

股权回购型对赌协议与减资程序的法理纠缠与路径突围

——基于2023年《公司法》修订的制度回应

刘育铭

青岛科技大学法学院, 山东 青岛

收稿日期: 2025年9月17日; 录用日期: 2025年10月12日; 发布日期: 2025年10月23日

摘要

股权回购型对赌协议在实践中面临司法裁判与法律适用的双重困境。2023年《公司法》修订虽调整了减资与资本公积金规则,但未根本解决减资作为回购前置条件的法理争议。本文分析资本维持原则与合同自由的冲突,指出减资程序的功能异化,进而提出“双轨规制”路径:一是资本维持柔性化,以偿付能力测试替代强制减资,确立“衡平偿付能力 + 资本充足率”标准;二是合同自由程序化,借类别股制度将回购条款内化为组织法规范。同时构建董事第三人责任、对赌债权破产劣后清偿及信息公示等风险防控机制。该模式以动态平衡保护债权人并提升投融资效率,豁免强制减资程序,推动公司法从形式资本管制向实质偿债能力监管转型,具有重要理论与实践意义。

关键词

对赌协议履行, 减资程序, 股权回购, 资本维持

The Jurisdictional Entanglement and Path Breakthrough of Equity Repurchase-Based VAMs and Capital Reduction Procedures

—An Institutional Response Based on the 2023 *Company Law* Revision

Yuming Liu

Law School, Qingdao University of Science and Technology, Qingdao Shandong

Received: September 17, 2025; accepted: October 12, 2025; published: October 23, 2025

Abstract

Equity repurchase-based Valuation Adjustment Mechanisms (VAMs), widely used in private equity investment as a risk-hedging tool, face dual challenges in judicial practice and legal application. Although the 2023 *Company Law* revision restructured capital reduction procedures and capital reserve rules, it did not fundamentally resolve the jurisprudential controversy regarding capital reduction as a mandatory precondition for share repurchases. This paper analyzes the inherent conflict between the rigid constraints of the capital maintenance principle and contractual freedom, highlighting the functional alienation of traditional capital reduction procedures. A “dual-track regulation” approach is proposed: first, a flexibility track for capital maintenance, replacing mandatory capital reduction with a solvency test based on the “equitable solvency + capital adequacy” standard; second, a proceduralization track for contractual freedom, incorporating repurchase clauses into organic legal norms via the category shares system. Supporting risk prevention mechanisms are also constructed, including directors’ third-party liability for solvency declarations, subordinated liquidation of VAM claims in bankruptcy, and mandatory information disclosure. This model dynamically balances creditor protection and investment efficiency by exempting compulsory capital reduction procedures when solvency requirements are met, signaling a modern transition from formal capital regulation to substantive solvency supervision in Chinese company law, with significant theoretical and practical implications.

Keywords

Performance of Valuation Adjustment Mechanism, Capital Reduction Procedures, Equity Repurchase, Capital Maintenance

Copyright © 2025 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 问题的提出

股权回购型对赌协议作为私募股权投资领域的重要风险对冲工具，自蒙牛乳业首例引入以来，已成为平衡投融资双方利益的核心机制。其通过设定业绩目标或上市期限等触发条件，赋予投资方在条件未达成时要求目标公司或其股东回购股权的权利。这种投融资工具缓解了信息不对称与代理成本问题，同时也为初创企业提供了灵活的融资渠道。但是股权回购型对赌协议在实践中的广泛应用与司法裁判的复杂争议形成鲜明对比。目前学界既有研究围绕股权回购型对赌协议存在两重焦点争论：第一，对赌协议效力认定的二元分化。早期研究受“海富案”¹影响，严格区分与股东对赌(有效)和与公司对赌(无效)。2019年《九民纪要》转向“效力-履行”二分法，承认公司对赌协议效力但增设减资前置条件，但学界对此批判不断。有学者认为，减资程序作为效力实现的“程序枷锁”，实质架空合同自由，构成“以履行否定效力”的逻辑悖论[1]。第二，减资程序的履行障碍属性。《九民纪要》将减资视为股权回购的“逻辑前提”，认为其是资本维持原则的必然要求。然而，新公司法第224条第3款允许有限责任公司通过全体股东约定突破等比例减资限制，为定向减资提供可能。这一变化引发新争议：当减资程序可通过股东合意灵活完成时，是否仍应将其作为强制前置条件？

