评除建基于当下中国脆弱的信用环境或者历史传统与文化外，更诉诸公司法资本制度的法理，特别是大陆法系之法定资本制与英美法系之授权资本制的区别。<sup>[7]</sup>然而，种种基于法理的批评忽略了此前本已被学界意识到的对域外“法定资本制”与“授权资本制”概念的误读，<sup>[8]</sup>强调法系之分也难以解释为何资本制度

[2] 例见邓峰：《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》，《中国法学》2009年第1期，第102页。

[3] 例见朱慈蕴：《公司人格否认——从法条跃入现实》，《清华法学》2007年第2期，第123页。

[4] 例见孙向齐：《我国破产法引入衡平居次原则的思考》，《政治与法律》2008年第9期，第10页以下。

[5] 例见王海明：《美国“欺诈性转让法”一瞥及其借鉴》，《环球法律评论》2007年第2期。

[6] C. W. Smith and J. B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 *Journal of Financial Economics* 117–161 (1979).

[7] 学者的批评集中反映在2014年4月28日中国社会科学院法学所举办的“公司法资本制度改革研讨会”以及2014年5月11日中国商法学研究会、最高人民法院、中国政法大学公司法研究中心举办的“公司法司法适用高端论坛”，参见相关会议论文集。

[8] 参见傅穹：《重思公司资本制原理》，法律出版社2004年版，第37页以下。

改革俨然成为不同法系国家的共同趋势，更无法说明被视为公司法高度自治的授权资本制国家纷纷废除了“授权资本”概念甚至“法定资本”概念。换言之，我国改革开放以来呈现的“立法靠移植、研究靠比较法”的主流范式，在面对全球化下瞬间涌出的多种公司法标本时，陷入了认知困境，缺乏制度变迁史的研究导致人们难以对不同国家公司资本制度改革的具体方式作出判断或选择。

在看似热闹的辩论中，鲜有人关注到公司法的本质是商事法律制度，公司资本既是法律关注的对象，更是公司本身的事务以及资本市场的焦点，它在商业实践中展开的图像远比在公司法条文中呈现的面貌立体而丰富。撇开各种标签化的概念，传统法定资本制遭遇的困境主要是操作障碍，即法律规则固有的抽象性与概括性难以适用于具体而多样化的商业活动。当立法上抛弃陈旧过时的规则后，更重要的是确保配套的制度或过渡性安排已经到位，它们可能是更有针对性的法律规则，也可能是商业实践的替代性安排。从历史上看，在公司资本制度领域，会计实务、财务分析、估值技术、债务契约、股票上市规则等伴随着公司的发展过程而进化，很大程度上填补了法定资本制的疏漏或分担着法定资本制的功能。它们给公司法保护债权人利益以及调整股东之间、股东与公司之间的关系提供了一套精细的工具，甚至给法定资本制的改革指示了方向。正因此，在美国，上世纪 70—80 年代法定资本制的瓦解并没有在商业世界中引起震动，这不仅是因为法律配套机制已经成熟，也是因为商业实践本身已经有了足够长的时间来形成心理、文化和技术上的准备。其他国家的改革尽管与美国侧重点不同，但不论是英联邦成员取消授权资本概念或股份面值概念，还是大陆法系国家放弃最低资本额或面值发行规则，都没有摧毁本国资合公司法的根基。从某种意义上说，欠缺对公司资本制度的运作及商业实践的了解，缺乏对全球公司法资本制度变革动力与路径的把握，导致我国当下公司资本制度改革以及对这场改革的批评都显得“简单而粗暴”。

公司资本制度涉及股东对公司的出资以及公司对股东的分配（或回报）两方面。我国 2013 年底的资本制度改革与上世纪 90 年代以来域外多数国家的改革类似，主要集中于股东出资（设立公司）环节。鉴于此，本文拟结合公司法资本制度与商业实践之间的互动，对法定资本制改革特别是出资规制缓和的内在逻辑进行探讨，并以此为参照来观察我国 2013 年的公司法修订在改革细节设计上可能存在的偏差。

## 一、公司资本管制的理念、方式与困境

从最本原的观念上说，公司是股东出资设立的营利组织，公司是股东的财产或者股东经济手臂的延伸，<sup>[9]</sup> 公司资本制度就是“关于股东与公司之间基于投资—被投资关系而产

[9] 这是公司的历史起点，也是传统公司法所依赖的前提。See Peter F. Pope and Anthony G Puxy, *What is Equity? New Financial Instruments in the Interstices between the Law, Accounting and Economics*, 54:6 The Modern Law Review 893 (1991)。不过，当代新制度经济学的企业理论将商业组织的逻辑建立在合约基础上，将股东与债权人视为企业的两种资金提供者，从而形成了关于公司的“历史事实”与“合同逻辑推导”两种不同的解读方式（参见〔美〕奥利弗·E. 威廉姆森：《资本主义经济制度》，段毅才、王伟译，商务印书馆 2002 年版，特别是第 448 页以下）。选择何种公司理论是讨论公司资本制度无法回避的前提，本文旨在把握公司资本制度的历史演变，故选择以历史事实为依据的公司法传统。

生的财产进、出交易的一套法律规则”。<sup>[10]</sup> 通常认为，公司资本制度的目的在于保护债权人利益。其实，资本制度也保护股东利益，特别是防范公司大股东与小股东之间、内部人股东与外部股东之间潜在的利益冲突。从历史上看，两大法系均认同的资本维持原则可以溯源自于 17 世纪的特许公司时代，<sup>[11]</sup> 目的就在于保留完整的资本用于企业的持续经营，这是永续（或至少在特许状规定的期限内）存在的公司必须建立的经济观念。当 19 世纪中期的准则主义公司法普遍承认股东的有限责任后，对债权人利益的保护才成为资本制度发展的主要推动力。当代的法律经济学分析更进一步强调资本对公司激励机制的影响，即充足的公司资本减少了股东及其代理人的道德风险：如果企业的所有者既无个人责任，又无个人财产投入企业之中，其商业决策很容易偏向承担过度风险，对公司相关利益人或者整个社会都会带来负面效应。<sup>[12]</sup> 因此，就资合公司而言，公司资本对于保障企业经营、塑造股东以及公司的行为模式、保护债权人利益都有重大意义。这也成为法律管制公司资本的正当性基础。

不过，理念的正确未必能保证管制方式的恰当。公司资本交易的特点是无法脱离价值计量或金额计算，无论是股东出资财产的计价或折合成股份，还是确认可分配利润或其他资本维持的底线标准，抑或更为复杂的回购或赎回并注销股份，都是如此。然而，以公平、正义为焦点的法律思维擅长的是逻辑推理而非金额计算。就出资环节而言，传统资本管制的具体方式——最低资本额要求、面值规则（即不得折价发行）、出资形式与出资作价管制等——在现实中常常陷入进退失据的尴尬境地，既难以实现保护债权人之目的，又对公司以及投资者造成了不必要的束缚，从而埋下了日后变革的伏笔。

### 1. 法定最低资本额

对于股东出资形成的公司资本，在法律规定的“真实而确定”之外，债权人最期待的是“资本充足或足够”，这也成为公司法设定最低资本额的初衷。然而，法律殊难确定何谓“资本充足”，因为公司业务性质、经济规模、债务结构的多样性与法律上整齐划一的标准之间天然存在着冲突，这就使得任何一种“法定最低资本额”都是人为臆断的数字，缺乏普遍适用性。以股份公司为例，从美国各州公司法曾流行的 1000 美元标准，到德国法下的 10 万马克、欧盟的 2.5 万欧元、英国的 5 万英镑、日本的 1000 万日元，直至我国 1993 年公司法要求的 1000 万元人民币，存在着一个范围广阔的值域，但各种标准的合理性均未见论证。不仅如此，最低资本额规则只针对股东初始投入的金额，并未考虑资本在公司经营过程中亏蚀的情况。尽管一些大陆法系国家要求公司持续关注资本状态，但大多数国家公司法并未处理公司的实际资本与形式资本之间的分离问题，遑论像现代银行业那样设立专门的监管机构来对公司的资本充足状态进行持续的监管。

法定最低资本额规则的理想与现实之间的背离，使得对其功能的解读很快就从“担保

[10] 张开平：“公司资本制度与董事责任”，2009 年于清华大学法学院的讲演；另见 Bayless Manning & James J. Hanks Jr., *Legal Capital*, 3rd ed., Foundation Press, 1997, p. 30. 该书中译本参见《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。

[11] 早在 1620 年，英格兰国王詹姆斯一世给新河公司颁布的特许状中就有“从利润而非资本中派发股息”的条款。See Donald Kehl, *The Origin and Early Development of American Dividend Law*, 53 Harv. L. Rev. 36, 41 (1939).

[12] 例见 Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law*, 2d ed., West Publisher, 2010, pp. 163 – 164；陈实：《交易费用与公司资本制度的意义》，《北京大学学报（哲学社会科学版）》2008 年第 6 期，第 110 页以下。

债务”变成了“有限责任的门槛”，意在防止公司滥设。<sup>[13]</sup>但这仍然无法解释将某一具体数值设为门槛的合理性，甚至引发对法律是否在刻意制造社会不公平的质疑。从历史上看，早在英国1855年公司法案首次引入有限责任时就存在这种争议。当时立法草案要求享受有限责任的公司之名义资本须达到5万英镑且每股股份之票面价值大于25英镑。最终，这一规定因可能造成富裕阶层的垄断经营而被抛弃。<sup>[14]</sup>

可以说，随着有限责任日益被视为市场主体合理配置商业风险的正当途径，以及借助有限责任公司形式从事商业活动被视为现代社会公民的天然权利，法定最低资本额的原始意义完全不复存在。这使得既存的法定最低资本额规则遭遇左右两面的夹击：要么因太高而抑制了个人创业，要么因太低而对债权人无意义。

## 2. 面值与不得折价发行规则

从技术层面看，传统的法定资本制可以浓缩为“股东出资（资本或股本） = 股份面值 × 股份（数量）”的等式，与债权人保护以及股东权益都密切相关。对债权人而言，面值代表了股东为每股股份所投入的最低金额，否则就构成违法的折价发行；建立在“面值 × 股份”之上的资本额表彰了公司的财产基础，非经分配或清算程序不得返还股东。对股东而言，面值规则以及不得折价发行规则保障了不同股东获得平等对待。不过，实践很快表明上述关于“面值”的公司法逻辑过于简单化了。

