

完善企业退出制度

编者按:《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》提出的“完善企业退出制度”,是一项法制建设的系统工程。该决定在提及“完善企业退出制度”时还要求“健全企业破产机制,探索建立个人破产制度,推进企业注销配套改革”,“健全社会信用体系和监管制度”,昭示了企业退出制度除涉及公司法与破产法共同规定的解散清算与破产清算、破产法特别规定的破产和解与破产重整外,企业列入经营异常名录、吊销营业执照、修复失信记录等内容,与企业退出制度的完善也存在密切联系,有必要进行全方位考量。本栏目刊登的三篇论文,分别针对债权人友好型的企业退出制度的重塑、破产重整中的简易减资制度适用、2023 年修订后的《中华人民共和国公司法》背景下司法解散制度的柔性适用等进行深入探讨,希望这些研究成果能够有助于推动形成更加健康、高效的企业退出制度,进一步促进资源的合理配置和市场的持续健康发展。

DOI:10.15984/j.cnki.1005-9512.2025.06.001

论债权人友好型的企业退出制度重塑^{*}

——以股东与债权人理性博弈为中心

刘俊海

(中国人民大学法学院,北京 100872)

摘 要:作为最经典、最重要的现代企业类型,公司在退出过程中的主要矛盾是股东与债权人在争夺公司有限资源方面的利益冲突。债权人沦为弱者的成因包括信息不对称、股东有限责任的滥用、注册资本认缴制的制度漏洞、股东与债权人不对称的零和博弈以及高杠杆外延式扩张的商业潜规则。为打造股东与债权人同舟共济的利益共同体,必须预防基于股东剩余索取权的股债两分定律被恶意规避。股东劣后于债权人分享股利,率先承受风险。在债权与股权的义务人均指向同一公司时,债权优于股权。在债权人足额受偿之前,股东不得染指公司财产。股东债权人若未对公司履行出资义务或存在抽逃出资行为,就无权与外部债权人平等受偿,也无权就其未出资股权享受分红权与表决权。股东也不得主张其股权出资义务与对公司债权的抵销。仅有债权层面的分红权才能作为债权申报。为夯实公司资本信用,应确立以债权平等为原则、股东债权居次为例外的折衷主义规则。为清除私募股权基金(PE)或风险投资基金(VC)与目标公司对赌之债滋生蔓延的潜规则,法院应确认此类对赌条

作者简介:刘俊海,中国人民大学法学院教授、博士生导师。

^{*} 本文系全国工商联 2024 年重点课题“法治民企课题研究”(课题编号:2024K20310)的研究成果。

款无效。为遏制公司集团丢车保帅的道德风险,建议立法者确认“执转破”的可逆性,确立“破转执”规则。对滥用公司集团关联关系而实施的假破产、真逃债案件应一律推行实质合并破产。

关键词:信息不对称;注册资本;分红权;对赌;假破产;实质合并破产

中图分类号:DF411.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1005-9512(2025)06-0019-20

自由公平、吐故纳新的竞争机制是市场经济的活力之源。鼓励竞争、打破垄断,既需要大幅降低市场准入门槛,也需要赋能企业有序退出市场。早在 2015 年,党的十八届五中全会就强调,“更加注重运用市场机制、经济手段、法治办法化解产能过剩,加大政策引导力度,完善企业退出机制”。^[1] 2024 年,党的二十届三中全会重申,“完善企业退出制度”。^[2] 这一决策部署抓住了企业退出的痛点问题,具有很强的战略性与针对性。

企业退出在法学、经济学、管理学与社会学等领域有不同含义。狭义的企业退出特指企业作为民事主体的法律人格的消灭,包括解散清算与破产清算。次狭义的企业退出进一步包括破产重整(含预重整)。广义的企业退出还包括在保留民事主体资格的情况下暂时撤离消费市场或资本市场的行为,前者诸如企业在某一消费市场的战略撤退;后者诸如企业自愿或被迫退出证券市场(退市)。本文中的企业退出系次狭义的企业退出。

企业退出制度是企业组织法的核心制度,也是市场经济基础制度的重要组成部分。但我国目前的企业退出制度存在设计缺陷,不仅导致企业退出“难、慢、贵、乱”的困境,而且导致损害债权人利益的道德风险与法律风险密切交织、不断滋长。有些股东虚构债权,挤占债权人受偿资产。有些公司假破产、真逃债。有些股东尤其是私募股权基金或风险投资基金(以下简称 PE/VC)动辄以债权人身份向公司主张股份回购或者收益补偿权利,使公司外部真正的债权人屡遭不测。有些股东的已通过合法股东会分红决议而债权化的分红权未被破产管理人确认为债权。弱化债权人保护、纵容股东滥用权利甚至凌驾于外部债权之上,会破坏交易安全,增加交易成本,滋生金融风险,贬损公司制度的公信力,不利于公司内安外顺。因此,为消除分歧、凝聚共识,推动债权人友好型的企业退出制度转型升级具有现实意义与学术价值。鉴于公司是最经典、最重要的现代企业类型,本文仅聚焦公司退出制度。

一、债权人在公司退出阶段沦为弱势群体的成因分析

(一)信息不对称的陷阱

信息占有不对称是弱势群体产生的主要根源。债权人虽是公司的“贵人”与利益相关者,但与公司及其背后的控股股东、实际控制人(以下简称双控人)相比,在信息占有和公司财产控制权方面明显处于相对弱势地位。从《中华人民共和国民法典》(以下简称《民法典》)宣示的平等原则看,作为抽象民事主体的债权人和债务人的法律地位一律平等。但是,抽象、应然、形式的平等并不意味着具体、实然、实质的平等。债权人和债务人的谈判和博弈能力总有强弱之别,并非永远势均力敌。既有债权

[1] 《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》(2015 年 10 月 29 日中国共产党第十八届中央委员会第五次全体会议通过),载《光明日报》2015 年 11 月 4 日,第 1 版。

[2] 《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》(2024 年 7 月 18 日中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议通过),载《光明日报》2024 年 7 月 22 日,第 1 版。

人欺凌债务人的“套路贷”和高利贷乱象,也有失信被执行人恶意规避债务的潜规则。总体而言,债权人保护不足仍是退出公司债权债务关系中的主要矛盾。^[3]

债权人是公司法律关系中的外部人,天然缺乏对债务人公司的决策参与权,也缺乏对双控人与董事、监事、高级管理人员(以下简称董监高)的监督权。当然,同为公司内部法律关系主体的中小股东,在双控人面前同样难以摆脱信息占有方面的弱势地位。《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)第57条允许股东查阅公司会计账簿、会计凭证。^[4]但是,在知情权诉讼尚未被纳入一审终审的特别诉讼程序的情况下,弱势股东要赢得知情权诉讼,不得不踏上耗时费力、花钱伤神的“马拉松”诉讼之旅。作为内部人的小股东尚罹患信息占有“饥饿症”,外部债权人境遇就更不容乐观了。债务人公司是否退出、何时与如何退出,债权人往往一无所知。在知情权受损后,选择权、公平交易权、担保手段索取权也会像多米诺骨牌一样相继倒下。专业的法律、财务或技术尽职调查也未必能精准预测债务人公司会违约。债权人即使事先索取担保,也难以确保担保在强制执行阶段能奏效。债权人一旦落入债务人公司设计的陷阱,就会插翅难逃。