2023年《公司法》的修订重构减资程序(第224条)与资本公积金制度(第214条)，试图回应股权回购

¹参见最高人民法院(2012)民提字第11号民事判决书。

型对赌协议履行问题的部分争议。从具体规则上看,新《公司法》第 224 条明确了股权回购型对赌涉及的定向减资必须满足股东一致同意的前提,凸显了可履行性纠纷中投资人股东(或称“对赌股东”)与其他股东之间的对立;第 214 条调整了资本公积金的用途,限制了其用于现金补偿的解释论空间[2]。这些改革不仅增加了对赌股东请求目标公司履行对赌义务的成本,而且尚未触及股权回购型对赌协议的核心争议——减资程序是否构成股权回购的强制性前置条件?其与资本维持原则的捆绑关系是否具有法理正当性?为回应核心争议,笔者通过本文拟解决两个关键问题。其一,减资程序与股权回购捆绑的法理逻辑,在 2023 年《公司法》授权资本制与无面额股制度背景下,传统减资程序是否仍为保护债权人的最优路径?其二,减资程序与股权回购解绑的理论证成:若允许通过定向利润分配或类别股转换履行回购义务,如何平衡投资方、公司与债权人利益?董事会商业判断的裁量权范围如何界定?

现有研究尚未体系化回应当前述问题。例如,虽有学者提出以“偿债能力测试”替代减资程序,但未深入探讨其与我国公司治理结构的兼容性;对类别股制度的应用也多停留在技术层面,缺乏法理层面的正当性论证。本文试图通过整合新公司法的制度创新与商事实践需求,构建“资本维持原则柔性化+合同自由程序化”的双轨规制模型,为股权型对赌协议履行提供兼具效率与安全的制度突围路径。

2. 股权回购型对赌协议与减资程序捆绑的法理逻辑

(一) 资本维持原则的刚性约束

资本维持原则是《公司法》对股权回购型对赌协议的核心限制。根据《公司法》第 162 条,公司回购股份需严格限于“减少注册资本”、“与持有本公司股份的其他公司合并”等法定情形,且必须通过减资程序完成资本结构调整。这一规则旨在防止股东通过回购抽逃出资,确保公司责任财产稳定,从而保护债权人利益。围绕对赌协议的几乎所有疑问和争议焦点都指向公司法的资本维持原则和体现此项原则的公司盈余分配和股份回购规范,它们既是对赌协议法律效力被否定的原因,又是对立意见论证对赌协议正当性与合法性的根据,同时还是各种学理分析、裁决意见与司法解释性文件全力维护并循规适用的法律规范[3]。

减资程序是资本维持的制度载体。减资程序的本质是“资本流出管制”,其通过编制资产负债表、通知债权人、提供担保或提前清偿等步骤,确保公司资本变动不会损害债权人权益。《九民纪要》第 5 条明确要求,投资方请求目标公司回购股权时,必须审查公司是否完成减资程序,否则驳回诉讼请求。²因此可以合理推知,《九民纪要》的实质立场是坚持严格的资本维持原则[4]。司法实践中,法院普遍将减资程序视为股权回购型对赌协议履行的前置条件。进而对赌股权回购义务的履行易受到减资程序的阻碍,包括减资程序未启动、未完成、减资决议未形成等[5]。在“华工案”³中,法院虽认可对赌协议效力,但以目标公司未履行减资程序为由拒绝支持回购请求,体现了资本维持原则的刚性约束,减资程序作为资本维持原则的制度载体也成为股权回购型对赌协议履行的程序障碍。