从股东及公司的立场看，刻板地坚守面值规则反而可能阻碍了股东平等原则的真正实现。这是因为，“面值”只是股份的原始价值尺度；一旦公司开始营运，就会产生一个新的且经常变动的价值尺度——“每股净资产值”（=所有者权益/股份数，简称净值）。当公司因留存收益而导致所有者权益大于资本时，每股净值就会高于面值。若有新股东加入，则需要溢价出资以获得股份，面值尺度也就毫无意义。<sup>[15]</sup>此外，如果公司股票在交易所上市，还有第三个价值尺度——每股市价，它与面值或每股净值之间往往差别较大。当公司与股东或者潜在的投资者进行市场化的交易（如IPO、增资或回购、赎回），都只能采用每股市价作为参考依据，不可能以股票面值为基准。此时，“不得折价发行”规则基于股份面值来判断是否折价，就显得不合时宜。特别是，当公司财务状况恶化急需新资金时，面值规则反而阻碍了新资金的流入。因为公司亏损导致每股净值可能低于面值，每股市价更低，那么拟入股的投资者自然不愿意按照股份面值来缴纳出资。结果，本来是为保障股东间平等待遇而设置的面值规则，反而妨碍了股东间真正实现公平。

颇具讽刺意义的是，有时债权人也可能利用“不得折价发行股份”规则来阻却公司改善财务状况的努力。美国1891年的Handley v. Stutz一案正是如此。一家面临破产、股票市价几乎为零的公司发行债券筹集新的资金，为增加债券的吸引力，公司向债券购买人免费提供了一定比例的公司股票。公司原来的债权人提起诉讼，要求这些债券持有人作为新股

[13] 例见Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, 86 Cornell L. Rev. 1165; 朱慈蕴:《法定最低资本额制度与公司资本充实》,《法商研究》2004年第1期,第17页以下。

[14] [英]罗纳德·拉尔夫·费尔摩里:《现代公司法之历史渊源》,虞政平译,法律出版社2007年版,第120页。现行英国法下5万英镑的最低资本额标准是为遵守《欧盟公司法第2号指令》而在1980年引入的。

[15] 参见刘连煜:《票面金额股与无票面金额股》,载氏著《公司法理论与判决研究》,法律出版社2002年版,第170页。

东缴付股票的面值。最终，美国最高法院基于“常识”而确立了不得折价发行规则的“财务危急状况例外”：如果一家公司处于财务上的紧急状况，它可以按能获得的最好价格发行股份以筹集资金，不论该价格是否低于面值，新股东并不因此而承受按照面值补缴出资的法律风险。<sup>[16]</sup>

当然，相对于例外规则带来的司法审查之不确定性，更便利的措施是公司法承认公司有权通过修改章程而削减面值，或者发行无面值股，从而彻底消除面值规则的约束。这正是美国20世纪初的情形。1912年，纽约州首次承认无面值股票，董事会可以从发行无面值股票所收到的对价中任意指定一部分作为资本（即“声明资本”，stated capital），公司也可以根据自己的意愿将面值减少到微不足道的金额（如0.001美元）。<sup>[17]</sup>在今天的英美法系地区，非上市公司的股份面值及资本额大多很低。例如，1999年英国2/3的公司的注册资本在100英镑以下；<sup>[18]</sup>我国香港地区80%的公司的注册资本在1万港元以下，1/3的公司在100港元以下。<sup>[19]</sup>甚至一些上市公司也是如此。如脸书公司（Facebook）的股票面值仅为0.000006美元，其发行在外的股票达25.47亿股，但资本（普通股）仅为1.5万美元。<sup>[20]</sup>低面值股以及相应的低资本额可以给公司带来很多好处，除股票市价会相应降低，增加了股票流动性外，更主要的是可以规避公司法的资本管制，如规避资本维持原则对股息分配的限制，以及避免公司在净资产值很低时因吸收新资金入股而触动“不得折价发行”的红线。

然而，对于债权人来说，低面值股以及低资本额的流行完全消解了公司资本的意义，导致“不得折价发行规则”或者“资本维持原则”形同虚设。的确，在微不足道的资本额上施加资本管制无异于一种反讽。此外，为克服传统面值规则的僵化而诞生的无面值股票虽然消除了财务困难企业的融资障碍，也避免了面值给投资者可能带来的误导，但却进一步恶化了债权人的境况。由于公司管理层可自主确定股东对无面值股票缴付的对价中作为“资本”的比例，若管理层有意操纵财务报表，无面值股票是个更方便的工具。因此，无面值股票的批评者认为取消面值后无法判断股东是否足额出资，质疑“如今已不是股东有限责任而是股东没有责任”。<sup>[21]</sup>实践中，无面值股票的滥用与面值规则下僵化但有序的管制形成鲜明对比，导致股票面值的存废在一些国家成为长久争议的问题。

### 3. 出资形式与作价监管

公司资本源于股东出资，对资本的管制自然延伸到股东投入财产的行为。它包括出资形式、金额、期限等方面，核心是对股东出资资产作价的监管。出资形式管制实际上是派生于出资作价监管的，公司法限制出资形式的主要目的是为了规避作价难题，与其纠结于困难的作价问题，不如简单地宣布禁止某些形式的出资。

[16] 139 U. S. 417, 11 S. Ct. 530 (1891).

[17] 参见美国特拉华州公司法第154节。See also Arthur Stone Dewing, *The Financial Policy of Corporations*, 4th ed., New York: The Ronald Press Company, 1941, pp. 81–82.

[18] *Modern Company Law for a Competitive Economy-The Strategic Framework, A Consultation Document from the Company Law Review Steering Group*, February, 1999, para 5.4.3.

[19] FSTB, *Rewrite of the Company Ordinance Consultation Paper: Shares Capital, the Capital Maintenance Regime and Statutory Amalgamation Procedure*, para. 3.6 (June 26, 2008).

[20] Facebook 2013年年报，来源：<http://www.sec.gov>.

[21] Bonbright, *The Dangers of Shares without Par Value*, 24 Colum. L. Rev. 449, 464 (1924).

从理论上说，股东出资作为公司初始运作的财产基础，只要满足公司与股东双方的共同诉求即可；若非法律干预，出资形式本来是多元化的。特许时代的公司法一般要求股东以现金形式出资，一则方便公司利用，二则便利作价折股。到 19 世纪的制造业时代，公司法开始允许股东用房屋、矿产、制造品等商业必需品来换取股份。某些情形下，个人的能力或信用也构成公司的营运基础，如 1878 年成立的美国电灯公司，其唯一出资就是爱迪生的电灯专利。<sup>[22]</sup> 进入知识经济时代，对人力资本的认可导致高科技公司中以未来劳务出资的做法大行其道，“全员持股”也成为从美国硅谷到北京中关村的众多小公司资本结构的共同特征。这些形形色色的非现金出资无疑对法律上判断股东是否足额出资形成了挑战。

相对于单项非现金资产出资，更大的估值难题发生于资本化过程中，<sup>[23]</sup> 即将企业本身作价出资。它通常发生在公司并购设立环节，或者是将非上市企业变更为公司并在股票市场上进行首次公开上市（IPO）。企业估值难题最早暴露于美国 19 世纪末 20 世纪初的并购潮中。当时众多私人企业被合并成巨型股份公司并发行了大量股票和债券，其价值远高于注入企业的企业净资产的账面价值。以美国钢铁公司为例，投入公司的各钢铁厂有形资产之账面价值为 6.8 亿美元，公司发行了 3 亿美元的债券和 11 亿美元的股票作为对价，差额高达 7.2 亿美元。从公司法资本制度的逻辑看，这就是标准的掺水股了，因为公司有形资产的价值仅能对应于公司债券及部分普通股的发行金额，剩下数亿元的普通股并无财产支持。但商人们主张，普通股的收益来自于公司未来的盈利而非变卖公司资产的价值，因此，对普通股可以依据公司预期未来收益的一定倍数来确定发行数量。<sup>[24]</sup> 今天来看，这种对企业整体资产的估值方法类似于收益现值法，但当时的主流观念尚不能接受。商业实践与法律标准之间出现脱节，由此引发了长达十余年的关于掺水股的激烈争议，且超出了法院诉讼的范围而成为立法者激辩的话题。<sup>[25]</sup> 一个世纪后，类似的场景又在我国重现，国企改制上市中的净资产折股引发了人们对于其出资合法性的质疑。<sup>[26]</sup> 此后的企业整体上市所呈现的合并设立模式也在证券市场中不时激起“折价发行”争议，如 2004 年 TCL 集团吸收合并 TCL 通讯上市争议，2007 年中国中铁整体改制上市争议等。<sup>[27]</sup>

对于非现金出资以及资本化过程的挑战，公司法最简单的应对当然是限制某些出资形式，如我国《公司登记管理条例》禁止劳务、信用、个人姓名权、特许经营权等出资。但是，商业实践的压力使得法律的限制清单不得不逐步萎缩，从而直面估值难题。不同国家采取了不同的应对方式。美国公司法将股东出资作价问题委诸于董事会的商业判断。除非存在欺诈，否则就对价的充足与否、相关股票是否有效发行、价金是否全额支付以及是否应重新评估等问题，董事会的认定是终局的。<sup>[28]</sup> 英联邦国家采取信息披露方式，要求将相

[22] 参见前引〔17〕，Dewing 书，第 55 页。

[23] 在公司财务实践中，“资本化”一词有三种含义：一是指将收益转化为价值的资产估值过程；二是指企业的资本结构；三是指将一项支出确认为资产而非当期费用的会计程序。See Richard T. McDermott, *Legal Aspects of Corporate Finance*, 3rd ed., Lexis Publishing, 2000, p. 88. 本文中的“资本化”指的是第一种含义，即将某个能创造收益的资产（如企业）进行估值。

[24] Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti, Jr., *A History of Corporate Finance*, Cambridge University Press, 1997, p. 156.

[25] Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy: How Finance Triumphed Over Industry*, San Francisco: Berrett-Koehler Publishers, Inc., 2007, pp. 57 – 89.

