

“对赌协议”的裁判路径及政策选择

——基于 PE/VC 与公司对赌场景的分析

刘 燕*

内容提要：PE/VC 与目标公司对赌的司法裁判要点从合同效力转入合同可履行性后，需要面对两个层次的追问：一是以什么样的实体标准来判断履行障碍，二是由谁来判断是否存在履行障碍。华工案和“九民纪要”仅处理了第一个层次的问题，且主要以资本维持原则作为实体判断标准。然而，我国现行公司法资本维持原则过于粗疏，且缺乏“大分配”概念和底线规制的思路，导致“对赌协议”下的回购只能通过减资的途径，徒增成本。域外以清偿能力标准替代资本维持原则，体现了另一种以债权人利益为导向限制公司资产单向流出至股东的规制思路，但其商业逻辑上的合理性却无法掩盖更大的操作成本。就第二层次的判断主体而言，以美国特拉华州为代表，法官的商业判断逐渐让位于公司董事会的商业判断，却进一步凸显了公司、不同类别股东、债权人之间利益冲突的复杂状态。立法层面的价值判断与政策选择将最终决定司法裁判的走向，未来我国公司法的修订需要回应商业实践的诉求，同时 PE/VC 投资者也需要直面投资失败的风险承担。

关键词：“对赌协议” 履行障碍 资本维持原则 清偿能力限制 司法商业判断

一、问题的提出

“对赌协议”在我国实践中主要有三种场景：一是 PE/VC 投资过程中的对赌；^{（1）}二是上市公司重大资产重组交易中的业绩补偿；三是中国企业（不限于上市公司）并购海外标的时或有对价（earnout）的安排。^{（2）}其中，PE/VC 投资语境下的对赌引发了最持久的法

* 北京大学法学院教授。

（1）国内目前对于 PE 与 VC 的区分有两种观点：主流观点是将 PE 解释为私募股权基金，作为风险投资基金的 VC 属于私募股权基金的一种类型；另一种观点是将 PE 解释为对成熟企业进行并购的专门基金，特别是杠杆收购基金，而 VC 才是对初创企业进行股权投资的私募基金。参见刘健钧《论 PE 和 VC 专业化运作、差异化监管——兼析“创投国十条”的深层次政策含义》，《财经》2016 年第 33 期，第 80 页以下。本文为避免分歧，以 PE/VC 泛指私募股权投资基金。

（2）三种对赌方式在交易结构、法律争点以及背后的价值判断或政策选择方面都不尽相同，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”）下的“对赌”规则主要针对的是 PE/VC 对赌引发的问题。本文因主题及篇幅所限，不讨论另外两种对赌方式。

律争议。就 PE/VC 投资者与公司对赌的问题,2012 年甘肃世恒有色资源再利用有限公司等与苏州工业园区海富投资有限公司增资纠纷再审案(以下简称“海富案”)⁽³⁾宣示了“对赌协议无效”的立场,遭到广泛批评。自 2019 年江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床股份有限公司、潘云虎等请求公司收购股份纠纷再审案(以下简称“华工案”)⁽⁴⁾和“九民纪要”开始,司法实践更弦易张,从关注“对赌协议”的法律效力转向合同的可履行性。一旦确定目标公司能否回购或补偿 PE/VC 投资者不是一个法律效力问题,而是一个履行可能性的问题,则在判断目标公司能否履行时就会有二个层次的拷问:一是用什么样的实体标准来判断履行障碍,二是由谁来判断是否存在履行障碍。

美国特拉华州法院在 SV Inv. Partners, LLC v. ThoughtWorks, Inc. 案(以下简称“ThoughtWorks 案”)⁽⁵⁾中,比较清楚地展示了这两个层次,前者为“合法可用的资金”标准,后者为董事会的自由裁量权和商业判断。相较而言,华工案和“九民纪要”都只处理了第一个层次的问题,即选择资本维持原则作为实体判断标准。其中,“九民纪要”针对实践中 PE/VC 与公司对赌的两种最为典型、也最具争议的场景——公司因出资作价调整给予 PE/VC 现金补偿、公司在 IPO 失败时回购 PE/VC 的出资份额,确立了两条看起来不完全相同的法律适用路径,前者类比为利润分配,后者类比为减资,从而延续了华工案的思路。

虽然华工案以及“九民纪要”认可 PE/VC 与公司“对赌协议”之法律效力受到普遍称赞,但二者处理“对赌协议”可履行性的方式仍然留下了不少困惑。例如,华工案中,法官判决公司以减资方式来回购 PE/VC 股份,似乎错置了回购与减资之间的先后顺序和因果关系,但“九民纪要”仍然继承了这种“回购 = 减资”的逻辑。再如,“九民纪要”的“现金补偿 = 利润分配”的路径似乎与 PE/VC 投资的背景扞格。有学者指出,“对赌协议”的履行不应当与公司利润挂钩,因为一来需对公司利润予以查明,二来“对赌协议”本来就是赌利润,若按照利润有无来确定是否履行,则已经违背了协议的初衷。⁽⁶⁾此外,即使依循“九民纪要”的路径,也有不少操作细节尚待明确,如投资方可以获得分配的利润究竟是指投资方名下股权所对应的可分配利润,还是投资方与同意对赌的其他股东名下的可分配利润,抑或是目标公司的所有可分配利润。在诉讼程序上,目标公司履行不能究竟是合同法第 110 条下的履行不能,还是履行迟延,抑或某种抗辩权?最后,也是最为根本的,整个司法逻辑的基调——减资与利润分配皆建基于注册资本,也颇令人生疑。注册资本在域外不少国家都被视为一个僵化过时、早已被商业实践抛弃的概念,我国是否应该在华工案的基础上更进一步,只用“清偿能力”作为衡量履行可行性的标准,并把这个问题完全交给公司董事去判断,只是对其施以信义义务约束?⁽⁷⁾

关于 PE/VC 与公司对赌的司法实践引发了持续热度,其原因有多方面。本质上,它在处理不同股东(PE/VC 投资者与创始人股东)之间的冲突时,触及到了公司法面对“有限

(3) 参见最高人民法院(2012)民提字第 11 号民事判决书。

(4) 参见江苏省高级人民法院(2019)苏民再 62 号民事判决书。

(5) See 7 A.3d 973 (Del. Ch. 2010)。

(6) 参见《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉研讨会在中国人民大学成功举行》, <http://www.civillaw.com.cn/gg/t/?id=35929>, 2020 年 3 月 7 日最后访问。

(7) 关于从法定资本走向由董事判断清偿能力并受制于信义义务的讨论,参见邓峰《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 99 页以下。

责任”这个公司法人最本质的特征时无法回避的一个核心问题，即如何协调债权人与股东、公司之间的利益冲突。无论是现金补偿，还是股份回购，PE/VC 与公司对赌都涉及公司财产向特定股东流出，属于公司与股东之间的资本性交易。对此，传统的法律规制体现为公司法定资本制度，特别是资本维持原则的应用。但 20 世纪 80 年代后，美国、新西兰等国抛弃了资本维持原则，转而采纳清偿能力或者持续经营标准来判断公司资产向股东（包括优先股股东）的回流。此外，若发生纠纷，司法实践中还涉及由谁来判断公司的资本或清偿能力是否得到了维持，是裁判争议的法官还是公司？如果是公司，那又该由哪个主体——股东（大股东 vs 小股东、优先股股东 vs 普通股股东）、董事会抑或债权人来判断？诸如此类，不论是实体判断标准还是话语权配置，都涉及立法或司法中的价值判断与政策选择。

在华工案之前，我国司法实践聚焦“对赌协议”的效力问题，一个“无效”的结论无意中屏蔽了与公司财务运作相关的争议所隐含的诸多复杂的技术细节。如今，“对赌协议”的可履行性问题使得上述实体与程序问题都无法回避，其中的价值判断与政策选择也注定会引发更大的争议。

二、股东与公司间的资本性交易及其处理原则

公司组织形式的一个基本特征是，股东作为公司的出资人或所有权人，亲自或通过董事（会）来管理或者控制公司，在占有公司全部剩余收益的同时享受有限责任的庇护。股东出资所形成的公司资本一方面构成公司治理中权利配置的基础，另一方面也成为股东承担债务责任的边界。这种“股东—公司的一体化 + 股东有限责任”可能带来的负外部性表现为公司/股东与债权人的冲突、大股东与小股东的冲突等，而公司法解决上述冲突的基本路径之一就是股东投入公司的财产施加一套约束规则，它成为准则主义时代的公司法最早确立的强制性规则。

大体上，股东与公司之间的财产流转可区分为资本性交易与经营性交易两类。^{〔8〕} 资本性交易又称权益性交易，是指股东基于出资人身份或股权属性而与公司进行的交易，包括出资或增资、利润分配、减资或回购下的资本返还、清算时的财产分配，等等。经营性交易指公司在日常经营活动中可能与股东之间发生的市场交易，如法人股东向公司采购原材料或者向公司销售自己生产的产品，银行股东向公司提供贷款，自然人股东受聘担任公司的高管或雇员，等等。^{〔9〕} 实践中，公司法运用两套不同的规则来规范两类交易。例如，针对经营性交易，适用的是公平交易规则与关联交易约束，避免在利益冲突的情形下，以损害公司的整体利益为代价而施惠于参与交易的股东。^{〔10〕} 相反，在资本性交易中，公司法贯彻的是股东平等原则以及债权人保护原则，通过确立一些底线规则来为公司债权人或处于

〔8〕“资本性交易”（capital transaction）或“权益性交易”（equity transaction）是源于美国会计实务的一个概念，指企业与其所有者之间基于后者的所有人身份而进行的交易。我国会计学者对这一组概念的使用，参见谢德仁《财务报表的逻辑：瓦解与重构》，《会计研究》2001 年第 10 期，第 30 页。