资本维持原则的底层逻辑在于平衡股东与债权人利益。公司回购股权会直接导致净资产减少,可能削弱偿债能力,不利于公司债权人的保护。我国在规范公司股权回购行为过程中,将资本维持原则确立为核心约束机制,其根本目标就是在于遏制股东通过股份回购程序实施不当资产转移行为。站在债权人的视角来看,通过严格限制企业回购股份的条件及程序,是保护其利益的有效方法。值得注意的是,域外立法实践亦反映出类似价值取向。美国特拉华州公司法及日本《会社法》均将债权人利益保护机制纳入股权回购制度设计的核心考量范畴,通过设置差异化的审查标准与实施程序构建起债权人保障体系。

²《九民纪要》第 5 条第 2 段规定:“投资方请求目标公司回购股权的,人民法院应当依据《公司法》第 35 条关于‘股东不得抽逃出资’或者第 142 条关于股份回购的强制性规定进行审查。经审查,目标公司未完成减资程序的,人民法院应当驳回其诉讼请求。”

³参见江苏省高级人民法院(2019)苏民再 62 号民事判决书。

例如,在美国特拉华州 SV INV. Partners, LLC v. ThoughtWorks, Inc.案(简称“ThoughtWorks 案”)中,法官驳回原告诉讼请求的原因之一就是立即履行股权回购合约将损害债权人利益[6]。

(二) 合同自由与公司规制的冲突

对赌协议作为商事合同,本质是投融资双方风险分担的私法自治工具,但其履行涉及公司组织法层面的资本变动,导致合同自由与公司法强制性规范产生张力。

私法自治与组织法的双重面向。对赌协议具有“契约法”与“组织法”的双重属性:一方面,其效力遵循《民法典》合同编的自治原则;另一方面,股权回购涉及公司资本结构变动,需受《公司法》强制性规则约束。对赌股权回购义务虽然基于约定产生,但是一经设定就会基于组织法特性而具有强制性色彩,脱离了股东可以合意控制的范畴[7]。这是因为基于对赌合同关系做出的履行行为会对公司的外部利益关系和内部治理结构都造成冲击,牵涉公司的债权人、其他股东和公司本身的利益[2]。在司法实践中表现为即使协议约定目标公司在对赌条件未成就时需要回购股权,但若未完成减资程序,仍可能因违反资本维持原则而无法履行。这种冲突在“九民纪要”后的司法裁判中尤为突出:法院虽普遍认可对赌协议效力,但将减资程序作为实际履行的“合同履行门槛”。

新《公司法》的制度突破。2023 年《公司法》修订试图缓解合同自由与公司规制的冲突。新《公司法》第 89 条对股权收购请求条款作出扩展性规定,增设了控股方如果滥用行使股东权利导致公司或股东权益受损时,其他股东有权请求公司收购其股份。运用到股权回购的实践中,当目标公司控股股东利用控股地位阻碍公司减资程序进行时,实质上构成对公司治理结构的非理性操控,则投资主体可以尝试援引该条款中“控股股东不当控制”的规制要件,通过司法程序主张标的企业承担股权回购义务。这一条款为平衡资本运作效率与投资者权益保护提供了新型的救济路径。

(三) 减资程序的功能异化

传统减资程序以债权人保护为核心目标,但在股权回购型对赌协议场景下,其功能逐渐异化为“履行障碍”,导致程序空转与效率损耗。

形式减资与实质减资的区分困境。依公司净资产流出与否,划分减资有实质减资与形式减资之分。实质减资之际,公司净资产从公司流向股东。形式减资之际,仅仅导致公司注册资本额减少,而不发生公司净资产的流动[8]。形式减资与实质减资的区分,将直接影响对赌协议的履行。形式减资虽不涉及资产实际流出,但可能通过调整资产负债表制造“账面盈余”,为后续利润分配创造条件,间接损害债权人利益。若目标公司通过形式减资弥补亏损后,公司可能提前分配利润,掏空资产。这种间接影响使司法实践中难以严格区分减资的真实意图与效果。现行法律对形式减资与实质减资的核心区分点“实质性资产变动”的具体标准并未做明确界定,导致司法实践中依赖个案判断。在《公司法》修订通过之前,我国只确立了实质减资,因而实践中,形式减资的裁判案例少之又少[9]。目标公司以形式减资规避回购义务时,可能因形式减资与实质减资的法律定性模糊而难以追究责任,导致投资人权利落空,加剧履行僵局。旧《公司法》对形式减资与实质减资进行一体规制,没有明确区分界限,新《公司法》对形式减资与实质减资做了差异化规制,即第 225 条的简易减资程序(类型上应当属于形式减资),但其适用范围限于“弥补亏损”,难以覆盖对赌协议中的股权回购需求。

