

# 关于 B 股回购的法律探讨

王 世 平

(武汉大学 法学院, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 王世平(1968-),男,湖北公安人,武汉大学法学院国际法学系博士生,主要从事国际金融法学研究。

[摘 要] B股回购是目前研究和争议的焦点。从法律角度看,证券回购已成为国际资本市场通行的惯例,它应当允许符合条件的B股上市公司根据公司资本结构调整需要,维护公司股价和市场形象等原因进行B股回购。

[关键词] B股;回购;法律

[中图分类号] DF 962 [文献标识码] A [文章编号] 1000-5374(2000)02-0218-04

## 一、股票回购的定义和特征

### (一) 回购的定义

股票回购(Stock Repurchase)是指股份有限公司利用公司资本或准备金通过证券市场或以其它方式购回本公司所发行股票的行为,从公司法上讲,股票回购是一种减资行为,即通过减少公司注册资本来达到调整公司资本结构的目的。在国外成熟的证券市场中,股票回购是一种非常普遍的公司化行为,但在我国却可以说还是一种金融创新。由于我国目前流通A股的市盈率和净资产倍数都较高,一般来说不适合回购,也无此必要。有必要和可能回购的是不能上市流通的国有股、法人股以及目前股价相对较低的B股。所以,本章着重探讨我国B股回购的有关法律问题。

### (二) 回购的特征

从上述有关股票回购的定义可看出,回购具有以下特征:

(1) 回购是一种公司法律行为,即公司有权依照公司法或相关法律规定,在法律规定的事由发生并符合一定条件下回购本公司所发行股票。公司回购股票的条件、方式、比例、价格以及具体运作程序必须由公司法作出相应的规定。

(2) 回购是一种减资行为。公司在经营过程中,可能会因为某种原因需要回购股票,而减少其注册资本;或者因为为了提高资产收益率,提高每股收益达到改善资本结构的目的;或者因为二级市场股价严重偏低而采取必要的稳定股价措施;或者为避免恶意收购而减少在外流通股份。无论回购采用什么方式或基于什么原因,回购都是公司减少注册资本行为。公司减资直接关系到股东和债权人的利益,所以,公司回购必须依法进行。

## 二、股票回购理论和相关法律规定

在西方公司法理论中,公司资本一经公司注册成立即得以确认并表现为一定量的资产,公司资本的变动无论对股东或是债权人的利益均有重要的影响。对股东而言,公司资本的降低即意味着降低了其持有股份的价值及股本回收的可能性;对债权人而言,公司资本是债权设置及债权得以履行的基础,公司资本的减少可能直接使之受损。因此,公司法理论一直强调资本维持(capital maintenance)制度,即公司应保持原有资本,非在特定场合并经一定程度,不得减少资本。以防止利用公司进行欺诈、投机行为的发生。<sup>[1]</sup>(第367页)基于此,各国公司法均对此有严格限定,如大陆法系是通过“资本不变原则”、“资本

维持原则”以及“资本确定原则”等三大原则来实现这一要求;而英美法系则主要从两个方面着手:一是防止资本在投入公司时实际价值不足,二是防止资本在投入公司后不合理地流出。由于这一理论前提的界定,股票回购因其表面形式是公司股本返还的一种方式,被视为公司减少资本的形式之一,不但在传统理论上一直难以得到认同,并在法律上受到严格限制。