〔9〕通常来说，资本性交易与经营性交易之间的界限是比较清楚的，但在间接抽逃出资或隐性资本返还的场合，二者会发生交叉或重合，从而引发是正常交易还是抽逃出资，应适用关联交易规则、分配规则还是抽逃出资规则等方面的争议。我国实践中长期存在的股东向公司借款是否构成抽逃出资的争议就是一例。

〔10〕参见我国公司法第 21 条、第 16 条。

弱势地位的小股东提供最基本的保护。这些底线规则包括股东出资环节的“不得折价发行”和“同股同价”原则，^{〔11〕}以及公司成立后的资本维持原则，如禁止股东抽逃出资，禁止公司违法向股东返还资本，禁止违法分配，禁止或者一定范围内禁止回购，等等。学者将上述资本性交易规则概括为法定资本制度，即法定资本制度就是一套“规制股东财产进出公司的规则”。^{〔12〕}

基于本文所讨论的主题，有关公司与股东的资本性交易规则中需特别注意以下几个方面：

第一，在“财产进、出”的逻辑下，股东出资过程与公司的持续经营过程被明确切割开来：一旦股东将出资财产投入公司并进行了资本公示（注册资本的初始登记或变更登记），即标志着出资的完成；此后公司对股东的支付，即使是因为股东入股价格调整而从公司获得支付，也不再被视为出资过程的一部分，即不再是股东财产进入公司，而是财产流出公司，法律要求这个流出过程“不得损及资本”。这也正是海富案的裁判逻辑，即现金补偿虽然源于出资作价的调整，但其触发的却是资本维持原则。

以资本公示作为切割时点，其背后的逻辑在于，公司作为一个资合性商业组织，其注册资本是第三人了解公司财务状况的首要且直观的指标，尽管其可能有误导性。^{〔13〕}相应地，包括债权人在内的第三人通常对股东不得随意抽回注册资本这一法律强制约束有一个明确而合理的期待。

第二，公司财产向股东流出的方式有多种，如利润分配、股份回购等，它们都适用同样的资本维持规则。域外公司法普遍秉持广义的分配概念，不限于直接的“利润分配”，而是泛指公司各种向股东转移财产甚至为股东承担债务的行为。自然，股份回购也被视为对股东的一种特殊的分配方式。例如，美国《修订示范商业公司法》（以下简称“示范公司法”）第1.40（6）条将分配定义为：“公司基于股份，直接或间接地将现金或其他财产（其自身的股票除外）转移给股东，或者为股东的利益而承担债务。分配可以采取宣告或派发股息的方式，也可以是回购、回赎或以其他方式取得股东手中的股票；或者将公司的债权分配给股东，以及其他方式。”该条官方评论同时指出：股份股利、股份分割不属于公司分配，因为其仅仅改变股份单位，并没有导致公司资产流向股东。^{〔14〕}

基于上述视角，我们就容易理解为何海富案与华工案会被归入同一类受管制的对赌交易。尽管一个是基于出资作价调整的现金补偿，一个是对PE/VC的股份回购，但二者的交

〔11〕 “不得折价发行原则”兼有保护债权人以及维护股东间平等的双重功能，但与债权人保护之间的关系更密切。因此，在过去四十年间以“放松管制”为基调的全球化的公司资本制度改革浪潮中，该原则受到冷落。参见傅穹《重思公司资本制原理》，法律出版社2004年版，第93页以下。

〔12〕 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。美国学者对法定资本也采纳了此一分析框架。See Bayless Manning & James J. Hanks Jr., *Legal Capital*, 4th ed., Foundation Press, 2013, p. 51, p. 67.

〔13〕 关于公司资本在表彰公司财务状况上的局限性以及商业实践的应对，参见刘燕《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》，《法学研究》2014年第5期，第40页。学者对我国早些年银行贷款融资实务的调查显示，银行债权人在决定是否放贷时，主要考虑的是公司的资产负债率、现金流、盈利能力等指标，并不看重公司的注册资本。“资本”即使被考量，也是与“净资产”指标结合在一起的。参见彭冰：《现行公司资本制度检讨》，《华东政法学院学报》2005年第1期，第29页。

〔14〕 See Model Business Corporation Act (2016 Revision), § 1.40, Official Comment, “Distribution” (December 9, 2016).

易实质是相同的,即都涉及财产从公司向股东流出且并未采取减资的方式。

第三,公司法规制财产流出至股东的底线标准在过去的四十年间经历了很大变化。传统法定资本规则被批评为粗疏、僵化,其强制性既无法有效保护债权人利益,又妨碍了公司财务运作的自由度。特别是在美国,由于长期以来注册资本的空洞化,以资本维持来保护债权人利益变成了一句空话;相反,破产法、债务契约、信用评级等提供了更有效的保护机制。因此,1979 年美国律师协会修订“示范公司法”时,用清偿能力标准取代了传统的资本维持理念,要求公司在分配、回购等事宜前后,都不得陷入资不抵债或者丧失清偿能力的境地。清偿能力标准已为三十多个州公司法采纳,并为加拿大、新西兰、南非等国效仿。不过,欧陆国家以及英国、日本及我国香港、台湾地区等仍然保留着传统的资本维持原则,只是降低了其强制性,或者在非公众公司领域部分引入清偿能力标准。此外,还有一些法域(如美国纽约州、特拉华州)兼采清偿能力与资本维持标准。可以说,资本维持原则与清偿能力标准之间的取舍是近年来各国公司法改革法定资本制度时面临的一个重大选择。

基于本文的主旨,笔者不讨论两大标准的优劣或立法选择,而是关注各自的操作方式及其特点。这是因为,虽然我国公司法依循了大陆法系的资本维持传统,^[15]但证券监管部门在上市公司股份回购领域引入了持续经营能力作为判断标准,它与清偿能力标准异曲同工。在 PE/VC 与公司对赌的场景下,资本维持或清偿能力标准都可以构成公司履行“对赌协议”的法律障碍。华工案判决书的说理显示,上述两种标准已经对我国司法实践或多或少地产生了影响。

三、“对赌协议”的履行障碍之一——资本维持

(一) 资本维持原则的含义与应用

资本维持原则是各国公司法都曾经奉行的理念,尽管其适用的范围与强度有所不同。学理上曾经对“资本维持”究竟是维持资本还是资产、是积极维持还是消极维持等存在争议,不过目前基本达成的共识是:资本维持是一种底线规则,^[16]即只要不损及资本,公司可以自由地向股东进行利润分配、回购股份或以其他方式输送利益。一旦损及资本,则公司应当践行特定的减资程序,或者通过法院进行(如英国),或者自主进行但须通知债权人并应后者的要求提供担保或提前清偿(大陆法系)。唯一的例外是美国,绝大多数州的公司法中都不存在为债权人利益设置的减资程序,因此只要股东会批准减资方案即可。

上述“或分配或减资”规则背后的理念是尊重公司作为营利组织的本质。公司法在关注债权人利益的同时,也需要保护股东在公司持续经营期间获得合理回报的权利,以及在

[15] 我国公司法中虽然没有“资本维持”的字眼,但禁止股东抽回出资、分配限于净利润、禁止回购(个别场景除外)等规则都蕴含了资本维持的理念。更一般地,资本维持背后的债权人保护以及与股东利益之间的潜在冲突在公司法第 20 条第 1 款中都有体现。

[16] 参见张保华《资本维持原则解析——以“维持”的误读与澄清为视角》,《法治研究》2012 年第 4 期,第 62 页以下; John Armour, *Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law*, 63 (3) *The Modern Law Review* 365 (2000); R. Mathias, *The Myth of Capital Maintenance*, 116 (1228) *Accountancy* 92-94 (December 1995)。

无盈利前景时关闭或清算公司、取回财产的权利。资本维持的实质，是公司法以此设置了一个债权人保护与公司（或股东）自主权之间的利益平衡点。在资本维持的底线范围内，公司不需要通知债权人，就可以在自己或股东有需要的任何时刻进行分配、回购或变相分配，将公司资产支付给股东，或对特定股东给予现金补偿（如海富案之场景）。相反，一旦超过了底线，天平就倾向了债权人一边。此时若不构成非法分配（从而导致相应的法律后果），那就只能减资，需要践行减资程序下的一系列保护债权人利益的法定步骤。

从这个意义上说，资本维持原则构成了公司财产向股东单向流出的拦水坝。当公司不满足资本维持的前提时，就不能进行分配、回购或其他财产单向支付行为。因此，它可以被视为一种法律障碍。由于资本维持属于公司法的强制性规则，与交易当事人之间的合同约定无关，因此，如同美国特拉华州法官在 2015 年的 TCV VI, L. P. v. TradingScreen, Inc. 案（以下简称“TradingScreen 案”）中所言，公司基于法定障碍而无法回购 PE/VC 的股份不构成法律意义上的违约，无须支付违约金。⁽¹⁷⁾

（二）回购、库存股及其财源限制

在资本维持的理念下，利润分配、回购、减资都意味着公司资产向股东的流出，但它们具有不同的技术特征。例如，利润分配是股东基于股份而获得的股息红利，它源于公司创造的盈利，因此，这种流出方式不减少资本，也不会引起股东身份的变化。相反，减资同时意味着公司资本减少以及与相关资本/股份对应的股东身份的消灭。

回购的情形则比较复杂。当公司回购股份时，原持有相关股份的投资人不再具有公司股东的身份。但公司自身对于所回购的股份可以有两种不同的处理方式：一是注销所回购的股份，相当于减资的效果，回购不过是减资的具体途径而已；⁽¹⁸⁾二是暂时持有该股份，以便给员工持股计划或债转股下的行权提供所需的股份。此种情形下，回购或赎回并不会带来减资的效果，会计上用“库存股”来记录这部分公司暂时持有的股份。库存股并非公司的真实资产，它不仅无法像现金资产那样用于清偿债务，反而意味着公司法人责任财产的减少，且这种减少代表了公司所有者权益的下降。我国的会计实务中将库存股作为所有者权益的减项列报，以便在公司不减资的情况下抵销一部分所有者权益。英国公司法及欧盟关于公司法的指令则要求，公司应从留存利润中划拨相应金额，以建立“资本赎回准备”或“资本赎回公积金”。⁽¹⁹⁾因此，不减资的回购同样对债权人利益带来不利影响。

