

股份回购中公司清偿能力的法律构造

邹学庚^{*}

内容提要 《九民纪要》和《公司法解释（征求意见稿）》以减资回购规则保护公司债权人,这一理念正确但路径不恰当。未来公司法应采以公司清偿能力为核心的股份回购规则。从比较法上看,偿债能力测试规则与资本维持下的财源限制规则在配套规则的辅助下实质趋同,均要求公司回购股份时须满足三个维度的清偿能力:清算意义上的清偿能力要求公司在股份回购后的资产不小于负债,保护既有债权人利益;资本充足意义上的清偿能力要求公司在股份回购后应维持与资本相当的净资产,保护潜在债权人利益;流动性意义上的清偿能力要求公司能够清偿到期债务,维持公司持续经营。在2023年《公司法》的资本维持体系下,应优先考虑法律的稳定性,建构财源限制规则规范清算意义上的清偿能力和资本充足意义上的清偿能力。同时,将流动性意义上的清偿能力纳入董事信义义务规则调整;若股份回购导致公司无法清偿到期债务,则董事不得实施。

关键词 股份回购 清偿能力 资本维持 偿债能力测试 财源限制 债权人保护

目 次

- 一、问题的提出
- 二、股份回购中公司清偿能力的建构理据
- 三、股份回购中公司清偿能力的三个维度
- 四、股份回购中公司清偿能力的规范建构
- 五、结语

^{*} 中国政法大学民商经济法学院副教授,法学博士。本文系2024年度国家社科基金青年项目“商事比例连带责任一般理论与实践应用研究”(项目批准号:24CFX051)的阶段性成果。

一、问题的提出

股份回购是指公司收购本公司已发行的股份。^① 2023年《公司法》规定了多种股份回购:第89条第1款、第161条第1款规定了异议回购,第89条第3款规定了有限公司压迫回购,第162条规定了禁止股份公司股份回购及其例外,但未对有限公司股份回购作一般限制。这些不同类型的股份回购均将使公司资产向股东流出,导致股东与债权人因竞争公司资产而产生的利益冲突。^② 公司法理论通说认为,应优先保护债权人。^③ 在公司法法定的三类公司资产向股东流出的情形中,减资中的债权人保护程序和利润分配中的“无盈不分”规则均体现了该理念,而唯独股份回购存在立法漏洞。^④ 2023年我国公司法修订曾对该问题展开专题研究,但最终因不够成熟而未纳入修订草案。司法实践中,为保护公司债权人利益,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》)尝试在对赌协议纠纷中填补前述漏洞,在第5条规定:目标公司未完成减资程序的,投资方股东不得请求其回购。此后,各级法院几乎无一例外地以未完成减资程序为由,驳回投资方股东要求目标公司回购股份的诉讼请求。^⑤ 2025年9月30日公告的《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的解释(征求意见稿)》第37条延续了这一规定。

然而,该规定的适用在实践中造成了许多学理迷思与裁判困境。例如,公司的回购义务和减资程序能否强制履行、公司未履行回购义务和减资程序应否承担迟延履行违约责任、公司为股东回购义务提供担保应否履行,等等。有论者坦言,《九民纪要》在终结合同效力之争的同时,又陷入了合同履行的新泥淖。^⑥ 不止于此,该规定没有得到仲裁机构的一体遵循,许多仲裁裁决在目标公司未履行减资程序的情况下径行支持了申请人的回购请求。^⑦ 例如,在“宁波梅山保税港区和光泰润二号股权投资中心(有限合伙)

① 在学理上,有限责任公司(以下简称有限公司)股权回购和股份有限公司(以下简称股份公司)股份回购并不存在根源性差异,为行文简便,本文统一使用股份回购的表述。

② See Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law*, West Academic Publishing, 2021, p.170-179.

③ 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第117页。

④ 参见潘林:《股份回购中资本规制的展开——基于董事会中心主义的考察》,载《法商研究》2020年第4期,第115-118页。

⑤ 代表案例是“甄投案”,该案再审查期间适逢《九民纪要》于2019年11月8日颁行,最高人民法院在裁定书的说理部分明确援引《九民纪要》第5条,认为股东甄投中心并未主张及证明目标公司运货柜公司已完成减资程序,故原判决驳回甄投中心的回购请求在结果上并无不当。参见最高人民法院(2020)最高法民申1191号民事裁定书。其他案例参见浙江省杭州市滨江区人民法院(2024)浙0108民初1530号民事判决书;广东省深圳市中级人民法院(2025)粤03民终6027号民事判决书。

⑥ 参见赵旭东:《第三种投资:对赌协议的立法回应与制度创新》,载《东方法学》2022年第4期,第94-96页。

⑦ 例如〔2023〕中国贸仲京裁字第3096号裁决书、〔2022〕中国贸仲京裁字第1176号裁决书。虽然,根据2017年《仲裁法》第7条,仲裁只需要遵守法律,但仲裁在法律适用上通常会充分尊重最高人民法院颁发的各类司法解释、司法文件和典型案例。参见前注⑥,赵旭东文,第93页。

与北京微影时代科技有限公司等仲裁纠纷案”中，2022年5月，仲裁庭在目标公司北京微影时代公司没有完成减资程序的情况下，直接裁决其向投资人和光投资中心履行回购义务。^⑧同年8月，北京微影时代公司援引《九民纪要》第5条，以“仲裁裁决与现行法明显不符”为由向法院申请撤裁。法院以该事项属于仲裁实体审查范畴为由，驳回其撤裁申请。^⑨与境内撤裁程序并行，和光投资中心于2022年7月向香港高等法院申请强制执行仲裁裁决，法院作出了强制执行命令。北京微影时代公司以仲裁裁决违反内地公司法和香港《公司条例》的资本维持原则这一公共政策为由，请求撤销该命令。2024年10月，香港高等法院作出判决，明确指出减资并非股份回购的必要条件，仲裁裁决不违反内地法律和香港公共政策，驳回了北京微影时代公司的撤销申请。^⑩由此，一份与《九民纪要》第5条和境内法院判决完全相反的仲裁裁决却同时得到了境内法院和境外法院的承认和执行。

《九民纪要》为填补立法漏洞所作的努力值得肯定，但问题在于其错置了回购与减资之间的顺序。公司回购股份后，既可以将股份注销（即减资），也可以转让，减资只是其中的一种选择。事实上，《九民纪要》起草者并非没有注意到减资与回购的顺序问题，只是认为“在这个问题上，必须先减资，必须先保护公司债权人的利益。对此不能有任何含糊”^⑪。的确，从理论上分析，只要公司资产向股东流出，便会增加债权无法实现的可能性，有时候甚至不需要有资产向股东流出，只要稍将资本流出的“阀门”调大，便会降低债权人地位。因而，对公司债权人最严密的保护，莫过于禁止公司在存有负债的情况下回购股份，意即股份回购前须先清偿全部债务。而减资程序所要求的提前清偿或者提供担保，恰恰是一种债务的实际清偿。在此意义上，《九民纪要》实际上是希望借由减资程序，要求公司在股份回购之前实际清偿全部债务，从而实现对公司债权人的周延保护。

但是，正如曼宁教授所言，公司债权人所期望的理想世界，通常是股东完全无法接受的世界，股东虽然同意债权人对利息和到期本金的支付享有优先权，但这并不意味着股东愿意等到债权人的债权被完全清偿后，才从公司资产中获得支付。法律面临的问题是，公司资产在何时以及何种情况下可以分配给股东。^⑫虽然股份回购会使公司资产向股东流出，进而危及公司债权人债权的实现；但是，股份回购对公司和股东而言，具有许多独特的制度价值；^⑬而要求公司在每次回购股份前必须先履行减资程序，既无可能也无必要。例如，公司进行主动回购，特别是护盘式回购或者为可转债持有人债转股提供股票时，往往需要准确把握市场时机快速进行。此时，若需要践行一套繁琐的减资程序，难免贻误时机。立法者与解释者不应为保护债权人利益而过度牺牲公司和股东的利益，而

⑧ 参见〔2022〕中国贸仲京裁字第1176号裁决书。

⑨ 参见北京市第四中级人民法院（2022）京04民特523号民事裁定书。

⑩ See 宁波梅山保税港区和光泰润二号股权投资中心（有限合伙）v. 北京微影时代科技有限公司〔2024〕HKCFI 2723.

⑪ 前注③，最高人民法院民事审判第二庭编著书，第117页。

⑫ See Bayless Manning & James J. Hanks, Jr., *Legal Capital*, Foundation Press, 2013, p.18-20.

⑬ See *The Purchase by a Company of its Own Shares: A Consultative Document*, Presented to Parliament by the Secretary of State for Trade by Command of Her Majesty, June 1980, Her Majesty's Stationery Office, Cmnd. 7944, p.9-10.