[26] 参见王军：《企业公司化改组的法律性质及其表述》，《法学研究》2011 年第 2 期，第 130 页以下。

[27] 参见黄致：《TCL 集团律师表示：“低净值换股”提法不当》，《证券时报》2003 年 10 月 23 日第 2 版。

[28] 《美国修订示范公司法》第 6.21 节 (c)。

关的非现金出资合同提交登记机关备案。法院虽然保留对出资作价争议的审查权，但仅仅进行形式审查。<sup>[29]</sup> 相反，大陆法系国家通常在发起人会议或董事会审议的基础上，进一步引入第三人评估、验证或审查机制（简称第三人验证）。<sup>[30]</sup> 我国 1993 年及 2005 年公司法建立了“评估作价 + 验资”的双重程序，前者确定出资的价值，后者验证出资是否到位。

实践中，上述两种进路都暴露出自身的问题，从而受到各自国家学者的批评。对于美国委诸于董事会的做法，学者阿道夫·伯利嘲讽道：“在极端的情况下，这一规则将意味着董事会愈是无能，他们稀释股票的权力就愈大，因为那种估价过高的行为，不管多么愚蠢和不公平，也仍然被视为无辜的。”<sup>[31]</sup> 另一方面，现代公司法学者则更多地批评第三人验证制度并不能给债权人带来福利，徒增公司设立的成本。估值方法本身就有很大的自由裁量空间，进行评估的专家即使由法官来挑选也很难真正独立，因为其作为在市场上提供会计与估值服务的专业人士，收入主要来源于日常专业服务而非公司法下的出资验证业务，“为避免失去现有的或潜在的客户，专家将倾向于批准任何实物出资，只要该出资的估值不会高到一个外行也能看出公司的股份被掺水的地步”。<sup>[32]</sup>

#### 4. 小结

成型于 19 世纪中期的公司法资本制度，在其后 100 多年的商业实践中暴露出管制方式的原始与粗疏。试图以某一个固定、僵化的标准来约束变化万千的经济现实，既难以实现保护债权人利益的初衷，也给公司经营和个人创业造成不必要的束缚。否定劳务出资合法性更与现代社会重视人力资本的潮流背道而驰。虽然司法甚至立法层面可以通过创设各种例外来缓和过于僵化的规制方式，但由此一来资本制度又变得复杂而晦涩，增加了操作成本，甚至导致“资本”呈现空洞化，进一步削弱了分配环节的“资本维持原则”的意义。实践中，各种规避行为也导致法定资本制本身沦为摆设或笑柄。因此，进入 20 世纪 70 年代后，美、英两国的公司法学者开始表达彻底否定传统的法定资本制的立场，揭开了英美公司法学界清算法定资本制的序幕。

不过，公司法资本制度的局限并没有消弭公司资本自身的意义。面对传统法律规制方式的不足，商业实践中发展出各种安排来弥补公司法的疏漏，恢复或者凸显公司资本的真实意义，实现公司资本制度预设的功能。它们最终也给公司法资本制度的改革指示了方向。

## 二、商业实践对法定资本制度漏洞的填补

随着公司成为企业组织的主流形式，商业实践中逐渐发展起与之相关的一些管理技术

[29] 参见何美欢：《公众公司及其股权证券》上册，北京大学出版社 1999 年版，第 52 页以下。

[30] 有学者将英国、欧盟与德国、法国、日本的做法区分为两种模式，称前者为强制性评估，后者为第三人验证（参见前引〔8〕，傅穹书，第 121 页以下）。笔者以为，从这些国家的公司法条文看不出评估与验证之间的实质性区别，且实务中大多数评估（除土地、房屋外）皆由会计师进行，故本文未对二者加以区分。关于非现金出资及评估验证的比较法研究，参见〔日〕志村治美：《现物出资研究》，于敏译，法律出版社 2001 年版；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 61 页以下。

[31] [美] 阿道夫·A. 伯利、加德纳·C. 米恩斯：《现代公司与私有财产》，甘华鸣等译，商务印书馆 2007 年版，第 155 页。

[32] 前引〔13〕，Luca Enriques 等文，第 1187 页。

或制度安排，涉及财务会计、商业估值、债务契约、信用评级等诸多方面。此外，当有组织的证券交易所出现后，上市规则基于自律的考虑或者证券监管法的要求也或多或少地着眼于解决公司治理中的利益冲突，包括推动股东平等原则并兼顾债权人利益保护，从而部分地分担了法定资本制的职能。这里按其产生的时间顺序介绍其中三个最突出的机制。

### 1. 会计实务

会计是描述商业活动的基本语言。计算资本与收益是商人以及营利性公司的本能，自然也是会计的首要任务。就此而言，会计与管制出资、约束利润分配的公司法资本制度有天然的契合度。

从历史上看，法律处理资本、利润范畴远早于会计职业的出现，因此早期的法定资本制并不存在会计理论或专业人士的帮助，体现的是商人与法律人对相对简单的商业活动的朴素理解。19世纪中期后，股份公司的流行、铁路等大型企业的管理需求、资本市场的兴起等因素，促使会计实务快速发展，会计职业也登上历史舞台。<sup>[33]</sup> 此后会计实务的演进完全是在公司法框架下进行的，奉法定资本制为圭臬，<sup>[34]</sup> 填补着古老的、因世事变迁而变得僵化的法定资本规则的千疮百孔，在公司法简单的资本与利润两分法之外，创设了资本公积、保留盈余、所有者权益、净资产等诸多概念，并进而生成资产负债率、流动比率、税息前盈余等财务分析指标。它们不仅服务于债权人利益保护，也给法定资本规则在调整股东之间以及股东与公司之间的利益冲突方面的操作提供了一套精细的工具。<sup>[35]</sup>

以股东出资形成资本的过程为例，会计实务通过对公司的所有者权益进行分类，特别是对资本、资本公积（出资溢价）账户的描述，至少在以下三个方面促进或者便利了公司法对出资环节的管制：

第一，清晰地描述资本的状态以及与资产之间的关系。法定资本制的核心概念是“资本”，然而直到20世纪初，法官和律师们还深深困扰于“资本”（capital）、“股”（stock）、“股份”（share）、“股本”（stock capital，或 capital stock）等概念的边界及其与“资产”的关系。特别是在涉及公司特许税以及掺水股等方面的案件中，“股”或“资本”到底是一个抽象的数字、一种无形的股东权利还是公司拥有的具体财产？如何判断“股”的价值，是股东的实际出资，公司的声明资本，抑或特定出资财产的现行市场价值？这些问题成为19、20世纪之交的热点话题。<sup>[36]</sup> 对此，会计用资产负债表的基本结构清晰地展现了公司“资本”与“资产”之间的对应关系，包括公司初始设立时的“资产 = 资本（股本）”以及公司持续经营期间的“资产 = 负债 + 所有者权益”。资产负债表对公司财务结构的直观反映极大地便利了法律人理解“资本信用”或“资产信用”。

[33] 参见〔美〕加里·约翰·普雷维茨、巴巴拉·达比斯·莫里诺：《美国会计史：会计的文化意义》，杜兴强、于竹丽等译，中国人民大学出版社2006年版，第139页。

[34] 参见潘序伦：《我国公司会计中股本账户之研究》，载《潘序伦文集》，立信会计出版社2008年版，第79页；汤云为、钱逢胜：《会计理论》，上海财经大学出版社1997年版，第391页以下。

[35] 对于会计相较于传统法定资本制在描述公司与股东间各种资本性交易（如出资、分配、回购、库藏股、减资、可转债、认股权证、合并换股等）方面的优势，参见前引〔10〕，Manning等书，第119页以下。

[36] See e. g. Frederick Dwight, *Capital and Capital Stock*, 16 Yale Law Journal 161 (Jan. 1907); George W. Wickersham, *The Capital of a Corporation*, 22 Harvard Law Review 319 (Mar. , 1909). 一个世纪后，“资本”也成为大中华区公司法学界的热点话题，例见方嘉麟：《论资本三原则理论体系之内在矛盾》，台湾《政大法学评论》第59期（1998年）；赵旭东：《从资本信用到资产信用》，《法学研究》2003年第5期。

此外，与股东实际缴入的出资对应，公司资产负债表上确认的“资本”是“实收资本”，代表了“面值×已发行股份数”的计算结果，它并不反映公司的“授权资本”。同时，会计以货币为计量单位，一些对股东来说至关重要但并非货币计量的信息（如股份数或比例）并不呈现在“资本”中。为了给企业外部投资者提供股份总数、已发行股份数、授权资本等信息，资产负债表通常会在“资本”或“股本”一栏中专门添加文字进行说明。

第二，“股份溢价”账户对股东出资实现了真正的约束，甚至替代了“资本”约束。针对公司为规避资本管制而刻意减少“面值”及“资本额”的行为，会计上创设了“股份溢价”账户（或“额外缴付的资本”账户），专用于记录股东作为出资缴入但未计入“资本”的部分，并主张对此账户参照“资本”账户管理，只能用于吸收公司亏损或者转增股本，不得用于对股东的分配。对于低面值股，由于发行溢价往往占股东缴付的出资额的绝大部分，“股份溢价”账户的设立意味着股东的实际出资额基本上都被锁定在企业中。对于无面值股，除公司管理层指定作为“声明资本”部分外，其余对价也都进入了“股份溢价”账户。因此，会计实务对股份溢价账户用途的限制使得公司对“面值”或“声明资本”的操纵很大程度上失去了意义。

历史上，会计对“股份溢价”账户的处理方式曾遭到公司及其律师的强烈反对，因为公司希望将出资溢价用于股息分派。在美国，州公司法并未明确处理这个问题，会计实务是在证券监管者以及交易所的支持下作为符合法定资本制宗旨的商业惯例才勉强存续下来。<sup>[37]</sup>在英国，1945年后公司法明确要求公司把股份发行所筹集的所有资金都视为“资本”——无论其计入“资本”还是“股份溢价”账户，从而正面支持了会计实务的做法。<sup>[38]</sup>大陆法系国家的公司法则直接将股份溢价账户称为“资本公积金”账户，禁止其用于股息分配。<sup>[39]</sup>也正是由于“股份溢价”账户实际上承载了“资本”，当20世纪末一些国家的公司法最终取消“声明资本”或者“面值”概念时，对公司本身以及债权人保护都没有产生太大影响。

第三，提供了公司外部的利害关系人了解公司财务状况的基本工具。对于债权人来说，公司用于吸收亏损的财产基础不再局限于公司登记文件中的注册资本，而是公司的全部净资产，它反映为资产负债表下的“所有者权益”，包括资本、公积金、未分配利润等。此外，结合资产负债表对公司资产、负债的描述，债权人还能够对公司的资本结构有更清晰的认知。加上损益表对公司盈利能力的反映，现金流量表对公司现金流的描述，一套完整的财务报表对公司偿债能力的揭示远比公司法下的“资本”或“注册资本”更丰富。更进一步，由于债务人的违约风险与公司的现金流以及负债水平相关，净资产的绝对额指标不能单独说明问题，债权人会进而关注公司的一些财务比率，如资产负债率、流动资产与流动负债比率、利息保障倍数等等。这也为日后债务契约的实践奠定了技术上的基础。

## 2. 债务契约的实践

如果说会计实务对公司法资本制度主要起到辅佐和支撑作用，债务契约的实践则更多地体现对法定资本制功能的替代。债务契约主要是美国法下的现象，公司发行债券文件中

[37] 例见前引〔31〕，伯利、米恩斯书，第178页；Wilber G. Katz, *Accounting Problems in Corporate Distribution*, 89 U. Pa. L. Rev. 764 (1940–1941)。但是，会计实务以及交易所的要求都缺乏公司法的强制性。

[38] 参见〔英〕艾利斯·费伦：《公司金融法律原理》，罗培新译，北京大学出版社2012年版，第118页。

[39] 例见德国股份法第150条。

的财务承诺条款（Financial Covenants）正是在19世纪末、20世纪初美国公司法开始放松资本管制的背景下出现的。当时一些州不仅承认低面值股甚至无面值股，允许公司在成立后任意减少注册资本，而且还放弃了传统上对公司“负债—权益”比例的直接限制，<sup>[40]</sup>由此催生了公司债券持有人用合同来保护自己利益的做法。

