

资本维持原则下对赌回购义务履行障碍之破解

林海锋

南京审计大学法学院, 江苏 南京

收稿日期: 2025年3月28日; 录用日期: 2025年4月21日; 发布日期: 2025年4月30日

摘要

资本维持原则是阻碍对赌回购义务履行的重要障碍。其作用途径主要通过“盈余分配规则”阻碍对赌回购义务履行的资金来源与“减资程序前置”架空对赌回购义务履行请求权的方式实现。与僵化的资本维持原则相比, 偿债能力测试更注重目标公司实际偿还债务的能力, 其回购自由度更高, 但在实际操作中容易过分依赖董事个人的商业判断。因此, 在平衡投资者、目标公司与债权人利益的基础上, 最好采用折中办法破解对赌回购义务的履行障碍。一方面, 确立股份回购的财源限制标准、扩大对赌回购的资金来源以缓解资本维持原则的僵化; 另一方面合理融入偿债能力测试, 区分上市公司与非上市公司的不同需求, 分别引入不同的测试子标准。

关键词

资本维持, 对赌回购, 障碍机制, 偿债能力测试

Cracking the Obstacles to the Fulfillment of the Bet Repurchase Obligation under the Capital Maintenance Principle

Haifeng Lin

School of Law, Nanjing Audit University, Nanjing Jiangsu

Received: Mar. 28th, 2025; accepted: Apr. 21st, 2025; published: Apr. 30th, 2025

Abstract

The capital maintenance principle is an important obstacle to the fulfillment of the bet repurchase obligation. It is mainly realized through the “surplus distribution rule” which hinders the source of funds for the fulfillment of the betting repurchase obligation, and the “capital reduction procedure” which empties the right to request for the fulfillment of the betting repurchase obligation. Compared

with the rigid capital maintenance principle, the solvency test pays more attention to the target company's actual ability to repay its debts, and its repurchase freedom is higher, but it is easy to rely too much on the business judgment of the directors in the actual operation. Therefore, on the basis of balancing the interests of investors, target companies, and creditors, it is best to adopt a compromise approach to crack the obstacles to fulfillment the betting repurchase obligation. On the one hand, it is advisable to establish criteria for limiting financial resources for share buybacks and expanding the source of funds for betting on buybacks to alleviate the rigidity of the capital maintenance principle; on the other hand, it is advisable to reasonably incorporate a solvency test, distinguishing between the different needs of listed companies and non-listed companies, and introducing different sub-criteria for the test respectively.

Keywords

Capital Maintenance, Buyback, Barrier Mechanisms, Solvency Test

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

“凡投资，必对赌”。随着将对赌协议作为筹资措施的公司不断增加，围绕对赌协议产生了大量争议。对赌协议主要分为股权回购与现金补偿两种类型，其中股权回购是司法实践经常争议的焦点所在。一开始，在“海富案”确立的裁判规则下，法院长期认定投资方与目标公司的对赌协议自始无效¹。2019年“华工案”²与《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条出台后，司法实践发生重大转变，从原先否定对赌效力的立场，转向支持判决回购义务的实际履行。但判决履行未能完全消除对赌协议在执行阶段遭遇的实际难题，无论是股权回购还是现金补偿，都属于公司资金的单向支出[1]，均须受到《公司法》中资本维持原则的过度规制，由此对赌回购义务的履行常陷入“履行不能”的状态[2]。

如何破除对赌回购义务所受资本维持原则的履行桎梏？学界观点莫衷一是，不过仍可区分坚守资本维持原则与转向偿债能力测试两种基本风向³[3]-[5]，但究竟孰优孰劣还未有定论。为了衡平投资者、目标公司与债权人的各方权益，有必要探讨破除股权回购义务履行障碍的最优解。本文以股权回购义务的履行条件为切入点，首先分析现行法所规定的资本维持原则阻碍股权回购义务履行的作用方式。进而，通过对资本维持原则和偿债能力测试的对比分析，寻求破解对赌回购义务履行障碍的理想化路径。