从西方国家立法实践看,目前国外对于股票回购的法律规定可分为三种:一是原则上许可股票回购,以美国为代表。按照美国的法律,公司可以向股东买回普通股的股票。起初这种做法在公用事业中较为常见,例如铁路公司和交通运输公司等企业有时采取这种做法,其目的是为了企业收归国有时使投资者遭受损失,但发展到现在股票回购则成为上市公司一种普遍的现象。美国公司股票回购的目的有:稳定和抬高本公司股价,防止因股价暴跌出现的经营危机;回收股票以奖励有成就的经营者和从业人员等。但美国法律对股票回购有两点限制性规定:1. 回收的股票没有表决权;2. 这类回收股不得领取红利<sup>[1]</sup>(第 372 页)。二是原则上禁止,但规定较为宽松,如德国。德国法律原则上禁止公司买卖本公司股票。但根据股票法第 71 条的规定,准许公司在特定情况下收购资本金 10% 以内的本公司股票。所谓特定情况是指:1. 避免重大损失时;2. 向从业人员提供时;3. 基于减资决议注销股票时;4. 股票继承时。另外,英国和法国的法律也规定,公司回购优先股不在禁止范围之内。三是原则上禁止,而且规定条件也很严格,如日本等国。日本法律原则上禁止公司买卖本公司股票,其目的是为了确保证本充实、股东平等,以及企业控制权的公平分配,但在以下几种情况下公司收购本公司股票也是允许的:为注销股票时;公司合并时;在接受实物抵债等情况下,为行使公司权利而必须时。其中“注销股票”由于注销手续繁复以及税法上的问题,实践中较少被利用。但日本股市由于受到泡沫经济的影响,长期低迷不振,日本现已允许上市公司基于市场原因回购本公司股票,以振兴证券市场。以上可见,在许多发达国家,对股份有限公司回购自身股份均有明确、详细的规定,尽管各国关于股票回购的法律规定有所差异,宽严程度各有不同,但有一点是可以肯定的,即作为公司资本运营重要方式之一的股份回购是市场经济中一种正常和规范的资本运作方式。

对于公司回购的股票的处理上,法学界一直颇有争议,并存在三种理论:(1)全面存续说,即公司即

为法人,就是权利主体,可以像获取其它公司股份一样取得自身股份,成为自己的股东,并享有和行使股东的全部权利,这种说明只强调股票的有价证券性质,违背了股份公司法人治理的基本原则,犯了自相循环的逻辑错误,即公司既是法人又是法人本身的股东,在实践中造成了股东权益与公司权益的混淆及利益分配困难;(2)全面注销说,即根据公司不能持有本公司股票的理论和防止内幕交易以及操纵股价损害投资者行为,公司在回购自身股票后必须将这部分股票予以注销。这种说法符合一般逻辑推理,强调保护一般投资者利益和抑制消极影响,但完全注销回购股票将导致公司注册资本的减少;(3)休止说,即允许公司持有回购股票,但这类股票不能行使表决权、股息分配权、剩余资产分配请求权以及新股认购权等有关股东权利。目前大多数国家立法均采用此说。在实践中该部分股票在财务报表中是作为“库存股”(Treasury Stock)处理,即公司回购本公司股票后并不注销这些股票,而是将它存于特定的账户上<sup>[1]</sup>(第 372 页)。西方有关会计准则认为,库存股的会计处理必须具备三个条件:1. 股票已发行;2. 被发行公司重新购回;3. 没有被重新销售或依法减资。库存股可以在适当时候再转为普通股,从这点上说,库存股可以认为是未上市,但享有发行额度的股票,因此库存股是公司灵活调整公司股本规模的工具之一,但库存股的产生、出售或再转为普通股都会影响市场的供求平衡,在这种变化过程中同样有可能产生内幕交易,西方国家对股票回购的程序、数量、价格及库存股的出售等都有较严格的规定。

### 三、我国现行有关回购法律规定和 B 股回购的可行性分析

#### (一)我国相关法律规定

1. 《公司法》规定。《公司法》第 149 条规定:公司不得收购本公司的股票,但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其他公司合并时除外。公司依照前款规定收购本公司的股票后,必须在 10 日内注销该部分股份,依照法律、行政法规办理变更登记,并公告。公司不得接受本公司的股票作为抵押权的标的。《公司法》第 186 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 10 日内通知债权人,并在 30 日内在报纸上至少公告 3 次,债权人自接到通知书的第一次公告之日起 90 日内,有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保,公司减少资本后的注册资本不得低于法定最低限度。