当然，即使不存在资本管制的放松，从债权人的立场看，公司法资本制度也是有瑕疵的，因为其缺乏一个完整的“债权人—股东”利益冲突的理论框架，仅关注债务人公司设立时点的出资以及以此为基础的分配行为，忽略了债务人可能进行的其他机会主义行为对债权人利益的损害。例如，公司可能在借贷后进行高收益但高风险的投资，或者以其他方式将低风险资产置换为高风险的资产，以增加债权人的风险为代价提升股东的潜在收益。再如，公司在向特定债权人融资后进一步大举借贷，增加同一顺位或更优先受偿顺位的债务，或者为其他债务提供担保，从而造成在先债权人的债权稀释。此外，公司也可能增加股息分红比例，或将其他财产分配给股东，从而减少公司的净资产规模。

从历史上看，针对债务人的机会主义行为，银行贷款人很早就在贷款合同中对借款人设定某些义务，并在借款人违约时宣布贷款加速到期。在公司发行债券领域，美国1900年前后的债券受托文件中出现了最早的限制性条款——“消极性承诺”（negative covenants），对债券发行人的潜在机会主义行为进行约束。<sup>[41]</sup>这些限制性条款随着美国资本市场的发展而不断丰富、完善。1965年美国律师业基金会收集实践中具有代表性的债务契约，起草了债券合同示范文本，它们被绝大多数的债券合同与银行贷款合同采用。<sup>[42]</sup>

相对于公司法的管制方式，债务契约特别是其中的消极性承诺条款覆盖的范围更全面，设置的标准也更合理。例如，针对法定资本制最关心的限制公司对股东的分配问题，债务契约设定的底线并非公司的资本或注册资本，而是根据债权人的需求设置一个具体的计算公式，以反映公司的动态财务状况，它远高于公司的法定资本。<sup>[43]</sup>同时，债务契约还会根据债务人公司的净资产限制其总负债、新增负债或对外担保水平，要求其保持一个比较高的利息保障倍数和流动比率。此外，债务契约还会对债务人从事合并、分立、重大资产出售或转投资等交易进行限制，以防债务人公司的资产形态变化损害债权人利益或者稀释债权人的财产保障。

可以说，商业实践中的债务契约不仅要求债务人维持一个远比公司法下的“最低资本限额”或公司的“注册资本”或“声明资本”更有意义的净资产基础，而且对于其他可能造成债权人利益受损的机会主义行为都进行了限制。实践中，这些债务契约也给公司法改革以启示。例如，1975年美国加利福尼亚州公司法就是用类似贷款合同中的财务指标取代了传统的“声明资本”作为公司分配的底线，要求公司分配后的流动比率（=流动资产/流动负债）大于125%。<sup>[44]</sup>此外，现代银行业的资本充足率监管、证券公司的净资本监管以

[40] J. Hurst, *The Legitimacy of the Business Corporation in the Law of the United States 1780 – 1970*, Charlottesville, Virginia: The University Press of Virginia, 1970, p. 53.

[41] William W. Bratton, *Corporate Debt Relationships: Legal Theory in a Time of Restructuring*, 1989 Duke L. J. 92, 108 (1989).

[42] Churchill Roger, *The Corporate Trust Indenture Project*, 20 Bus. Law 551 (1965).

[43] 例见前引〔6〕，Smith等文。债务契约对公司分配行为的约束并不是直接限制股息本身，而是限制公司用发行债券融入的资金或者出售公司资产所获得的现金派发股息，后两种都对债权人利益造成极大伤害。

[44] Cal. Corp. Code, § 500 (a) (b).

及保险公司的偿付能力监管也都充分借鉴了债务契约实践的经验。

### 3. 商业估值技术

对股东出资方式与作价的监管长久以来困扰着公司法资本制度的实践。但是，正如“商品价格总是围绕着价值而波动”的道理显示，资产价值既是一个真相问题，更是一个心理认知问题，交易当事人之间的共识或合意往往比所谓的科学标准更重要。体现这种合意的一个最直观的途径就是臂长交易（arm-length transaction）或有规律地进行着的市场交易。20世纪50年代之后，现代公司财务理论以及投资理论对于资本市场中的股票价格以及其他金融资产的定价技术进行深入的研究，现金流折现法、期权定价公式、资本资产定价模型等估值方法逐渐被人们熟悉和接受。<sup>[45]</sup>此外，二次世界大战后各国进入经济发展的平稳上升期，各种要素市场（如资本市场、劳动力市场、经理人市场、土地流转市场等）逐渐建立起来。这些因素共同作用的结果是：一方面，人们对一些不确定性较大、传统上无法估值的财产之价值也能达成基本共识；另一方面，人们对估值的功能有了更清晰的认识，对估值科学性的追求逐渐让位于估值的合意性、可参考性。

估值技术与观念的变化对于公司法传统的出资形式与作价监管模式带来双重影响，既消解了公司法对出资作价全面监管之必要性，同时也给公司自身的商业判断提供了相对可靠的支撑，降低了自我估值过度不公平的概率。实践中，对于公司简单设立情形下的单项非现金出资，随着可比交易的增加、产权登记体系的完善，法律人也能够辨识出明显的出资不实状态。另一方面，在并购设立或者企业资本化等复杂形态的设立出资过程中，未来现金流折现的估值方式成为普遍采用的估值技术，传统的掺水股质疑基本不复存在。此外，这些交易所涉及的资金体量巨大，远超过法律人关于“资本不足”的朴素理解所预期的资本额水平。因此，对于这些交易而言，即使放弃对股东出资作价的监管，法定资本制下保护债权人利益的目标似乎依然完好无损。

不仅如此，商业估值技术的发展也令公司法下出资作价的不同管制方式——董事会判断或第三人验证机制——之间的差异趋于模糊。一些公认估值方法的普遍应用既能对第三人评估、也能对董事会决策提供帮助，结果董事会商业判断的结论与第三人验证的结论逐渐趋同。在此，美国法院的立场演变是个典型的例证。美国公司法虽然将股东出资作价完全委诸董事商业判断，但仍然保留了对股东退出公司环节的估值监管，如异议股东的评估补偿就是由法院而非公司决定的。此外，公司并购交易中的对价公允性问题传统上也属于董事商业判断的范畴。从这个意义上说，美国公司法下也存在两种不同的估值管制方式——法官裁断与董事会判断。当现代商业估值技术逐渐被接受后，美国特拉华州法院在1983年宣布，法官在异议股东评估补偿权的案件中将不再局限于判例法的传统方法，而是适用“金融圈普遍接受并采用的方法”。<sup>[46]</sup>两年后，它又在一起并购案中暗示，若董事会未获得对并购方案公允价值的充分确信，可能构成未恰当地履行董事的信义义务，需承担法律责任。<sup>[47]</sup>

[45] 投资理论主要探讨金融市场和金融资产的定价模式，公司财务理论主要研究公司投资与财务运作的决策过程，二者构成了现代金融学的两大主流。参见〔美〕彼得·伯恩斯坦：《投资革命——源自象牙塔的华尔街理论》，李繁康等译，上海远东出版社2001年版。

[46] *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 712–713 (Del. 1983).

[47] *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d. 858 (1985).

判断交易的公允价值自然是专业人士的意见更可靠，如此一来，尽管是否批准并购方案仍然属于董事会的商业判断范畴，但由专业人士出具并购对价公允性意见书基本上成为董事会批准并购交易的前置程序。这些判例造成的效果就是，第三方验证、董事会的商业判断以及法院裁断三种估值方式在操作层面没有本质差别了。

#### 4. 小结

19世纪后半期兴起的一些商业管理技术开始处理传统公司法资本制度关注的问题。它们修补了法定资本制的漏洞，帮助其实现保护债权人利益的立法目的，有些甚至被公司法直接吸收。商业实践在辅佐公司法资本制度的同时，也更加清晰地暴露出后者内在的局限性。例如，会计实务与商业估值技术揭示的公司净值、市值与股份面值、注册资本之间的差异，凸显了“不得折价发行规则”的简单粗暴，消解了出资形式与作价管制的必要性。至于债务契约实践在法定资本制之外另行创设了一套保护债权人利益的措施，通常被解读为证明了法定资本制对于债权人来说毫无意义。不过，正是因为19世纪末20世纪初美国公司法放松了资本管制，才催生了公司债券发行领域的消极性财务承诺。

面对法律与商业实践之间的脱节，持不同政治立场或学术思想的人们可能给出不同的解释，并进一步引申出不同的结论。注重公司法传统的强制性特征、笃信法律管制自有其独到价值的人认为，商业实践为法定资本制的改革校准了目标：问题暴露得越充分，就越知道该如何改进法定资本制度的细节。相反，笃信市场力量、关注法律的收益—成本分析、强调公司法的合同本质与赋权性特征的人则认为，商业实践已完全瓦解了公司法管制资本的正当性，该是放弃法定资本制的时候了。<sup>[48]</sup>这也正是20世纪70年代后美国法定资本制革命中的两条代表性路径。

### 三、公司资本制度改革：全球化下的不同路径

1975年，美国加州公司法对资本制度进行了重大改革。以此为起点，过去的四十年见证了各国对公司资本制度的更新、修补或者革命。在顺应全球化竞争、信息时代、放松管制的主基调下，不同国家对法定资本制的改革力度及环节各不相同，体现了它们对于公司自治、鼓励创业、债权人保护、监管成本的权衡这几种时有冲突的社会目标之间所作的选择或排序。这里梳理其中呈现的主要路径，观察它们与商业实践的关系，以便为解读我国当下的公司资本制度改革争议提供一个参照系。

#### 1. 美国式革命：改造资本维持原则的三种思路

美国模式以废除“法定资本”概念的颠覆之举，通常被视为放松管制之集大成者。不过，严格来说，美国法定资本制革命与促进创业、降低公司设立成本、激发经济活力等政

[48] 对公司法的传统理解与法经济学解读之间的差异，集中体现在1988年美国哥伦比亚大学法学院法经济学研究中心举办的“公司法中的合同自由”研讨会上，相关论文刊发于《哥伦比亚法律评论》（Columbia Law Review）1989年专辑。资本制度不在此次研讨会主题之列，但从法经济学角度对传统法定资本制的批判此前已由贝勒斯·曼宁教授完成，即本文所引之Legal Capital一书。该书也成为美国修订《示范商业公司法》的理论指南。进入21世纪后，欧洲学者也从传统规范解释与法经济学两条不同进路对公司资本制度展开了激烈辩论，对此的一个综述，参见John Amour, *Legal Capital: An Outdated Concept?*, 7:5 European Business Organization Law Review 27 (2006).