2. 资本维持原则阻碍对赌回购义务履行的作用途径

资本维持原则作为大陆法系“资本三原则”的核心组成部分，其理论基础根植于公司资本的担保功能，旨在通过形式化的资本约束机制保障债权人利益。该原则通过两项关键机制实现其功能：其一，预

¹ 参见最高人民法院(2012)民提字第11号再审民事判决书。最高人民法院再审判决投资方(海富公司)与目标公司(众星公司)对赌因违反资本维持原则而无效，但与目标公司股东(迪亚公司)对赌则为有效。

² 参见江苏省高级人民法院(2019)苏民再62号民事判决书。江苏省高级人民法院二审判决投资方(江苏华工)与目标公司(扬州锻压公司)对赌有效，但因违反《公司法》第142条等规定，对赌回购义务“履行不能”。

³ 例如，有学者认为，对赌回购义务作为一种金钱之债，其化解关键在于对股份回购的理由、资金来源的限制等相关规范进行深入阐释。另有学者则直接否定了资本维持原则作为股权回购义务履行条件的法定要求，认为司法机关宜直接裁定执行回购义务，以防止对企业的非必要过度庇护。还有学者通过利益衡量方法认定，应从现行法的资本维持原则转向偿债能力测试这一可履行性判断标准。

防资产不当流出，即借助盈余分配规则与减资程序限制公司资产向股东无序分配，确保公司保有与注册资本相匹配的偿债基础；其二，债权人优先保护，通过“先偿债后分配”的法定顺位，赋予债权人优于股东的资产请求权。由此可见，在资本维持原则的要求下，对赌回购法律关系中目标公司需保持与注册资本相匹配的资产规模，以此来维护债权人的优先利益。

基于此原则，还衍生出了“盈余分配规则、股权回购规则、同股同权规则”等^[6]，因资本维持原则及其衍生规则的存在，实践中判定对赌回购义务的绝对履行将与上述原则相冲突^[7]。具体来讲，《九民纪要》明确股权回购须以减资为前提，且减资后须符合资本维持要求，否则构成抽逃出资。若在无分配资金或未履行减资程序时强制回购，将赋予投资方超额分配权，违背同股同权原则。新《公司法》第144条确立的“同股不同权规则”虽部分消解此矛盾，但资本维持原则仍通过两大机制阻碍回购履行：一是“利润分配规则”制约金钱给付义务；二是“减资程序前置”使公司可内部否决回购，阻断投资方请求权实现路径。

2.1. 通过“盈余分配规则”阻碍对赌回购义务履行的资金来源

对赌协议存在合同法和公司法两个面向，在合同法的框架内，股权回购型对赌协议属双务合同的范畴，投资方与目标公司互负义务。一般而言，投资方的义务是向目标公司注入资金，相对地，目标公司要承担完成对赌要求或在是对赌失败时“回购股权”的义务(如图1)。

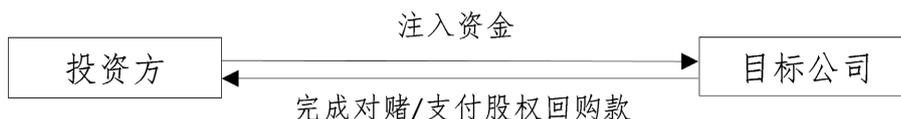


Figure 1. Summary of the mutual obligations of the investor and the target company under the contract law framework
图 1. 合同法框架下投资方与目标公司互负义务简图

《九民纪要》将股权回购与现金补偿相区别，但所谓“对赌回购”实质是目标公司向投资方支付相应的股份回购款项。因此，合同法框架下对赌回购义务可被界定为以股份回购价款支付为核心内容的金钱之债^[8]。实践中，投资方提起的诉讼请求通常与上述分析一致，涵盖甚至有时仅限于要求目标公司支付明确数额的回购款项。例如，在“山东某创业投资公司诉山东某纸业公司等股权转让纠纷”一案中，原告直接向法院请求被告支付股权回购款项 1856 万元⁴。