鉴于库存股的上述特点，公司法对库存股的规制通常体现为两方面：一是对库存股的

(17) See 2015 WL 1598045, at 19–20 (Del. Ch. Feb. 26, 2015). 本案被告 TradingScreen 是在特拉华州注册的一家提供电子商务解决方案的公司。原告于 2007 年 9 月 12 日购入被告的 D 系列可转换优先股，约定 5 年后可赎回；如果被告未能按时回购，则对于违约部分按照 13% 的年利率计息。被告主张存在履行障碍，仅同意按比例部分赎回。原告拒绝了被告进行比例赎回的建议，认为被告公司章程中并未对赎回施加“合法可用的资金”（legally available fund）的限制，因此仅受特拉华州公司法第 160 条约束。因被告公司有足够的溢余（surplus），原告遂起诉被告违约，并要求法院作出即决判决。

(18) 需要指出的是，说“回购是减资的具体途径”，并不意味着回购是减资的下位概念。相反，回购与减资之间存在彼此交融的关系，回购也可以基于各种商业目的（如回购股份用来奖励高管或员工等）而发生。从这个角度看，减资属于回购的目的之一，“为减资而回购”只是回购交易的一种具体形态，但减资并不会成为回购的下位概念。

(19) See UK Companies Act 2006, Sec. 723; Directive (EU) 2017/1132 of the European Parliament and the Council of 14 June 2017 relating to the certain aspects of company law (Codification), Art. 63.

权利进行限制,如公司持有的自己股份无表决权、分红权等;⁽²⁰⁾二是对公司持有库存股的金额上限进行限定,如不得超过可分配利润或不得损及资本,这一规则也称为回购的“财源限制”。⁽²¹⁾

回购的财源限制是公司法资本维持原则在回购领域的体现。具言之,若公司回购而不减资,就只能像利润分配那样进行,不得减损资本。这里的“资本”,在多数国家都包括股本(注册资本)与资本公积,个别国家或地区(如美国特拉华州)则仅指股本。而可用于回购的“利润”则包括盈余公积金与未分配利润,同时剔除某些被拨定了特殊用途而不得用于分配的公积金。这种利润分配观又称为资产负债表标准,它有别于损益表下当年实现的净利润,而是包括资产负债表中所有者权益部分的累积盈余在内。从库存股在资产负债表中的位置也可以看出,当回购的金额不超过公司的盈余公积和未分配利润时,库存股对所有者权益的抵减不会影响到公司的股本。

相较于公司法资本制度其他方面的国别差异,回购的财源限制在各国公司法中出奇地一致,甚至展现了不同法系之间的殊途同归。回顾公司法资本维持原则的发展历史可以发现,传统上禁止股份回购的国家(如英国以及德国、日本等大陆法系国家),在逐渐允许回购甚至走向全面放开回购事项的过程中,对回购施加财源限制被视为一种必不可少的补充规制,以平衡公司/股东自治与债权人利益保护。⁽²²⁾而在传统上实行自由回购的美国,20世纪初纽约州、特拉华州等公司法引入财源限制,就是对当时舆论批评美国式自由回购损害债权人利益的一个回应。⁽²³⁾因此,回购的自由化与回购的财源限制基本上相互牵连、如影随形。

与资本维持的底线规制逻辑一致,回购的财源限制也划定了公司(或股东)自主实施回购事项的最大空间。实践中,公司进行回购,特别是护盘式回购或者为可转债的持有人债转股提供股票而进行回购时,往往都需要针对特定的市场时机而快速进行。此时,若需要践行减资的一套繁琐程序,难免贻误时机。相反,公司若希望由自己绝对掌控实施回购的时点而不惊动债权人,就需要遵守财源限制的要求。从这个角度看,只要守住资本维持的底线,无论是利润分配,还是在财源限制下的回购,都属于公司及股东的绝对权限范围,无债权人置喙的余地。

(三) 回购的财源限制与资金来源

回购的财源限制并不等同于回购的资金来源,因为财源限制并非指回购资金从利润中支出,更不是用利润来回购股份。事实上,利润并不是可以动用的资产。在资产负债表的结构——“资产=负债+所有者权益”之下,“利润”与所有者权益的其他部分一样,不

(20) 我国公司法第103条、第166条限制的只是这两种权利,沪、深交易所的股份回购实施细则限制得更多,如2019年《上海证券交易所上市公司回购股份实施细则》(以下简称“上交所回购细则”)第23条规定“上市公司回购专用账户中的股份,不享有股东大会表决权、利润分配、公积金转增股本、认购新股和配股、质押等权利。”

(21) 此外,包括我国在内的一些大陆法系国家对回购上限还有“不得超过公司股本的10%”之类的限制。但该限制主要关注回购对股份结构以及股东间关系的影响,与本文的主题无关,在此不赘。

(22) 参见[英]保罗·戴维斯、[英]沙拉·沃辛顿《现代公司法原理》上册,罗培新译,法律出版社2016年版,第319页。

(23) See E. Merrick Dodd, Jr., *Purchase and Redemption by a Corporation of Its Own Shares: The Substantive Law*, 89 (6) University of Pennsylvania Law Review and American Law Register 697, 704-705 (1941).

是一个现金流的概念，而是一种抽象的金额，对应着公司资产总额扣除负债总额后的剩余部分。公司法用这个抽象的价值衡量尺度来体现分配或回购不得减损资本的要求。

回购的资金来源是指资产或现金流意义上的资金来源，如企业用库存现金或者新发债筹集的资金来回购股份。中国证监会联合相关部委于2015年发布的《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》以及2018年发布的《关于支持上市公司回购股份的意见》中提到“扩大回购的资金来源”时，所指向的正是这方面的内容，如“支持上市公司通过发行优先股、债券等多种方式，为回购本公司股份筹集资金”。这一现金流意义上的资金来源与公司法管制分配以及回购意义下的财源限制是两个性质完全不同的事项。

在我国，“财源限制”与“资金来源”之间的混淆恐怕与公司法本身的立法缺陷有关。2005年公司法第143条扩大回购事项时曾引入财源限制的理念，作为对公司依照该条第1款第3项（“将股份奖励给本公司职工”）回购股份的一项限制条件之一，即回购“不得超过本公司已发行股份总额的百分之五；用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出；所收购的股份应当在一年内转让给职工”。只可惜，立法者对于财源限制与现金流意义上的资金来源之间的区别缺乏明确的意识，上述法律条文的表述——“用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出”，读起来令人产生实际现金流支出的感觉。更进一步，2018年证监会主导修改公司法回购条款时，还把这条模糊不清的财源限制取消了，理由据说是域外公司法是否限制标准不一，有些国家（如日本）对二级市场购买不限制，且亏损公司也有回购股份以用于股权激励的需求，等等。^{〔24〕}结果，我国公司法在回购问题上是否还有资本维持要求就成为一个令人困惑的问题。为了规避法律风险，公司通过减资来回购恐怕就成了唯一的选择。只是如此一来，公司就不得不承受整套减资程序的操作成本。

四、“对赌协议”的履行障碍之二——清偿能力

清偿能力标准源自美国公司法，但其历史远早于“示范公司法”文本。在19世纪末，美国衡平法院的法官就针对有账面利润但无足够现金的公司施加了限制，要求分配或回购股份不得导致公司丧失清偿能力。有些法院还对回购适用一些更为含糊的标准，如不得“削弱”“歧视”“伤害”债权人利益，^{〔25〕}从而形成了美国特有的成文法（州公司法）下的资本管制与普通法下的清偿能力约束双轨并行的格局。这一状况直到“示范公司法”抛弃资本管制而独采清偿能力标准时才发生变化。^{〔26〕}不过，一些主要的商业州（如纽约州、特拉华州）仍然保留着成文法之资本维持与判例法之清偿能力的传统。

（一）清偿能力标准的含义与应用

清偿能力（insolvency）包括两种含义：一是资产负债表意义上的清偿能力，又称为资不抵债（balance sheet insolvency）；二是衡平法或破产法意义上的清偿能力，指公司不能清

〔24〕 参见证监会内部培训资料《公司法股份回购专项修改学习材料汇编》之“八 关于回购股份的资金来源”。

〔25〕 William W. Bratton & Michael L. Wachter, *A Theory of Preferred Stock*, 161 U. Penn. L. Rev. 1815, 1862 (2013).

〔26〕 此外，美国各州的欺诈性转让法案以及破产法案中的欺诈性转让条款都对因财产转让而导致资本显著不足或者无法清偿债务进行规制，其适用范围也包括分配、回购等事项。See Douglas G. Baird, *Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: The Role of Fraudulent Transfer Law*, 7 European Business Organization Law Review 199–215 (2006).