策目标没有直接联系，它主要针对的是公司对股东的分配环节，重点是对资本维持原则进行改造，通过消除“声明资本”、“面值”等概念来结束长期以来公司法以空洞的“声明资本”作为分配底线的荒诞局面。

在公司资本制度的两个环节（股东向公司出资、公司对股东分配）中，美国公司法放松出资环节的管制从19世纪末就开始了。此前，美国经历了一个世纪的严格资本管制，从特许公司时代一直延续至准则主义公司法时代，标志性案例是1824年的Wood v. Drummer案。<sup>[49]</sup>该案中斯托里（Story）法官提出的“公司资本是为债权人利益而设立的信托基金”的观点，对美国公司法下法定资本概念的形成产生了深远影响。<sup>[50]</sup>19世纪末，随着管理资本主义的兴起，美国公司法逐渐转向董事会中心主义，开始削弱股东的财产权以及对债权人利益的保护措施。<sup>[51]</sup>从允许削减股份面值、限制股东的优先认购权，到赋予董事会对股份的自由创设权以及对于非现金出资作价的决定权，直至1912年纽约州正式接纳无面值股票，美国主要的商业州废除了出资环节的大部分管制，公司法下的“资本”不再具有真实的经济意义，遑论保护债权人。<sup>[52]</sup>到1969年美国《示范商业公司法》（Model Business Corporation Act）取消1000美元的最低资本额要求时，公司法基本消除了出资环节的管制痕迹。<sup>[53]</sup>

在公司对股东的分配环节，资本维持的理念源远流长，前述1824年的Wood v. Drummer案就是一个公司向股东不当返还财产的案件。传统上，资本维持原则以资本与利润两分法为基础，公司只能从“利润”中分派股息，不得将“资本”用于分配。这一理念体现在20世纪公司法中主要有两种形式：一是《示范商业公司法》下的“已赚得溢余标准”，即以损益表的净利润为基础进行分配；二是特拉华州、纽约州等采用的“资产负债表溢余标准”，即以资产负债表中的净资产为基础，净资产超过资本的部分可全部分配。实践中，由于《示范商业公司法》提供了诸多例外，所以两类标准趋于一致，都以“资本”为最终约束，即分配不得削弱“资本”。然而，现实中公司的“声明资本”微乎其微，资本维持原则的功能也就成了一个幻影。但对公司及股东而言，资本维持原则还是一种约束，在进行分配、回购、赎回注销、减资等交易时仍然需要用资本维持原则加以检验，从而增加了公司的操作成本。<sup>[54]</sup>针对传统资本维持原则的弊端，加州公司法在1975年首开改革先河，紧接着美国律师协会在1979年修订了《示范商业公司法》，二者代表了两种完全不同的理念，选择的是两条完全不同的改革路径。

[49] Wood v. Drummer, 30 F. Cas. 435 (no 17, 944) (C. C. D. Me. 1824).

[50] 参见前引[10]，Manning等书，第33页。

[51] 按照当时的主流观点，由职业经理人组成的管理层与传统上的企业主——管理者不同，对于公司发展有更长远的眼光，不会用过度分配、抽回出资等手段来自肥，因此减少了公司法保护债权人利益的必要性。参见前引[41]，Bratton文，第108页。

[52] 前引[17]，Dewing书，第53页，注f。

[53] 仅余对以本票及未来劳务形式出资的限制。不过，在纽约州、特拉华州公司法中，该限制仅适用于股份的面值部分，股份溢价部分则可接受任何出资形式。由于面值很低，这种限制并不具有实质意义。最终，《修订示范商业公司法》完全放开了对出资形式的限制。See Richard A. Booth, *Capital Requirements in United States Corporation Law*, 2005, University of Maryland Legal Study Research Paper No. 2005-64, available at [http://digitalcommons.law.umaryland.edu/fac\\_pubs/13/](http://digitalcommons.law.umaryland.edu/fac_pubs/13/).

[54] See William P. Hackney, *The Financial Provisions of the Model Business Corporate Act*, 70 Harv. L. Rev. 1357 (1957); 前引[10]，Manning等书，第116页以下。

加州公司法旨在改进、完善资本维持原则,将法定资本制与现代商业实践有机结合以实现对债权人的有效保护。它用类似于债务契约的财务承诺条款取代了传统的“资本”约束标准,并辅之以会计实务中形成的一套比较保守的做法。<sup>[55]</sup> 简言之,公司对股东的分配或者限于按照一般公认会计准则计算出的“保留盈余”,或者分配后满足以下财务指标:公司资产总额至少等于负债的 125%,流动资产至少等于流动负债,且前两个会计年度中税前息前盈余都超过利息支出;如果税前息前盈余不足,则流动比率须达到 1.25:1。<sup>[56]</sup> 在此基础上,加州公司法还进一步施加了衡平法上的清偿能力标准,即只要“有可能”导致丧失清偿能力,就不得进行分配。<sup>[57]</sup> 在计算作为分配底线的财务比率时,商誉或研发费用等费用化资产必须从“资产”中剔除。<sup>[58]</sup> 因此,加州公司法的分配标准比通常的会计实务或者债务契约更加保守、谨慎。有评论认为,加州公司法的基石不再是空洞的法律概念,而是具有经济实质的事物,如保留盈余、资产—负债比率、清算时的优先受偿权等。<sup>[59]</sup> 笔者以为,它类似于银行业采用的资本充足率要求,只是未设立一个资本充足率监管机构而已。

相反,《修订示范商业公司法》(Revised Model Business Corporation Act,以下简称《修订示范法》)采取了截然不同的思路,完全放弃了资本维持原则,转而采用“双重清偿能力”标准,即破产法下的“资不抵债”标准与衡平法下的“不能清偿到期债务”标准。《修订示范法》规定,公司的分配行为只要不触发下述两种情形,就是合法的:(1)分配后公司无法偿还正常营业过程中的到期债务;或者(2)公司资产总额低于负债总额,或者在公司发行了清算时能够优先受偿的权益(如优先股)时,资产总额低于负债与清算优先权益之和(第 6.40 条)。采用清偿能力标准的理由是:法律只需要关注债权人遭遇的核心风险——公司无清偿能力。仅在此时,债权人才无法得到偿付。若公司清偿能力不成问题,则不必限制公司对股东的支付,不论其采取股息、资本返还还是股份回购的方式,也不必区分何谓资本、何谓盈利。由此,也可以摆脱会计实务的束缚,不再操心利润或各种盈余的计算问题。<sup>[60]</sup> 按照《修订示范法》,资本是无关紧要的,公司可以不存在任何股东权益作为吸收亏损、保护债权人利益的缓冲垫。换言之,公司法中不再有“资本”的位置。

在加州公司法、《修订示范法》之外,还存在第三条道路——维持现状,以特拉华州、纽约州等为代表。它们继续适用本州原来的公司法,包括资本维持原则以及法定资本概念,当然也保留着传统法定资本制难以保护债权人利益的弊端。例如,在美国大公司云集的特拉华州,公司法不仅允许公司将净资产扣除“资本”后全部分配给股东,甚至许可公司在亏损时进行分配,称为“灵活股息”(nimble dividend)。<sup>[61]</sup> 这种分配标准也被批评为将

[55] Thomas C. Ackerman, Jr. & James K. Sterrett, II., *California's New Approach to Dividends and Reacquisition of Shares*, 23 U. C. L. A. Rev. 1052, 1053 (1976). 借鉴债务契约的理由是,它们是经验丰富的金融债权人对债务人施加的约束,上升为立法就可以让贸易债权人或其他小债权人享受到同样的保护。

[56] Cal. Corp. Code, § 500 (a) (b).

[57] Cal. Corp. Code, § 501.

[58] Cal. Corp. Code, § 500 (b) (1).

[59] Melvyn A. Eisenberg, *The Modernization of Corporate Law: An Essay for Bill Cary*, 37 U. Miami L. Rev. 187, 199 – 202 (1983).

[60] 参见前引 [10], Manning 等书, 第 77 页。

[61] 参见美国特拉华州普通公司法第 170 条 (a) 款。卞耀武主编:《特拉华州普通公司法》,左羽译,法律出版社 2001 年版,第 62 页。

“本来应视为欺诈性转移的股息支付变成了‘合法的分配’”。<sup>[62]</sup>当然，特拉华州公司法的影响主要体现在美国上市公司或接受美国证券交易委员会监管的大公司身上，监管规章、交易所上市规则以及债务契约等对上市公司的资本维持施加了更多的束缚。因此，州公司法资本制度是否改革都无关紧要，充其量就是一个无用的摆设或无害的古董。

美国公司法在过去四十年间的改革，与其说是放松管制，毋宁说是清扫法定资本制身上的历史积尘，重建“声明资本”空洞化后资本维持原则的法理基础。由于秉持的理念不同，《修订示范法》、加州公司法代表了两个极端，其他州则介乎二者之间。如果说“革命”有“打碎旧枷锁”与“建设新世界”之分，《修订示范法》无疑属于前者，加州公司法则更像后者。《修订示范法》满足于公开揭示公司法在保护债权人利益问题上实际能达到的效果，或者更确切地说，公开承认没有效果。通过消除公司法中的“资本”痕迹，《修订示范法》实际上宣告公司法退出了传统的资本管制领域，把此问题交由破产法、欺诈性转移法甚至商业实践自己解决。<sup>[63]</sup>相反，加州公司法一方面废除无实质意义的法定资本或声明资本概念，另一方面借助债务契约、会计实务来修正资本维持原则，对公司施加资本充足率要求，“给债权人提供了他们心目中法定资本制应提供的保护”。<sup>[64]</sup>姑且不论公司法是否应执念于保护债权人利益，仅就立法技术而言，加州公司法的改革路径对法律人来说更具挑战性。相形之下，《修订示范法》的方式简单明了、易于操作，也符合上世纪80年代以来影响日隆的法经济学的收益—成本观念，因而受到了更多的追捧。<sup>[65]</sup>从这个意义上说，美国式的法定资本制革命并不能简单等同于“抛弃法定资本概念”，它本身就展示了基于商业实践而改革传统公司资本制度（特别是资本维持原则）的多种可能性。

## 2. 英联邦：简化并完善法定资本规则

由于历史原因，英联邦成员的公司法基本上以英国公司法为模板。与美国不同，英国公司法奉行“商业自由+透明度”的理念，比较强调对债权人的保护。<sup>[66]</sup>在公司设立环节，公司法对股东出资的管制较少，仅有“不得折价发行”规则，同时高度重视资本公示与信息披露；在公司对股东的分配环节，有一套内容广泛、管制性较强的资本维持原则，涉及利润分配标准、资本公积账户使用限制、以法院批准为基础的减资程序、股份回购限制以及财务援助的禁止等等。<sup>[67]</sup>在资本市场高度发达的今天，这种资本维持原则阻碍了公司在资本市场进行的一些交易，如择时回购股份以提高股东回报、实施股权激励计划、管理层收购或公司并购等。此外，判例法承载着诸多历史遗迹，法定资本制被公认为复杂而晦涩，概念古老，条款冗长，例外套着例外。<sup>[68]</sup>再加上《欧盟公司法第2号指令》适用于

[62] Official Committee of the Unsecured Creditors of Color Tile, Inc. v. Blackstone Family Investment Partnership, L. P. (In re Color Tile, Inc.), 2000 U. S. Dist. LEXIS 1303 (D. Del. 2000).