应在双方之间寻求一个平衡点。仔细分析《九民纪要》关于减资回购的规定不难发现,其实际上暗含了对公司在股份回购后须具备清偿能力的要求,以债务的实际履行作为标准,则是该要求的具体呈现方式。但这一标准过于严苛,未来应采以公司清偿能力为核心的股份回购规则。

二、股份回购中公司清偿能力的建构理据

公司在完成股份回购后须具备清偿能力是一个适当的标准。这背后的法理是:只要公司在股份回购后具备清偿全部债务的能力,那么债权人的利益便没有实际受损,债权人就不应有权提出异议。

(一) 公司具备清偿能力时债权人分配顺位并不必然优先于股东

债权人分配顺位优先原则,即债权人对公司资产的请求权优先于股东。在公司破产情形下理应遵循该原则,但在公司持续经营期间却非绝对。例如,2023年《公司法》第210条的利润分配规则仅要求“无盈不分”而未要求“有债不分”,公司有权在存有负债的情况下向股东分配。公司决议分配后,股东的具象利润分配请求权通常作为普通债权对待,与债权人处于同一顺位。在“金安桥水电站有限公司与云南省能源投资集团有限公司盈余分配纠纷案”中,金安桥公司决议分配利润后未实际支付,股东云南能投公司诉请支付,金安桥公司以存在财务困难、有大量债务未清偿为由进行抗辩。最高人民法院认为,股东会作出利润分配决议后,股东享有的具象利润分配请求权在性质上等同于普通债权,股东可以债权人身份要求公司支付。^⑭然而,倘若公司嗣后丧失清偿能力进入破产程序的,具象利润分配请求权就将劣后于普通债权。2002年《最高人民法院关于审理企业破产案件若干问题的规定》(法释〔2002〕23号)第61条第1款第5项明确规定,破产企业的股权、股票持有人在股权、股票上的权利不是破产债权,意即股东所享有的具象利润分配请求权在破产程序中要劣后于普通债权。在“天某公司与顺某公司破产债权确认纠纷案”中,河南省高级人民法院认为,天某公司基于利润分配决议申报的分红款债权是基于天某公司股权衍生而来,根据前述规定,不属于破产债权。^⑮此处的基本法律理念是:公司在具备清偿能力时,债权人并不绝对优先于股东。

不难发现,债权人分配顺位优先原则的适用实际上存在一个前提,即债权人和股东须对同一个公司资产存在竞争。当公司具备清偿能力时,二者的请求权对应的是足以覆盖所有债务的抽象公司资产,并不存在实质性竞争,故无所谓优先。而只有当公司丧失清偿能力时,二者的请求权才会同时指向同一公司资产。

(二) 公司具备清偿能力时债权人无权对回购提出异议

根据剩余索取权理论,剩余索取权人应享有公司控制权。公司具备清偿能力时,股

^⑭ 参见最高人民法院(2022)最高法民申111号民事裁定书。

^⑮ 参见河南省高级人民法院(2023)豫民终684号民事判决书。

东是剩余索取权人；反之，则债权人是剩余索取权人。公司是否具有清偿能力，是股东和债权人利益冲突和控制权转换的临界点。由此可以推论，当公司具备清偿能力时，债权人无权干预包括股份回购在内的公司内部事务。许多公司法规则都体现了该原理。其一，从资本制度的视角看，股东出资问题原是公司内部事务。虽然 2023 年《公司法》第 54 条规定，公司无法清偿到期债务的，债权人可以请求股东出资加速到期，但对无法清偿到期债务而言，无论是采清算意义上的支付不能说，还是采流动性意义上的停止支付说，实际上都是以公司丧失清偿能力作为债权人介入的时点。其二，从治理制度的视角看，公司丧失清偿能力是董事信义义务从公司、股东转向公司、债权人的界分点。由于股东和债权人存在利益和风险偏好上的异质和冲突，当公司具备清偿能力时，董事会作出分配以及投资决策应以股东长期利益为核心追求；而当公司丧失清偿能力时，则应以债权人整体利益为首要目标。^⑩ 质言之，作为股东与公司之间的资本性交易，股份回购归根结底是公司内部事务，在公司具备清偿能力的条件下，公司法不应赋予债权人对股份回购提出异议的权利。

（三）公司具备清偿能力时债权人无权撤销回购行为

从公司债权人的视角看，股份回购与利润分配具有同质性，均是公司向股东无偿转让财产的行为。在公平的股份回购交易中，回购价格应等于股份的经济价值。在现金流折现法的视角下，股份的经济价值应等于其所能获取的所有预期现金流的现值。股东基于股份能从公司获取的现金流有两类：一是公司持续经营过程中产生的股利（无论是否决议分配），二是公司清算时分配的剩余财产。前者对应股东的利润分配请求权，后者对应剩余财产分配请求权。循此，股份的经济价值应等于所有预期股利和剩余财产的现值。如果说利润分配是公司依照公司章程和相关决议向股东分配股利，那么股份回购无非是将前者连同股份蕴含的所有未来股利和剩余财产进行了预先的折现式分配，二者均属无偿的财产转让行为。

无论是大陆法系的民法撤销权制度，还是英美法系的可撤销转让法，均赋予了债权人撤销此种行为的权利，但须以债务人丧失清偿能力为前提条件。例如，根据《民法典》第 538 条，债权人撤销权的成立，不仅需要债务人存在无偿或者低价处分财产等行为，还要求这些行为必须影响债权人的债权实现。通说认为，对影响债权人债权实现的判断应采无资力说，^⑪ 即债务人在无偿或者低价处分财产时，已丧失清偿能力或者将因此丧失清偿能力。换言之，一个资力雄厚的债务人，即便实施了无偿或者低价处分财产的行为，若仍具备清偿能力，债权人也不得对其行为妄加干涉，妨害其管理财产的自由和经营自由。^⑫ 如此规定的理由在于，债权人撤销权具有“侵略性”，其行使将废止债务人实施的行为，撕毁市场主体已达成的交易，因而需要严格限制债权人撤销权的行使，在债权人保

^⑩ 参见徐深澄：《董事对第三人责任一般性规则的二元解释论构造》，载《政法论坛》2025 年第 3 期，第 173-174 页。

^⑪ 参见崔建远：《合同法总论》（中卷），中国人民大学出版社 2024 年版，第 417-418 页。

^⑫ 参见最高人民法院民法典贯彻实施工作领导小组主编：《中华人民共和国民法典合同编理解与适用》，人民法院出版社 2020 年版，第 529 页。

护、债务人行为自由和相对人交易安全之间寻求平衡。^{①⑨} 根据美国《统一可撤销转让法》第5条(a),在缺乏欺诈故意的情形下,债权人不仅需要证明债务人转让财产或者承担义务的行为未获合理对价,还需要证明债务人在作出转让财产或者承担义务的行为时已丧失清偿能力或者因此导致丧失清偿能力,才能撤销该行为。在美国早期公司法尚未对股份回购作限制性规定的时候,法院在处理公司购买自身股份的交易时,通常认为公司在交易完成时仍然具备清偿能力即可,即使公司后来变得无法清偿债务,债权人也不能推翻该交易。在“Thompson v. Shepherd案”中,Shepherd是公司的股东、董事兼律师,公司回购了Shepherd的股份,而后进入了破产程序,Thompson作为公司的破产管理人提起诉讼,请求法院撤销该股份回购交易。北卡罗来纳州最高法院指出,公司在具备清偿能力时从股东处购买自己的股份,是合法有效的。^{②⑩} 在其他一些案件中,法院认为,如果购买行为不会导致公司破产,而只是削弱了资本,那么即使未来可能会产生债务,也不构成欺诈性转让;但若公司在资力不足时,向股东支付了股份回购款,则债权人有权撤销;因为一家资力不足公司的股份是一文不值的,公司为此支付属于欺诈性转让。^{②⑪}

综上,公司在股份回购后具备清偿能力,是平衡公司、股东与债权人利益的合理标准。对于一个具备清偿能力且财务健康的债务人,其不仅完全可以自由低价转让财产,甚至还可以进行财产的无偿赠与,而债权人在这种情况下没有理由提出异议。^{②⑫}

三、股份回购中公司清偿能力的三个维度

考察和总结各国、各地区公司法及相关配套规则,可以发现:无论是采资本维持模式的公司法,还是采偿债能力测试模式的公司法,均要求公司在股份回购后须具备清算意义、资本充足意义和流动性意义三个维度的清偿能力。

(一) 清算意义上的清偿能力

公司处于持续经营状态时,公司资产是作为一个整体按照合适的评估方法进行估价;而当公司无法持续经营进入清算时,就需要以分拆出售的市场价值对公司资产进行估价。由此,所谓公司具备清算意义上的清偿能力,是指公司全部资产的经济价值大于负债,其保护的是公司既有债权人在公司清算条件下的利益。

股份回购会使公司资产向股东流出,这意味着股东优先于债权人回收了所投入的资本,将会危及公司债权人债权的实现。19世纪以来,公司法法理要求公司债权人可以承受资本在公司正常经营过程中被消耗而造成的坏账风险,但不应承受资本超出此目的被

^{①⑨} 参见前注^{①⑦},崔建远书,第406-408页。

^{②⑩} See Thompson v. Shepherd, 203 N.C. 310 (1932).