但是,《公司法》的上述规定过于原则化,缺乏可操作性。因此,还必须对回购的原则和方式、比例、价格以及回购的资金来源等作出进一步细化规定。

2.《上市公司章程指引》规定。《指引》第 25 条规定:公司回购股份,可以系列方式之一进行:(1)向全体股东按照相同比例发出回购要约;通过公开交易方式购回;法律、行政法规规定和国务院证券主管部门批准的其他情形。(2)《指引》是中国证监会对上市公司规范运作所制定的指导性规定,其本身不具法律约束力,但《指引》一旦为上市公司接受并制定为本公司章程时,就成为对公司、股东、董事和高级管理人员具有约束力的法律文件。因此,《指引》关于股票回购的规定对上市公司具有普遍的指导意义。和《公司法》相比,《指引》对股票的回购方式作了更为明确的规定,主要体现在:

第一,肯定回购要约的合法性,即公司可以向全体股东发出回购要约的方式回购股票。

第二,允许公司通过公开交易方式,即通过证券交易所买卖购回股票。

第三,采用发出回购要约或通过公开交易方式购回,这在目前二级市场上都会引起股价的剧烈波动;而且,上市公司股权结构中还存在着流通股(A、B股)和非流通股(国家股、法人股),且流通股和非流通股的获取成本差异很大,完全采用相同比例和价格回购所有股份,明显对获取成本大、股价也相应偏高的 A 股股东不公平,因此,《指引》提出了适合中国国情的由“法律、行政法规规定和国务院证券主管部门批准的其他情形”,为以后出台其它股票回购方式提供了依据。

## (二) B 股回购的可行性分析

我国证券市场的股票回购,主要是针对股价长期偏低的 B 股和非流通股(国家股、法人股)而言。目前 B 股市场上许多 B 股股价跌破发行价甚至在每股净资产之下,市场长期低迷。B 股市场的低迷状况又严重制约了市场进一步发展。因此,允许上市公司回购 B 股以稳定市场和维持公司形象,已被证券界、上市公司和理论界达成共识。应该说,回购 B 股不仅必要,而且也是可行的,主要体现在:

1. B 股回购有利于降低公司资本成本,改善资本结构,提高公司股东的收益水平。众所周知,如果公司能够采用合理方式,在保障公司正常运营的情况下通过股票回购降低公司资本中股票资本的权重,将使公司的整体资金成本得到有效降低,从而使公司资本收益率迅速提升。对于一些净资产积累较多,自有资金持有量较大的上市公司,如某些进入成

熟运营期而又无法在短期内创造新的利润增长点的企业,在不增加公司负债的情况下,B 股回购可以迅速降低权益资本比重和公司整体资金成本,因而可以使股本收益得到绝对提高。这种操作从某种意义上讲是对公司经营规模的优化调整。

2. B 股回购使盈利的上市公司净资产收益率和每股收益得以提高,从而对公司的融资能力和长远发展产生深远的影响。因 B 股回购,股东实际收益率将得到提高,股票价格也将明显提升,公司的市场形象也将随之发生变化。这对公司今后需要时再次在资本市场上融资(配股或增发)将产生积极影响。

3. B 股回购有利于上市公司资产整合和再次重组。由于 B 股市场长期低迷,B 股上市公司长期融资能力受到影响,公司由内而外和由外而内的资产重组力度受到很大的制约。B 股回购后,将为 B 股上市公司在资产整合和资本运营方面提供有利的条件:一是 B 股上市公司通过不良资产的置换和剥离,能够甩掉包袱轻装上阵,有效改变公司的资产结构、资本结构、股本结构和财务状况,公司将因此获得迅速发展的基础、增加收益的机会和进一步提高融资能力的可能;二是 B 股上市公司通过资产重组和资本运营,能够使自身无形资产得到最大限度的发挥,并通过向新业务领域的扩张,培育新的利润增长点。