(二) 股东滥用有限责任待遇的不理性冲动

股东有限责任利弊参半,既有利于鼓励投资兴业、增加交易机会、加速商事流转、增加政府税收,也潜伏着损害债权人利益、威胁交易安全的风险外溢隐患。股东有限责任的要义有两方面:一是股东仅以认缴出资为限对公司承担有限出资义务;二是公司债务自负。公司的债权人并非股东的债权人,股东债务也非公司债务。因此,连接股东与债权人的法律纽带在于股东对公司的出资义务与谨慎治理义务。有些股东既从公司盈利中持续获益(包括分红与关联交易收益),也实施瑕疵出资或抽逃出资的恶行,甚至肆无忌惮地滥用股东有限责任、逃避债务、侵占或挪用公司资产。双控人和董监高滥用公司法人制度与股东有限责任以逃废债务的道德风险不可小觑。

立法者授予股东有限责任待遇乃基于股东尊重与善待债权人的默示承诺。特定与不特定(潜在的)债权人也基于对该承诺的合理信赖而与股东投资的目标公司实施法律行为、缔结法律关系。股东若违反该承诺,股东有限责任就会丧失存在的正当性与道义基础。只有善待债权人,股东有限责任待遇才能安全无虞。遗憾的是,股东滥用有限责任的伎俩众多,而遏制滥用风险的“法律工具”有限。

(三) 注册资本认缴制遗留的制度漏洞

当前,不少公司的退出结局源于注册资本认缴制改革的后遗症。2013年修正后的《公司法》体现了股东友好型理念,全面推行注册资本认缴登记制,原则上废除最低注册资本制度,取消首期出资比例与后续出资期间限制,去除货币出资占比30%的最低门槛,将公司登记流程由“先证后照”转为“先照后证”,废除法定验资与年检程序,建立年报制度。这些举措推动了草根创业,但忽视了交易安全与债权人合理诉求。有些股东“打肿脸充胖子”,故意认缴巨额天价注册资本,实缴期限长达数十年。“天价公司”“僵尸公司”的滋生蔓延直接威胁交易安全。

为弥补债权人受损的制度漏洞,2023年修订后的《公司法》对有限公司改采用期限合理的认缴制,对股份公司一律推行实缴制。其第47条增设了五年实缴出资的“天花板”,第51条对董事课以催缴出资义务以及怠于催缴时对公司的赔偿责任,第52条明确了股东失权制度,第54条确立了出资加速到期规则,第88条明确了股权转让链条中出资责任在前后手之间的配置。此番改革不以窒息投资

[3] 参见刘俊海:《债权人友好型〈公司法〉理念和制度重塑》,载《国家检察官学院学报》2022年第3期。

[4] 本文在引用《公司法》时凡未特别提及修改年份的,均指2023年修订后的《公司法》。

兴业为代价,更未因噎废食地退回 2013 年前的债权人静态保护模式,而是向被冷落的债权人予以适度倾斜与动态保护,鼓励股东与债权人理性博弈、多赢共享、普惠包容。^[5]就 2014 年 3 月 1 日至 2024 年 7 月 1 日之间成立的存量公司而言,多数股东虽已认缴注册资本,但出资期限利益往往长达数十年,实缴出资者寥寥无几。这些存量公司背负的沉重认缴制历史包袱是公司退出潮在近年出现的主因之一。

(四) 股东与债权不对称的零和博弈

公司投融资渠道分为债权与股权。投资者虽形形色色,但或为股东,或为债权人,两者必居其一。创新性融资业务也都围绕股债逻辑而衍生。在公司正常经营时,股东与债权人既竞争也合作,各方博弈妥协的空间较大。在公司因资产负债表恶化而退出时,就容易爆发股东与债权人的冲突。

若公司进入非破产清算程序,公司资源稀缺既导致股东间的剩余资产分配存在零和博弈,也导致潜在或不知情的债权人利益受损。有些股东经常瞒天过海,董监高即使明知债权人的真实联系方式,也不对其进行一对一、点到点的个别通知,而故意采取一对多、点对面的公告送达。普通债权人由于很少关注公告信息,经常错过申报行权的机会。以公告取代通知看似光明磊落,实则违反《公司法》第 235 条确定的“通知且公告”原则。遗憾的是,立法机关对违反该原则的法律效果一直语焉不详。

若公司因股东权益被清零而被迫进入破产清算程序,股东与债权人之间有形或无形的零和博弈就更加惨烈。若破产公司的股权资本显著不足,有些将其主要投资包装为债权(而非股权)的股东也会蠢蠢欲动,企图与外部债权人共享按比例打折受偿的待遇。有法院试图运用股东债权居次规则保护外部债权人,但在个案中战战兢兢,左右摇摆。有些股东虚构并申报关联交易债权。即使在重整阶段,也存在新旧股东与不同类别债权人之间不对称的三角博弈。新旧股东之间的合纵连横更直接关系到全部或部分债权人的安危。

(五) 高杠杆外延式扩张的商业潜规则

不少企业的困境源于盲目追求外延扩张、忽视内涵提升、贪大求全、脱实向虚、热衷高杠杆负债经营。2024 年 12 月召开的中央经济工作会议就指出:“当前外部环境变化带来的不利影响加深,我国经济运行仍面临不少困难和挑战,主要是国内需求不足,部分企业生产经营困难,群众就业增收面临压力,风险隐患仍然较多。”^[6]

公司发展无法远离负债风险。公司要发展壮大,就离不开四两拨千斤的信用杠杆。信用杠杆越长,资源获取能力越强,但违约风险越大。我国各产业的杠杆率尤其是资产负债率普遍偏高。2021 年年末,我国规模以上工业企业资产负债率为 56.1%,比上年末下降 0.1%。^[7]在 2022 年年末,该指标为 56.6%,比上年末上升 0.5%。^[8]在 2023 年年末,该指标为 57.1%,比上年末上升 0.5%。^[9]就所有制类型看,国企资产负债率普遍高于民企。2023 年 12 月末国企资产负债率为 64.6%,上升 0.3%。^[10]冰火两重天的对比是:民营企业普遍面临融资难、贵、慢的困扰,要么融资无门致使融资结构“瘦骨嶙峋”,要么饥不择食、实施非法融资行为(如集资诈骗、非法吸收公众存款、骗取银行贷款)。与此同时,国家信用的强大“背书”功能使得国企在获取融资时左右逢源,融资结构的“肥胖症”时有发生。于是,