债权人异议权的扩张与效率损耗。2023 年《公司法》修订后,减资程序中债权人保护机制被强化,但这一扩张在实践中却异化为对赌协议履行的程序性障碍。具体来说股权回购型对赌协议的履行需以减资程序完成为前提,而减资程序要求公司须履行债权人通知、公告及异议处理义务。新法虽未直接规定债权人异议权的具体行使标准,但通过扩大债权人的知情权和异议范围(如允许债权人就减资是否符合“公平对待原则”提出质疑),实质上延长了减资周期。若债权人在定向减资场景中以减资导致公司责任财产减少为由提出异议,法院需重新审查减资的正当性,这一过程可能耗时 3~6 个月甚至触发诉讼程序。

在实践中债权人异议程序与减资决议的不可诉性叠加，可能形成“程序嵌套”。即使投资方已通过股东会决议启动减资，债权人仍可通过异议权行使冻结公司资产或追究董事责任，导致减资陷入停滞。部分债权人还可能利用信息不对称(如目标公司未充分披露对赌协议)提出防御性异议，甚至与控股股东合谋拖延减资，变相剥夺投资方的退出权。这种效率损耗的根源在于现行法对债权人利益的“绝对优先”定位，忽视了股权回购型对赌协议的特殊性——其本质是资本结构调整而非纯粹的责任财产减损。

减资程序与股权回购的“不当联结”。从《九民纪要》关于对赌协议的审判观点来看，在股权回购型对赌中，触发回购条款目标公司履行回购义务时应当事先进行减资程序，将减资程序作为股权回购的前置条件，导致二者形成“捆绑关系”。这种制度设计虽符合资本维持原则，却忽视了商事效率需求。一方面减资成为回购的条件，原本的通过回购实现减资变为通过减资实现回购，这就倒置了回购与减资之间手段与目的的关系，属于“因果倒错”。另一方面，实现回购必须减资，制造了股份回购与减资之间本来并不存在的必然联系[10]。新《公司法》通过授权资本制与类别股制度，允许公司预先授权董事会发行新股或设置优先股，为绕过减资程序提供了替代路径，但仍需配套细则明确操作可行性。

股权回购型对赌协议与减资程序的捆绑关系，本质是公司法在债权人保护与商事效率之间的价值权衡。资本维持原则通过减资程序构建了刚性约束，但过度强调程序合规可能异化为履行障碍。2023年《公司法》修订通过定向减资例外、简易减资程序等规则，试图在制度层面实现突破，但其效果仍需依赖司法实践对债权人利益与投融资自治的平衡裁量。未来可通过细化类别股转换规则、优化减资程序配套措施，进一步疏通对赌协议的履行路径。