偿到期债务 (equity insolvency)。美国“示范公司法”采用了上述双重含义,既要求资产负债表意义上的清偿能力,即资产大于负债,或净资产为正,又要求破产法意义上的清偿能力,即能够清偿到期债务。换言之,公司进行利润分配、回购或赎回后,必须满足:(1) 公司的资产总额仍然大于负债总额(若公司发行了清算时有优先权的优先股,则还需要大于该优先股的金额)。(2) 公司能够清偿到期债务。美国加州公司法作为最早抛弃法定资本概念的立法例,在很长时间内甚至采用了更为严格的财务比率指标来限制分配,如公司进行分配之后须保证公司总资产及流动资产超过总负债及流动负债的1.25倍。⁽²⁷⁾当然,在现实中,不同国家公司法具体采纳的清偿能力标准与美国“示范公司法”可能略有差异。例如,加拿大和南非只规定了“不能清偿到期债务”这一破产法上的清偿能力标准,不要求同时满足资不抵债标准;澳大利亚虽然采用了双重清偿能力测试,但关于资不抵债的判断仍然受制于会计准则。⁽²⁸⁾

与传统的资本维持原则类似,清偿能力标准同样发挥底线规制的功能,但它关注的是公司的现金流以及资产与负债的总体情况,并不考虑公司的注册资本或者所有者权益的结构。按照“示范公司法”的官方评论,公司董事会需要综合评价公司目前与未来的经营状况,市场对于本公司产品与服务的需求是否足以带来偿付当期以及未来合理期限内的债务的现金流;如果到期债务需要再融资,基于公司财务状况、经营前景和市场信贷条件,是否可以合理地预期再融资能够顺利进行。⁽²⁹⁾因此,在方法论上,美国式清偿能力标准与资本维持原则有两点显著的区别:

第一,直接排除了“法定资本”(legal capital)概念对公司股利分配的限制。股东出资形成的注册资本或股本,甚至所有者权益,都不再成为法律关注的对象,也不被视为公司债权人权益保护的缓冲或者吸收亏损的垫子(cushion)。抛弃法定资本概念的原因在于,低面值股或无面值股的流行、减资自由化等现象导致公司资本空洞化,使得维持资本失去意义。实践中,债权人也更在意企业的盈利能力、现金流、净资产规模等,而不太关注企业当初设立时的资本数额以及股东出资情况。

第二,完全摆脱了会计处理程序对公司分配行为的影响。会计上为配合传统资本维持原则的实施而对所有者权益结构进行的分类——股本、资本公积、盈余公积等科目,⁽³⁰⁾在法律上都不再有任何意义。即使是资产负债表意义上的无清偿能力标准——资不抵债,虽然涉及资产与负债项目,但对于这些资产和负债的估值是考察其公允价值,并不需要恪守会计上记录的资产与负债的账面成本。这样一来也消除了企业会计核算中因遵循历史成本原则和谨慎性原则而导致的相关资产或负债的账面价值与公允价值之间的背离,能够更好地衡量企业的清偿能力。

(二) 从清偿能力到持续经营能力

与清偿能力标准经常联系在一起的是“持续经营”的观念。在美国特拉华州法院近年

(27) 不过,由于这个标准的操作成本太高,美国加州在2011年修法时取消了财务比率标准,改为采用累积盈余标准以及“示范公司法”的双重清偿能力标准。See California Corporations Code, § 500.

(28) 参见前引〔12〕, Manning等书,第216页以下。

(29) See Uniform Model Business Corporation Act, § 6.4, Official Comment.

(30) 参见汤云为、钱逢胜《会计理论》,上海财经大学出版社1997年版,第391页以下。

来审理的一系列 PE/VC 回购案中，法官除适用资本维持以及清偿能力标准外，还关注回购对公司持续经营的影响。例如，在 TradingScreen 案中，特拉华州衡平法院驳回了 PE/VC 投资者对目标公司 TradingScreen 的回购请求，并进一步明确判例法下的“合法可用的资金”不同于特拉华州公司法第 154 条规定的“溢余”，需综合考量公司作为持续经营主体所需要的全部资金及其清偿能力来进行判断。法官特别指出，“持续经营意味着公司需要有足够的资源，以保证其在可预见的将来能够正常经营，免受无法清偿债务的威胁。”赎回可能摧毁公司的持续经营能力，尽管它并不会导致公司马上丧失清偿能力。⁽³¹⁾

在我国，有关上市公司回购的证券监管规范也使用了“持续经营能力”的表述。例如，证监会 2005 年发布的《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》在“回购条件”部分明确规定，上市公司回购股份后应具备“持续经营能力”；公司发布的回购预案应包括“管理层对本次回购股份对公司经营、财务及未来发展影响的分析”；独立财务顾问应“结合回购股份所需资金及其来源等因素，分析回购股份对公司日常经营、盈利能力和偿债能力的影响，说明回购方案的可行性”，等等。上述表述方式与域外清偿能力标准的要求颇为相似。实践中，我国 A 股市场曾发生过上市公司自认符合“持续经营能力”标准而启动回购，后遭到债权人反对而流产的事件。⁽³²⁾ 因此，有观点认为，“持续经营能力”构成了证券监管放行回购的门槛标准，并对其提出了批评。⁽³³⁾

笔者以为，持续经营能力并非清偿能力之外的一个独立标准。从会计角度看，持续经营是会计核算的基本假设之一，而保持清偿能力通常构成了持续经营的内在组成部分。⁽³⁴⁾ 在我国沪深交易所、全国股转公司为上市公司或新三板公司回购所制订的实施细则中，一般都把持续经营能力与债务履行能力相提并论，如上市公司董事会在制定、实施回购股份方案时，“应当充分关注公司的资金状况、债务履行能力和持续经营能力，……回购股份的数量和资金规模应当与公司的实际财务状况相匹配”；⁽³⁵⁾ “全体董事应当承诺回购股份不损害上市公司的债务履行能力和持续经营能力”。⁽³⁶⁾ 相关规则要求上市公司董事会在决策回购股份事项时所考虑的因素，如公司经营、财务、研发、现金流以及股价等，也与评估清偿能力类似。⁽³⁷⁾

（三）清偿能力/持续经营能力标准隐含的法益转换

尽管持续经营能力尚未成为一个独立的判断标准，但在清偿能力之外对持续经营能力的强调带来了一个微妙的变化，那就是法律上判断、评价公司财务状况的目的，从单纯的债权人保护开始转向公司整体利益，甚至股东利益保护。

(31) 参见前引〔17〕，TradingScreen 案，第 18 页，注释 41。

(32) 参见 2014 年 1 月 7 日上海证券交易所《关于对桐昆集团股份有限公司及相关当事人予以通报批评的决定》，<http://www.sse.com.cn/disclosure/credibility/supervision/measures/criticism/c/4118347.pdf>，2020 年 3 月 7 日最后访问。

(33) 参见陆华强《上市公司股份回购的准入标准探析——以 K 公司股份回购案为中心》，《证券法苑》2015 年第 14 卷，法律出版社 2015 年版，第 172 页以下。

(34) 一旦公司丧失清偿能力，持续经营的假设不再有效，会计核算方法也要相应地改变，如不再区分流动资产与固定资产、流动负债与长期负债，按照清算价值法而非历史成本法编制财务报表。参见刘燕《会计法》，北京大学出版社 2009 年版，第 87 页。

(35) 2019 年《深圳证券交易所上市公司回购股份实施细则》（以下简称“深交所回购细则”）第 4 条、“上交所回购细则”第 5 条、2018 年《全国中小企业股份转让系统挂牌公司回购股份实施办法》第 6 条。

(36) “深交所回购细则”第 5 条、“上交所回购细则”第 6 条。

(37) 参见“深交所回购细则”第 28 条、“上交所回购细则”第 32 条。

法律上的“持续经营”的理念首见于美国各州的欺诈性转让法案。^[38]该法案发源于英国16世纪末,目的是保护债权人利益。但此后该法在英、美两国都演化为兼顾债权人以及公司两方面的利益,禁止或阻却那些偏惠性的或无偿的财产流出行为或交易,如果其导致公司仅剩少得不合理的资本额,从而影响正常的持续经营或导致公司无法清偿到期债务。^[39]显然,这里的“资本显著不足而无法持续经营”,也是为了普通股股东的利益,因为普通股股东作为公司的剩余索取权人,对于公司的持续经营并最终成功通常有合理的期待。换言之,“持续经营”某种意义上是一个兼顾债权人、公司以及股东利益的规则,或者如美国特拉华州法院在ThoughtWorks案、TradingScreen案等一系列PE/VC股份回购案中的判决说理所示,持续经营规则从保护债权人利益开始,最终走向了保护公司持续经营的价值以及回应普通股股东的利益诉求。

不仅如此,无论是清偿能力,还是持续经营,都涉及对公司未来经营前景及风险的主观判断。在一个变动不居的市场环境中,来自企业内外的不确定因素日益增多,这使真正意义上的公司持续经营能力本身具有模糊性、不可知性。^[40]即使有公司财务报表作为辅助,也没有哪个会计科目或财务指标可以直接用来证明公司的偿债能力或者持续经营能力。^[41]当争议诉诸法院时,法官同样面对着判断清偿能力或持续经营能力的难题。可以理解,法院会逐渐转向程序审查而非实质审查,更多依赖公司本身的商业判断,特别是董事会的决策。而董事的信义义务主要是面向公司以及普通股股东的,这种心理状态难免会令一项初衷是保护债权人利益的规则逐渐滑向保护公司以及股东的立场。这正是过去10年间美国特拉华州有关PE/VC投资领域优先股回购案件所呈现的状态。^[42]

五、谁来认定履行障碍——司法商业判断抑或公司商业判断

公司财务运作交易中的争议往往涉及利益分配的公平性,需要在商业、法律与政策诸多因素交织的场景中找到一个相对合理的解决方案,而非“黑白分明”的结论。这是一个非常技术性且繁琐的工作。就PE/VC与公司对赌而言,不论相关的法律框架是哪一种实质判断标准,都需要争议的裁判者(如公司董事会、特别委员会、独立董事、法官或仲裁员)

[38] 参见前引[25], Bratton等文,第1815页,第1861页。

[39] 美国《统一欺诈性转让法案》于1984年修订时,将“少得不合理的资本”改为“少得不合理的资产”。See Uniform Fraudulent Transfer Act, § 4.