[63] 参见前引〔12〕，Gurvitz书，第163页。

[64] Richard O. Kummert, *State Statutory Restriction on Financial Distributions by Corporation to Shareholders* (Pt. 2), 59 Wash. L. Rev. 185, 284 (1984).

[65] 美国有30多个州采纳了《修订示范法》，只有阿拉斯加州采纳了加州公司法的模式。其余的州或者继续适用《示范商业公司法》，或者维持本州特色的标准。

[66] 英国在1542年就制定了破产法，19世纪中期开始的准则主义公司法时代更同时交织着公司破产清算法案的修订与完善。对此过程的详细描述，参见前引〔14〕，费尔摩里书。

[67] 参见前引〔38〕，费伦书，第180页以下。

[68] Laurie Factor, *Capital Maintenance: Simplification and Creditor Protection*, 5 (2) Australian Journal of Corporate Law 259 (1995).

英国的股份公司，不仅加重了公司法的管制色彩，且不同法系理念的交织进一步令规则复杂化。上述几方面因素导致英国公司法步履沉疴，难以适应现实需要，也逐渐被英联邦成员所抛弃。1975年加拿大率先改革，转而借鉴美国特拉华等州的公司法以及《示范商业公司法》的规则。此后，新西兰、澳大利亚、南非等相继重新评估本国公司法。进入21世纪后，新加坡、马来西亚、我国香港等也对公司法进行了大规模修订。英国自身的改革于1998年启动，历时八年而以2006年公司法案宣告完成。<sup>[69]</sup>

综观英联邦成员的公司法资本制度改革，其共同基调是为商业活动提供一个“简单、高效、成本节约的法律框架”。在公司设立与股东出资环节，英联邦成员原本就不存在最低资本额或者非现金出资的评估要求，改革主要是进一步简化公司注册程序，消除冗余的概念，降低文牍负担，以便利小企业的设立。废除“授权资本”概念就是这一理念的产物。传统上，“授权资本”是公司注册文件中公示的一项重要内容。由于公司通常都不会将授权资本全部发行，因此围绕着授权资本出现了三方面的信息混乱：一是对于债权人来说，“授权资本”是一个无效信息。债权人为判断公司的财务基础，还需要进一步了解公司已发行股本与未发行股份、已缴付的股本与尚未缴付的股本等情况。二是公司注册簿、公司章程与公司财务报表之间出现脱节，前二者反映的是“授权资本”，后者反映的是“实收资本”或“已催缴资本”。三是由于股份面值与发行价之间经常存在差异，即使公司授权资本已全部发行完毕，公司“实收资本”也并不等于“授权资本”。实践中，为了避免误导第三人，公司法一般都要求公司在公开文件上提及“法定资本”或“授权资本”时须同步说明“实收资本”，否则追究公司及相关高管的法律责任。<sup>[70]</sup>由此又带来了两套资本概念的监管问题，徒增管理成本。在20世纪末开始的公司法改革中，英国、澳大利亚、新西兰、新加坡以及我国香港都废除了“授权资本”概念，规定公司设立时直接登记“已发行股本”以及“实缴股本”。当然，公司章程可以继续规定授权董事会发行的股份数，但它仅体现股东与董事会之间就股份发行进行授权与控制安排，与公司的注册资本或资本额无直接关系。

在公司对股东分配环节，英联邦成员大多顺应现代资本市场的要求，不同程度地放松了对回购及财务援助的限制，增加了公司自主减资程序。资本维持原则的核心问题是选择何种标准来约束公司的分配行为。对于应坚持传统标准还是转向美国《修订示范法》的清偿能力标准，英联邦成员出现了分歧。加拿大、新西兰等选择了《修订示范法》的路径，但英国、澳大利亚、新加坡以及我国香港都保留了传统的可分配净利润标准。其原因主要有两方面：一是清偿能力标准的实际操作并不如想象中的简便易行，它给公司、董事、股东带来的不确定性较大，实施该标准的成本可能超过收益。<sup>[71]</sup>二是英联邦国家的公司法通

[69] 对加拿大、澳大利亚、新西兰等国放松资本管制的一个简要介绍以及英国修订公司法的基本思路，参见前引〔18〕咨询报告，第1.8段和第4.3—4.11段。对于上述国家以及新加坡、马来西亚、香港等亚洲地区的英联邦成员的资本制度改革的介绍，参见香港特区政府财政司2008年6月就修改《公司条例》之资本制度部分发布的征求意见稿（参见前引〔19〕，FSTB征求意见稿）。

[70] 例见UK Companies Act 1985, S.351 (2); 我国香港《公司条例》第202条。

[71] 参见前引〔19〕，FSTB征求意见稿，第3.12段；Wolfgang Schön, *The Future of Legal Capital*, 5 European Business Organization Law Review 434 (2006). 更具体的数据分析，参见KPMG, *Feasibility Study on an Alternative to the Capital Maintenance Regime Established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an Examination of the Impact on Profit Distribution of the New EU-Accounting Regime*, 2008.

常都限制股份溢价账户用于分派股息，会计实务中对于公司回购也建立了专门的储备账户，因此资本空洞化问题远不及美国严重，“资本维持”相对来说仍然具有真实的经济意义。

### 3. 大陆法系国家（地区）：缓和出资管制

大陆法系国家（地区）通常指欧洲大陆国家以及日本、韩国、我国台湾等。在公司资本制度方面，上述东亚地区的公司法与欧陆模式存在一定差异，近年来的改革力度也远较欧陆国家为大，殊难归为一类。不过，就本文关注的公司设立环节而言，上述大陆法系国家和地区有一定的共性，都放松了对出资的管制。

日本自1990年以来为刺激低迷的经济而频繁修订其商法，废除了股份面值，放弃了对金融资产的评估要求，放宽了公司回购股份限制。日本原无最低资本额要求，1990年修订商法时才仿效德国法而引入。2002年日本政府为进一步鼓励创业，通过了《新事业创造促进法》，对满足条件的新公司在设立后5年内免予适用最低资本额规则。日本2005年商法、公司法修改将这种例外变成了正式规则，取消了对所有公司的最低资本额要求。<sup>[72]</sup>韩国在上世纪90年代后开始改革资本制度，取消了最低资本额，允许公司选择发行面值股或无面值股。我国台湾公司法自2001年起也经历了数次修改，放宽了出资形式限制，认可技术出资，废除了最低资本额，虽保留了股份面值但缓和了“不得折价发行”规则，对公司回购股份之限制也给予了适度放松。<sup>[73]</sup>

相形之下，欧洲大陆国家的公司资本制度改革步履缓慢，更像是在“底线竞争”压力下的不得已而为之。欧盟各成员国对公司资本管制程度不尽相同，其中英国对私人公司无最低资本额要求，于是丹麦、荷兰等国的个人先到英国设立公司再回到本国以分支机构形式经营，引发规避本国最低资本额规则的争议。1999—2003年间，欧洲法院在Centros、Uberseering和Inspire Art等案件中否认了欧盟成员国内法上的最低资本要求对保护债权人的意义，激起普遍的监管套利，倒逼欧陆各国不得不放松出资管制以留住本国投资者。<sup>[74]</sup>受制于《欧盟公司法第2号指令》，目前这种改革主要针对私人公司或有限责任公司。其中法国（2003年）、荷兰（2006年）等都取消了对有限责任公司的最低资本额要求。德国原计划将有限责任公司的最低注册资本从2.5万欧元降到1万欧元，因议会改选，最终颁布的《有限责任公司法改革及防止滥用法》保留了有限责任公司的最低资本额要求，但创设了一种新的有限责任公司形式——企业家有限责任公司，对其豁免适用最低资本额规则。

在股份公司方面，《欧盟公司法第2号指令》在1998年基于“简化欧盟内部立法”的目的而启动了修改程序。欧盟理事会委托的一些研究，如《简化内部市场法律工作组报告》、<sup>[75]</sup>《公司法高级专家小组报告》<sup>[76]</sup>等都提出了借鉴美国《修订示范法》模式的建议。不过，毕马威会计公司对各种替代性方案的可行性研究报告显示，《欧盟公司法第2号指令》与《修订示范法》这两种看起来截然对立的模式对公司施加的管制成本都不显著，

[72] 参见〔日〕前田庸：《公司法入门》，王作全译，北京大学出版社2012年版，第3页以下及第18页以下。

[73] 参见王保树：《股份公司资本制度的走向：从“资本维持原则”规制缓和中寻求真谛》，《中国商法年刊》第3卷（2003年），法律出版社2006年版，第37页以下。

[74] 参见前引〔48〕，Amour文。

[75] The Company Law SLIM Working Group, *Recommendations on the Simplification of the First and the Second Company Law Directives*, 1999.

[76] High Level Group, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* (Brussels, 4 November 2002).

相反，公司遵守债务契约或者满足证券监管要求的合规成本要大得多。<sup>[77]</sup> 最终，欧盟理事会认为，《欧盟公司法第 2 号指令》的法定最低资本额、面值规则以及对公司分配的限制并未降低或不恰当地阻碍欧盟公司的竞争力，故短期内不再考虑改革；另一方面，为促进雇员股权激励计划的实施，避免不恰当地阻碍公司并购、管理层收购等资本市场交易，宜放松对回购或资助第三人取得公司股份等方面的限制。2006 年 9 月欧洲议会和欧洲理事会对《欧盟公司法第 2 号指令》的修改也体现了上述思路。就出资环节的管制而言，修改后的《欧盟公司法第 2 号指令》放松了特定条件下非现金出资的强制评估要求，如果出资标的是市场上交易的有价证券和金融工具或者在不久之前已经过独立的专家评估或审计，则成员国可以对它们放弃适用设立审查制度。<sup>[78]</sup>

总体上看，大陆法系国家放松出资环节管制的目的各不相同，可能是为了刺激经济，也可能是应对底线竞争。资本维持原则方面的改革主要是放松股份回购限制，以满足资本市场的需要，并未触及传统的利润分配标准。与英联邦类似，以德国法为代表的大陆法系公司法通常建立在相对保守的会计实务基础上，这就使得传统公司法下的“资本维持”基本上具有真实意义。<sup>[79]</sup> 此外，不论是德国还是欧盟公司法指令，在减少创业成本的同时都注重进一步强化债权人保护。例如，德国虽然将企业家有限责任公司的注册资本降低至 1 欧元，但要求该类公司必须每年提取利润的 25% 作为公积金以增加资本，直至达到有限责任公司的最低资本额 2.5 万欧元为止。此外，针对股东规避法律、滥用有限责任形式的行为，立法者将判例中确立的“隐形实物出资”、“出资重新支出”、“股东将财产交付给公司使用”等规则引入公司法，并将“股东贷款”统一作为后位破产债权，进一步强化了股东和董事在破产时的各项义务。<sup>[80]</sup>