本质上属于金钱之债的对赌回购义务，实际履行的关键与回购资金的来源密切相关。一般来讲，资本维持原则下，回购资金的来源问题应由法律加以规定，但现行法中仅有现金补偿型对赌义务的资金来源规定，体现在《九民纪要》第5条第3款所指引的有关现金补偿的财源限制标准中，也即“盈余分配规则”。由于股权回购资金的财源限制标准缺失，其只能参照适用现金补偿的相关规定。但依据新《公司法》第210条之规定⁵，回购资金的来源仅有“盈余公积”和“剩余可分配利润”，此外的其他资金并不能作为回购的资金来源。新修订的《公司法》虽然放开了资本公积金弥补亏损的限制⁶，但倘若采用资

⁴ 参见山东省高级人民法院(2021)鲁民终 647 号民事判决。

⁵ 新《公司法》第210条：公司分配当年税后利润时，应当提取利润的百分之十列入公司法定公积金。公司法定公积金累计额为公司注册资本的百分之五十以上的，可以不再提取。

公司的法定公积金不足以弥补以前年度亏损的，在依照前款规定提取法定公积金之前，应当先用当年利润弥补亏损。

公司从税后利润中提取法定公积金后，经股东会决议，还可以从税后利润中提取任意公积金。

公司弥补亏损和提取公积金后所余税后利润，有限责任公司按照股东实缴的出资比例分配利润，全体股东约定不按照出资比例分配利润的除外；股份有限公司按照股东所持有的股份比例分配利润，公司章程另有规定的除外。

公司持有的本公司股份不得分配利润。

⁶ 新《公司法》第214条第2款：公司亏损的，在使用任意公积金和法定公积金仍不能弥补的，可以使用资本公积金。

本公积金进行回购,实质上是对资本公积金实施了分配行为,此举将对债权人利益造成不利影响,从而受到资本维持原则的约束。有学者认为可以扩大解释可用资金来源缓解资本维持原则对对赌回购义务的阻碍[3]。但是目前,对于资本维持原则的解读大多侧重于公司法视角,在确定回购资金来源时倾向于采取保守态度。

综上所述,资本维持原则下我国对赌回购义务的可用资金来源范围还只能囿于“盈余分配规则”这一财源限制标准,有过度规制之嫌疑。资本维持原则通过参照适用的“盈余分配规则”,严重阻碍了对赌回购义务的履行。

2.2. 通过“减资程序”阻碍对赌回购义务履行的请求权实现

对赌回购义务的履行受到资本维持原则下严格程序性要求的约束。根据《九民纪要》第5条第1款规定,投资方请求目标公司回购股权时,将面临现行《公司法》第53条、第162条(原第35条、第142条)关于禁止抽逃出资及股份回购的强制性规定的约束,这些规定实质上构成了对赌回购义务履行的法律障碍。总体上,对赌回购义务的履行按照时间顺序可分为九个步骤,其中“股权回购通知”、“通过减资决议”与“进行股份回购”投资人可以不同身份参与其中,其余六步只能由目标公司内部独立完成。下图(如图2)详细展示了对赌回购义务履行的具体操作流程及其关键环节分析⁷。