^{②⑪} See E. Merrick Dodd, Jr., *Purchase and Redemption by a Corporation of its Own Shares: The Substantive Law*, University of Pennsylvania Law Review and American Law Register, Vol.89:697, p.702-703 (1940-1941).

^{②⑫} See Charles Jordan Tabb, Kara J. Bruce & Laura Napoli Coordes, *Law of Bankruptcy*, West Academic Publishing, 2025, p.610.

消耗以及向股东返还而造成的风险。^{②③} 由此,要求公司在股份回购后仍须具备清算意义上的清偿能力,其意义在于:即便公司在股份回购后立即停止经营进入清算或者破产,公司资产也能够满足债权人的需求。这是一种对公司在清算条件下的兜底性要求。由于所有剩余资本或者资产都要用于分配,故其没有、也无需对公司股份回购后的最低资本或者资产提出要求。

两类模式的公司法均要求公司在股份回购后须具备清算意义上的清偿能力。其一,采偿债能力测试模式的公司法以美国《示范商事公司法》为代表,其第 6.40 条规定,公司在实施包括股份回购在内的分配行为时,须满足衡平测试和资产负债表测试,后者要求公司分配后的总资产不得少于总负债加上优先权的金额。董事在判断公司是否满足资产负债表测试时,可以对资产和负债进行公允价值计量或者采取其他特定环境下的合理方法。^{②④} 可见,资产负债表测试要求公司资产的经济价值大于负债,实际上就是要求公司在股份回购后仍应具备清算意义上的清偿能力。其二,采资本维持模式的公司法将股本视为偿还公司债务的质押或者信托基金,禁止公司从股本中向股东支付,^{②⑤} 其通常要求公司在股份回购时,资产负债表所有者权益项下的股本等特定会计科目为正数。这被学界形象地称为财源限制规则,是一种利用会计规则拟制公司清偿能力的方法,在不同法域的公司法中存在不同表述。积极表述如纽约州《商事公司法》第 513 条规定,允许公司使用任何溢余回购或者回赎股份;消极表述如特拉华州《普通公司法》第 160 条(a)(1)规定,股份公司可以回购股份,但不得侵蚀资本。所谓不得侵蚀资本,是指股份回购后净资产减去声明资本不得为负,即存有溢余。我国 2023 年《公司法》第 53 条“禁止抽逃出资规则”实现了类似目标。该条在一定程度上被视为我国《公司法》中的资本维持原则规范,要求股份回购不得侵蚀股本,也即回购后公司的净资产须不小于股本。^{②⑥} 如此,公司债权人享有了负债和股本对应公司资产的双重清偿保证,可视为公司具备清算意义上的清偿能力。

资本维持模式下的财源限制规则以资产负债表上列示的金额为依据,因而在学理上有时也被称为资产负债表测试或者溢余测试。但与偿债能力测试模式下的资产负债表测试不同,前者要求资产不小于负债与资本之和,而后者由于废除了资本的概念,仅要求资产不小于负债。

(二) 资本充足意义上的清偿能力

如果说清算意义上的清偿能力是为保护公司在清算条件下的既有债权人而设,那么对于未即刻进入清算的公司,仅具有清算意义上的清偿能力,对潜在债权人的保护是不足的。公司在开展经营活动的过程中会持续性地对外释放经营风险,因而除需要具有清算意义上的清偿能力外,还要保有一定额外的资本或者资产,留待补偿受经营风险影响

^{②③} See *Trevor v. Whitworth* (1887) 12 App Cas 409.

^{②④} See Model Business Corporation Act (updated through April 5, 2024) § 6.40, official comment.

^{②⑤} See *Wood v. Dummer*, 30 F. Cas. 435 (1824).

^{②⑥} 参见刘燕:《重构“禁止抽逃出资”规则的公司法理基础》,载《中国法学》2015 年第 4 期,第 197-198 页。

的潜在债权人。此间法理可追溯至美国加利福尼亚州最高法院审判的 *Minton v. Cavaney* 一案。该案中, *Seminole* 公司经营一个从业主处租用的公共游泳池, 而后原告女儿溺亡其中, 但公司缺乏足够的资产赔偿, 原告遂要求公司董事 *Cavaney* 承担个人责任。加利福尼亚州最高法院认定 *Cavaney* 是公司的实际所有者, 同时认为 *Seminole* 公司从未拥有过任何实质性资产, 其资本与所从事的业务及面临的损失风险相比微不足道, 这实际上是将经营风险转嫁给了潜在的债权人, 因而揭开了公司面纱。^{②7} 由此引出了第二个维度的清偿能力, 即资本充足意义上的清偿能力, 是指公司的资本应当与其经营风险相匹配, 评价的是公司是否拥有足够的资本, 以应对业绩低于预期时的运营需求, 是对公司潜在债权人的预先保护。^{②8} 另需说明的是, 在偿债能力测试规则下, 由于废除了资本的概念, 故应称其为资产充足意义上的清偿能力, 下文统一表述为资本充足意义上的清偿能力。

资本充足意义上的清偿能力, 不仅是对股份回购的要求, 也是处于持续经营过程中的公司的一般性公司法要求。在我国, 2023 年《公司法》第 23 条及《九民纪要》第 12 条规定了资本显著不足型的法人人格否认规则, 要求公司资本数额与公司经营所隐含的风险相匹配。从比较法上看, 在美国《示范商事公司法》的偿债能力测试规则体系下, 其虽然未规定分配后公司需要具备资本充足意义上的清偿能力, 但美国《统一欺诈转让法》和《破产法》对此进行了填补, 要求公司在分配后资产不得不合理地小, 其标准可以参考同类公司情况。^{②9} 而在资本维持原则下, 虽然特拉华州《普通公司法》同样没有直接规定资本充足意义上的清偿能力, 但特拉华州《统一欺诈转让法》规定, 债务人无对价转让财产导致剩余资产不合理地小, 无法匹配经营风险的, 将构成欺诈性转让, 债权人有权撤销该交易。^{③0} 该条实际上对股份回购提出了资本充足意义上的清偿能力要求。另外, 特拉华州普通法中还存在资本羸弱揭开公司面纱的规则, 要求公司资本须与其经营风险相匹配。^{③1}

在资本维持原则下, 资本充足意义上的清偿能力是通过在事前设定与公司经营风险相匹配的资本, 并以资本维持原则相关规范维持与资本相当的净资产来实现的。财源限制规则就是资本维持原则在股份回购领域的体现, 要求回购不得损及资本, 意即公司在股份回购后的资产减去负债不小于资本。而在偿债能力测试规则下, 资本充足意义上的清偿能力是在事后实际分配时发挥作用, 要求公司回购股份后的剩余资产不得不合理地小, 在具体计算上要求资产减去负债不小于必要营运资产。二者在功能上殊途同归。

资本充足意义上的清偿能力与清算意义上的清偿能力的核心区别有二。其一, 前者以公司持续经营为预设条件, 而后者以公司清算为预设条件。公司资产在持续经营条

^{②7} See *Minton v. Cavaney*, 56 Cal. 2d 576 (1961).

^{②8} See Jessica D. Gabel, *The Terrible TOUSAs: Opinions Test the Patience of Corporate Lending Practices*, *Emory Bankruptcy Developments Journal*, Vol.27:415, p.449 (2011).

^{②9} 参见朱慈蕴、皮正德:《公司资本制度的后端改革与偿债能力测试的借鉴》,载《法学研究》2021年第1期,第57-58页。

^{③0} See Del. Code Ann. tit. 6 § 1304 (2025).

^{③1} See *Winner Acceptance Corp. v. Return on Cap. Corp.*, 2008 WL 5352063.