[5] 参见刘俊海:《论注册资本认缴制的兴利除弊:兼论期限利益与交易安全的动态平衡》,载《学术论坛》2024 年第 1 期。

[6] 参见新华社:《中央经济工作会议在北京举行》,载《光明日报》2024 年 12 月 13 日,第 1 版。

[7] 参见国家统计局:《中华人民共和国 2021 年国民经济和社会发展统计公报》,载《光明日报》2022 年 2 月 28 日,第 10 版。

[8] 参见国家统计局:《中华人民共和国 2022 年国民经济和社会发展统计公报》,载《光明日报》2023 年 3 月 1 日,第 8 版。

[9] 参见国家统计局:《中华人民共和国 2023 年国民经济和社会发展统计公报》,载《光明日报》2024 年 3 月 1 日,第 8 版。

[10] 参见鲁元珍:《2023 年国有企业利润总额同比增长 7.4%》,载《光明日报》2024 年 1 月 30 日,第 7 版。

有些国企转贷银行资金,并从中渔利。

资产负债率过高与企业盲目扩张与虚假繁荣相伴而生,会削弱企业的内生发展动力与抗风险能力,危及交易安全,影响经济高质量平稳健康发展。一则法院公告显示,审计后的某企业资产负债率为 650.46%,资不抵债,不能正常清偿到期债务。^[11]高杠杆是非理性的商业模式,阻碍企业行稳致远,滋生风险外溢,危害系统性金融安全。因此,“三去一降一补”的供给侧结构性改革的重中之重是固本培元,去杠杆。这是一个持久而痛苦的凤凰涅槃过程。

(六)小结

债权人在公司退出阶段沦为弱势群体并非偶然,而是存在着五大根源。为稳定交易预期、维护交易安全、确保各得其所、防范金融风险、保障公司有序退出、提高重整成功率、促进公司高质量发展,必须确立并夯实内外区分、股债有别、债权优位、股权理性的基本原则。

二、基于股东剩余索取权的股债两分定律

(一)股东的剩余索取权人与终极控制权人的角色合一

由于公司资产扣除负债后的全部余额均属股东权益,尚未陷入破产状态的公司普通股东被称为“剩余索取权人”(Residual Claimants)。这意味着,公司在偿债后的剩余经营成果最终归属股东,但首当其冲承担公司亏损的也是股东。^[12]

股东剩余索取权可借助会计恒等式予以精准度量。股东是公司的终极所有者(Ownership of a Firm)。股东对公司享有的产权为“股东权益”(Shareholder Equity)或“所有者权益”(Ownership Equity)。财政部 2014 年版《企业会计准则——基本准则》第 26 条将股东权益界定为“企业资产扣除负债后由所有者享有的剩余权益”。《企业会计准则第 30 号——财务报表列报》第 29 条要求资产负债表列示资产总计项目、负债和股东权益总计项目。国际通行的会计恒等式为“资产 = 负债 + 股东权益”。“资产”代表公司法人产权;“负债”代表债权人对公司的债权;“股东权益”代表股东对公司的股权,包括实缴资本、资本公积、盈余公积与未分配利润。^[13]盈余公积与未分配利润即使尚未根据股东会分红决议支付至股东名下,亦属股东权益。不能仅因资产实物形态在名义上归属公司、股东会尚未作出分红决议,就否定股东权益的独立性与合法性、割裂公司资产形式上的法人所有权和实质上的股东权益之间的有机逻辑联系。否则,就是一叶障目。

恰因股东享有剩余索取权,公司法只能将公司终极控制权配置给股东,而非董事会、管理层或债权人。权利与义务成正比,收益与风险相匹配。恰因债权人前置于股东而获得保护,债权人不能问鼎公司的终极控制权。非破产公司的终极控制权人只能是股东,而非债权人。恰因股东享有公司的终极控制权,股东必须心悦诚服地扮演公司的最终风险承担者角色。支撑股东中心主义的底层法理依据在于剩余索取权劣后于债权受偿的谦抑性。因此,谦抑是美德,也是智慧。

控制权配置与风险承担互成正比。股东的地位类似船长与机长,债权人的地位类似乘客。《中华人民共和国海商法》第 38 条允许船长在船舶的沉没、毁灭不可避免的情况下作出弃船决定,但要求

[11] 参见安徽省蚌埠市禹会区人民法院:《公告》,载《光明日报》2022 年 8 月 28 日,第 13 版。

[12] See William W. Bratton, *Corporate Finance Cases and Materials*, 8th Edition, Foundation Press, p.717.

[13] 参见刘俊海:《论资本公积转增股本前后的出质股权守恒定律》,载《现代法学》2022 年第 3 期。

船长在弃船时首先组织旅客安全离船,然后安排船员离船,船长应最后离船。《中华人民共和国民用航空法》第 44 条亦强调,民用航空器所载人员都应执行机长在其职权范围内发布的命令;第 48 条要求机长在必须撤离遇险民用航空器的紧急情况下首先组织旅客安全离开民用航空器;未经机长允许,机组人员不得擅自离开民用航空器;机长应最后离开民用航空器。因此,终极控制权人的主动担当才能赢得尊重与信赖。

(二) 股债两分定律的重申

股债两分本系不言自明的法学定律,但在《民法典》与《公司法》中尚未获得体系化规定,司法实践中的同案不同判更暴露出对这一基本法理的认识分歧。不少裁判者固执地以契约自由之名,将股权识别为债权。例如,有些判决错将 PE/VC 诉请目标公司回购股份的请求权解释为合法有效的债权,并混淆了股权与债权,不愿将回购请求权纳入定向减资轨道,更不肯承认股东抽逃出资的本质属性。为预防股债两分定律被悬空冻结,必须阐明其底层逻辑。

其一,权利人身份不同。债权人是公司法律关系的外部人,不受章程等公司自治法的拘束,而享受外观主义法理对善意相对人的保护。股东(包括中小股东)是公司法律关系的内部人,受公司章程等自治法的拘束,不享受专属于善意债权人的外观主义信赖保护。

其二,金钱利益的确定性程度不同。债权与股权皆有金钱利益元素,但金额多寡并非皆可确定。只有当公司确有可资分配的税后利润并由股东会作出分红决议时,股东方可分红。股利分配金额与公司可资分配的税后利润成正比,故分红金额在取得股权之初无法确定。然而,债权人不问公司营利状况和分红政策如何,可直接请求公司履行特定金额债务。因此,债权金额在债权设立之际已经确定,至少具有可确定性。否则,债权人会拒绝授信。

其三,内容不同。债权人可请求债务人履行特定给付,但若无特别约定即无权介入债务人经营管理。股权内容远比债权丰富多彩,兼有自益权与共益权。前者追求股东的个体利益尤其是财产利益(如分红权与剩余财产分配请求权);后者增进公司及其全体股东的共同利益,追求股东中心主义的公司治理目标。与开放型公司相比,闭锁型公司股东有更多机会深度参与公司经营管理与监督制衡。

其四,权利实现与消灭之间的互动关系不同。债务清偿与履行,从正面看为债权实现;从反面看为债权消灭。债权实现之时即债权消灭之时。债权的创设旨在消灭债权。债务的阶段性或部分清偿意味着债的部分消灭。然而,股权的行使或实现(如分红或表决)并不意味着股权的消灭,也不意味着股权内容与价值的衰减。^[14]若公司长存,则股权亦可永不枯竭。