3. 减资程序与股权回购解绑的理论证成

(一) 功能主义视角下的解绑必要性

目的论层面的规范重构。传统资本制度将减资程序与股权回购捆绑的理论基础源于对资本维持原则的机械认知。在股权回购型对赌协议中，减资程序仅是实现回购义务的技术性手段而非实质目的。《九民纪要》将减资程序作为股权回购的前置条件，这一做法不仅混淆了“资本调整”与“债务履行”两种法律关系的性质差异，还掩盖了对赌回购所具有的被动属性。目标公司是否启动减资程序需结合其财务能力与交易路径综合判断。若企业具备充足偿付能力，即便对赌条款触发，亦无需通过减资实现股权退出。虽然对赌协议的回购义务常被误读为企业经营困难的表象，但司法实践中存在大量企业保持正常运营却未达对赌条件的案例。典型如“华工案”中，目标公司虽未能完成IPO但对赌失败，仍持续盈利且实施稳定分红，其以自有资金履行回购义务的行为就应当视为普通债务清偿。即便存在偿付能力不足的情形，股权转让亦可成为替代性解决方案。实务中可通过第三方投资者收购标的股权，将交易对价直接用于抵偿回购债务，从而规避减资程序中的债权人保护机制。这种操作模式在保证交易效率的同时，避免了因减资引发的公司资本信用风险与程序性争议。总之，减资程序不是释放回购资金的唯一途径[5]。对赌协议本质上是射幸合同还是非典型合同，目前学界仍然存在争议，但笔者认为其履行本质是特定条件下的债务清偿，与公司资本结构的主动调整存在本质区别。因此股份回购与减资的逻辑关系是减资可以通过回购实现，但两者并无必然联系[4]。当回购义务源于股东间意思自治形成的对赌条款时，强制要求履行减资程序实质构成对公司自主经营权的非必要干预。

资本维持原则的现代转型。传统资本维持规则强调“静态安全”的刚性约束，通过注册资本数额的确定性保障债权人利益。我国公司法上的资本维持原则自2013年资本认缴制改革以来备受争议，及至2018年股份回购制度改革、2019年《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)第5条废止“与目标公司对赌无效”裁判规则，理论界主张改造甚至废除资本维持原则的呼声不绝于耳，其中尤以偿债能力测试标准改良或者替代资本维持原则的观点最为引人注目[11]。虽然2023年《公司法》

修订依然坚持延续资本维持的路径，但表现出未来可能向“偿付能力测试”转型的倾向，在此背景下，这种机械式的资本管制已难以适应商业实践需求。美国特拉华州法院在 *ThoughtWorks* 案中确立的“双叉测试标准”（平衡偿付能力与资本充足率测试）表明，现代公司法更注重公司实际偿付能力的动态评估而非注册资本的形式增减。

商事效率与交易安全的价值平衡。强制减资程序要求股东大会特别决议、编制资产负债表、债权人异议等程序性要件，平均耗时长达 6~8 个月。在私募股权投资领域，对赌协议的回购期限通常约定在投资后 3~5 年，繁琐的减资程序导致大量案例出现违约风险。比较法上德国《有限责任公司法》第 34a 条允许通过“利润分配型回购”绕开减资限制，日本《公司法》第 107 条设置的特别盈余金制度，均体现了立法者对商事效率的优先考量。我国司法实践中，最高人民法院在“华工案”确立的“履行可能性”审查标准，实质上已经突破传统资本维持原则的刚性约束，为程序解绑提供了司法先例支撑。

（二）域外经验的启示

美国“双轨制”的示范效应。特拉华州普通公司法第 160 条确立的股权回购规则，将程序要求与公司偿付能力直接挂钩。在 *SV Investment Partners v. ThoughtWorks* 案中，法院创新性地采用“资本充足测试”替代传统减资程序，允许公司在满足“不损害债权人利益”和“不导致资本不足”两个核心要件时直接履行回购义务。该案法官将制定法的“溢余”标准与判例法的“清偿能力”标准结合起来，明确了特拉华州公司法在股份回购问题上的适用标准：“制定法所言之‘无清偿能力’，既包括公司的负债大于资产的情形，也指公司无法偿付到期债务的情形^[12]。较之于国内的司法实践，美国特拉华州则更多尊重公司自身的商业决策安排，将回应的视野置于对赌协议对公司资本维持和利益相关人保护的实质影响，而并不看重以违反公司法强制性规范为由宣告合同无效的方式保护各方利益，该裁判路径深层次体现的即是将公司规制、金融创新以及利益相关者保护予以综合考虑和动态衡平的区隔裁判智慧^[13]。这种“实质重于形式”的审查标准，有效解决了风险投资领域对赌协议履行的时效性问题。