件下的价值通常要高于、甚至远高于在清算条件下的价值,因为公司无需被迫出售资产。此时,公司资产被视为一套整体性、能产生收入的营业资产,其中包括了各类有形与无形资产之间协同关系所形成的价值。^{③②}但这也非绝对,因为并非所有营业资产都能够产生协同效应,比如一些落后、淘汰产业的营业资产在持续经营条件下的价值可能要低于在清算条件下拆分出售的价值。其二,清算意义上的清偿能力仅考虑对公司既有债权人的保护,而资本充足意义上的清偿能力还将潜在债权人涵盖其中,要求更为严格。从结果上看,资本充足意义上的清偿能力和清算意义上的清偿能力虽有不同,但只要满足了前者,通常也就满足了后者。

(三) 流动性意义上的清偿能力

对于一家处于持续经营状态的公司而言,即便资产不小于负债与资本之和,仍可能无法清偿到期债务。清偿债务往往需要使用现金,而公司资产的形态并非全是现金。这就引出了第三个维度的清偿能力——现金流或称流动性意义上的清偿能力,要求公司能够清偿到期债务,维持正常经营,其功能是在公司持续经营条件下保护公司既有债权人。

公司在股份回购后须具备流动性意义上的清偿能力是必要的。若股份回购将使公司现金流断裂,公司就不得不将用于持续经营的长期资产变现偿债,进而走向或者将要走向清算或者破产。这不仅损害公司债权人的利益,也损害公司和其他股东的利益。

虽然我国《公司法》对股份回购尚无此要求,但2025年中国证监会《上市公司股份回购规则》第8条对此作出了明确规定,要求上市公司在股份回购后,须具备持续经营能力和债务履行能力。三大证券交易所发布的自律监管指引亦对此进行了细化。2025年《上海证券交易所上市公司自律监管指引第7号——回购股份》要求董事会充分关注公司的资金状况、债务履行能力和持续经营能力,审慎制定、实施回购股份方案,回购规模和回购资金等应当与公司的实际财务状况相匹配;全体董事还须作出回购股份不会损害上市公司债务履行能力和持续经营能力的承诺。^{③③}例如,2024年12月27日,步长制药公告了回购股份方案,并聘请了大和证券和金杜律师事务所出具专业意见,两家中介机构对回购资金占公司总资产、净资产和流动资产的比例进行了分析和研判,认为这次股份回购不会对公司的经营、财务和未来发展产生重大影响,出具了公司在股份回购后仍具备持续经营能力和债务履行能力的专业意见。^{③④}质言之,上市公司在股份回购后不仅要具备清算意义上的清偿能力和资本充足意义上的清偿能力,还要具备流动性意义上的清偿能力。

从比较法上看,无论是偿债能力测试还是资本维持模式下的公司法,均要求公司在

^{③②} See Robert J. Stearn Jr., *Proving Solvency: Defending Preference and Fraudulent Transfer Litigation*, Business Lawyer (ABA), Vol.62:359, p.367-368 (2007).

^{③③} 参见《上海证券交易所上市公司自律监管指引第7号——回购股份》(2025年3月修订)第5条、第6条。

^{③④} 参见2024年12月27日《北京市金杜(青岛)律师事务所关于山东步长制药股份有限公司以集中竞价交易方式回购股份的法律意见书》、2024年12月27日《大和证券(中国)有限责任公司关于山东步长制药股份有限公司以集中竞价交易方式回购股份之独立财务顾问报告》。

回购后保有流动性意义上的清偿能力。修订前的美国《示范商事公司法》规定,若股份回购导致公司无法清偿持续经营过程中的到期债务,则公司将被认为丧失衡平意义上的清偿能力,此种回购将构成违法行为;1980年修订委员会在对美国《示范商事公司法》中的财务条款进行修订时,认为这一标准是至关重要的,应维持不变。^⑤该标准即现行美国《示范商事公司法》第6.40条中的衡平测试,也称现金流测试,是指公司分配后可以在业务经营过程中按期偿还债务。董事在判断公司是否满足衡平测试时,可以对公司未来业务发展作出合理的判断或假设,包括:(1)公司在未来一段时间内能够产生的现金流及合理预期的到期债务;(2)基于公司财务状况和未来前景以及类似处境企业的信贷情况,可以合理预期能够获得的融资。^⑥

虽然采资本维持原则的公司法没有直接规定股份回购不得导致公司丧失流动性意义上的清偿能力,但通过其他规则对此进行了填补。以美国特拉华州公司法为例,其通过普通法的形式,将流动性意义上的清偿能力纳入董事信义义务的框架下进行调整。在“SV Inv. Partners, LLC v. ThoughtWorks, Inc. 案”中, ThoughtWorks 公司与 SV 投资公司对赌失败后, SV 投资公司要求 ThoughtWorks 公司以 4500 万美元的价格回购其持有的全部优先股,公司董事会经咨询专业机构的法律意见和财务意见后,考虑公司的持续经营能力,认为公司只有 50 万美元的合法可用资金,只能在该金额范围内回购。SV 投资公司不同意该方案,遂提起诉讼,请求法院对合法可用资金的含义作出确认性判决。特拉华州法院认为,合法可用资金中的“合法”,是指不仅要遵守特拉华州《普通公司法》第 160 条和其他制定法的规定,还要遵守普通法的规则,包括公司不会因股份回购而丧失清偿能力,在回购后能够维持持续经营。法院指出,公司负债超过资产或者无力清偿到期债务,均将构成丧失清偿能力。19 世纪以来的权威普通法判决明确禁止公司在丧失清偿能力或者将因此丧失清偿能力时进行股份回购。最终,法院认为 ThoughtWorks 公司董事依据法律和财务顾问的意见评估了回购能力,并采取保守策略,受商业判断规则的保护,遂驳回了 SV 投资公司的请求。^⑦

还需要讨论的是,流动性意义上的清偿能力与前两类清偿能力之间的关系问题,或者说仅有流动性意义上的清偿能力是否足够?1980 年美国《示范商事公司法》修订委员会在考虑废除法定资本制、修改公司法财务条款时,曾深入讨论是否要在衡平测试之外引入新的或者不同的标准来规范股息分配和股份回购;经慎重决策,最终认为分配还应当通过资产负债表测试,以满足公司长期偿债能力的要求。^⑧一家公司可以将其长期资产出售以满足衡平测试的要求,从而实现短期内的分配,但剩余的资产将不足以维持公司持续经营。相同的问题在英国公司法修订中也曾被讨论。英国《2006 年公司法》

^⑤ See *Changes in the Model Business Corporation Act - Amendments to Financial Provisions*, Business Lawyer (ABA), Vol.34:1867, p.1868 (1979).

^⑥ See Model Business Corporation Act (updated through April 5, 2024) § 6.40, official comment.

^⑦ See *SV Inv. Partners, LLC v. ThoughtWorks, Inc.*, 7 A.3d 973 (Del. Ch. 2010).

^⑧ See *Changes in the Model Business Corporation Act - Amendments to Financial Provisions*, *supra* note 35, 1868.

在私人公司股份回购和减资程序中,折中引入了偿债能力测试规则作为一种制度尝试,要求全体董事出具预测期为1年的偿债能力声明。董事在出具声明时须考虑公司所有负债,包括任何或有负债和未来负债。^{③⑨}值得注意的是,与美国《示范商事公司法》下的偿债能力测试规则不同,英国《2006年公司法》并没有规定明确的资产负债表测试,而是完全交由董事自主商业判断。在修法期间,一些议员曾提出要将董事偿债能力声明规则同时适用于私人公司的股息分配,但最终保守意见占据了上风,理由是董事偿债能力声明规则对公司长期偿债能力考虑不足。^{④①}的确,董事对未来期间的预测范围关系到衡平测试的质量。从理论上分析,若要求董事预测至未来公司清算时点,那么衡平测试将与资产负债表测试相差无几,但这将极大增加预测的成本和董事责任。2021年,英国政府在“重建信任”白皮书中,曾建议将私人公司董事偿债能力声明的预测期延长至2年,但立刻招致了加重董事责任和复杂性的广泛批评,以至于在2023年时未被列入政府提案。^{④②}因而,为寻求董事责任和公司债权人长期利益保护之间的平衡,有必要在股份回购中并用流动性意义上的清偿能力与前两类清偿能力。

综上,以上股份回购中三个维度的公司清偿能力,是资本维持模式公司法和偿债能力测试模式公司法的共同要求,需要同时满足和实现,方能妥当平衡股东与债权人之间的利益。第一,清算意义上的清偿能力是对公司在清算条件下的底线要求,而资本充足意义上的清偿能力和流动性意义上的清偿能力是对公司在持续经营条件下的要求。第二,在公司资产经济价值大于负债的情况下,虽然公司具备清算意义上的清偿能力,但由于资产的形态并非全是现金,故公司仍可能不具备流动性意义上的清偿能力。第三,即便公司回购股份后存有剩余资产,但剩余资产可能无法匹配公司的经营风险,因而要求公司在股份回购后具备资本充足意义上的清偿能力是必要的。资本充足意义上的清偿能力是比清算意义上的清偿能力更高的要求,满足前者通常也就满足了后者。第四,流动性意义上的清偿能力仅要求公司在股份回购后的短期内能够清偿到期债务。这意味着一家短期内有充足现金但资不抵债的公司仍可能通过流动性测试,而这样的公司不仅无法满足资本充足意义上清偿能力的要求,也不满足清算意义上清偿能力的要求。

四、股份回购中公司清偿能力的规范建构

清偿能力是一个非常抽象的概念,法律的对策是设定一个可证明的标准,一旦该标准被满足,就认定公司具有清偿能力。循前所述,对股份回购中三个维度清偿能力的规范建构,在公司法上存在资本维持下的财源限制规则和偿债能力测试规则两类路径。在

^{③⑨} See UK Companies Act 2006 § 643.