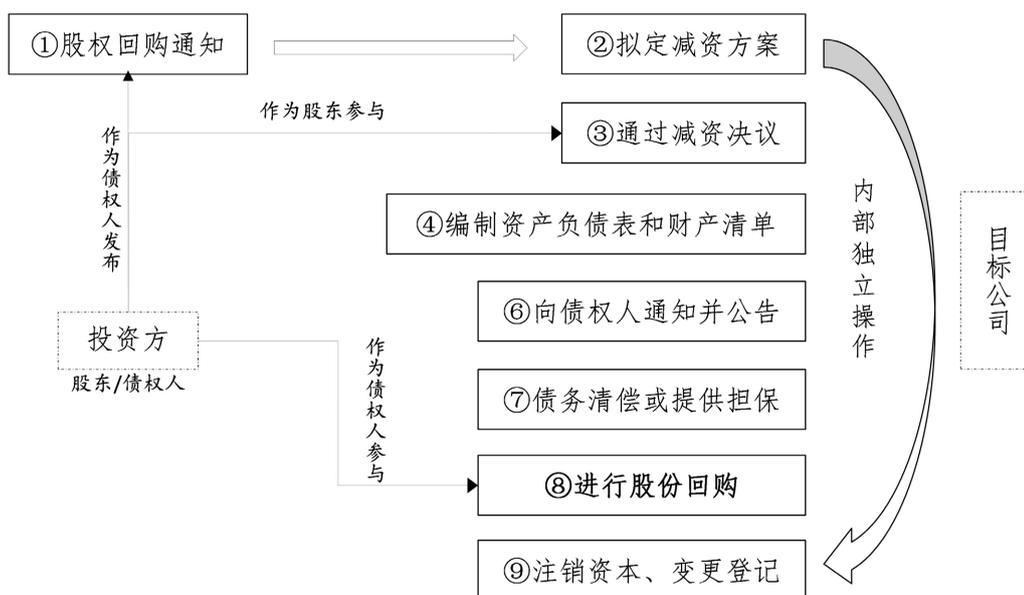


Figure 2. Operational procedures for the fulfillment of bet-the-company repurchase obligations under the Companies Act
图 2. 《公司法》下对赌回购义务履行的操作流程

该流程清晰表明,投资方兼具目标公司股东与债权人的双重法律地位。在回购义务的履行步骤中,投资方主要作为债权人发出回购通知和参与股份回购。即使其作为股东可参与表决是否减资,但该环节投资方的表决权并非一定能产生决定性影响。理由是减少决议应当经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过⁸。如果投资人所持股份占比较少或与大部分股东意见不一致,那么其作为债权人的权益将难以保障。况且,从拟定减资方案到实现股份回购,这些环节大多属于目标公司的内部决议,易遭受公

⁷ 参见新《公司法》第53条、第162条。

⁸ 参见新《公司法》第66条、第116条、第162条。

司集体利益的影响，一旦公司决议不实施减资，投资方的回购请求权便被架空。司法实践证实，《九民纪要》确立的回购程序要求已成为目标公司履行对赌回购义务的重要法律障碍。在“北京银海通诉新疆西龙公司股权转让纠纷案”中，最高人民法院即以被告未履行股东大会决议等减资程序为由，驳回了原告要求履行回购义务的诉讼请求⁹。

此外，《公司法》也新增了非等比例减资的规定，为股东提供了更多的灵活性，但这种减资方式也要求所有股东的一致同意，实际上并未减轻公司回购的阻碍。倘若目标公司或其股东不予协作，减资流程将难以顺利推进，进而影响投资方借助对赌回购机制实现退出。由此，“减资前置程序”以架空回购请求权的方式，阻碍了对赌回购义务的履行。

3. 资本维持原则与偿债能力测试的比较

结合前文论述可知，虽然对赌回购义务的履行以资本维持原则为制度基础，但该原则项下的盈余分配规则与减资程序前置要求，在实践中实质上构成了义务履行的双重法律障碍。相较之下，偿债能力测试作为域外广泛采纳的替代性标准，以公司偿付能力为核心构建财源约束机制^[9]，较之僵化的资本维持原则展现出显著的灵活性与实践优势。鉴于此，学界主流观点提出两种破解资本维持原则困境的路径：其一，在维持现有原则框架下，通过厘清减资与回购的法律关系，使资金来源限制与利润分配规则相协调，或对相关规范作适度扩张解释；其二，以前瞻性的偿债能力测试直接取代已显滞后的资本维持原则。当前实践表明，2019年沪深交易所相继出台的股份回购实施细则，已引入债务清偿能力和持续经营能力作为股份回购的实体判断标准，并详细规定了上市公司回购股份的资金来源范围¹⁰。这一改革虽在实质上突破了传统资本维持原则的财源限制，但2023年《公司法》的修订以及中国证监会发布的《上市公司股份回购规则》¹¹，仍未在资本维持原则与偿债能力标准之间作出明确的制度选择^[10]。因此，有必要对两种标准的优劣进行系统性比较分析。

3.1. 资本维持原则的优劣

资本维持原则通过财源限制机制对股份回购行为实施资本监管。具体而言，财源限制是指法律强制性规定回购资金来源，从而限制私主体的自主选择空间。该方法的规制强度可以根据实际情况调整，范围与种类各国不一。在“大分配”¹² ^[11]趋势下，无论采取何种财源限制的规制强度，世界主要国家的公司法都普遍性地认为股份回购与利润分配高度共通，两者应当适用相同的财源限制标准。