[40] 参见开家将、余晓晖《消除不确定性因素,提高持续经营能力》,《华东经济管理》2002年第5期,第105页以下。

[41] 有些国家,如新西兰、英国(针对私人公司减资事项)、新加坡(针对减资事项),在以清偿能力标准替代资本维持原则时,要求董事会出具“清偿能力声明”并对此声明中的虚假陈述承担民事责任甚至刑事责任。加大法律责任固然能够促使董事勤勉尽责,但也可能因清偿能力或持续经营能力判断内在的不确定性而令董事责任风险过大,让本有志于董事职位者望而却步。这也正是一些国家或地区,如欧盟、英国(针对公开公司)以及我国香港地区等,拒绝接纳清偿能力标准,而固守资本维持传统(尽管知晓其缺陷)的原因。参见我国香港地区2008年公司法改革咨询报告中对英联邦国家和地区分配规则改革的评论(FSTB, *Rewrite of the Company Ordinance Consultation Paper: Shares Capital, the Capital Maintenance Regime and Statutory Amalgamation Procedure*, June 26, 2008, para 3.6-3.10)。

[42] 美国PE/VC投资实务中不存在现金补偿型的估值调整机制,与我国“对赌协议”争议类似的场景仅为PE/VC退出时的回购。参见张巍(清澄君):《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第4页以下。

仔细审查公司的财务状况，分析处理大量的技术细节。当然，相较于资本维持原则下相对直观的底线标准，清偿能力/持续经营能力标准的应用更加复杂一些。那么，谁是最佳裁判者？美国司法实践在过去的半个世纪中，展现了从“司法商业判断”（judicial business judgement）到“公司商业判断”的转向。^{〔43〕}具体到本文所关注的主题，早期法官会自己来裁断公司是否有能力履行回购义务，即司法商业判断。但随着法院从实质公平性审查转向董事会决策程序审查，董事的商业判断逐渐掌控这个问题的主要话语权。

（一）司法商业判断

法院是社会分工机制下冲突与纠纷的最终裁判者。传统上，美国法官在面对商事交易中的利益纷争时，会对实质公平性问题进行直接的裁判。英美法系特有的衡平法传统使得法官对实质公平性问题有充分的权限以及自信。正如下面介绍的 *Mueller v. Kraeuter Co., Inc.* 案（以下简称“Mueller 案”）判决中所言，衡平法官最突出的一个特征，就是可以根据案件的具体情况，考虑相关各方的利益，来提供一个最恰当的救济措施——不论是签发禁令还是要求实际履行，法律没有对衡平法官的权限施加任何限制。^{〔44〕}

在 2010 年 *ThoughtWorks* 案之前，*Mueller* 案是美国司法实践中有关优先股回购的最有代表性的案例。^{〔45〕}该案被告 *Kraeuter* 公司是一家制造业企业，除自身营业外，还持有一家经营同类业务的 *K2* 公司 70% 的股份。原告持有 120 股 *Kraeuter* 公司发行的优先股。公司章程规定，优先股发行后 3 年内可经董事会决议而赎回，价格为 110 美元每股；若 3 年内未赎回，则公司在 15 年后应当赎回，价格为 110 美元每股加上累积股息。诉讼发生于后一种情形下，此时优先股累积股息已经达到 77 美元每股。经过各年度的零星赎回，截至诉讼前，*Kraeuter* 公司尚有发行在外的 1392 股优先股，总额为 243,560 美元。被告主张，其没有足够的现金来赎回优先股；若赎回，将对公司的经营造成伤害。

法官认为，优先股回购问题上天然存在普通股股东、优先股股东以及债权人之间的利益冲突。履行优先股下的合同义务毫无疑问会影响到普通股股东的利益，但这是公司信守合同承诺必须付出的代价。不过，公司的履约行为同时受到另一个隐含的约束，那就是公司若无法清偿到期债务，则不得赎回；或者，赎回将导致公司丧失清偿能力时，也是如此。这个隐含的约束是为了保护债权人的利益，就此而言，股东的出资不被视为债务。^{〔46〕}

具体到 *Kraeuter* 公司的财务状况，判决书列示了该公司 1940 年 12 月 31 日的资产负债表以及过去 5 年间经营收入与费用支出的汇总表。它们显示，被告累计盈利 16 万美元，足以回购全部优先股的三分之二；加上提取的折旧和摊销，被告在此期间新增现金流达到

〔43〕 参见前引〔25〕，Bratton 等文，第 1815 页，第 1860 页。需要特别指出的是，Bratton 在此使用“商业判断”一词的方式比较特别，是指对商事争议的实质问题进行判断或定夺，而判断主体既可以是公司（即公司进行商业判断），也可以是法官（即法官进行商业判断），不涉及免责问题。它与我们通常所说的“商业判断原则”（business judgement rule）不同，后者一般被理解为董事免责的原则。当然，在“公司商业判断”的语境下，司法实践中可以走到“商业判断原则”这一步，即除非存在利益冲突，否则董事的商业判断可以免责。*TradingScreen* 案就体现了这一点。

〔44〕 See 25 A. 2d 874, 131 N. J. Eq. 475, at 479–480 (N. J. Ct. of Ch. 1942) .

〔45〕 参见前引〔25〕，Bratton 等文，第 1815 页，第 1864 页。

〔46〕 这也是美国早期判例法的一贯立场。See *Westerfield-Bonte Co. v. Burnett* (Ky.) , 195 S. W. Rep. 477; *Crimmins Pierce Co. v. Kidder, c., Corp.* (Mass.) , 185 N. E. Rep. 383, 88 A. L. R. 1122; *Koeppler v. Crocker Chair Co.* (Wis.) , 228 N. W. Rep. 130.

了 40 万美元。不过, 这些新增利润及现金流都被用于扩大经营规模, 其中新增固定资产投资和存货就高达 27.5 万美元。

法官认为, 这不是正确对待优先股股东的态度, 遂指示双方律师协商拟订一个分期赎回的方案, 同时提出了如下指导性原则: (1) 被告立即停止经营扩张的政策, 以便新增现金流用来履行对优先股股东的回购义务。(2) 考虑到优先股多年来积累了大额股息, 被告应逐步消减股息负担。具体来说, 在判决后 30 日内先支付 20% 的股息, 此后根据公司的盈利情况, 在每个季度中支付 10% 的累积股息。当优先股累积股息付清后, 双方可以与法官再议下一步本金赎回安排。(3) 如果被告能给 K2 公司找到一个出价在 20 万美元以上的买家, 则应出售该子公司以便为回购筹集现金。鉴于该子公司与被告的经营各自独立, 出售不会对被告公司的正常经营产生影响。此外, 被告目前的流动资产是负债的两倍多, 上述资产处置也不会对其债权人利益带来不利影响。不难想见, Mueller 案法官将保持对案件的持续介入, 尽管很繁琐, 但法院作为纠纷裁判者的定位使得法官必须履行自己的职责。

这显然不是当代特拉华州法院的想法, 后者的立场在 20 世纪 80 年代敌意收购浪潮中表达得很清楚, 即诉诸董事决策程序的司法克制: “……法院不应当忽略董事任务的复杂性。董事在考虑出售公司以获得合理范围内的最优价格时, 其调查及选择决策有很多商业和财务上的考虑。董事会是最有能力作出这些判断的公司决策机构。因此, 法院在适用更高标准审查时, 应当考虑董事是否作出了合理的决定, 而不是考虑其是否作出了完美的决定。如果董事在若干个合理方案中选择了其中之一, 即使法院不同意这一选择, 或是事后事件使得董事决策值得质疑, 法院也不应当扮演事后诸葛亮的角色。法院不会以自己的判断取代董事的商业判断, 但将决定董事的决策总体上是否在合理范围内。”⁽⁴⁷⁾

(二) 董事商业判断

在优先股回购, 特别是 PE/VC 投资背景下的优先股回购案中, ThoughtWorks 案可算是一个经典案例。它不仅第一次对 PE/VC 投资合同中流行的“合法可用的资金”进行了解释, 重申了特拉华州限制公司分配或回购的底线规则, 包括制定法下的“溢余”标准以及判例法中的“清偿能力”标准,⁽⁴⁸⁾ 而且非常明确地将判断公司是否满足上述标准、是否存在回购的法律障碍的权力交到了公司董事会手中, 从而在这个主题下完成了从司法商业判断到董事商业判断的转型。

针对 PE/VC 投资者起诉被投资公司回购其股份的请求, 法院一方面驳回了原告关于被告公司有足够的“合法可用的资金”的主张, 认为其未能满足上述“溢余”及“清偿能力”标准的证明; 另一方面, 法院认为, 被告公司董事会认定回购存在法律障碍的决策过程无可非议, 至少原告未证明公司董事会的商业判断存在恶意。首先, 公司董事会在每个季度末对公司的财务状况进行评估, 听取法律顾问和财务顾问对赎回的建议, 并且在 4 年中

(47) *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34, 45 (Del. 1994). 关于商业判断原则合理性的一个经典解释, 参见 Ronald J. Gilson, *A Structural Approach to Corporation: The Case Against Defensive Tactics and Tender Offers*, 33 *Stan. L. Rev.* 819, 823 (1981)。关于美国法院在 20 世纪 80 年代并购潮中从实质判断转向程序审查的过程, 参见 William W. Bratton & Joseph A. McCahery, *The Equilibrium Content of Corporate Federalism*, 41 *Wake Forest L. Rev.* 619, 681-683 (2006)。感谢匿名评审专家对“司法克制”的补充。

(48) 对此案及其“合法可用的资金”的解读, 参见刘燕 《对赌协议与公司法资本管制: 美国实践及其启示》, 《环球法律评论》2016 年第 3 期, 第 146 页以下。

分8批次回购了部分优先股。其次，董事会积极地寻求外部资金支持，与多家潜在的资金来源进行接触，并获得了其中两家的初步承诺，可借给公司2300万美元用于回购全部优先股。这表明，被告可用于回购优先股的资金充其量只有2300万美元，也就是“合法可用的资金”的上限。