#### 4. 小结

在打造现代公司法的共同背景下，过去四十年间的全球公司资本制度改革呈现出多种路径，既有美国式的多元激进立场，也有欧盟式的保守立场。它们一方面体现了各国立法者在鼓励创业、促进资本市场交易、债权人利益保护、减少管制成本之间的权衡，另一方面也有不同经济学与法学理论的影响，同时更与各国的历史传统以及商业实践的特征相关。由此导致的各国资本制度改革细节上的差异值得我们关注。

就公司设立与股东出资环节而言，各国间最具共识之点是废除最低资本额要求，缓和“不得折价发行”规则，放松出资形式与作价规制，但对应否彻底消除股份面值还存在着分歧。由于面值股与无面值股各自的利弊在经过一个世纪的实践后已经很清晰，如何选择更多的是偏好问题。对于最无争议的废除最低资本额问题，各国的操作方式也各有特点：大多数国家直接宣布全面废止最低资本额；少数国家则区分公众公司与私人公司而或保留、或废除。最具创意的可能是德国，它通过创设一种新公司形态并豁免适用最低资本额的方式，一方面鼓励了个人创业，另一方面也避免对现有立法体例与理念造成过大冲击。

[77] 参见前引〔71〕，KPMG 研究报告。

[78] 参见李莘：《欧盟公司资本制度的改革及其对我国的启示》，《河北法学》2007 年第 9 期，第 149 页以下。

[79] 不过，随着国际会计准则特别是公允价值计量的引入，德国学者担心传统会计实务难以为继，可能动摇法定资本制的基础。参见前引〔71〕，Schön 文，第 434 页。不同的观点，参见〔美〕莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等：《公司法剖析：比较与功能的视角》，罗培新译，法律出版社 2012 年版，第 128 页以下及第 293 页以下。

[80] 参见范剑虹、李翀：《2008 年德国有限责任公司法的改革》，澳门《法学论丛》2009 年第 10 期。

在公司向股东分配的环节，各国关于资本维持原则的改革思路差异较大。这一方面与各国商业实践中应对“法定资本”空洞化的具体方式相关，另一方面，“收益—成本分析”尚无法对传统利润分配标准、《修订示范法》的清偿能力标准、加州公司法的资本充足率标准等截然不同的方案给出孰优孰劣的明确结论。<sup>[81]</sup>因此，一国如何选择似乎更多地取决于本国公司法资本制度的商业实践所呈现出的特点。相对来说，各国在资本维持原则方面较具共识之点，是顺应资本市场发展的要求适度放松对公司回购股份的限制。

#### 四、我国 2013 年公司资本制度改革的疏漏与补正

从公司法资本制度全球化改革的角度来观察我国 2013 年对公司法的修订，会有一种意料之中的感觉。不论是废除最低资本额，还是实行认缴登记制，我国的改革都并未超出大陆法系国家的一般范式——放松出资监管、便利企业设立。甚至，我们还可以指出此次改革的诸多保守之处。例如，在出资形式上，尚未承认高科技企业企盼的劳务出资；在出资作价管制方面虽然取消了验资程序，但仍然保留了强制评估要求；尚未给公司通过并购或净资产出资而设立的方式提供一个合法程序（如借鉴德国股份公司法第 27 条的“实物承受”规则）；尚未触及不得折价发行规则，遑论正视它在资本市场中引发的争议，等等。

然而，现实中的巨大争议表明，此番公司法修订非但未被看作是一场过于保守的改革，反而因过于激进而难以被公司法学者甚至是多年来一直呼吁公司自治的学者所接受。笔者以为，此次改革的诸措施中，除废除最低资本额更多地具有政策宣言的意义外，认缴制（核心是出资期限自治）以及公司设立登记都是操作性很强的问题，前者涉及公司与股东间微妙的利益平衡，后者体现的是资本确定、资本公示等有限责任公司制度的基础性理念。它们的主要功能不是为保护债权人利益，管制色彩也不浓，因此在域外并不是传统法定资本制中被诟病的对象，自然也无法在全球化改革浪潮中觅得踪迹。但在我国，传统体制给它们也打上了浓厚的管制烙印，直接影响到公司设立的效率，故成为资本制度改革的切入点。从某种意义上说，我国此次公司法改革的独特目标——在鼓励创业、激发经济活力的同时倒逼政府行政管理方式的改革——导致资本制度改革细节设计上出现偏差，满足于“放松监管”本身，忽略了与监管相对的公司自治或商业理性也需要一个成长过程。结果，修订后的公司法未能就出资缴付安排给予引导，更未增加配套的催缴出资与违约责任规则，甚至将资本公示与行政管制相混淆。它表明，缺乏对公司设立与股东出资商业实践的关注，公司资本制度改革很容易陷入从激进到虚无的误区。

##### 1. 认缴登记制的内涵与操作

在认缴登记制下，公司发起人或创始股东自由约定出资额、出资期限、出资比例，且认缴了全部出资后即可向公司登记机关申请设立公司。相较于 1993 公司法的“设立时全额缴付出资”以及 2005 年公司法的“2 年内（或 5 年内）分期缴付”，现行立法无疑体现了政府放松管制、促进创业的最大诚意。然而，现实中伴随出资期限自由化而来却是一幕幕资本闹剧，如注册资本上亿元甚至 100 亿元的公司附带着 100 年的出资期限。认缴制的核心

[81] 参见前引 [71]，KPMG 研究报告。

是出资期限的自由化。一个不可能履行的出资期限实际上意味着无出资义务，创办人自然可以认缴无限大的资本额。法律上如何应对这种无异于谎言或欺诈的出资承诺？除了信息披露以及认缴制潜在的出资责任约束，公司法也不可能退回到出资期限管制的老路上去。与最低资本额困境类似，法律上也无法为所有公司设定一个具体的出资期限或出资比例，因此域外大多数国家都没有对出资期限的管制。<sup>[82]</sup>

笔者以为，法律不干预出资期限的根本原因在于这是一个公司与股东的商业判断问题，与传统的公司法资本管制逻辑之间并无必然联系。股东何时出资主要影响公司经营的便利性以及股东权利及权益分配的公平性，并非保护债权人利益的关键因素。对债权人而言，股东承担出资法律责任的前提是“认缴出资”而非“实缴出资”，因此，只要股东认缴了出资，何时缴纳无关紧要，只要公司能够清偿债务即可；若因股东未缴纳出资或未足额缴纳出资导致公司清偿不能，债权人或清算管理人可以进而主张相关股东按其认缴承诺补足缺口，无论其出资期限是否届期。但对公司或者股东来说则完全不同。认缴者迟延出资往往会对公司正常经营造成负面影响，如导致公司业务难以扩大，或者需要借入资金支撑经营，徒增利息费用。此外，由于迟延出资的股东事实上是占用其他股东的资金参与公司经营，若其按出资比例获得收益显然不公平，也违反了股东平等原则。因此，从本质上说，出资期限问题主要关涉的是公司与股东之间、股东与股东之间的利益平衡。这是公司内部治理问题，受商业理性主导。

以商业理性的角度观之，出资期限的两种基本模式——全额缴付与分期缴付——各有利弊：全额缴付对股东资金压力较大，但保障了公司对资金的及时需求；分期缴付给予股东出资以机动性，但公司日后收缴股款可能比较麻烦。实践中，大多数国家公司法都允许公司自由选择，在立法技术上则体现为认可对股东或认缴人更有利的分期缴付出资安排。同时，为便于公司及时获得资金，公司法通常又建立一套催缴制度，对迟延出资的股东施加延期利息惩罚或限制参与分红，<sup>[83]</sup> 必要时还可将股东除名并另行出售相关股份。<sup>[84]</sup> 尽管如此，现实中分期缴付出资给公司增加的负担还是令公司难以承受，导致在域外许多国家中出资安排逐渐走向全额缴付。<sup>[85]</sup> 日本甚至基于此种操作困难而在立法上作了选择，于1950年修订其商法时改“分期缴纳”为“全额缴纳”。<sup>[86]</sup>

在我国，民国时期的公司法就认可分期缴付安排，然而当时频频发生公司难以收取后期缴付资本而导致经营困难甚至破产的事件，以至于马寅初先生疾呼应关注分期缴纳内在的事后缴款风险。<sup>[87]</sup> 2005年公司法确认出资分期缴付制度后，尽管只设定了2年（或5

[82] 少数大陆法系国家对于出资期限有规定，但强制性并不显著。如要求现金出资须缴付认购额的25%，剩余出资期限则留待公司自己决定；或者实物出资在一个相对宽松的时间内（如公司成立后五年）缴清。例见《欧盟公司法指令第2号》第9条。

[83] 例见德国股份法第60条第2款，德国有有限责任公司法第20条；[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100页。

[84] 例见美国《修订示范公司法》第6.2节(d)款；德国有有限责任公司法第21-23条。

[85] Paul L. Davis & D. D. Prentice, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 6th ed., London: Sweet & Maxwell, 1997, pp. 237-238.

[86] 参见[日]布井千博：《关于日本授权资本制度的考察》，杨东译，载赵旭东主编：《国际视野下公司法改革》，中国政法大学出版社2007年版，第250页。

[87] 参见前引[8]，傅穹书，第107页。

年)的期限,但商业实践中已经出现公司催缴出资的尴尬状态:当公司经营状况良好时,股东都愿意缴付,但公司资金充沛使得催缴没有必要;当公司亏损需要资金时,股东却以各种理由拖延缴付出资,结果频频发生纠纷。这种局面其实很容易理解。“股东”身份通常意味着权利而非义务,当公司经营风险开始显现时,尚未实际缴付出资的股东本能地有侥幸心理和逃避倾向,由此滋生股东之间的芥蒂以及股东与公司间的矛盾。

因此,域外及我国的实践都表明,看起来具有浓厚公司自治色彩的分期缴付安排未必是最有效率的选择,它取决于股东是否普遍具有契约精神和商业理性。从这个角度看,在缺乏商业信用积淀的当下中国,公司法在废止最低资本额后引入“全额缴付”可能是一种更好的制度设计,因为公司已能够自主设定适宜的初始资本额,降低了创业者缴付出资的难度,在此基础上实行全额缴付可以减少公司日后催缴的麻烦与成本。<sup>[88]</sup>然而,放松监管的改革理念导致公司法作出了相反的选择,但又未提供分期缴付的配套规则,如公司催缴出资以及追究迟延出资股东的法律责任等,可能埋下了日后出资纠纷频发且难解的隐患。