德国、日本与中国在资本维持原则的适用上具有显著差异。德国虽采取最严格模式，《股份公司法》第57条绝对禁止资本返还，要求减资必须经股东大会决议并履行严格债权人保护程序(第222~228条)，但同时建立“资本替代”制度将股东贷款重新定性为资本，从而变相扩大了回购资金的来源。日本2014年《公司法》更具灵活性，第458条引入“可分配额”标准允许以净资产为限分配，并通过第178条“库存股”制度为对赌回购提供变通空间。相比之下，中国2023年《公司法》虽保留资本维持框架(第53、162、224条)并新增资本公积金补亏例外(第214条)，但仍缺乏德、日两国在回购资金上的弹性标准。

通过立法控制回购资金来源的限制模式，原则上对于保障公司具备偿还债务的能力、维护债权人权益以及确保交易安全具有积极作用。可是在这一规制模式下，除非回购资金的来源足够充足，否则对赌

⁹最高人民法院(2020)最高法民申2957号民事裁定书。

¹⁰参见《上海证券交易所上市公司回购股份实施细则》第5条、第14条，《深圳证券交易所上市公司回购股份实施细则》第4条、第13条。

¹¹参见《公司法》第1条，《上市公司股份回购规则》第3条，都强调不得损害公司和债权人的合法权益。

¹²大分配概念起源于英美立法，是指将公司与股东之间的所有无对价财产交易纳入统一的规范体系，避免将各类交易行为分别定义、各自规范。

回购义务的履行易陷入“履行不能”的窘境。具体而言，财源限制标准在合同法与公司法两个平行维度上均产生负面效应：在合同法层面，形成“合同无效较有效更有利于债权人”的悖论，扭曲了正常的交易机制；在公司法层面，则增加了股东与公司财产混同的风险，侵蚀公司法人独立性，与其制度初衷背道而驰[4]。此外，因减资程序先于股权回购，该模式还增加了公司经营风险，尤其在到期债务超过回购金额时更为突出[5]。究其本质，对赌协议旨在促进创新经济发展等社会公共利益，而资本维持原则过度聚焦所有者权益账户的数值变化，既无法实现对债权人保护的适度平衡，又忽视了作为股债融合特殊机制的对赌协议在推动社会创新方面的独特价值。

3.2. 偿债能力测试的优劣

偿债能力测试摒弃了对资本信用的关注，股本、资本公积金不再作为对赌回购义务的规制重心。股权回购在偿债能力测试下被界定为资金单向流出的分配行为，其可履行性以通过偿债能力测试为前提。该测试体系包含三项核心标准：资产负债表测试、衡平清偿能力测试及资产显著不足测试。其中，资产负债表测试与衡平清偿能力测试源于美国《示范商业公司法》和特拉华州判例：前者着重评估公司在清算状态下的偿付能力，要求公司资产不得低于负债；后者侧重考察公司履行到期债务的流动性能力。资产显著不足测试则规定于美国《统一欺诈性转移法案》，核心在于判断分配行为是否会导致公司资产降至不合理水平，以致无法维持正常经营。

在清偿能力评估体系中，与资本维持原则“原则上禁止，特殊情形下允许”的严格监管模式相比，偿债能力测试赋予目标公司更大的自主决策空间。以 *In re Trados Inc.*案¹³为例，特拉华州法院通过严格的评估程序——包括审查资产负债表、分析流动比率、评估现金流状况以及审验无形资产估值来确保回购决策的合理性。该评估体系对企业现金流状况设定严格标准，直接回应债权人最关注的偿付能力问题。但这一评估机制实质上主要依赖于董事商业判断[12]，即使法官特别强调对这种判断进行“实质审查”，要求其提供充分的财务数据支持，但这种过于依赖董事个人商业判断的评估机制会致使目标公司是否能够履行对赌回购义务存在较大程度上的不确定性。例如，资产负债表这一子测试可能因为商誉等无形资产的计入使得董事无法正确作出判断，进而对公司资产进行过高估值，损害债权人的利益。有效阻止公司进行损害债权人利益的分配是判断公司分配标准正当性的根本点[9]，尽管偿债能力测试被多个国家或地区都引进，但是关于该模式的实际绩效难以见地[10]。