其五,风险控制手段不同。担保手段旨在担保债之履行。有担保债权优先于无担保债权获偿。然而,股权与担保天然相克,无法兼容,不存在相伴相随的主从权利关系。债权担保分为法定担保与约定担保;人保(保证)与物保(如抵押权、质权、留置权、典权);自益担保(债务人提供)与他益担保(第三人提供)。债权人既可索取担保,也可行使代位权与撤销权。然而,股东以认缴出资额为限对公司债务承担间接有限责任,投资风险控制手段限于股东认缴出资义务的有限性与参与公司治理的有效性,绝无担保手段。若公司对股权提供担保,无异于将经营风险转嫁给外部债权人,危害交易安全,扭曲投资本质,有悖诚信与公平原则,违反公司法人制度的设计初心。股东与公司赌博恰恰违反了这一铁律。

其六,永续债虽有长期投资的经济属性,但法律属性仍为债权,而非股权。鉴于围绕永续债的股

[14] 参见刘俊海:《论股权转让时的股权变动规则:契约自由、公司确认与登记公示的三重维度》,载《上海政法学院学报》(法治论丛) 2022 年第 5 期。

债会计处理仍有分歧,财政部 2019 年 1 月 28 日印发的《永续债相关会计处理的规定》要求在确定永续债是权益工具(股权)还是金融负债时,应根据第 37 号准则规定同时考虑到期日、清偿顺序、利率跳升和间接义务。财政部、税务总局 2019 年 4 月 16 日发布的《关于永续债企业所得税政策问题的公告》虽提及公司永续债的企业所得税政策存在股息红利或债券利息的选项,但要求债券利息符合下列条件中五项以上:一是公司对该投资具有还本义务;二是有明确约定的利率和付息频率;三是有一定投资期限;四是投资方对公司净资产不拥有所有权;五是投资方不参与公司日常生产经营;六是公司可赎回或在满足特定条件后可赎回;七是公司将该项投资计入负债;八是该项投资不承担股东同等的经营风险;九是该项投资清偿顺序位于股东持股之前。为杜绝争议、预防白马非马论,在对永续债属性合理存疑时,建议将其一概纳入债权范畴。

(三) 股权劣后于债权的体系化

股权与债权判然有别,和而不同。股权劣后于债权受偿是公司法的基本逻辑与核心价值。该逻辑散见于公司法分则中的碎片化条款,虽在总则中缺乏高屋建瓴的系统表述,但具有公序良俗属性,与之相抵触的法律行为无效。只有如此,才能警示股东在公司退出环节秉持剩余索取权人的理性主人翁心态,慎独自律、见贤思齐、择善而从,保障股东与债权人各行其道、各得其所、各尽其责,优化公司有序退出的法治化营商环境。

法官裁判股东与债权人之间的权利冲突时要遵循内外有序、先人后己的原则。股东既是公司经营成功时的最大受益者,也是公司经营失败时的风险承担者。若将债权人称为公司的优先级请求权人,则股东堪称劣后级请求权人。股东无论是国家、法人还是自然人,是控制股东还是非控制股东,是内资股东还是外资股东,都是剩余索取权人,都必须劣后于债权人分享股利,率先承受亏损风险。^[15]

就分红阶段的债权优先而言,《公司法》第 210 条规定了股东分红的法定条件和程序。为满足债权人诉求,公司在向股东分红前必须弥补亏损、提取公积金并依法纳税;否则,股东分红构成不当得利。若公司违反法定条件和程序分红导致债权人严重受损,债权人有权依《公司法》第 25 条和第 210 条诉请法院确认股东会分红决议无效。

就公司存续阶段的债权优先而言,为预防股东恶意逃债,既要严禁股东瑕疵出资、抽逃出资、侵占或挪用公司资产,也要规制股东与公司之间不透明、不公允的关联交易。

就公司退出阶段的债权优先而言,在债权人及时足额受偿之前,股东无权染指公司剩余财产。股东作为剩余索取权人,负有居次、劣后于债权人的法定义务。目标公司在面临股债之间的权利冲突时,必须确保债权优于股权获得清偿。

(四) 股东群体内部的优先序在公司债权人外部关系中的自动映射

在股东群体内部关系中,属性与类别相同的股权行使要遵循股东平等原则。但在金融创新的时代,股权类别趋于多元化。^[16]《公司法》第 144 条列举的类别股权系冰山一角。属性与类别不同的股权行使要遵循法定、公司章程规定或股东特别约定的规则。在公司退出环节,股东群体内部的优先序无疑会自动映射至股东居次、劣后于公司债权人的外部关系场景。在股东群体内部,有权优先分红或分取剩余资产的股东虽不能享受外部债权人的优先受偿特权,但仍享有优越于其他股东的先取特权。

[15] 参见刘俊海:《股东中心主义的再认识》,载《政法论坛》2021 年第 5 期;刘俊海:《论上市公司治理的股东中心主义价值观》,载《甘肃社会科学》2021 年第 6 期。

[16] 参见刘俊海:《论上市公司双层股权结构的兴利除弊》,载《比较法研究》2022 年第 5 期。

三、股东在公司退出阶段尚未获偿的分红之债的合理保护

(一) 公司退出之前股东有权却隐忍未分的分红的尴尬命运

如何看待公司退出之前股东有权分取但隐忍未分的分红,是股东与债权人爆发利益冲突的又一导火索,也是困扰法院或管理人的难题。股东在公司财务业绩良好时本可获取分红,但鉴于公司融资“难贵慢”的困境,不少通情达理的股东为降低公司融资成本而自愿迟延分红。股东在公司盈利时不分红、少分红的商业策略,旨在追求长期主义的盈利目标,实乃对公司提供的有息或无息贷款。

由于不可抗力或国内外市场的风云变幻,有些公司虽获得股东实质融资,仍未能扭转颓势。有些股东在公司进入破产程序后补签股东会分红决议,甚至将决议时间倒签至公司进入破产程序前的数年,徒增瓜田李下之嫌。法院若拒绝将迟到的分红权确认为债权,对慷慨解囊的股东似有不公;若将其一概确认为债权,又有稀释或悬空外部债权之虞。

(二) 抽象期待权转化为具体债权的结晶化程序

为杜绝纠纷,必须精准识别股东分红权(股利分取请求权)的三层含义:一是抽象化的期待权,二是具体化的债权,三是落袋为安的物权。物权层面的分红权是绝对权、所有权,保护力度强,在企业退出实践中很少成讼。作为抽象期待权的分红权并非成熟的债权,缺乏可诉性,不得作为债权申报,更无法阻挠或限制外部债权人的债权实现。期待权只有破茧成蝶,才能转化为债权。

由于只有结晶化的分红权才有资格被确认为债权,法官必须关注的风险点乃是分红权由期待权转化为债权的结晶化程序。依《公司法》第 59 条与第 112 条,将分红权从期待权结晶为债权的适格公司决策机构是股东会,而非董事会。股东会利润分配决议生效之日,乃分红权债权化之日。债权化的有效性取决于法律与事实层面的两大要件。一是从公司治理规则看,股东会决议必须真实合法有效,不存在不成立、无效或被撤销的瑕疵。二是从财务资源看,公司具备可资分配的税后利润。公司在作出股东会分红决议之际必须符合《公司法》第 210 条规定的分红条件与顺序;否则,股东取得的分红属于不当得利,应予返还。以上两大要件缺一不可。