^{④①} See Eilís Ferran, *Revisiting Legal Capital*, European Business Organization Law Review, Vol.20:521, p.535 (2019).

^{④②} See Eilís Ferran, Elizabeth Howell & Felix Steffek, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press, 2023, p.294-295.

我国,不少学者批评资本维持原则无法对债权人起到真实有效的保护,提出要全面或者折中引入偿债能力测试规则,将股份回购纳入“大分配”进行统一规制。^④ 本文不讨论资本维持(法定资本制)与偿债能力测试的优劣与取舍问题,只试图论证:在配套规则的辅助下,资本维持原则下的财源限制规则和偿债能力测试规则均能够实现三个维度的清偿能力,两类路径在规则和功能上实质趋同。我国应优先考虑公司法的稳定性,采资本维持下的财源限制规则路径,并进行本土化建构。

(一) 公司清偿能力规范建构的路径选择

1. 资本维持与偿债能力测试实质趋同

我国公司法学界将美国《示范商事公司法》下的偿债能力测试规则奉为圭臬。但纽约州、加利福尼亚州、特拉华州等美国主要经济体和公司法高地均未奉行该模式,而是以完善资本维持原则为修法导向。前文论述的特拉华州股份回购财源限制规则即为典型例子。该规则与美国《示范商事公司法》中的偿债能力测试规则,在配套规则的辅助下已极为接近。

其一,从规范目的来看,虽然二者采取了不同的法律路径,但都在于建构公司的清偿能力,以平衡股份回购中股东、公司与债权人的利益。^⑤ 偿债能力测试规则利用资产负债表测试、衡平测试分别建构清算意义上和流动性意义上的清偿能力,资本充足意义上的清偿能力则交由欺诈转让法、破产法相关规则调整。资本维持模式则利用财源限制规则、董事信义义务规则、欺诈转让法及相关普通法规则依次解决清算意义上、流动性意义上和资本充足意义上的清偿能力问题。二者殊途同归。

其二,从具体规则来看,在评价清算意义上的清偿能力时,二者都允许董事对资产进行公允价值评估。虽然偿债能力测试规则授权董事直接对公司是否满足资产负债表测试作出商业判断,而资本维持下的财源限制规则更多依赖复杂、精细并处于持续发展过程中的会计规则,要求公司只能在可分配利润或者溢余范围内回购股份。但是,财务报表的编制本身也是一种商业判断,^⑥ 如果说偿债能力测试是以董事商业判断为据,以财务报表为参考,那么财源限制规则就是以财务报表为据,将董事商业判断融入其中,二者异曲同工。在评价流动性时,二者均允许董事考虑公司未来现金流,唯一的区别是:偿债能力测试下的衡平测试为董事提供了明确的指引,而资本维持下的董事信义义务规则更为开放。但这并不构成实质性差异,因为二者均属于董事商业判断的范畴。此外,虽然偿债能力测试规则不再关注资本,但欺诈转让法中有关资产充足的规则要求公司在股份回购后须维持充足的资产,这与资本维持原则要求公司资本充足并维持与资本相匹配的资产,在结果上是一致的。

^④ 参见朱慈蕴:《中国公司资本制度体系化再造之思考》,载《法律科学》2021年第3期,第48页;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》,载《清华法学》2023年第1期,第172页。

^⑤ See Jonathan Rickford, *Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests*, *European Business Organization Law Review*, Vol. 7:135, p.145 (2006).

^⑥ See Eilís Ferran, Elizabeth Howell & Felix Steffek, *supra* note 41, 284.

其三,从法律文本来看,特拉华州《普通公司法》第 160 条的财源限制规则与美国《示范商事公司法》第 6.40 条的资产负债表测试的主要差异在于:前者以净资产不小于声明资本为底线,而后者以净资产不为负为底线。然而,在相关配套规则的辅助下,二者的差异并不显著。这体现在特拉华州公司法允许董事自由地将无面额股的声明资本转入溢余,股东还可以批准修改公司章程以降低面额股的面值以增加溢余。在实践中,许多公司每股面额只有 0.01 美元甚至更低,这使得二者已非常接近。^{④5}此外,美国学界通说认为:无论是特拉华州《普通公司法》还是美国《示范商事公司法》,在如此灵活、激进的分配规则下,对公司债权人真正起到保护的是欺诈转让法的限制。^{④6}缘此,在实质规则和功能趋同的条件下,特拉华州公司法并没有转向偿债能力测试规则的必要。

2. 实质趋同下优先考虑公司法的稳定性

法治是社会稳定的基石,需要发挥固根本、稳预期、利长远的保障作用。自 1993 年《公司法》施行 30 多年来,我国市场主体已经习惯资本维持体系,此种传统根深蒂固,有学者强烈呼吁要慎重对待资本维持原则的存废。^{④7}对于股份回购法律规制路径的选择问题,在偿债能力测试规则和资本维持下的财源限制规则不存在实质规则和功能差异的情况下,坚持改良资本维持体系,建构股份回购财源限制规则,有利于维持公司法的稳定,保护市场主体的合理预期,避免形成不必要的制度转换成本。这既是立法理性,也是立法自信。特拉华州公司法的发展历程较好地诠释了这一点。历史上,特拉华州《普通公司法》与美国《示范商事公司法》是一种竞争关系,美国《示范商事公司法》的起草者曾公开贬低特拉华州公司法的起草质量,称其顺序混乱,条文松散。^{④8}为保持特拉华州公司法的竞争力,1963 年特拉华州公司法修订委员会成立,聘请 Folk 教授对特拉华州《普通公司法》进行全面审查。^{④9}修订委员会将美国《示范商事公司法》作为重要的对比素材,审查后指出:特拉华州《普通公司法》不应采纳美国《示范商事公司法》的某些条款,“因为我们不想成为一个‘跟风’的州,鉴于过去大多数其他州都复制了我们的法律,我们应该成为领导者而非跟风者”^{⑤0}。除公司法领导者之争外,更为重要的是,特拉华州法律追求稳定性与可预测性。在修法初期,特拉华州公司法修订委员会就明确了修法指导思想,即只有在必要时才对条文进行修订,并尽可能保留原有的语言,特别是那些已有大量判例法解释的部分。^{⑤1}时至今日,特拉华州《普通公司法》与美国《示范商事公司法》

^{④5} See James D. Honaker and Eric S. Wilensky, Morris, Nichols, Arsht & Tunnell LLP, *Dividends, Redemptions and Stock Purchases*, at <https://www.morrisnichols.com/insights-dividends-redemptions-and-stock-purchases> (Last visited on May 17, 2026).

^{④6} See William T. Allen, Reinier Kraakman & Vikramaditya S. Khanna, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, Wolters Kluwer, 2021, p.130.

^{④7} 参见冯果:《慎重对待“资本维持原则”的存废》,载《中国法律评论》2020 年第 3 期,第 150-151 页。

^{④8} See Whitney Campbell, *The Model Business Corporation Act*, Business Lawyer (ABA), Vol.11:98, p.100 (1956).

^{④9} See S. Samuel Arsht, *A History of Delaware Corporation Law*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol.1:1, p.14-17 (1976).

^{⑤0} Minutes of the Delaware Corporation Law Revision Committee, 4th Meeting, at 1 (July 16, 1964).

^{⑤1} See Ernest L. Folk III, *State Statutes: Their Role in Prescribing Norms of Responsible Management Conduct*, Business Lawyer (ABA), Vol.31:1031, p.1055 n.92 (1976).