ThoughtWorks案判决把董事商业判断原则引入到公司法对回购的规制路径中。“当董事们审慎地考虑公司是否有合法可用的资金时，这个过程必然交织着很多主观判断。在此问题上（公司与优先股持有人）发生分歧，并不构成一起微型评估补偿权事件（从而需要法官来审理确定相关标的的公平价值）。相反，（拟推翻公司董事会结论的）原告必须证明，董事会在确定合法可用资金的金额时恶意行事，依赖了不可靠的方法和资料，或者所作的判断如此偏离常规以致于构成欺诈或可推定为欺诈。”⁽⁴⁹⁾换言之，如果董事会的回购决策满足商业判断原则所要求的善意、充分知情、出于为公司最佳利益的动机等要件，⁽⁵⁰⁾则其结论不受挑战。

ThoughtWorks案判决引发了强烈批评。美国著名的公司财务法专家Bratton指出“回购优先股在优先股合同以及公司章程中有明确约定。之前的做法是法官直接评估公司是否有能力支付，并不会把判断付款能力的事宜委诸公司董事会的商业判断。如今，董事会程序替代了传统的合同义务，使得回购承诺的意义丧失殆尽。毕竟，一个付款承诺如果需要由承诺人来自主判断能否履行，那这样的承诺也就毫无意义。”⁽⁵¹⁾然而，特拉华州法院并未接受学界的批评。法官们一方面公开发文为自己辩护，⁽⁵²⁾另一方面继续坚持“溢余+清偿能力”的实体判断标准与尊重董事会商业判断的裁判路径。

在TradingScreen案中，法官重申了ThoughtWorks案的基本立场，驳回了PE/VC关于TradingScreen公司立即回购全部优先股的即决判决请求。该案中，被告公司董事会设立了特别委员会来处理相关回购事宜，后者聘请的财务顾问根据当前及预期财务状况，最终确定仅有720万美元（不到PE/VC所持优先股价值的十分之一）可用于赎回。原告指控特别委员会的结论有误，如被告一方面说无钱回购，另一方面却给员工加薪，而特别委员会却认为这项薪酬支出是合理的。法官认为，薪酬因素确实是特别委员会应该考量的因素。至于特别委员会关于“加薪是公司挽留所需人才的必要支出”这一判断是否妥当，则需要进一步的实质审理，无法在即决判决中下定论。“原告可以挑战特别委员会的程序和结论的适当性，但无法否认特别委员会所考量的因素有相关性。”⁽⁵³⁾因此，原告未能证明TradingScreen公司的决策过程存在“恶意行事、方法失当或者明显背离常规以致有欺诈之虞”。⁽⁵⁴⁾

在2017年的The Frederick Hsu Living Trust v. ODN Holding Corporation el.案（以下简称

(49) 前引〔5〕，ThoughtWorks案，第973页，第975页。

(50) 参见邓峰《普通公司法》，中国人民大学出版社2009年版，第522页。

(51) 前引〔25〕，Bratton等文，第1815页，第1868页。

(52) See Leo E. Strine, Jr., *Poor Pitiful or Potently Powerful Preferred?*, 161 U. Penn. L. Rev. 2025 (2013). 作者为特拉华州衡平法院（Delaware Court of Chancery）首席大法官。

(53) 前引〔17〕，TradingScreen案，第17页。

(54) 特拉华州最高法院目前尚未对“合法可用的资金”是否仅限于制定法的“溢余”标准作出明确认定。在ThoughtWorks案的上诉审中，特拉华州最高法院认为，因原告未能证明其主张的“合法可用的资金”确实存在，一审法院判决其败诉无可厚非，故尚不需要对这一法律标准进行审查，从而悬置了这个问题。See *SV Inv. Partners, LLC v. ThoughtWorks, Inc.*, 37 A.3d 205, 211–212 (Del. 2011)。

“ODN案”中，⁽⁵⁵⁾法官通过对董事会决策程序的审查，否定了公司回购PE/VC投资者股份的正当性。该案有别于前述ThoughtWorks案和TradingScreen案的一点是，PE/VC投资者入主了被投资公司的董事会，并通过变卖公司资产来筹集回购优先股的资金。相关的优先股发行文件要求，公司在合法可用的资金不足时应尽快筹资回购，筹资途径包括举债、发行股份、出售资产或实施合并等，董事会在采取上述措施时须“善意且与其信义义务相一致”。短短几年间，公司主要业务线基本出售干净，共筹集到8500万美元并进行了两笔回购。与此同时，公司年销售额缩水了92%，但以溢余、清偿能力、持续经营等标准来衡量尚不存在问题。因此，创始人股东起诉公司董事、高管以及背后的PE/VC投资者违反了信义义务。法官驳回了原告有关回购违法的主张，但基本认可其对被告违反信义义务的指控。法官认为，在公司发行了普通股、优先股等不同性质的股份时，董事的信义义务是为长期股权投资者的利益最大化服务。针对公司履行回购的合同义务与董事对长期股权投资者的信义义务之间如何协调的问题，法官采取了“效率违约”的说理，⁽⁵⁶⁾认为董事会可以权衡履约与损害赔偿对普通股股东的影响而相机选择，并非一定要履行合同。此外，特拉华州法院对董事行为的审查有商业判断原则、强化审查以及绝对公平审查三个尺度。⁽⁵⁷⁾本案中，因PE/VC入主了董事会，被告公司对PE/VC持有的优先股的回购变成了关联交易，故法官适用最严格的绝对公平审查标准，认定董事会的回购决策无法通过绝对公平的测试。PE/VC投资者再次铩羽而归。⁽⁵⁸⁾

（三）对特拉华州司法实践的小结

前述ODN案给美国VC投资界以极大的震动，甚至引发“优先股是否还有优先权”的质疑。⁽⁵⁹⁾但从ThoughtWorks案、TradingScreen案一路观察下来，特拉华州法院的逻辑是一脉相承的。尊重董事的商业判断与清偿能力/持续经营能力标准内含着对公司持续存在的关注，这两方面的因素结合在一起，很自然地导向目前的结果，即限制PE/VC投资者要求公司赎回股份的权利。

理由很简单。在PE/VC投资的语境下，赎回优先股通常发生在被投资公司经营不理想或走下坡路，IPO未能成功或前景堪忧。此时，面对金额固定的公司资产，债权人、优先股股东、普通股股东之间的财产取回顺位是比较明确的：债权人先于优先股股东，优先股股东先于普通股股东。然而，债权人具有公司法的强制性底线规则保护，即使这个底线规则从传统的资本维持变成了清偿能力标准，普通股股东则有董事的信义义务来保护，优先股股东不仅没有专门的保护机制反而要承受公司效率性违约的风险。结果，优先股股东的回购请求权从传统上的第二顺位变成了事实上的第三顺位，普通股股东则俨然与债权人结盟了。

(55) See Frederick Hsu Living Tr. v. ODN Holding Corp., CV 12108-VCL, 2017 WL 1437308 (Del., April 25, 2017).

(56) See Bhoe, Inc. v. Shore Invs., Inc., 67 A.3d 444, 453, n. 39 (Del. 2013). 按照效率违约原则 (doctrine of efficient breach), 合同当事人可以基于履约收益与违约赔偿金之间的比较来决定是否履行已签订的合同。在公司法的语境下，效率违约意味着公司董事在判断是否需要履行某个合同义务抑或违约时，要看哪种选择最有利于股东价值最大化。

(57) See Reis v. Hazelett Strip-Casting Corp., 28 A.3d 442, 457 (Del. Ch. 2011); 潘林《优先股与普通股的利益分配——基于信义义务的制度方法》，《法学研究》2019年第3期，第93页以下。

(58) 对该案中法官审查董事信义义务整个过程的详细介绍，参见张巍（清澄君）：《资本的规则II》，中国法制出版社2019年版，第131页以下。

(59) 同上。

几乎每一个回购案件，都变成 PE/VC 投资者作为优先股股东与普通股股东之间的对抗，债权人则借助公司法下的强制性规则而化身为普通股股东的神助攻。当然，这也被批评为给公司或者创始人逃避履行回购义务提供了借口。

需要强调的是，特拉华州法院对于个案中的事实高度敏感，因此不排除日后在特定的案情下会作出不同的判决。比如，被投资公司可能并没有债权人，或者相关债权人的利益都得到了关照，公司回购 PE/VC 股份完全可行。或者，公司确实没有存续的价值，清算而非持续经营是对各方的最佳选择，等等。这些个案中的具体情节都会对法官的判断产生影响。TradingScreen 案、ODN 案都属于即决判决阶段的判例，事实层面尚未充分展开，因此尚不能说代表了特拉华州法院对优先股回购问题的全部立场。

不过，就一般情形而言，个案中的相关信息仍然是首先由董事会来获取、了解并加以判断的。特别是在公司经营状况不佳的情形下，尽可能保留有效资产，特别是现金资产以应对难关，几乎是一种本能的选择，而它很容易被包裹进清偿能力/持续经营能力标准的外衣下，如同 TradingScreen 案中公司董事会特别委员会对加薪支出的解释那样。同时，法官审查董事们在这个过程中是否恰当地履行了信义义务时，也会有相当的弹性。Mueller 案的时代已经过去了，特拉华州法院恐怕不会直接介入到对“某项支出是否合理”的直接裁判上。最终改变优先股股东与债权人、普通股股东这种力量对比的，只能是融资市场中 PE/VC 投资者与企业创始人之间的博弈了。从这个角度看，全美风险投资协会在 ThoughtWorks 案、TradingScreen 案后有针对性地修订风险投资示范合同，以消解“效率违约”“法律障碍不构成违约”等裁判说理带来的不利影响，便是新一轮博弈的开始。^[60]

六、“九民纪要”及我国 PE/VC 与公司对赌的司法实践

在梳理了 PE/VC 公司与对赌问题上的实体标准与程序问题后，我们回到我国 PE/VC 公司与对赌的司法实践，观察华工案、“九民纪要”以及此前一系列案件中法官的裁判路径。