由此来看,公司法不能止步于承认公司自治,还应尽快确立催缴出资规则。同时,可考虑通过司法解释或公司章程范本等途径对认缴制的一些操作程序问题给予明确或指导,以减少公司治理中的摩擦或僵局。具言之:(1)确定股东缴纳出资的时间、比例。公司可以通过章程、认缴协议或者股东会来确定多少比例的出资于哪个时期实际缴纳。若相关文件中未明确缴付时间,公司有随时进行催缴的权利。(2)确定股东缴纳出资的方式,是由股东向公司实际缴纳出资,还是通过利润分配程序来缴纳。后者指公司将本应分配给股东的利润直接转增作为股东出资,如实践中一些公司章程明确规定以定期结转利润的方式来替代股东缴付后续出资。(3)实际催缴出资。一旦缴付期已确定且由股东向公司实际缴纳,董事会或其指定之人须负责具体操作事宜,如向股东发出缴纳通知。若股东被催缴后不缴纳,董事会可以采取相应的措施,包括公告催缴、给予缓缴期直至处分相关股份以重新募集资金。当董事会不履行催缴职责时,其他股东可以追究董事的责任。此外,关于股东不同的出资状态对分红权与表决权的影响,公司法及其司法解释已经明确了相应的规则,即表决权以及清算时的损失分担按照股东的股权比例(也即认缴比例)确定,分红权及其派生的优先认股权等则按实际出资比例确定。<sup>[89]</sup>

此外,认缴制的具体操作也与债权人利益相关,需要公司法给予回应。它主要涉及两方面:(1)公司在认缴出资尚未全部到位,实收资本低于注册资本时能否分配利润,还是应该先用利润填补出资缺口?这里涉及公司自治与债权人保护之间的权衡。一般来说,考虑到股东认缴额已构成潜在的责任范围,不宜强制公司先填补出资缺口再分配利润。相反,考虑到我国目前的信用环境以及债权人保护的状态,很可能在公司需偿付债务时股东却无能力或无意愿缴付出资,那么立法上就应该要求公司先填补出资缺口。域外有两种立法例可资参考。一是德国法对企业家有限责任公司的要求,强制公司每年提取利润的25%作为公积金以增加资本,直至资本达到一定限度;二是日本的立法例,禁止公司在净资产低于300万日元时分配利润。相对来说,德国的做法更有灵活性,兼顾了公司自治与债权人保护

[88] 学者早就提出了类似的立法建议,参见前引[8],傅穹书,第107页。

[89] 例见2013年公司法第34条以及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(三)》(2014年修订)第16条。

两方面，值得我国借鉴。（2）若公司章程规定的出资期限未到，但公司陷入清偿不能的状态，能否强制股东提前出资？对此的答案比较明确。破产法（2006）第35条规定：“人民法院受理破产申请后，债务人的出资人尚未完全履行出资义务的，管理人应当要求该出资人缴纳所认缴的出资，而不受出资期限的限制。”不过，考虑到启动破产程序的成本较高，公司法也可以确立公司不能清偿到期债务时股东未届期的出资义务自动提前到期的规则，以对抗股东与公司间关于出资期限的约定，给予债权人更及时的救济。

## 2. 公司设立登记与资本公示

认缴登记制操作的另一方面涉及公司设立登记与资本公示。新公司法规定，工商机关在公司设立时仅登记股东的认缴资本，不再登记实收资本；营业执照上也不再反映实收资本信息。这种“重认缴资本、轻实收资本”的登记模式与商业实践中的“资本公示”大相径庭。它与前述的创办人非理性地设定资本额及出资期限的问题结合起来，导致“注册资本”在我国几乎失去意义，也令“资本公示”这一法定资本制下最无争议的程序性规则在我国深陷争议漩涡之中。

资本公示是准则主义公司法下设立公司的必要条件之一，也是有限责任公司必须承受的代价。它源于1844年英国公司法，标志着“信息披露”的新型监管理念取代了传统的政府审批模式。<sup>[90]</sup>传统上，不同国家的注册资本内容一度差异很大，资本公示的效果完全不同，但目前已基本趋于一致，大多以“已发行资本额”或“认缴资本额”作为公司的注册资本，并辅之以不断更新的“实收资本”信息。例如，英联邦成员的公司法改革废除了空洞的“授权资本额”登记，公司设立时直接登记“已发行资本额”、各认缴人的实际出资额以及未来须补充缴付的金额。<sup>[91]</sup>在欧陆国家，公司设立时登记的资本信息一般包括两项内容，一是“认缴资本额”，二是股东的“实缴出资”；同时，为反映公司实收资本的变化，公司须至少每年公告一次更新后的实收资本信息。<sup>[92]</sup>可以说，资本公示制度的设计在于尽可能向第三人昭示股东出资的实际状态而非原始承诺。以此来衡量，我国公司法仅登记股东认缴资本而不登记实收资本的做法，实在是本末倒置。实践中，一些地方的工商机关基于不再登记实收资本而废止了股权确认、冻结、质押、转让的服务系统，或者推诿于律师界来建立一个新的系统，更是无谓地增加了制度运行的成本。

出现上述问题的原因，可能是立法者在“放松管制”的理念下将工商行政管理从管制型向服务型转变与强制资本公示对立起来，视“资本公示”为“行政管制”之一部分。实际上，“资本公示”仅仅表明公司资本属于公司设立登记的必要事项，整个程序的功能是信息披露而非“行政管制”。消除公司设立环节的过度管制无疑是必要的，但工商登记完全抛弃“实收资本”无疑是因噎废食。即使为了避免因确认出资到位与否而延误公司的设立，工商机关对公司设立时股东实际出资的申报可以仅进行形式审查，实质审查则通过事后抽检进行。当然，后续的配套改革，如《注册资本登记制度改革方案》（2014年2月）以及《企业信息公示暂行条例》（2014年8月），很大程度上弥补了公司法的不足。按照上述法

[90] 参见前引〔14〕，费尔摩里书，第64页以下。

[91] 例见Australian Company Act, Sec.120; 另见我国香港公司注册处《法团成立表格（股份有限责任）》样本。

[92] 参见《欧盟公司法第2号指令》第3条以及《欧盟公司法第1号指令》第2条。少数采取公司设立时全额缴付资本安排的立法例下，注册资本信息只有一项内容，即股东“实缴额”或者公司的“实收资本”。

规，国家工商行政管理总局上线了企业信用信息公示系统，企业需要向该系统输入并公示公司的实收资本信息，由此形成了中国特色的“工商登记认缴资本、企业公示实收资本”的二元资本公示格局。《企业信息公示暂行条例》还明确将“股权出质登记”置于工商登记机关的职责范围内，消除了目前关于工商机关股权登记服务系统存废的困惑。

笔者以为，考虑到公司登记机关的信息公示以及营业执照是社会公众获得市场主体基本信息的首要且成本最低廉的渠道，不应缺失“实收资本”这个最重要的信息。可以考虑进一步完善工商登记程序，要求工商机关登记股东出资的认缴与实缴两方面信息。为减轻企业负担，可在公司设立时对实收资本采取形式审查方式，此后实收资本的变更登记也可以与企业公示系统同步进行，即要求公司在向企业信用信息公示系统输入“股东实缴出资”最新信息时，向工商登记机关同步发送“变更实收资本登记”的电子申请。这样，公司登记机关拥有认缴资本与实收资本的完整信息，不论是签发、变更营业执照（包括电子版的营业执照）还是进一步办理股权确认与出质登记事宜，在逻辑上与流程上都更加合理。

## 结语

过去的四十年见证了全球性的公司法资本制度改革浪潮，我国2013年的公司法修订也成为其中一部分。从商业实践的视角观察公司法资本制度的逻辑与演进，可以更清晰地辨析各国在将古老的资本制度“现代化”的共同理念下所选择的不同道路，也能够更好地解释我国2013年进行的资本制度改革所引发的困惑与争议。

法定资本制改革并不意味着公司法从此失去了资本，只是抛弃了传统的、僵化的“法定资本”概念。现实中的商业公司依然以资本为基石，资本维持原则仍然是公司法的应有之义，即使此时需要维持的“资本”更多地通过财务指标或会计术语来表达。看起来轰轰烈烈的法定资本制革命也不意味着对其历史功绩的否定。正如美国最激烈地批判法定资本制的学者所承认的，传统资本制度弘扬的有限责任公司应保护债权人利益的观念已经成为一种历史的、文化的和心理的积淀，那些原始而粗疏的法律原则已“根植于商人、律师、会计师和银行家的良心深处”。<sup>[93]</sup>

我国公司法在短短20年间走完了域外100多年甚至300年的历程，在规则层面特别是出资管制环节的法律条文层面迅速实现了公司资本制度的现代化，这无疑是了不起的成就。但是，法律规则可以一夜之间改变，人们的观念与行为模式却不可能在短期内形成。认缴登记制立法的疏漏也表明，缺乏对商业实践与操作技术的关注，一个在理念上完全正确的改革可能在实施过程中发生偏差甚至走向其反面。稍给人以安慰的是，相对于法律移植或观念的形成，域外成熟的商业实践似乎更容易复制。目前，我国会计准则与国际惯例基本接轨，债务契约、商业估值技术、证券监管与上市规则等也随着多层次资本市场的快速发展而成为商业环境的一部分，它们都可以为新公司法下认缴登记制的实践操作提供辅佐与修正。

更进一步，公司法资本制度作为约束股东与公司间财产进出关系的一套规则，本来就

[93] 前引[10]，Manning等书，第95页。

有维护股东平等与保护债权人利益两方面功能。只是对公司破产或资不抵债这种极端场景的关切，导致过去的100多年间债权人利益保护成为资本制度的焦点，股东与公司间的出资关系以及股东平等原则湮没在资本管制的强大气场之下。当传统法定资本制的光环褪去后，公司法应该用怎样的规则来协调股东之间的出资关系才真正进入我们的视野，获得应有的关注。从这个意义上说，公司法资本制度的重心从债权人利益保护转移到股东权益的合理配置，从“资本”回归到“股份”，或许预示着一段新篇章的开始。

---

**Abstract:** An examination of the logic and the evolution of capital system in the company law from the perspective of the commercial practice is conducive to understanding different approaches to the reform of corporate capital system worldwide and the controversy over the reform of the capital system in China carried out in the end of 2013. The legal constraints on corporate capital originate from the description of the process of incorporation of a business by its charter. The continued existence of corporate entities brought about the original idea of “capital maintenance”, which evolved into the whole legal capital regime in 19th century where people struggled with the concept of the limited liability. The law, however, is good at qualitative, rather than quantitative analysis, which results in the failure of legal capital system to catch up with the rapid development of commerce. As a result, a number of commercial technologies, such as accounting and valuation, have emerged to help legal capital system function, while debt covenant practice and securities regulation have gradually shared part of the burden of legal capital. All these have become inherent incentives for the reform of the legal capital system. Reform means that it will abandon the ossified traditional concept of “legal capital” and will deal with the issue of capital not for the sole purpose of protecting the creditors as it used to do, but mainly for mediating the conflicts of interests between shareholders and other participants of a company. In this sense, the Company Law of PRC has realized the modernization of the capital system at the regulatory level, but it still has a long way to go after the reform, due to the lack of commercial history and credit environment. So, much still needs to be done with the new capital regime under the Chinese Company Law.

**Key Words:** corporate capital system, legal capital, commercial practice, the subscription regime

---