仍保留着有益的区别,前者因普通法实践而创新,后者因其制度特性而进行重述、精炼和澄清,二者之间呈现出起草者们未曾料想到的反馈循环的共生关系。^{⑤2}

追求法的稳定性或安定性,也是公司法的目标。在欧盟、英国、德国、法国、意大利、日本等国家和地区,虽然也存在废除资本维持原则、转向偿债能力测试的呼声,但这些国家和地区的现行公司法采取的仍然是改良资本维持原则的方案。2008年,毕马威会计公司受欧盟委托,对替换欧共体《第二号公司法指令》的资本维持体系展开可行性研究,得出资本维持体系和偿债能力测试规则在合规与遵从成本上的差异并不显著的结论。^{⑤3} 2011年新加坡公司法修改时,公司审查委员会也曾考虑是否要借鉴新西兰的做法,在现行的资本维持框架内,以偿债能力测试规则取代利润分配规则,但最终拒绝了这种做法,因为现行规则已被广泛认知,且具有简单明了的优势,任何对股息分配规则的修改都可能对市场产生负面影响。^{⑤4}

3. 财源限制规则妥当融入我国《公司法》

2023年我国《公司法》修改并未引入偿债能力测试规则,而是采取完善资本维持规范群的策略,要求公司在合并、分立、减资、利润分配、清算时须编制资产负债表,满足特定条件才得实施。在此背景下,法律解释和法学研究的任务不应是否定立法,而应是“在制定法中找到该时代问题的答案”^{⑤5}。从规范体系融贯的角度看,建构财源限制规则对股份回购中股东和债权人的利益冲突进行协调,能够妥当融入2023年《公司法》的资本维持体系,是我国《公司法》的理性和现实选择。从反面看,我国现行法律体系尚难为偿债能力测试规则提供配套的责任规则。偿债能力测试规则将公司是否具备清偿能力完全交由董事商业判断,这实际上是让债权人承担董事决策的质量风险。实务人士常常抱怨应用偿债能力测试的不确定性。^{⑤6} 为确保董事认真对待自身责任,合理保护公司债权人利益,英国法对董事在没有合理依据下作出偿债能力声明的行为,施加了最高不超过2年的监禁或者罚金的刑事责任。^{⑤7} 因立法体制不同,在我国,犯罪和刑罚通常只能由刑法加以规定。因此,即便未来我国公司法引入偿债能力测试规则,但刑法能否新设配套的董事犯罪和刑罚,也存在着悬念。退一步而言,即便刑事立法能够实现,英国法的实践也表明,沉重的董事责任将导致较少的偿债能力声明实践。从技术层面来看,采取偿债能力声明程序减少资本,将使董事相较于法院程序处于不利地位,这种不利来自瑕疵声明带来的法律责任。2010年的一份调研报告显示:英国只有约1/4的公司采取了偿

^{⑤2} See Jeffrey M. Gorris, Lawrence A. Hamermesh & Leo E. Strine Jr., *Delaware Corporate Law and the Model Business Corporation Act: A Study in Symbiosis*, Law and Contemporary Problems, Vol.74:107, p.120 (2011).

^{⑤3} See 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 - main report, p.1.

^{⑤4} See Report of the Steering Committee for Review of the Companies Act, Ministry of Finance, June 2011, ch.3 para.117.

^{⑤5} [德]卡尔·拉伦茨:《法学方法论》(第6版),黄家镇译,商务印书馆2020年版,第401页。

^{⑤6} See J. B. Heaton, *Solvency Tests*, Business Lawyer (ABA), Vol.62:983, p.984 (2007).

^{⑤7} See UK Companies Act 2006 § 643(5).

债能力声明程序减少资本。受访者表明,人们更愿意采取法院程序,因为公众信任度高,并且其所提供的保障超过成本节约带来的优势。^{⑤⑧}

还需说明的是,采资本维持下的财源限制规则路径,并不意味着完全否定偿债能力测试规则在股份回购中的借鉴价值。相反,应将偿债能力测试规则中的有益因素吸纳进资本维持体系,使之成为财源限制规则的功能性补充。如前所述,财源限制规则以资产负债表中所有者权益项下的特定会计科目为据,划定可供支出回购款的范围,旨在防范股份回购侵蚀公司资本。该规则能够满足清算意义上和资本充足意义上的清偿能力的要求,但未能触及流动性意义上的清偿能力。故有必要借鉴偿债能力测试规则中的衡平测试规则,将其纳入资本维持体系下的董事信义义务规则,防范股份回购导致公司短期现金流断裂,损害公司债权人利益,以满足流动性意义上的清偿能力的要求。如此,财源限制规则提供相对明确、可计算的静态财务边界,董事信义义务下的流动性判断则提供面向当下经营状况与未来现金流的动态财务审查。二者结合,既可避免单一财源限制规则对公司债权人的保护不足,亦可避免单纯依赖偿债能力声明所致的判断不确定与董事责任过度加重。

(二) 公司清偿能力规范建构的本土方案

在 2023 年《公司法》完善资本维持原则的路径下,股份回购中三个维度的清偿能力可以通过解释现行法相关规定和建构财源限制规则的方式实现。其中,流动性意义上的清偿能力可以通过解释 2023 年《公司法》第 180 条董事信义义务来实现。从体系解释来看,2006 年《企业破产法》第 125 条第 1 款规定,“企业董事、监事或者高级管理人员违反忠实义务、勤勉义务,致使所在企业破产的,依法承担民事责任”;而依 2006 年《企业破产法》第 2 条,所谓“致使所在企业破产”是指企业不能清偿到期债务,且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力。根据 2011 年《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定(一)》(以下简称《破产法解释(一)》)第 2—4 条的规定:不能清偿到期债务的标准是停止支付;资产不足以清偿全部债务的标准是资产小于负债,在确定资产和负债金额时可以进行公允价值评估;明显缺乏清偿能力则不强调资产与负债的比较,而是根据企业是否具备实际清偿债务能力来判断。从司法解释列举的明显缺乏清偿能力的事由上看,其实际上反映了一种现金流或者流动性判断。^{⑤⑨}由此,董事负有使公司不因股份回购而丧失流动性意义上的清偿能力的信义义务。此种解释在 2025 年中国证监会《上市公司股份回购规则》以及三大交易所股份回购监管指引中已有体现。有学者认为,上市公司股份回购规则是借鉴了美国的偿债能力测试规则以保护债权人,^{⑥⑩}但鉴于我国《公司法》既未废除法定资本制,也未引入偿债能

^{⑤⑧} See Eilís Ferran, *supra* note 40, 530.

^{⑤⑨} 参见王军:《公司偿债能力判断规则及其构建》,载《北京航空航天大学学报(社会科学版)》2023 年第 4 期,第 34-35 页。

^{⑥⑩} 参见王军:《公司资本制度》,北京大学出版社 2022 年版,第 491 页。

力测试规则,在2023年《公司法》体系框架下,更应认为是董事信义义务在股份回购中的演绎,与特拉华州法律具有异曲同工的效果。

清算意义上的清偿能力和资本充足意义上的清偿能力可以通过建构股份回购财源限制规则来实现。满足资本充足意义上的清偿能力时,通常也满足清算意义上的清偿能力。在资本维持原则路径下,资本充足意义上的清偿能力要求有二:其一,公司须设定一个与其经营风险相匹配的资本;其二,公司在股份回购后须维持与这一资本相当的净资产。对于第一个要求,2023年《公司法》第23条及《九民纪要》第12条资本显著不足型法人人格否认规则对此已有规制,意即公司应当设定与其经营风险相匹配的资本。第二个要求则尚无法律依据。采资本维持模式的公司法通常会建构股份回购财源限制规则,要求公司仅能从股本外支出回购款以维持资本。因而,有必要结合我国的法学、会计学话语体系,对股份回购财源限制规则的具体财务会计标准(以下简称财源标准)进行规范建构。当今世界各国、各地区公司法主要采取的是可分配利润标准和溢余标准。目前,可分配利润标准由于过度限制了股份回购的资金来源,已不为美国各州法律所采。^⑥更具参考价值的是为特拉华州、纽约州等公司法理论和实践高地所采的溢余标准。笔者试图以此为基础,同时吸收相关有益规则,建构我国本土化的财源限制规则。

1. 原则上允许公司在溢余内回购股份

从公司的视角看,公司拥有溢余即意味着具备清算意义上的清偿能力。比较法上的溢余是指净资产超过资本的部分。衔接我国财务会计制度,溢余等值于除股本以外的其他所有者权益项下会计科目的集合,包括未分配利润、盈余公积、资本公积和其他综合收益等。根据会计恒等式“资产=负债+所有者权益”,公司中的资产权益一部分归属于债权人,一部分归属于股东。所有者权益即净资产,只要其为正数,那么公司就具备账面上的清偿能力;同时,考虑到账面价值与经济价值之间的差异和债权人对股本基金的信赖,采资本维持原则的国家和地区的公司法会要求公司只得在扣除资本后的净资产中支出股份回购款。此时,债权人不仅获得了负债账面金额所对应资产的清偿保证,还获得了股本所对应资产的清偿保证。

从债权人的视角看,债权人对公司资本的信赖仅限于登记公示的注册资本(股本),故其无权对公司从股本以外科目(溢余)中支出股份回购款提出异议。信赖源于知情,法律不应应对任何不知情的人提供信赖保护。从公司资本登记公示及其效力看,根据2023年《公司法》第32、34条,仅有注册资本(股本)是登记事项,具有公示效力;盈余公积、资本公积、其他综合收益等其他所有者权益项下科目并不向债权人公示。因而,债权人对公司资本的信赖仅限于注册资本。早在1824年美国的“Wood v. Dummer案”中,Story法官就指出,“银行的股本应被视为是偿还银行债务的质押或者信托基金。……单一股东无需以他们的私人资力对银行的债务负责,公司特许状豁免了他们的个人责任,并代

^⑥ See Barbara Black, *Corporate Dividends and Stock Repurchases*, Thomson Reuters, 2022, § 2:1.