总之,从采取风险较小的振兴市场措施的角度来看,从逐步加强规范化配套建设和向国际惯例接轨的角度来看,从有利于 B 股上市公司长远发展的角度来看,从维护股东的利益和信心的角度来看,积极稳妥地进行 B 股回购试点的意义重大,而且正当其时。

## 四、B 股回购应注意的若干法律问题

### (一) 国有股、法人股的利益保证问题

虽然 B 股市场整体市盈率偏低,B 股回购价(回购成本)不算高(甚至会在净资产或面值之下),这在理论上对于回购 B 股后有助于提升上市公司国有股、法人股的每股净资产和收益,但问题是 B 股回购必须是用现金回购的方式进行,可能会耗费一定的流动资金。如果处理得不好,回购 B 股后出现现金流量不足、资产负债率明显上升、流动资产和营运资产明显减少等对公司业绩下降有直接影响的关键性问题时,股份回购后公司的资产质量和盈利能力将有可能明显降低。如果出现这种情况,公司老股东(特别是国有股、法人股)的利益就会受到实质性损害。所以,对上市公司回购 B 股还必须制定一定的资格标准,如对公司回购前后资产负债率、净资产收

益率、股本规模和股权结构等作出规定和差异性说明,包括回购B股对公司整体经营所产生的影响和对策。

### (二) 债权人的利益保障问题

从理论上讲,只要上市公司能按照贷款协议按期还本付息,债权人对上市公司的经营行为不应过多干预,B股回购主要是公司股东之间利益的协调问题,与债权人利益看似关系不大,但只要深入研究就会发现,B股回购与债权人的利益有极大关系。首先,股票回购直接耗用另外公司大量现金或其他可变现资产,使公司流动利率明显降低,这会直接降低公司的偿债能力,增加债权人的风险。其次,如果股票回购会直接使公司的资产负债率上升,对当初的债权人来说其所放贷的风险系数也因此增加。最后,从公平性分析,当初债权人对公司进行贷款的最主要依据就是其存在能够长期维持不变和值得信赖的实收资本。现在公司决定回购股票而减少注册资本无疑是对原贷款基础的“动摇”。

国外公司在进行股份回购时对债权人利益均会有较为周到的安排。我国《公司法》是在减少注册资本的相关条款中对债权人利益有所保障,但这一条规定过于原则,强调的是公司充分信息披露的义务,并没有对公司不执行这一条的情况制定相应处罚办

法。

### (三) 信息披露的法律问题

股份回购在中国还是刚刚开始尝试的新事物,对二级市场相关公司股价的影响会非常之大,这从云天化及其他类似的个股的走势中就可以看出。从国外经验看,由于股份回购是上市公司董事会最先讨论并作出决定,因此在法律上对公司高层管理人员和相关参与中介机构在股份回购的信息披露和内幕交易等问题有严格的规定。中国尽管有一些制约内幕交易和扰乱市场的规定,但由于种种原因,上市公司的内幕交易问题一直没有很好的解决办法。股份回购在国外被证明可以提升公司股价,活跃市场,但这种股价的提升是有限度的(如在10%~20%之间),但中国市场的高投机性会使这一效应扩大多倍,甚至使公司股价翻几倍。因此在中国推行股票回购必须加大监管力度,减少内幕交易和市场过度投机行为的发生。

### [参 考 文 献]

- [1] 冯大同. 国际商法[M]. 北京:对外贸易教育出版社, 1991.

(责任编辑 车 英)

## Legal Study on Repurchase of B Share

WANG Shi-ping

(Wuhan University Law School, Wuhan 430072, Hubei, China)

**Biography:** WANG Shi-ping(1968-), male, Doctoral candidate, Wuhan University Law School, majoring in international law of finance.

**Abstract:** Repurchase of B share is the key of study and discussion. The author thinks that securities repurchase has been an convention of international capital market and that B share public enterprises should be allowed to repurchase their shares according to the adjustment of their capital requirement in order to uphold share price and the image of enterprises.

**Key words:** B share; repurchase; law