3.3. 二者之间的取舍

据前述，可归纳出资本维持原则与偿债能力测试各有优劣，并在以下方面存在显著差异。

第一，在规制的立足点上，资本维持原则以公司注册资本为核心，立法侧重于维护公司稳定的资产状态，将公司资本视为抵御经营风险的缓冲机制；而偿债能力测试则以公司对债权人的偿债能力及破产界限为出发点，立法更侧重于企业的流动性和适应性。

第二，就规制的严格程度而言，资本维持原则相较于偿债能力测试展现出更强的约束性，后者则更具灵活性。资本维持原则对利润分配的条件与顺序、公积金的提取与使用、股份发行的要求等方面均设定了严格的规定；而偿债能力测试中，分配决策属于公司管理层的经营判断，与公司自治相关联。

第三，从规制的方式来看，资本维持原则侧重事前防范，通过设定法定标准来预防不当分配或变相分配行为的发生；偿债能力测试则侧重事后规范，以严格的事后责任来促使董事在决策过程中保持高度审慎。

第四，就规制的重点而言，资本维持原则以公司资本或资产的数量或质量为核心，有明确的分配标

¹³See *In re Trados Inc. Shareholder Litigation*, 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013).

准；偿债能力测试则着重于资本交易行为及其法律责任，即关注公司管理层在判断分配标准等涉及商业经营事项时的信义义务及其相应的法律责任。

由此可见，二者有明显区别但并不容易取舍。若坚守资本维持原则，如何缓解其过度规制与制度缺失产生的不利影响成为难题，若转向偿债能力测试，其配套制度的搭建又耗时费力。为此，实践中有不少国家和地区在二者之间采取折中模式，在优化资本维持原则的基础上，合理引入偿债能力测试的部分子标准。例如，中国台湾地区在《公司法》修订中增设库存股制度适度放宽财源限制，为偿债能力测试的适用留有空间。英国《公司法》在采用资本维持模式的基础上，引入偿债能力测试模式，但公司回购自己的股份仅能使用资产负债表中的可分配利润或者公开发行的新股所募集到的资金[13]。本文认为，鉴于我国资本市场仍处于发展阶段，应当采取双轨并行的策略。在坚持资本维持原则以维护市场稳定和保护债权人权益的同时，也需要充分考虑资本市场的发展现状，适度拓宽对赌回购义务的资金来源渠道。通过审慎引入偿债能力测试机制，强化对企业现金流状况的监管力度，这一折中方案不仅有助于明确可用资金的认定标准，更能有效缓解资本维持原则对股权型对赌回购义务履行所造成的限制。

4. 破解对赌回购义务履行障碍的理想化路径

4.1. 优化资本维持原则

4.1.1. 确立股份回购的财源限制标准

我国在股份回购财源立法方面经历了一个从有到无的演变过程。最初，立法对职工奖励情形下的回购财源作出了明确规定，但2018年《公司法》修订时取消了这一限制，导致相关规制处于空白状态。值得注意的是，2023年《公司法》修订仍未就回购财源限制标准作出明确规定。鉴于对赌回购义务本质上属于金钱给付之债，建议参照利润分配的相关要求，建立相应的财源限制标准，以填补这一立法空白。在通常情况下，公司原则上仅能利用税后盈余进行股份回购，股份回购的资金来源限制标准应遵循利润分配规则中的“盈余标准”，但减资型回购应当依据目标公司的类型对该标准进行取舍。

具体而言，非上市公司原则上只能使用经营产生的盈余进行股份回购，不得动用股本或资本公积金，故应完全坚持“盈余标准”作为股份回购的资金来源准则。虽然公司法上资产信用正逐渐占据主导地位，资本信用在取消最低注册资本限额后越来越受到诸多批评，但资产信用规则至今未在我国公司法体系中建立。况且，对于债权人来说，资本信用才是一种可以直接观察到的模式，并且注册资本的价值在2023年《公司法》中得到了重新认可。是以，在非上市公司中禁止使用股本和资本公积金进行股份回购，符合资本信用原则在中国的重振思路[14]。