判断分红条件的时点仅限定于决议作出之时。只要公司在决议之时满足分红条件,即使公司嗣后破产,也不能颠覆分红决议的有效性。若公司在决议之时不满足分红条件,即使嗣后盈利,也不能将无效分红决议变为有效。否则,一旦公司由盈转亏,有效决议又变为无效。为稳定股东与债权人合理预期,必须将被评价决议的效力时点锁定在决议之时。在公司进入破产程序以后,资产负债表中的股东权益被清零、变为负数,不存在分红的正当性与合法性。在公司破产重整时,外部投资者自愿向原股东就其过往贡献与配合重整的诚意提供额外利益(如保留适量股权)并非分红。股东在公司进入非破产清算程序后行使的剩余财产分配请求权亦非分红权,但有回收投资收益的功能。

法院或管理人在股东申报分红债权时必须认真核查股东会分红决议之真伪,任何适格债权人也对决议的有效性与公司在决议时点的盈利状况享有知情权与监督权。既要消除股东在公司退出阶段合谋炮制股东会分红决议的道德风险,也要保护股东在公司盈利周期内依法享有的分红权,更要褒奖股东迟延从公司分取红利的高风亮节。诚信股东不应吃亏。但要预防失信股东滥用权利、与债权人争利。因此,作为债权申报的股东分红权必须严格限定于在股东会分红决议作出之时满足法定分红条件的情形。

(三) 董事会未在股东会分红决议后六个月之内分配股利时分红权的效力

《公司法》第 212 条要求董事会在股东会分红决议作出之日起六个月内进行分配,旨在督促董事会勤勉履职,尽快向股东支付股利。该条将最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(五)》确定的一年时间压缩为六个月,体现股东友好型理念,彰显公司营利性本质,提振投资信心。但逾期未清偿的分红之债的可诉性仍有赖解释论研究。

其一,董事会逾期分配股利的违法性与救济手段亟待澄清。法定分红最长期限创设了董事会成员尊重与促成股东分红权实现的法定义务。只要股东会作出分红决议,董事会就有义务在决议作出之日起半年内执行完毕。若董事会逾期分配,既违反对公司所负勤勉义务,也侵害股东分红之债。股东有权在对公司提起股利给付之诉的同时诉请因恶意或重大过失而拒绝或怠于分红的董事承担相应赔偿责任。

其二,董事会无权以公司名义作出延期分红决议。其理由如下。第一,《公司法》第 59 条规定的利润分配决策机构是股东会。董事会仅系分红执行机构,不是分红决策机构,无权擅自延长分红期限。第二,《公司法》第 212 条规定的法定分红期限既课予董事义务,也提供免责保护。董事会只要在法定期限内完成分红,即可免责。第三,股利支付的期限利益派生于分红之债。分红之债自股东会分红决议生效之日起成立,董事会无权改变股东会决议。

其三,全体股东一致同意在法定期限之外延期支付股利的协议有效。其理由如下。第一,法定期限为了保护分红权而设计。权利人既可行使权利,亦可放弃权利。第二,该协议既是全体股东对分红时间的自我约束,也系全体股东为帮助公司共度时艰而提供的资金借贷。第三,公司与股东均为商人。公司应参酌民间借贷利息标准向股东支付相应利息。

其四,股东会以资本多数决形式作出的延期分红决议仅能拘束赞成股东。少数异议股东反对延期支付股利,自然不受该决议的拘束。因为,股东是否对公司授信或者顺延债权清偿日期,纯属股东个体自益权的范畴,法律应尊重每位股东的契约自由。既然异议股东可自分红决议作出之日起要求公司支付股利,那么赞成延期分红的股东承受延期分红的风险与资金成本,似乎有违股东平等原则。平等诚可贵,自由价更高。为褒奖股东的投资耐心与隐忍善举,股东会决议应当对其允诺合理的延期分红利息,并提供相应担保。全体股东皆大欢喜,乃公司治理的至善境界。

其五,公司章程缩短法定分红期限的理性自治对股东会或董事会决议产生拘束力。股东会决议确定的分红时间若长于公司章程规定期限,该决议仅能拘束赞成股东,而不能拘束异议股东。若股东会决议确定的分红时间短于公司章程规定期限,分红期限以股东会决议为准。若股东会决议未明确分红期限,分红期限以章程为准。若决议与章程均无规定,则应遵循法定期限,董事会必须在决议之日起六个月内完成分红。即使公司逾期分红超过半年,股东也仍可主张分红权之债,但受制于公司援引三年诉讼时效的抗辩。

(四) 法院强制分红判决的债权效力

成熟的基本原则往往辅以例外规则。分红权结晶化有赖于股东会决议的原则在股东会失灵、异化时也有例外。即使缺乏股东会决议,盈利甚丰的公司的中小股东在双控人恶意推行不分红的“铁公鸡”的策略时,也仍有权依最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(四)》(以下简称《公司法司法解释(四)》)第 15 条的但书条款,诉请法院在股东会失灵时取代公司商业判断,例外强制公司分红,践行扶弱抑强、惩恶扬善的实质自然正义。该例外规则仅限定适用于双控人滥用股东权利,导致公司不分红、给其他股东造成损失的极端情形。

法官在适用该条规定时要勇于担当,稳妥审慎,严格把握强制分红的适用条件(含积极与消极要件)。一是公司须有可资分配的税后利润。二是双控人滥用股东权利导致公司不能或无法分红,给弱势股东造成损失。滥用权利的核心行为模式是,双控人违反诚实信用与股东平等原则,故意通过不分红方式排挤、压榨小股东,并通过不公允关联交易、天价高薪与侵占挪用等方式变相攫取红利等不当利益。三是公司提列巨额任意公积金的决策欠缺必要性、合理性与正当性。^[17]若股东手持法院强制公司分红的生效判决书在公司退出阶段主张债权,这种分红之债也应纳入债权范畴予以保护。

四、股东债权居次(劣后)于外部债权的规则^[18]

(一) 外部债权一概优位于内部债权的利弊参半

公司融资渠道琳琅满目,囊括外部债权人与内部债权人(股东)。在僧多粥少的情况下,对内外债权人受偿顺序有三种法律选项:一是外部债权优位;二是内部债权优位;三是以内外债权平等为原则、外部债权优位(股东债权居次)为例外。

外部债权优位体现了内部债权人包容谦逊的美德。其正当性在于,内外债权人的自我保护能力不同。股东对公司经营状况与财务信息的知情权优于外部债权人。为保护弱者、确保实质平等,外部债权理应优位;否则,外部人不愿再向公司授信。

不过,外部债权一概优位的政策取向有可能断绝股东授信之路,弱化公司资本信用与偿债能力,不利于债权人整体利益,缺乏可持续性。其理由有四个。其一,股东作为剩余索取权人,仅以认缴出资为限,对公司履行出资义务、承担投资风险。其二,股东既然享受有限责任待遇,本不情愿、无动力、无义务对举步维艰的公司提供额外资本。其三,股东若在公司遭遇经营困境时慷慨授信,其债权劣后于外部债权获偿的歧视性待遇可能导致股东心寒。其四,为避免“流汗流血又流泪”的情形,自利型股东有可能在公司融资需求紧迫时袖手旁观,坐视公司破产清算。因此,若股东不愿对公司授信化债,债权人可能将无法解围。