之以股本。公众普遍将信用赋予这一股本基金,视其为唯一的偿还手段”^{⑥2}。此外,将资本限于股本亦有实体法依据。2023年《公司法》第53条规定的禁止抽逃出资规则的本质是禁止股东抽回股本,而不包括股本之外的资本公积、盈余公积、其他综合收益、未分配利润等科目所对应的资产,后者实质上是侵害公司财产的表现,而非抽逃出资。^{⑥3}

允许公司从溢余中支出股份回购款,可以满足亏损公司股份回购的需求。2018年公司法修改,删除了2005年《公司法》第143条第3款“用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出”这一公司法中唯一的回购财源限制规定,其主要修法理由之一便是亏损公司也有回购股份的条件和需求。事实上,公司亏损并不等于公司丧失清偿能力。例如,亚泰集团2024年报中的资产负债表显示:截至2024年12月31日,股本32.49亿元,资本公积金82.94亿元,未分配利润(亏损)-93.36亿元,所有者权益(净资产)合计33.63亿元,溢余1.14亿元。这意味着亚泰集团虽然处于亏损状态,但仍具备账面上的清偿能力,其在2025年初完成了约2700万元的股份回购,未超溢余。^{⑥4}从比较法上看,加利福尼亚州《普通公司法》第166条将股份回购纳入“大分配”概念进行统一规制。2011年9月,加利福尼亚州议会通过了第571号法案,修订了加利福尼亚州《普通公司法》中的公司分配制度,在保留留存收益测试的同时,简化了资产负债表和流动性测试,仅要求公司在分配后资产的价值不少于总负债与优先权益金额之和。^{⑥5}其修法动因是:原先的资产负债表和流动性测试可能给历史上账面处于亏损状态,但资产增值、财务状况实际上健康的公司带来不必要的困难。^{⑥6}此后,亏损公司只要拥有溢余,就可以进行股份回购。

2. 允许公司对资产进行公允价值评估

在资本维持原则下,公司能否向股东分配有赖于资产负债表测试或称溢余测试,而资产负债表上资产的账面价值通常列示的是该项资产的历史成本。因而,学界对资本维持原则最普遍、尖锐的批评在于,公司经过多年经营后,资产的历史成本与经济价值之间差异巨大,存在对债权人保护的“失真”。^{⑥7}然而,所谓“失真”存在两个面向:一是资产的账面价值高于其经济价值,资产被高估;二是资产的账面价值低于其经济价值,资产被低估。解决“失真”的方案,就是允许公司在计算溢余时对资产进行公允价值评估,以校正账面价值与经济价值之间的偏差。

^{⑥2} Wood v. Dummer, 30 F. Cas. 435 (1824).

^{⑥3} 参见前注^{②6},刘燕文,第197页。

^{⑥4} 参见2025年4月29日《吉林亚泰(集团)股份有限公司关于股份回购实施结果暨股份变动的公告》。

^{⑥5} See California Assembly Bill No. 571 [Approved by Governor September 1, 2011. Filed with Secretary of State September 1, 2011], at https://www.leginfo.ca.gov/pub/11-12/bill/asm/ab_0551-0600/ab_571_bill_20110901_chaptered.html (Last visited on May 17, 2026).

^{⑥6} See Eduardo Gallardo, Gibson, Dunn & Crutcher LLP, California Changes Law to Streamline Standards for Distributions and Dividends, at <https://corpgov.law.harvard.edu/2011/09/29/california-changes-law-to-streamline-standards-for-distributions-and-dividends> (Last visited on May 17, 2026).

^{⑥7} 参见王军:《抽逃出资规则及公司分配制度的系统性改造》,载《法学研究》2021年第5期,第88页。

公司以资产公允价值确定溢余,契合经济实质。公司在实际清偿债务时,是以其资产的经济价值或公允价值进行清偿,而不是账面价值。2011年《破产法解释(一)》第3条规定,在判断公司是否满足“资产不足以清偿全部债务”这一破产原因要件时,允许使用资产评估报告对资产进行公允价值计量。从比较法上看,美国《示范商事公司法》第6.40条(d)明确授权董事会在确定分配额时采用公平的估值方法对资产进行重新评估,并鼓励这种做法。^{⑥8}在实践中,纽约州普通法认为,真实溢余而非账面溢余是适当的衡量标准。在“Randall v. Bailey案”中,原告公司的破产管理人质疑利润分配的合法性,认为董事会在计算溢余时,不能考虑任何未实现的资产增值,但必须考虑未实现的资产贬值。初审法院认为,董事会应当基于资产的经济价值确定溢余,同时考虑未实现的资产增值或者贬值;上诉法院维持了这一意见。^{⑥9}特拉华州普通法持相同意见,允许公司在计算溢余时以资产的公允价值替代资产负债表上的账面价值。在“Klang v. Smith's Food & Drug Centers, Inc.案”(以下简称“克朗案”)中,董事会在参考投资公司咨询意见的基础上,批准了一项公司回购50%普通股的资产重组交易。原告对此提出质疑,理由是股份回购后公司资产负债表上的净资产将为负值,违反了特拉华州《普通公司法》第160条。特拉华州最高法院驳回了原告的意见,明确指出董事们有权以能接受的数据为基础,采用其合理相信能够反映现值的方法,善意地重新评估公司资产,理由是无论资产负债表显示什么,可用于偿债的是资产的真实经济价值,而非账面价值。^{⑦0}

我国企业会计准则对资产公允价值计量已有相关规定。例如,《企业会计准则第39号——公允价值计量》允许公司对资产或者负债进行公允价值计量。又如,基于会计谨慎性原则,《企业会计准则第8号——资产减值》特别要求公司对可收回金额低于账面价值的资产进行减值处理。可见,对资产进行公允价值计量并不存在会计技术上的障碍。

3. 允许支出股份回购款的溢余会计科目

在具体构成上,溢余包括未分配利润、盈余公积、资本公积、其他权益工具、其他综合收益等科目,这些科目的性质和含义较为复杂。其中,未分配利润科目无需赘言,既然在符合利润分配规则的条件下,公司有权向股东支付,那么公司将这部分资产用于股份回购等其他向股东支付的事项,并没有降低债权人的地位,债权人当然无权干预。目前,实践中争议最大的是资本公积能否用于股份回购的问题。

资本公积是溢余的组成部分。循前所述,原则上应允许资本公积用于股份回购,但随着公司资本运作的普遍化,资本公积的内容越来越庞杂,一些非属股东投入的项目,因没有适合的会计账户而被归入资本公积项下,改变了“资本公积=资本溢价”的传统含义。^{⑦1}这也是反对资本公积用于股份回购的主要理由之一。

^{⑥8} See William T. Allen, Reinier Kraakman & Vikramaditya S. Khanna, *supra* note 46, 130.

^{⑥9} See Randall v. Bailey, 23 N.Y.S.2d 173 (1940); Randall v. Bailey, 288 N.Y. 280 (1942).