（一）华工案及“九民纪要”的底线规制思路

我国现行公司法仍然奉行资本维持原则，尽管不存在“资本维持”的字眼。最能体现这一原则的是公司法第 35 条规定的“禁止股东抽逃出资”，它也成为司法实践中最常援引的法律依据。由于“抽逃出资”有无可争议的负面评价，且伴随着严苛的法律责任，特别是刑事责任，这也附着影响到商事审判实践中与此相类似的股东从公司单向获得利益的行为。传统的裁判方式是直接否定相关交易的法律效力。这似乎也是海富案以及一系列 PE/VC 与公司“对赌协议”被判无效的一个重要原因。

但是，PE/VC 公司与对赌并不等同于“抽逃出资”，公司资产向股东的单向流动可能发

[60] 例如，针对 TradingScreen 案确立的回购的法律障碍不构成违约，修订后的风险投资示范合同之《修订及重述公司章程》第 6.4 条加入了如下利息条款：当公司基于任何原因而未能按约定时间赎回股份时，应按照 12% 的年利率，且每迟延一月提高 1% 的利率加计利息及复利，此非为违约金。由于该条款设定的利率足够高，意味着目标公司一旦不按期赎回，遭遇的资金流出压力就会很大。这样，公司董事会在进行效率违约的权衡时，就必须考虑到拒绝赎回给公司以及普通股股东带来的巨大损失，从而不敢轻易拒绝赎回优先股。See Amended and Restated Certificate of Incorporation, § 6.4, note 75. 但这些条款的效果如何，尚待司法实践的检验。

生在多种商业场景下,有合理的商业逻辑。⁽⁶¹⁾ 华工案与“九民纪要”的突破就在于,不再直接否定“对赌协议”的效力,而是在尊重商事交易中当事人平等协商、意思自治所缔结的合同关系的基础上,根据目标公司的具体情况考察“对赌协议”履行的可能性,这正体现了资本维持原则的底线规制特征。如果公司能够维持资本,自然可以对PE/VC投资者进行现金补偿或者回购其股份;若无法维持,则相关交易遭遇到法律障碍而无法履行。当然,对于回购,公司还可以通过减资的方式来进行;但对于现金补偿,如果PE/VC并无意减少股份,减资恐难奏效。

“履行不能”在我国合同法第110条下只适用于非金钱债务,而且区分法律上与事实上的履行不能。“对赌协议”因受资本维持原则的限制而无法履行,表面上看属于金钱债务,能否适用履行不能不乏争议。有学者就将“对赌协议”的履行不能解释为“履行迟延”,而非第110条下的履行不能。⁽⁶²⁾ 在华工案中,江苏省高院创新性地将法律允许减资视为“对赌协议”具有“法律上的可履行性”,将公司有清偿能力视为具有“事实上的可履行性”。但“九民纪要”并未采纳华工案“清偿能力属于事实上的可履行性”的观点。合同法的规则能否直接适用或者如何适用于公司组织法下的交易,是一个复杂的问题,也超出了本文的范畴。这里仅从公司法的角度澄清一点:如前所述,资本维持与清偿能力都属于保护债权人利益的底线规制,只是侧重点不同,因此二者都属于“法律上的可履行性”的判断依据。更进一步,由于资本维持原则或清偿能力标准的适用都涉及对公司财务状况的审查与判断,都需要以具体公司的实际情况为基础,这里似乎并不存在“法律上的可履行性”与“事实上的可履行性”之间的清晰界分,二者是一枚硬币的两面。

此外,即使满足资本维持的底线,对个别股东的单向财产流出仍然需要践行公司法或公司章程规定的内部治理程序的要求,如董事会或股东会决议,或事先签订的股东协议。⁽⁶³⁾ 这是因为,我国目前实务中PE/VC投资并非采取优先股的形式,而是普通股。理论上,所有普通股股东是同股同权的。当PE/VC投资者可以先取部分财产时,就改变了“同股同权”这一默示规则,获得了一种特殊的待遇,因此需要全体股东事先就此达成合意。

(二) 公司法的疏漏带来的难题

相较于域外发达国家的公司法历经三个世纪的实践所积累的丰富经验,我国公司法的规则还比较简单、抽象、原则化,适用于公司财务运作交易时常有捉襟见肘之感。就资本维持原则而言,公司法规则的粗疏导致众多交易形态难以被覆盖,法官审理纠纷时,囿于现行立法的限制难有大的作为,这也导致PE/VC与公司对赌的司法实践遭遇不少困难或尴尬。

首先是华工案与“九民纪要”关于回购与减资之间关系的处理。二者都采“回购=减

(61) 参见刘燕《重构“禁止抽逃出资”规则的公司法理基础》,《中国法学》2015年第4期,第181页以下。

(62) 参见潘林《重新认识“合同”与“公司”:基于“对赌协议”类案的中美比较研究》,《中外法学》2017年第1期,第262页。

(63) 股东协议在这里可起到替代董事会及股东会决议的效果,以克服公司迟迟不召开董事会或股东会,而法院又不能判决公司开会的障碍。全体股东在PE/VC入股时签订的股东协议中约定了补偿或回购,特别是明确了“××日内召开董事会及股东大会,启动……程序”,可视同股东会已经提前作出了决议。此时,若补偿或回购事由出现,则不必再召开董事会或股东会,而是由公司直接启动补偿、回购或减资程序。如果公司怠于履行,则PE/VC投资者可以直接起诉违约,法院也可以判决公司开会。

资”的立场，从而被学者批评为颠倒了回购与减资之间的顺序和因果关系。但是，从前文的讨论可以看出，回购而不减资，则公司暂时持有库存股，这种操作的一个前提条件是满足回购的财源限制（在资本维持原则路径下），或者回购后公司仍然能够清偿到期债务（在清偿能力标准下）。我国公司法奉行资本维持原则，但却不存在关于回购的财源限制的规则，这难免令回购而不减资的操作失去了底线支撑，处于一种尴尬的境地。^{〔64〕}其实，“九民纪要”最终的版本相对于之前的征求意见稿，在公司回购股份问题上已经有较大突破，删除了有限责任公司回购须满足公司法第74条的要求，某种意义上承认了有限责任公司回购的自由化，给PE/VC与公司对赌下的回购打开了空间。但“九民纪要”的起草者可能本能地感觉到这种不受任何约束的回购对债权人保护非常不利，事实上滑向了允许股东抽回出资的境地，不得已只能选择了回购的另一条路径——减资，要求公司回购PE/VC股份时按照减资程序进行。如此一来，却又错置了回购与减资之间的先后顺位关系。

其次是“九民纪要”关于现金补偿的处理。由于估值补偿并不涉及PE/VC投资者股份的变化，因此不能按减资来处理，只能比照利润分配来进行，相当于对PE/VC投资者进行定向分配。^{〔65〕}这是资本维持原则的底线规制逻辑自然导向的结果——在现行法律框架下寻找公司财务运作的最大空间，而有限责任公司依法可以不按出资比例分配就提供了这样一个空间。但是，现金补偿毕竟不是严格意义上的利润分配，其不需要履行利润分配的程序，只需要满足资本维持原则或清偿能力标准的底线。域外公司法中有广义的“分配”概念，覆盖各类公司资产单向流出到股东但并不导致股东出资或股份减少的正常商业交易，只要公司有可分配利润并在该限额内进行，或者满足分配后具有清偿能力以及净资产不为零的要求。可惜，我国公司法仅规定了从当年利润中分配的顺序，没有给“分配”下定义，也没有一个累积的“可分配利润”的概念，导致“对赌协议”下的现金补偿比照利润分配进行缺乏清晰的法律指引。“九民纪要”的征求意见稿曾要求目标公司在现金补偿时先提取法定公积金，便是机械适用利润分配程序的体现。好在最终颁布的版本删除了“提取法定公积金”的要求，但现金补偿所出自的“利润”范围究竟是当年利润还是累积的盈余，仍然不明晰，尽管理论上应当是后者。至于可用于现金补偿的利润是否仅限于PE/VC投资者持股比例下的利润部分，答案显然是否定的。既然是对PE/VC股东的定向分配，自然不再考虑按出资比例进行。也正是因为涉及动用其他股东名下的净资产，改变了同股同权的默示规则，所以才需要全体股东对此方案的事前一致同意。

与此相关的一个问题是，能否用资本公积返还来进行现金补偿。这是山东省高院在天津硅谷天堂合盈股权投资基金合伙企业与曹务波、山东瀚霖生物技术有限公司合伙纠纷案

〔64〕 例如，全国中小企业股份转让系统有限责任公司针对新三板公司在亏损情况下的回购，不厌其烦地提示其注意偿债能力和持续经营能力问题。2019年《全国中小企业股份转让系统有限责任公司关于规范挂牌公司股份回购业务的通知》要求，挂牌公司应当结合回购目的、财务状况、经营情况和现金流量等因素合理确定回购规模。对于存在大额举债回购、公司未分配利润为负或回购可能导致未分配利润为负等情形，主办券商应详细分析公司实施回购的必要性、可行性和合理性；重点关注回购前后公司净利润、未分配利润、货币资金、资产负债率、流动比率、速动比率等财务指标的变化，以及是否涉嫌利用回购进行超额利润分配等问题；充分评估回购对公司持续经营能力和偿债能力的影响，审慎发表合法合规意见。

〔65〕 依据是公司法第34条的例外条款，即有限责任公司股东全体同意不按出资比例分配。

(以下简称“硅谷天堂案”)中的做法。⁽⁶⁶⁾ 法院没有支持原告要求瀚霖公司回购其股权的诉讼请求,但支持了原告所主张的瀚霖公司与曹务波共同偿还 PE 出资中列为公司资本公积部分的 4200 万元及相应的利息损失。这一独特的裁判路径曾一度令实务界倍感兴奋,但此后似乎未见其他法院追随这条道路。其中的原因不难理解。资本公积主要由股东出资溢价构成,性质上属于出资而非利润。在资本维持原则所依据的资本与利润两分法下,它也应该属于资本维持的范畴。当然,在这个问题上,域外法多明确规定资本公积不得用于分配或返还,只有美国特拉华州等个别地区仅要求维持股本而不包括资本公积。我国 1993 年公司法第 179 条第 1 款曾规定“公司的公积金用于弥补公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司资本。”此条的一般解释为,除此之外的用途(如分配、返还等)皆不被许可。但 2005 年公司法修订时增加了一款但书——“但是,资本公积金不得用于弥补公司的亏损”(第 169 条第 1 款)。如此一来,从文义解释上,似乎资本公积被立法者明确禁止的用途只是“弥补亏损”,那么资本公积返还给股东或者用于分配便也行得通了。⁽⁶⁷⁾ 山东省高院的处理方式似乎也与法有据。显然,要弥补这个立法上的漏洞,只能等未来的公司法修改了。