(二) 内部债权优位于外部债权的不公平性

内部债权优位有助于鼓励股东对濒临危境的公司伸出援手,但会滋生瓜田李下的道德风险。一是降低公司资本充足率,导致股权资本显著不足。既然内部债权优先,股东就会竞相将其承担投资风险的股权资本置换为旱涝保收的债权资本。结果,公司股权资本严重萎缩,资产负债率畸高。二是在公司因股权资本显著不足而对外举债时,外部债权人不敢提供融资,除非股东债权人承诺将其债权劣后于外部债权人。三是内部债权优位危及外部债权人,也助长内部股东争先恐后掏空公司资产的机会主义心理,诱发逐底(race to the bottom)效应。

(三) 债权平等主义的一般原则

英国自 1897 年的萨洛蒙案至今一直坚持债权平等主义。该判例允许股东切割其个人财产与公司责任资产。在萨洛蒙案中,生意兴隆的皮革商萨洛蒙(Salomon)为扩大业务,成立私人股份公司,将

[17] 参见刘俊海:《公司自治与司法干预的平衡艺术:〈公司法解释四〉的创新、缺憾与再解释》,载《法学杂志》2017 年第 12 期。

[18] 关于该例外规则,笔者在《债权人友好型〈公司法〉理念和制度重塑》一文(载《国家检察官学院学报》2022 年第 3 期)中已进行系统论述。本部分旨在专门针对公司退出制度提炼问题与建议。

全部个人营业资产注入公司。因英国《1862 年公司法》第 1 章第 6 条要求设立股份公司须有七名发起人,萨洛蒙遂邀请其妻子与五名子女共同参与。为取得营业资产,公司向萨洛蒙发行债券,部分用于支付转让款。嗣后,公司资不抵债,无担保债权人以公司系欺诈工具为由,挑战债券效力。英国上议院裁定,公司是独立法人,不是萨洛蒙的代理人,萨洛蒙无义务向公司的债权人偿债,有权取得债券金额对应的所有公司资产。结果,萨洛蒙全额受偿;而无担保的其他债权人一无所获。^[19]

不区分内外的债权平等主义是不偏不倚、完美无缺的中庸之选。但是,形式平等往往掩藏着实质不平等。内外债权人之间存在信息落差,而处于劣势地位的一方迟早沦为弱者、输家。因此,债权平等保护主义应当成为处理债权人群体内部关系的一般原则。属性与类别相同的债权清偿一概遵循平等原则,属性与类别不同的债权清偿一概遵循法定或者约定的特别规则。

(四) 股东债权人的优势地位与特别限制

股东也可成为公司的债权人,兼具股东与债权人双重角色。因此,“股权劣后于债权”不能简单地被解释为“股东劣后于债权人”。但与外部债权人相比,股东债权人具有特殊性。他们有可能滥用公司治理参与权或信息优势而与外部债权人“抢跑道”,恶意将股权出资乔装打扮为民间借贷。为纠此流弊,股东债权人若存在瑕疵出资或抽逃出资,既无资格与外部债权人平等受偿,也无权就其瑕疵出资或抽逃出资的部分享受分红权与表决权。为遏制股东虚构对公司享有的债权、避免内部股东掠夺外部债权人的道德风险,股东不得主张其股权出资义务与对公司债权的抵销。并且,股东的股权出资义务永远不罹于诉讼时效。

(五) 域外的股东债权居次规则

美国基于实质正义与实质平等理念,确立了例外情况下的股东债权居次规则(Equitable Subordination Rule)。该规则又称“深石规则”,肇端于 1939 年美国联邦最高法院的泰勒诉标准煤气与电力公司案。^[20]该案中,被告是母公司,深石公司系其子公司。法院以被告在设立深石公司时未足额出资且基本控制其经营利益为由,判令被告对破产重整的深石公司的债权劣后于其他普通债权人的债权受偿。美国《破产法典》第 510 条第 3 款确认了该判例。法院在适用该规则时通常采取实质重于形式的理念,重点审查母公司是否对子公司实施以下不公正行为:一是子公司的股权资本显著不足;二是母公司违反对子公司的信托义务;三是母子公司之间资产混同或不当转移;四是母公司滥用子公司独立人格。若母公司利用控制地位、实施不公正行为、取得对子公司债权、损害其他债权人利益,法院就判令母公司债权劣后受偿。美国的股东债权是否劣后,取决于特定案情或股东行为。^[21]

其他国家的法律亦不同程度上受到美国法影响。《巴西公司法》第 83 条仅强制控制股东(不含非控制股东)对公司提供的借款自动劣后于外部债权人受偿。《德国破产法》第 39 条第 1 项第 5 目与第 135 条同时限制股东债权的受偿期限与资本属性:股东替代股权出资的贷款即使已从破产公司进入破产程序前一年内清偿,债权人亦可请求法院确认该清偿无效。《意大利民法典》第 2467 条(闭锁型公司)与第 2497-II 条(公司集团)将股东债权居次限定于股权资本匮乏情形:当公司财务状况要求股东提供股权出资(而非贷款)时,股东债权居次。法国法与英国法则尚未确认股东债权居次规则。

[19] Salomon v. A. Salomon & Co Ltd (1897) Appeal Cases 22.

[20] Taylor v. Standard Gas and Electric Corporation, 306 United States Reports 307 (1939).

[21] Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Third Edition, 2017, Oxford University Press, p.132.

(六) 我国司法实践的破冰之旅

在我国,《公司法》与《中华人民共和国企业破产法》(以下简称《企业破产法》)尚未导入股东债权居次规则,但司法实践已开局起步。最高人民法院 2003 年 11 月 4 日公布的《关于审理公司纠纷案件若干问题的规定(一)(征求意见稿)》第 52 条规定:“控制公司滥用从属公司人格的,控制公司对从属公司的债权不享有抵销权;从属公司破产清算时,控制公司不享有别除权或者优先权,其债权分配顺序次于从属公司的其他债权人。”这段文字后因缺乏上位法支撑而未成为司法解释。2015 年 3 月 31 日最高人民法院公布的典型案例“沙港公司诉开天公司执行分配方案异议案”首次确认出资不实股东的债权劣后于外部债权人受偿。其裁判要旨是,茸城公司(债务人)的股东开天公司因出资不实而被扣划的 45 万元应首先补足茸城公司责任资产,向外部债权人沙港公司清偿。开天公司以其对茸城公司享有债权,要求参与自身被扣划款项的分配,对外部债权人不公平,也与股东以其出资对公司承担责任的法律原则相悖。执行款中的 45 万元应先由沙港公司受偿,余款再按比例进行分配。^[22]

2018 年《全国法院破产审判工作会议纪要》第 39 条明确要求关联公司成员之间不当利用关联关系形成的债权劣后于其他普通债权顺序清偿,且该劣后债权人不得就其他关联公司成员提供的特定财产优先受偿。与域外法相比,该纪要确认的劣后受偿的债权既包括股东(含母公司)的债权,也包括股东之外的关联公司(如姊妹公司)的债权。当然,法官精准判断“不当利用关联关系”存在难度,且蕴含着滥用自由裁量权的风险。