相对地，由于上市公司的股本信息披露受到严格的监管保护，基于提高上市公司股份回购自由度的考虑，无需再设定过于严格的回购资金来源限制。所以笔者认为，应取消对上市公司回购股本的保护性要求，放宽对回购资金来源的管制。此外，与有限责任公司和非上市股份有限公司相比，上市公司的股份回购更多地具有经营战略意义，且对回购时机的选择更为注重效率。如果设定过于严格的资金来源限制，可能会因无法满足这些标准而在关键时刻错失回购机会。

4.1.2. 拓展对赌回购的资金来源

《九民纪要》遵循严格的资本维持原则，明确指出目标公司在进行对赌回购时，资金来源仅限于可分配利润或通过减资程序释放的资本，这一规定实际上排除了公司使用其他资金进行回购的余地[13]。然而，应适当拓展对赌回购的资金渠道，回购资金不应局限于减资资本和可分配利润，而应包括所有“合法可用资金”。

资本公积金可成为股份回购的资金来源之一。从所有者权益的结构来看，公司权益资本主要由股本、

资本公积和留存收益(涵盖盈余公积和未分配利润)三部分组成,股本在法定资本制下被视为“资本”,原则上不得动用[15]。未分配利润作为留存收益已是回购资金的主要来源之一,资本公积则存在较大争议,但“瀚霖案”对此作出了重要突破。在该案中,强某作为投资方共计向瀚霖公司增资 3000 万元,其中注册资本与资本公积分别为 400 万和 2600 万。法院最终裁定,2600 万元的资本公积具有可返还性,支持了投资方关于资本公积的诉讼请求¹⁴。此外,还有学者提出,可以提前转让标的股份并用所得款项进行回购,为我国对赌回购资金来源提供了新的思路。即在对赌回购义务履行之前,目标公司可以先将标的股以合适的价格预转让,所获资金先用于履行对赌回购义务,之后再将股份转让给受让方。由于这些股份的转让收益并非来自目标公司的现有资产,目标公司可以在不影响自身资本、偿债能力和债权人利益的前提下,用这些收益向投资者支付[3]。

综上所述,运用留存收益和资本公积等资金履行对赌义务并不会对债权人权益造成实质性损害。鉴于现行法律规定的资金来源难以满足回购义务的履行需求,通过法律解释适当放宽资本维持原则中股本范围的限制,不失为扩大回购资金来源的可行路径。况且,2023 年新修订的《公司法》并未完全禁止留存收益与资本公积的返还或分配,这为对赌回购提供了潜在的资金来源。即便这些资金可能无法完全覆盖全部回购义务,但至少能够覆盖“部分履行”的裁判可能,为解决对赌回购纠纷提供了现实可行的方案。

4.2. 合理融入偿债能力测试

财源限制标准是资本维持模式下保护债权人利益的可行方式,对于维护资本信用具有重要价值。然而,财源限制标准与债权人需求的满足并不具有直接性,因为该标准所保护的核心利益——资本的完整性,并不等同于公司具备债务清偿能力。为了保护公司回购股份以及即将到期债权人的利益,有必要折中引入偿债能力测试。但鉴于 2023 年《公司法》仍坚持资本维持原则,若全面引入偿债能力测试的三个子标准,将使我国公司分配制度变得过于复杂,这与规制宽松化改革的初衷相悖。为此,可区分上市公司与非上市公司对该测试的不同需求,分别引入不同测试子标准。