(三) 未决问题: 公司为 PE/VC 与股东对赌提供担保

公司为 PE/VC 与股东对赌提供担保,这是一个争议很大的问题。“九民纪要”征求意见稿第 10 条一度采纳了最高人民法院在强静延与曹务波等股权转让纠纷再审案(以下简称“强静延案”)⁽⁶⁸⁾ 中的立场,认定公司担保有效。但最终版本删除了该条,未再作任何规定,留待将来的司法实践继续探索。

PE/VC 与股东对赌而由公司担保的问题之所以难处理,是因为公司资本性交易与经常性交易交织在一起。公司为股东提供担保可以发生在正常的商业交易中,如同商事主体之间的担保那样,此时它主要受制于公司法第 16 条。但是,当公司为股东之间的股权转让提供担保时,理论上说,它已经不属于经常性交易,而是资本性交易了。然而,与通常的资本性交易仅涉及单向资产流动不同,公司为受让股东提供的担保在法律上有对价,即公司承担担保责任后可以向股东追偿。对此,究竟应适用哪种规制模式?是比照资本性交易模式,适用资本维持原则的底线规制,还是比照经常性交易处理,最多再加上一条关联交易的规制思路?2017 年之前,一些地方法院在审理公司为股东间股权转让提供担保的纠纷时,多以股东抽逃出资为由判决担保无效。⁽⁶⁹⁾ 但此后最高人民法院在两个“对赌协议”的案例中,采取了此种担保有效的立场。⁽⁷⁰⁾ 不过,在引起普遍关注的强静延案中,法官认定瀚霖公司为曹务波回购原告股份提供担保的合同有效时,仅仅关注了公司法第 16 条的适用,并未考虑到合同有效后瀚霖公司如何履行担保责任的问题,更未考虑到履行担保责任与公司

(66) 参见山东省高级人民法院(2014)鲁商初字第 25 号民事判决书。

(67) 对于该条修订的批评,参见刘燕《新〈公司法〉的资本公积补亏禁令评析》,《中国法学》2006 年第 6 期,第 153 页以下。

(68) 参见最高人民法院(2016)最高法民再 128 号民事判决书。

(69) 参见郭丽华、山西邦奥房地产开发有限公司与郑平凡、潘文珍股权转让纠纷二审案,山西省高级人民法院(2017)晋民终 79 号民事判决书。

(70) 参见通联资本管理有限公司与成都新方向科技发展有限公司等与公司有关的纠纷再审案,最高人民法院(2017)最高法民再 258 号民事判决书;前引(68),强静延案。

资本维持之间的关系。这不能不说是一个遗憾。⁽⁷¹⁾

笔者以为，公司为股东间股权转让提供担保的交易并不能直接界定为股东抽回出资，除非被担保的受让方股东不具有履约能力。在“对赌协议”的场景下，一般来说，如果被担保的受让方股东不具有履约能力，则公司的担保事实上变成了向转让方股东的单向财产流出，此时该交易的合法性应以不违反资本维持原则为前提。从这个角度看，资本维持原则的检验应发生在公司履行担保责任的时点。如果此时公司没有可分配利润，则担保责任的履行就会遭遇法律障碍。相反，如果受让方股东有履约能力，只是因为公司提供的是连带责任担保而被转让方股东先予执行，则公司可以将对受让方股东的债权作为一笔资产确认，并应对相关股东的资产采取相应的保全措施。此时，公司的担保也可以作为一般的关联交易对待，并不启动资本维持原则的检验。若公司未采取任何保全措施，最终导致公司利益损失并相应地影响到其他股东甚至债权人的利益，则其他股东或债权人可以根据具体情况，依照公司法第20条（股东滥用权利）、第21条（关联交易）、第148—149条（董事、高管信义义务）等来保护自己的利益。当然，上面的分析是高度简化的，现实中对这类交易的性质进行判断，则需要依据个案中的各项具体事实，这对法官的挑战不言而喻。

结 语

在PE/VC与目标公司对赌的场景下，中、美两国的司法实践似乎都缺乏对PE/VC投资者的足够支持。不论是适用资本维持原则，还是评价目标公司的清偿能力，通常情况下都无法满足PE/VC的诉求，这样难免挫伤了后者的投资热情。若细究起来，相对于美国特拉华州法院，中国法院对PE/VC还算更友善一些，至少目前只适用“资本维持”一项标准（虽然该标准可能缺乏商业合理性），而不是“资本维持+清偿能力”的双重审查。若日后修订公司法时引入大“分配”的概念以及回购的“财源限制”规则，则可以进一步消除目前“回购=减资”的窘境。与此同时，中国法官还在尽心尽责地进行司法商业判断，适时支持PE/VC的主张，并没有把话语权完全交给目标公司本身。那么，这种司法进路错了吗？法律标准错了吗？或者更进一步，在公司法中关照债权人利益——不论是采用资本维持的简单标准还是清偿能力的复杂评估——根本上就是一个定位错误？或许就应该让破产法来解决债权人保护的问题，彻底采取一种事后干预的策略？至少这样可以消除公司创始人以债权人利益为借口来逃避履行“对赌协议”的可能性，最大限度地维护合同自治与商业诚信。显然，这些有关公司法基本定位的重大问题远非司法实践可以回答，而是我国未来公司法修订时无法回避的价值判断和政策选择。

不过，在法律上推倒重来之前，我们尚有时间回到最基础的商业逻辑来思忖如下三个问题：当资本维持或清偿能力妨碍了现金补偿或者回购退出时，它究竟有多糟糕？需要解决的问题到底是什么？在现金补偿或回购退出之外，是否有其他替代性的解决方法？若PE/VC入

(71) 事实上，即使最高人民法院判决该案中的投资者胜诉，判决也无法执行。从媒体公开披露的信息可知，瀚霖公司在2011年吸引了20多家PE/VC突击入股，但公司最终经营失败，上市无望，令各家PE/VC陷入泥潭。参见《硅谷天堂陷瀚霖IPO对赌骗局，27家PE忽悠入股14亿》，《理财周报》2014年3月14日出版。由此也引发全国各地法院的一连串案件，包括前述2014年山东省高院审理的硅谷天堂案。

股时目标公司确实被高估了，可通过上调 PE/VC 的股权比例来纠正这个估值错误，不一定非要现金补偿。从事先风险防范的角度，PE/VC 投资者采取类似或有对价的机制，分期出资，也可以实现减少不确定性损失的目的。同理，与坚持回购而致目标公司破产相比，更为可行的替代性方案是找第三方来接盘，PE/VC 转让股权或者行使领售权而卖掉目标公司，“把现金留在公司桌子上”。⁽⁷²⁾ 即便如此，也没有人能保证一项风险投资的成功，因目标公司经营失败而导致 PE/VC 到期无法退出也应是一种可以预期的结果。套用美国特拉华州衡平法院首席大法官 Strine 在为本院立场辩护时的说法，商业世界本就是纠缠不清的，哪有一个那么清爽的答案？⁽⁷³⁾

Abstract: After Chinese courts shifted their focus from the issue of legal validity to that of enforceability of VAM contracts in VAM cases concerning venture capital and its portfolio companies, they are facing two further inquiries. Firstly, what kind of substantive standard can be applied to judge the legal obstacles to the fulfilment of obligation by the portfolio company under VAM? Secondly, who is the proper subject to make this judgment? Both the Huagong Case and the Minutes of the National Courts' Civil and Commercial Trial Work Conference only deal with the first inquiry, and apply the principle of capital maintenance to VAM disputes as the main standard. The current practice of capital maintenance doctrine in China, however, is very crude, without such overall definition as "large distribution" or the idea of bottom line regulation that are common in many other countries. This results in the fact that the portfolio company requiring redemption under VAM has no way but operate a costly and burdensome procedure of capital reduction. Alternatively, the insolvency test in many modernized company laws is used to replace the traditional capital maintenance doctrine, carrying out the same task of restricting the outflow of company assets to shareholders in order to protect the interests of creditors, although the insolvency test operates with higher cost and greater uncertainty. As for the second inquiry, Delaware Court, as a pioneer and most influential court in this area, has shifted from judicial business judgment to corporate business judgment while further highlight the complex conflict of interest among the company, different types of shareholders and creditors. In this regard, the value balancing and policy choice on the legislative level will ultimately determine the direction of judicial development. The upcoming revision of Chinese Company Law should respond to the demands of business practice. Meanwhile venture capital has to undertake the risk of investment failure.

Key Words: value adjustment mechanism, legal obstacle to the operation of VAM, capital maintenance, insolvency test, judicial business judgment

(72) Darian M. Ibrahim, *The New Exit in Venture Capital*, 65 Vand. L. Rev. 1, 27-29 (2012). 事实上，强烈批评特拉华州法院采取董事商业判断立场的学者也承认，即使回归到合同履行路径，法院直接判决公司回购优先股，面对缺乏履行能力的公司，这一纸判决恐怕还是无法执行，因为目标公司可以启动破产保护，从而阻却回购判决的执行。参见前引〔25〕，Bratton 等文，第 1815 页，第 1870 页。

(73) 参见前引〔52〕，Strine 文，第 2025 页，第 2039 页。