(七) 股东债权居次规则的设计理念与技术细节

综合权衡国内外立法例、判例与学说,唯一公平可行的思路是采取以债权平等为原则、股东债权居次与外部债权优位为例外的折衷主义。司法界也认为,股东以过于微小的资本从事经营,很有可能将股权投资转化为债权投资,相应地将有限责任风险完全外部化。因目前法律尚未确立专门应对措施,法院在司法实践中必须及时确立合理规则。^[23]此说值得肯定。既要反对股东将其本应注入公司的股权资本冒充债权资本的机会主义行为,也要褒奖股东为拯救濒临破产公司而提供贷款的诚信善意之举。

就规则设计而言,建议明确法院谨慎适用股东债权居次规则的条件与程序。居次债权应严格锁定于本应由股东以股权资本形式投资、却以债权资本替代的股权资本显著不足的情形。公司无论是进入破产或非破产清算程序,还是被揭开公司面纱,股东债权均应居次。鉴于信息落差的不对称、不平等地位,建议对例外规则的适用采取举证责任倒置的态度。除非股东债权人能自证清白、能举证证明其对公司融资并非其股权出资义务的组成部分,否则外部债权一概优位。至于股权资本显著不足的情形,则应综合考虑目标公司所属的行业性质、经营规模(包括营业额、销售量)、雇工规模、负债规模与责任保险等多种相关变量。^[24]

股东债权居次规则与揭开公司面纱制度和而不同,相辅相成。由于 2013 年修正后的《公司法》推行的注册资本认缴制缺乏实缴期限约束,股东出资期限利益遥遥无期,公司实缴股权资本普遍过低。若股东认缴的注册资本畸低,而贷给公司的债权金额畸高,外部债权人有权诉请法院确认股东债权劣后受偿,并判令股东对公司债务连带负责。股东债权居次规则对债权人的保护程度较为温和,而

[22] 参见编辑部:《最高人民法院发布的四起典型案例》,载《人民法院报》2015 年 4 月 1 日,第 3 版。

[23] 参见杨临萍:《当前商事审判工作中的若干具体问题》,载《人民司法(应用)》2016 年第 4 期。

[24] 参见刘俊海:《揭开公司面纱制度应用于司法实践的若干问题研究》,载《法律适用》2011 年第 8 期。

揭开公司面纱制度的保护力度威猛。两者刚柔相济,各臻其妙。

五、PE/VC 与目标公司对赌之债的债权属性之争^[25]

(一) 公司退出阶段 PE/VC 对目标公司主张对赌之债的同案不同判现象

在困难企业退出时,举债规模与受偿比例成反比。债权越大,债权人内部竞争越惨烈,受偿比例越低;反之亦然。不少公司一旦在追逐公开发行业务(IPO)目标时铩羽而归,就会债台高筑。竞相对公司主张债权的主体既有银行与民间放贷人,也有私募股权基金(PE)或风险投资基金(VC)等专业投资机构。但 PE/VC 与目标公司之间的对赌之债是否具有债权属性、明股实债应否被识别为债权,是近年来裁判实践中争议最大的热点难点问题。^[26]PE/VC 坚称自己以债权人身份行使债权;而其他债权人与目标公司认为其是股东而非债权人,应依法行使股权。若能否定 PE/VC 的对赌之债,其他债权人必然兴高采烈。

最高人民法院在“对赌纠纷第一案”即海富公司诉甘肃世恒公司、香港迪亚公司和陆波增资纠纷再审案(以下简称海富公司案)中认为,目标公司对赌条款脱离目标公司经营业绩,损害公司及其债权人利益,违反 2005 年修订后的《公司法》第 20 条和原《中华人民共和国中外合资经营企业法》第 8 条,属于无效;控制股东签署的对赌条款有效,应依原《中华人民共和国合同法》第 60 条支付补偿款。^[27]从检索结果看,在海富公司案与《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)的引导下,近年来 PE/VC 诉请目标公司承担对赌义务的案件已趋于减少,纷纷转向与创始股东或控制人对赌。但以华工公司诉扬锻公司、潘云虎等请求公司收购股份纠纷再审案为代表的少数判例认为,目标公司对赌条款有效。^[28]因此,目标公司对赌之债的效力亟待澄清。^[29]

(二) PE/VC 与目标公司对赌之债滋生蔓延的潜规则

对赌条款是 PE/VC 与目标公司及其法定代表人、创始股东、双控人、董监高及其近亲属之间约定的股权回购或投资利益补偿等条款,旨在控制投资风险、获取收益保障、实现安全退出。当目标公司未能如期在资本市场实现 IPO、借壳上市或未能完成约定的经营业绩和财务目标时,PE/VC 可绕开减资和分红的法定条件和程序,直接从义务人获得股权回购款或投资收益补偿,甚至同时获得前述双重利益。

对赌型融资模式的产生与蔓延绝非偶然。其一,融资需求侧公司对资金望眼欲穿。在 2013 年 10 月党的十八届三中全会决定提出“推进股票发行注册制改革”之前,笔者就力主 IPO 注册制改革。^[30]为推进 IPO 市场化、法治化与国际化改革,2019 年修改后的《中华人民共和国证券法》不再硬性设定高不可攀的 IPO 财务业绩门槛。不过,公众投资者仍青睐财务业绩超凡脱俗的优秀公司。为实现财务业绩目标,诚实公司必须在提交上市申报材料前突破融资难瓶颈,尽快获得债权或股权融

[25] 关于 PE/VC 与目标公司对赌之债,因笔者已撰成《目标公司对赌条款无效的法理证成》一文(载《河北法学》2022 年第 4 期),本文不再过多展开,仅聚焦其债权属性之争。

[26] 参见邱琳、刘新波等:《对赌争议解决法律实务》,法律出版社 2021 年版,第 102-172 页。

[27] 参见最高人民法院(2012)民提字第 11 号民事判决书。

[28] 参见江苏省高级人民法院(2019)苏民再 62 号民事判决书。

[29] 参见刘俊海:《目标公司对赌条款无效的法理证成》,载《河北法学》2022 年第 4 期。

[30] 参见刘俊海:《建立新型 IPO 注册制势在必行》,载《中国证券报》2013 年 9 月 30 日,第 15 版。

资,尽快把主营业务与财务业绩做大做强做优。无法获得融资的部分公司为实现上市目标被迫铤而走险,粉饰财务业绩、实施虚假陈述,欺诈公众投资者。其二,融资供给侧银行在放贷时往往嫌贫爱富。由于拟上市公司的盈利能力脆弱且上市前景不明,不少金融机构在选择授信对象时宁愿锦上添花,也不愿雪中送炭。商业银行是营利法人,身后有终极债权人(储户),为防范风险而“惜贷”,亦有难言苦衷。其三,组织化、机构化的 PE/VC 鱼贯而出、乘虚而入时,往往具有专业律师团队的法律技术支持。五花八门的对赌条款往往出自此类律师团队之手,并且往往作为增资扩股协议或股权转让协议的补充协议与“抽屉协议”而存在。