德国“分配替代型”回购的制度创新。德国《有限责任公司法》第 34a 条突破传统减资程序的核心在于创设“利润分配型回购”机制。该制度允许公司使用可分配利润进行股权回购，既维持注册资本数额的稳定性，又满足股东退出的现实需求。这种“分配替代”机制的优势在于：首先，通过利润分配的法定程序替代减资程序，降低程序性成本；其次，将回购资金严格限定于可分配利润，确保债权人利益不受侵蚀；最后，维持公司资本结构的稳定性，避免注册资本频繁变动带来的交易风险。德国联邦最高法院在“KGAA 案”中进一步确认，只要回购价格不超过股份对应净资产价值，即可豁免减资程序。

《日本公司法典》将股份回购的财源限制规则直接统一放在“盈余分配”一节，规定业务执行人应以“可分配盈余”回购股份^[14]。《日本公司法典》第 107 条设置的特别盈余金制度，通过设立专门会计科目对回购资金进行隔离管理。该制度的核心创新在于：要求公司将相当于回购金额的资产转入特别盈余金账户，形成法定储备；限制特别盈余金的后续使用范围，仅能用于弥补亏损或转增资本；设置三年的强制存续期，防止短期资本操作。这种“资金隔离 + 用途限制”的复合型规制模式，既保障了债权人利益，又赋予公司更大的资本运作空间。2018 年东京地方法院在“软银愿景基金案”中的判决表明，特别盈余金制度能有效协调股东退出需求与资本维持原则的冲突。

（三）解绑路径的本土化构建——双轨规制模型的证成与应用

现行法对股权回购的减资捆绑，源于传统资本维持原则的形式刚性约束与合同自由在组织法场域的程序性压制。破解这一症结需构建双重规制路径：资本维持柔性化轨道剥离僵化的注册资本管制，转向以动态偿付能力监控为核心的实质性保障；合同自由程序化轨道通过对赌权利的组织法内化，疏通私法合意嵌入公司治理的路径。二者协同形成解绑减资程序的理论支点，亦成为平衡债权人保护与投融资效率的枢纽。

在资本维持柔性化的实现路径上，新《公司法》的公司偿债责任与第 180 条的董事勤勉义务共同构成偿付能力测试的规范基础。具体制度设计应采纳“衡平偿付能力 + 资本充足性”双重标准：前者要求总资产覆盖总负债以防范清偿危机，后者保证流动资产能够应对一年内到期债务，避免美国法模糊条款的弊端。董事会作为测试主导主体并签署声明，既契合新法董事会中心主义改革，亦通过第 191 条董事对第三人责任条款形成威慑闭环。债权人保护机制同步实现范式转型——废除减资异议前置程序，代之以“资金隔离 + 劣后清偿 + 责任穿透”三位一体的兜底方案：公司以非利润资金回购时须冻结等额资产于特别盈余账户，限制其用途并设置三年存续期以防止资本沉淀；明确未履行对赌债权在破产程序中的劣后顺位；投资人委派董事参与测试决策时排除经营判断原则的豁免适用。

合同自由程序化轨道依托类别股制度实现组织法赋能。依据新《公司法》第 144 条创设“对赌型回购类别股”，在章程中预设触发条件、价格计算机制及减资程序豁免条款，赋予其强制回购效力。为制衡公司自治，须配套赋予类别股东两项核心权利：对偿付能力声明的异议可提起股东直接诉讼以回避代表诉讼限制，条款变更则需经类别股东会单独表决。对尚未转化为股权的回购请求权，应在合同中明示劣后清偿地位并向工商系统备案公示，使清偿顺位法定化。减资程序在此被重构为偿付能力不足时的补充性手段，当回购触发后测试不通过时，公司可依据新法第 224 条启动减资程序，股东会决议中需特别载明回购义务来源以避免裁判争议。