具体而言,对于非上市公司的股份回购规则,衡平清偿能力测试和资产显著不足能发挥较大作用。衡平清偿能力测试要求公司在实施股份回购计划前,必须评估公司的债务清偿能力,确保回购行为不会导致公司无法清偿已到期和即将到期的债务。资产显著不足测试则要求公司在向股东分配后,剩余财产不会变得“少的不合理”。非上市公司因规模较小,抵御偿债能力的风险较低,其对对赌回购义务履行能力的测试,应保持审慎水平,故衡平清偿能力测试和资产显著不足测试显的尤为必要。上市公司则具有良好的抵御财务风险的能力,但债权人的不特定性要求其需注重债权人利益保护的分散性特点,故需引入衡平清偿能力测试。将偿债能力测试的子测试分别纳入考量,评估企业运用流动资产偿还短期债务的能力,在一定程度上可以扩大对赌回购义务实际履行的可能性。实际上,大多数债权人所关注的焦点并非静态的资本数值,而是在资产流动过程中企业的偿债能力。除了引入上述测试子标准之外,还应加强董事信义义务的构建,并逐步完善偿债能力测试的配套制度。

总的来说,上述方案通过差异化的财源限制标准,使非上市公司坚持盈余分配规则,上市公司放宽资金来源限制,有效拓展了回购资金的合法渠道;另一方面引入分类适用的偿债能力测试机制,针对不同企业类型匹配相应的子测试标准,在坚持资本信用的同时增强了制度弹性。然而,这种折中安排仍面临董事商业判断失当引发的财务操纵风险,以及非上市公司信息不对称导致的监管困境。为确保投资方与债权人利益的平衡,司法机关在适用时应建立多层次的审查机制,构建强制信息披露要求、第三方专业机构核查、股东会特别决议程序以及董事信义义务的严格审查标准。通过这种既保持制度灵活性又强

¹⁴参见最高人民法院(2016)最高法民再 128 号民事判决书。

化程序约束的规制路径，能够在尊重公司自治与保护债权人权益之间实现妥善平衡，最终为对赌回购纠纷提供更具适应性的解决方案。

5. 结语

资本维持原则虽在保护债权人利益方面发挥着重要作用，但其僵化的规则也给对赌回购义务的履行带来了诸多限制。相比之下，偿债能力测试更注重公司的实际偿还债务的能力，为公司提供了更大的回购自由度，但在实际操作中存在不确定性。因此，在平衡投资者、目标公司与债权人利益的基础上，确立股份回购的财源限制标准、合理扩大对赌回购的资金来源以及合理融入偿债能力测试，是解决对赌回购义务履行难题的有效途径。这些措施旨在缓解资本维持原则对对赌回购义务履行的过度规制，为对赌协议的有效实施提供更为坚实的法律基础，促进资本市场的健康发展。未来，随着法律实践的不断深入和市场环境的变化，对赌协议的法律规制还将继续发展和完善，以实现多方利益的共赢。

参考文献

- [1] 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.
- [2] 贾璐. 对赌协议履行障碍之纾解——基于资本维持原则的反思与建议[J]. 投资者, 2024(1): 162-178.
- [3] 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.
- [4] 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.
- [5] 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.
- [6] 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.
- [7] 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.
- [8] 贺剑. 对赌协议何以履行不能?——一个公司法与民法的交叉研究[J]. 法学家, 2021(1): 156-170+196.
- [9] 于莹, 司耕旭. 重思公司分配行为的约束机制: 以偿债能力测试的借鉴为中心[J]. 清华法学, 2023, 17(1): 172-186.
- [10] 王毓莹. 论股份回购的资本规制[J]. 比较法研究, 2025(1): 162-175.
- [11] 王子一. 公司治理语境下股份回购资本规制的反思与重塑[C]//中国政法大学民商经济法学院. 《上海法学研究》集刊(2021年第22卷总第70卷)——中国政法大学商法前沿文集. 上海: 上海人民出版社, 2021: 42-54.
- [12] 朱慈蕴, 皮正德. 公司资本制度的后端改革与偿债能力测试的借鉴[J]. 法学研究, 2021, 43(1): 54-70.
- [13] 朱婧婧. 股权回购型对赌协议履行问题研究[D]: [硕士学位论文]. 青岛: 青岛大学, 2023.
- [14] 邢海宝, 安晨曦. 论公司法出资期限规则的更新——以股东与债权人利益的平衡为视角[J]. 河北法学, 2025, 43(4): 38-61.
- [15] 罗开卷, 周天娇. 新公司法下“对赌协议”履行进路探析——以厘清合同法与公司法的关系为前提[J]. 上海政法学院学报(法治论丛), 2024, 39(6): 20-29.