^{⑦0} See Klang v. Smith's Food & Drug Centers, Inc., 702 A.2d 150 (Del. 1997). 另需说明的是,除非存在债务减免或收购,公司债务是公司必须清偿的金额,其账面价值通常不得减少。

^{⑦1} 参见刘燕:《新〈公司法〉的资本公积补亏禁令评析》,载《中国法学》2006年第6期,第153页。

从经济实质和会计原理上看,应允许公司从经济上已实现的资本公积中支出回购款,未实现的资本公积则不被允许。在会计上,存在两类资本公积:一类是有真实资产或者利益流入公司、但不作为收入确认的资本公积,如股东溢价出资、股东或他人捐赠、国家专项拨款、已实现资本汇兑差额等,是经济上已实现资本公积;另一类是无资产或者利益流入公司,仅是基于会计处理而产生的资本公积,如公司在并购重组等过程中对所有者权益的调整、直接计入所有者权益的资产价值调整或利得损失等,具有一定的不确定性,是经济上未实现资本公积,只有当相关项目被处置、转让后才能转变为已实现资本公积。^⑫

公司使用经济上已实现的资本公积回购股份,应为法律所允许。例如,在“华工案”中,华工公司请求扬锻公司回购股份,以收回其投入的资本公积;扬锻公司抗辩称,股东缴纳资本公积金后不得抽回,否则构成变相抽逃。该案中,华工公司主张收回的资本公积金,系其溢价出资所形成的已实现资本公积。江苏省高级人民法院基于案件事实,综合判断扬锻公司在支付股份回购款后仍具备清偿能力,判决支持了华工公司的请求。^⑬我国台湾地区“公司法”第167-1条第1款也将可用于股份回购的资本公积限定为已实现的资本公积,具体包括“超过票面金额发行股票所得之溢价”及“受领赠与之所得”两类。^⑭该规定承袭自我国台湾地区“证券交易法”2000年修正时增订的第28-2条第2款,目的是为避免公司回购股份所运用之资金无限制而损及债权人权益。^⑮此外,公司法在资本公积补亏上体现了相同的逻辑。我国2023年《公司法》第214条第2款修改了2005年《公司法》的规定,允许公司按照规定使用资本公积金补亏,并授权国务院财政部门制定具体规定。2025年财政部印发了《关于公司法、外商投资法施行后有关财务处理问题的通知》,将可用于弥补亏损的资本公积金的范围限定为已实现资本公积中的股东溢价出资、股东或他人捐赠两类,目的是“为避免企业使用资本公积金中虚拟的、尚未实现的或后续会发生重大调整的部分弥补亏损从而操纵利润分配、变相抽逃出资”。^⑯

盈余公积和其他综合收益的原理类似。盈余公积反映公司的经营盈余,是一种已实现收益,应允许用于回购。其他综合收益,是指企业未在当期损益中确认的各项利得和损失,与净利润是一组相对概念,合称综合收益。^⑰传统会计采用净利润计量公司的会计收益,这是一种基于收入与费用、利得与损失的会计计量,反映公司的已实现收益;随着商业模式的不断创新和公允价值的广泛使用,大量未实现收益产生,其他综合收益应运而生,其源于会计计量的错配,反映的是资产和负债公允价值变动等事项带来的收益,体

^⑫ 参见前注^⑪,刘燕文,第153页;《财政部关于执行〈企业会计制度〉和相关会计准则有关问题解答》,2012年6月7日发布。

^⑬ 参见江苏省高级人民法院(2019)苏民再62号民事判决书。

^⑭ 参见梁宇贤:《公司法论》(修订8版),三民书局股份有限公司2019年版,第285页。

^⑮ 参见我国台湾地区“公司法”2001年修正异动条文及理由、“证券交易法”2000年修正异动条文及理由。

^⑯ 参见《财政部办公厅关于向社会公开征求〈财政部关于新公司法、外商投资法施行后有关企业财务处理问题的通知〉意见的通告》(财办资〔2024〕19号)之附件2:《起草说明》,2024年10月20日发布。

^⑰ 参见杜兴强、蔡宁主编:《中级财务会计》(第4版),高等教育出版社2022年版,第356页。

现的是经济收益和传统会计收益的差额,即未实现收益部分。^{⑦⑧} 但此未实现收益是指会计上的未实现,而非经济上的未实现;相反,其恰恰是经济上的已实现。既然为经济上的已实现,那么从中支出股份回购款,应为法律所允许。例如,公司拟将办公大楼出售,在会计上将其从自用房地产转换为投资性房地产,其公允价值大于账面价值的差额计入其他综合收益,待其出售后转入损益。虽然在该大楼出售之前,其公允价值增值变动带来的收益是一种会计上的未实现,但正如前述“克朗案”中特拉华州法院所指出的那样,可用于偿债的是资产的真实经济价值。^{⑦⑨}

此外,应允许公司从专为股份回购而发行的普通股和优先股、永续债、可赎回股等其他权益工具获取的资金中支出股份回购款。一方面,利用新募集的权益资金回购股份,并没有减损公司既有资产,因而公司对既有债权人的责任财产没有发生变化;另一方面,新加入公司的权益工具投资人在分配顺位上要劣后于债权人,因而不会与债权人竞争公司资产。从比较法经验看,英国《2006年公司法》第692条规定,公司可以从为资助回购之目的而增发股份的收益中支付股份回购资金。有学者认为,“由于必须公告发行新股的目的,债权人没有理由担忧,因为向一类股东筹集的资金被立刻转手(分配)给了另一类股东。公司的净资产状况及其资本标准与回购前并无差异”^{⑧⑩}。

最后,专项储备等特殊所有者权益类科目原则上不得用于支出回购款。这些科目通常是为保护特定公共利益而设,因而也仅能用于特定目的的支出。例如,适用于高危行业企业提取安全生产费的专项储备科目,仅能用于与安全生产直接相关的支出。^{⑧⑪}

综上,财源标准可表述为:公司回购股份的总金额,不得超过未分配利润、盈余公积、已实现资本公积、其他综合收益之和,加上为股份回购而发行的普通股、优先股等专项权益工具筹集的资金。未实现之资本公积和专项储备等特殊目的所有者权益类科目不得用于支出回购款。

五、结 语

股份回购会使公司资产向股东流出,导致股东和债权人之间的利益冲突。2023年《公司法》对此保持了沉默,并有意将其交由理论和实践探索。《九民纪要》的减资回购规则造成了诸多实践困境,未来应采以公司清偿能力为核心的股份回购规则。其理据在于,只要公司在股份回购后仍具备清偿债务的能力,债权人利益就没有现实受损。在配套规则的辅助下,资本维持下的财源限制规则和偿债能力测试规则实质趋同。这不仅对

^{⑦⑧} 参见王清刚、吴志秀:《其他综合收益的概念界定及其特征研究——基于会计计量视角》,载《会计之友》2021年第20期,第40-46页。

^{⑦⑨} See *Klang v. Smith's Food & Drug Centers, Inc.*, 702 A.2d 150 (Del. 1997).

^{⑧⑩} [英] 保罗·戴维斯、莎拉·沃辛顿:《现代公司法原理》(上册,第9版),罗培新等译,法律出版社2016年版,第323-324页。

^{⑧⑪} 参见2022年财政部、应急管理部《企业安全生产费用提取和使用管理办法》(财资〔2022〕136号)第5条。

股份回购制度的完善具有重要意义,对其他公司法制度的革新亦具有重要意义。在 2023 年《公司法》的资本维持体系下,应优先考虑公司法的稳定性,建构财源限制规则规范清算意义上的清偿能力和资本充足意义上的清偿能力,以董事信义义务调整流动性意义上的清偿能力。需要指出的是,立法者基于特别理由,可规定特定类型的股份回购,无需满足前述规则。未来仍需研究的是,异议回购、压迫回购、员工激励回购等诸多特定类型的回购,何者应为例外。此外,股份回购中还存在股东内部不平等、操纵市场、内幕交易、绿票讹诈、不当巩固管理层地位等问题,这些问题如何通过股东平等原则、证券交易法、收购兼并法等相关领域的法律解决,也亟待研究。

Abstract: The 2019 Minutes of the National Conference on Civil and Commercial Trial Work of Courts and the Supreme People's Court's Interpretation on Several Issues Concerning the Application of the Company Law of the People's Republic of China (Draft for Comments) are correct in their underlying aim of protecting corporate creditors through rules on share repurchase by way of capital reduction, but inappropriate in the regulatory path they adopt. Future company law should move toward a share repurchase regime centered on corporate solvency. From the perspective of comparative law, the solvency-test rule and the source-of-funds restriction rule under capital maintenance are substantively convergent when read together with their supporting rules: both require that, in repurchasing its own shares, a company satisfy solvency along three dimensions. Solvency in the liquidation sense requires that, after the repurchase, the company's assets be no less than its liabilities, thereby protecting the interests of existing creditors. Solvency in the sense of capital adequacy requires the company, after the repurchase, to maintain net assets commensurate with its capital, thereby protecting the interests of potential creditors. Solvency in the liquidity sense requires that the company remain able to pay its debts as they fall due, thereby preserving its going concern. Within the capital maintenance framework of the 2023 Company Law, priority should be given to legal stability: a source-of-funds restriction rule should be constructed to govern solvency in the liquidation sense and in the sense of capital adequacy. At the same time, solvency in the liquidity sense should be incorporated into the rules on directors' fiduciary duties; where a share repurchase would render the company unable to pay its debts as they fall due, directors must not implement it.

(责任编辑: 王莉萍)