双轨模型的突破性在于其互锁协同机制，资本维持柔性化轨道以偿付能力测试守护债权人利益底线，为合同自由程序化轨道提供安全阀；程序化轨道则通过预设履行通道提升效率，终结“九民纪要”效力认定与履行审查割裂的二元困境。该模型深度契合 2023 年公司法改革内核——授权资本制使董事会可根据偿付测试分期授权回购额度，无面额股制度切断回购与减资的估值联动，类别股扩权为对赌合意提供组织法载体。最终，双轨协同确立了“能力本位履行规则”——触发回购事件后，偿付能力测试通过即直接履行，否则启动债权人保护机制或替代性减资程序，彻底清除了减资程序作为履行前置条件的强制性，实现投融资效率与公司信用秩序的实质性统一。

4. 解绑路径的制度实现

前文已系统论证了股权回购型对赌协议与减资程序“捆绑关系”的法理困境与解绑的正当性，尤其在新《公司法》授权资本制与无面额股改革背景下，传统资本维持原则的刚性约束及其依赖减资程序的制度逻辑已显滞后。本部分旨在以前文“资本维持柔性化 + 合同自由程序化”的双轨规制模型为指引，结合 2023 年《公司法》的制度创新、比较法经验与本土实践，具体设计“解绑”的制度实现路径。

“解绑”的核心在于切断股权回购型对赌义务履行与强制性减资程序的因果关联，将履行焦点从“静态资本数额保护”转向“动态偿付能力保障”与“合同履行秩序建构”。

（一）确立偿付能力测试的核心地位

借鉴美国特拉华州的“双叉测试标准”及其实务逻辑，建议通过司法解释或配套细则，明确规定目标公司履行股权回购型对赌义务前，董事会须出具正式的偿付能力声明。声明应明确公司满足以下两项核心标准：衡平偿付能力测试，履行回购义务后，公司的资产总额不低于其负债总额；资本充足率测试，履行回购义务后，公司具备充足的资本用以持续正常经营预期业务（即无资本不足或实质阻碍经营的情形）。声明需经董事会决议通过（明确记载决策依据与关键财务数据），并由独立董事签署或经全体无利害关系董事批准。对于非上市公司，可要求其聘请具备资质的第三方评估机构（如会计师事务所）对声明的关键假设和结论进行验证或出具合理性意见（如现金流预测、资产估值）。新《公司法》第 180 条强化了董事的信义义务与勤勉责任，为偿付能力声明的严肃性提供了制度基础与追责可能。若能证明目标公司在作出偿付能力声明时满足上述测试标准，则豁免适用《公司法》第 224 条规定的强制性减资前置程序，允许公

司直接以自有资金(如利润、资本公积、闲置资金等)履行回购义务。此举将“减资与否”由强制性前置条件转变为基于公司财务状况的董事商业判断决策事项。

(二) 拓展“可分配利润/资产”的多元化履行渠道

借鉴德国“分配替代型”回购模式,应在法律层面确认以下履行路径的合法性与优先顺序。明确对赌回购款可视为“利润分配”的一种特殊形式。若公司有充足的可分配利润,则可直接划拨用于股权回购,履行过程仅需符合《公司法》第八章(公司财务、会计)关于利润分配的一般规定(如弥补亏损、提取法定公积金、股东会决议或章程授权),显著简化程序、降低成本。此举与新《公司法》第214条(资本公积金用途)形成互补,避免对资本公积的歧义性依赖,回归利润分配的法定框架。当可分配利润不足,但依据偿付能力测试确认公司整体财务健康(流动性充足、资产可变现性强)时,允许公司使用资本公积金(如溢价所形成的部分)、未受限的闲置现金或其他合法可动用资产进行回购。关键在于严格的偿付能力声明及可能的验证程序,确保其不损害债权人利益和公司持续经营能力。作为配套措施,可考虑引入日本“特别盈余金”隔离机制,要求公司在使用非利润资金(如注册资本范围内的部分资本公积)履行回购义务时,设立专门会计科目(类似特别盈余金)进行等额资金隔离或冻结。该资金在特定期限(如1~3年)内仅能用于弥补亏损或转增资本,不得用于分配或再次回购等潜在高风险操作,形成动态的风险缓冲池。

(三) 嵌入类别股制度的灵活运用

针对新《公司法》第144条引入的类别股制度,鼓励投融资双方在签署对赌协议时,或目标公司在接受投资时即设置附有特定回购/退出权利的类别股(如“强制回购型优先股”、“对赌触发退出股”)。该类别的股份章程条款应清晰载明触发回购的条件、定价机制及履行流程明确排除强制性减资前置程序。允许类别持有人(投资人)在触发回购但公司怠于履行时享有直接诉权或优先于普通股东分配剩余财产的权利(须遵循偿付能力原则和破产法顺位),甚至赋予其在特定治理事项上的程序启动权(如要求召开董事会审查偿付能力)。此举将合同约定的对赌回购义务,通过组织法上的类别股设计内化为公司资本结构的组成部分,赋予其更强的法律确定性与执行力,本质上实现了“合同债务组织化”的解绑策略,减少对股东会减资决议的依赖。

5. 结论

股权回购型对赌协议与减资程序的强制捆绑,本质是传统资本维持原则与商事效率的根本冲突。2023年《公司法》的授权资本制、无面额股改革加剧了二者的制度错配:减资程序从债权人保护机制异化为履行障碍,导致对赌陷入“效力承认而履行否定”的悖论。

本文主张通过“双轨规制”实现解绑。资本维持柔性化,以偿付能力测试(衡平偿付能力+资本充足率双标准)替代刚性减资程序,公司董事会出具声明后可直接履行回购。合同自由程序化,利用类别股制度预设回购条款,内化对赌义务并赋予强制执行效力。同时构建事后风险防控体系,董事对虚假声明承担第三人责任,对赌债权破产劣后清偿。

双轨模型终结了减资的前置枷锁,为投融资效率与债权人保护提供动态平衡路径。

参考文献

- [1] 山茂峰. 论公司对赌义务履行的绝对性——以反思“九民纪要”第5条为线索[J]. 财经法学, 2022(3): 164-178.
- [2] 包康赞. 利益衡量视角下对赌协议可履行性判断的规则设计[J]. 清华法学, 2024, 18(5): 150-163.
- [3] 赵旭东. 第三种投资: 对赌协议的立法回应与制度创新[J]. 东方法学, 2022(4): 90-103.
- [4] 张保华. 对赌协议下股份回购义务可履行性的判定[J]. 环球法律评论, 2021, 43(1): 85-100.
- [5] 韩雪. 对赌股权回购义务履行障碍的破解[J]. 北京理工大学学报(社会科学版), 2024, 26(5): 76-85.

-
- [6] 张玉滢, 闵晶晶. 股权回购型“对赌协议”的价值选择及裁判思路[J]. 财会月刊, 2021(23): 28-35.
 - [7] 刘文涛. 论违法减资情形下股东对债权人的责任[J]. 河南大学学报(社会科学版), 2024, 64(1): 43-49+153.
 - [8] 傅穹. 公司减资规则论[J]. 法学评论, 2004(3): 38.
 - [9] 王毓莹. 公司减资规则的反思与重构[J]. 环球法律评论, 2024, 46(1): 21-41.
 - [10] 潘林. 股份回购中资本规制的展开——基于董事会中心主义的考察[J]. 法商研究, 2020, 37(4): 114-128.
 - [11] 吴飞飞. 资本维持原则的当下意蕴及其对偿债能力测试的借鉴[J]. 政法论坛, 2023, 41(4): 146-159.
 - [12] 刘燕. 对赌协议与公司法资本管制: 美国实践及其启示[J]. 环球法律评论, 2016, 38(3): 137-156.
 - [13] 李安安, 范鑫. 公司实质参与对赌协议的合法性解构: 合同自由与公司规制[J]. 中国矿业大学学报(社会科学版), 2020, 22(1): 51-68.
 - [14] 日本公司法典[M]. 吴建斌, 刘惠明, 李涛, 译. 北京: 中国法制出版社, 2006: 236.