PE/VC 青睐对赌型融资也是有原因的:一是有限合伙的组织形式具备集腋成裘、聚沙成塔的资本与“知本”聚合优势,能满足公司融资需要;^[31]二是 PE/VC 具有分散与防控风险、组合投资的专业优势,能同时投资多家拟上市公司;三是 PE/VC 投资可缓解目标公司在上市前的非法发行股票与集资诈骗风险;四是对赌型股权融资计入注册资本和资本公积,而非公司对外负债,使得目标公司在招股说明书与审计报告中的财务业绩与盈利能力更有竞争力,免于承担还本付息负担;五是在目标公司上市成功后,PE/VC 可在二级市场高价套现股权投资,对赌条款之债一笔勾销,对赌双方皆大欢喜。

正所谓“是药三分毒”,PE/VC 向目标公司提供的雏鹰起飞资金也是定时炸弹。一旦公司因市场、监管、法律或自然界等层面的重大风险而无法实现预定的上市或业绩目标,就会触发内外股东和目标公司各方利益相关者相互损害、满盘皆输的零和对赌模式。然而,对赌游戏风急浪高,具有射幸元素,不少对赌各方乐此不疲。

(三) 目标公司与 PE/VC 对赌条款无效的法律依据

在认定对赌条款效力时,法官应忠实解释、精准适用无效法律行为制度。凡违反效力性法律规范和公序良俗的对赌条款均属无效。若对赌义务人是目标公司之外的当事人,则对赌条款并不直接威胁目标公司及其背后的债权人(含不特定债权人)等一系列利益相关者。目标公司以外的对赌义务人包括创始股东、双控人、董监高、法定代表人、董事长、总经理及其近亲属(如配偶或子女)。他们愿意签署对赌条款的主要诱因是,其在公司接受 PE/VC 投资之后能间接受益。基于契约自由、契约严守、认赌服输的契约精神,法官应尊重 PE/VC 针对非目标公司主体的对赌债权,保护其股份回购权与投资收益补偿权。当然,创始股东承担对赌义务的先决性默示条件是享有公司控制权,而 PE/VC 缺乏该等控制权。PE/VC 若抢夺了掌控公司命运的“方向盘”,则无权要求创始股东承担对赌义务。

就目标公司对赌之债的效力而言,法院和仲裁机构一直存在同案不同判的裁判权失灵、异化现象。目标公司对赌之债违反资本维持原则和公司法的效力性规范,损害公司的生存权发展权,损害局外债权人利益,阻碍公司可持续发展,导致举步维艰的公司雪上加霜、破产清算,扼杀创新进取的企业家精神,应属无效,^[32]理由如下。

其一,股份回购条款违反《公司法》第 53 条禁止股东抽逃出资的效力性规范。该条旨在落实股东出资、夯实公司资本、维系公司生命、维护交易安全、防范金融风险,预防公司因股东抽逃出资而土崩瓦解。股东资格之取得与维系以股东严格履行出资义务为对价。鉴于公司资本公积和注册资本均属资产负债表中的公司资产,PE/VC 擅自取回注册资本、资本公积科目项下的资金均为抽逃出资。为提高违法成本,最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(三)》第 16 条

[31] 参见刘俊海:《资本与知本最佳组合——建立有限合伙制度解析》,载《国际贸易》2002 年第 2 期。

[32] 参见刘俊海:《目标公司对赌条款无效的法理证成》,载《河北法学》2022 年第 4 期。

鼓励公司章程或股东会决议合理限制抽逃出资股东的分红权、新股优先认购权、剩余财产分配请求权等权利。为预防抽逃出资,《民法典》第 527 条将“转移财产、抽逃资金,以逃避债务”作为合同当事人行使不安抗辩权的法定事由。

其二,股份回购条款违反《公司法》第 89 条和第 162 条禁止公司回购股权(股份)的效力性规范。这两条规定旨在落实资本维持原则,保护债权人,防范金融风险。1993 年制定的《公司法》历经六次修改,但原则禁止、例外允许回购股份的态度一以贯之。有些法院认定公司对赌条款有效的理由是,公司可履行减资程序;这些法院往往在判项中对减资程序避而不谈,直接判令公司向股东支付股份回购款。这种裁判思维前后矛盾。其实,PE/VC 若耐心等待目标公司严格履行减资程序,就很难获得对赌款项。他们绕开减资程序、强索股份回购款的主因恰恰是公司缺乏减资所需的资金流。《九民纪要》将公司回购股份请求权转化为股东减资请求权,以证成股份回购对赌有效,但减资型回购并非原告所请。鉴于规避减资程序的股份回购是死路一条,治本之策只能是在确认公司对赌条款无效的基础上,保护减资轨道内的定向减资请求权。作为中庸之道,2023 年修订后的《公司法》第 224 条第 3 款允许公司推行定向减资。

其三,旱涝保收的投资利益补偿条款违反《公司法》第 210 条规定的分红条件和程序的效力性规范,应确认无效。PE/VC 无权脱离公司经营和财务状况、取得保本保收益的金钱补偿。依《九民纪要》第 5 条,投资方在诉请公司支付金钱补偿款时违反该条款仅导致诉请被驳回,但对赌条款有效。此种立场削弱了效力性规范的权威,放弃了裁判者对法律行为效力的价值评判,损害了债权人尤其是不特定债权人的核心利益。此种立场将金钱补偿请求权转化为分红权,也与原告诉请不合。因为,股东诉请公司支付金钱补偿款的案由是合同法中的对赌合同纠纷,而非公司法中的分红权纠纷。倘若公司有可资分配的税后利润,股东可基于股东会分红决议向公司提起股利给付之诉,无需舍近求远,主张对赌之债。若实控人滥用控制权、恶意不作出分红决议,则《公司法司法解释(四)》第 15 条规定的司法强制分红规则足以保护小股东分红权。正所谓“事出反常必有妖”,PE/VC 拒绝提起分红权之诉的真实原因是公司无红可分。既然无红可分,法官也无计可施,无咎可责。

其四,股份回购条款因违反《公司法》第 224 条规定的公司减资程序的效力性规范而无效。立法者旨在落实资本减少限制原则,保护公司外部债权人的知情权、异议权、选择权与安全保障权(到期债权的受偿权与未到期债权的担保索取权)。

实际上,股份回购条款既违反《公司法》的上述规定,也违反禁止股东权利滥用原则、公司生存权发展权原则与股东平等原则等一系列公司法核心价值体系。为优化 PE/VC、目标公司、创始股东和债权人等利益相关者诚实信用、公平公正、多赢共享、包容普惠的公司生态环境,必须确认 PE/VC 与目标公司对赌之债无效。

为预防 PE/VC 与目标公司对赌之债对其他债权人的严重隐秘冲击,建议抛弃当前“明股实债”的潜规则,回归股债两分定律,确立“或股或债”的明规则。若 PE/VC 有意成为目标公司的合格股东,就应抛弃对赌之债。为防范投资风险,PE/VC 要善用人工智能(AI)与区块链等手段,强化对目标公司及其商业模式与创业团队的尽职调查能力,保持股权投资的法律本色。PE/VC 若执意对目标公司享有股债两权,也须将其投资款在资产负债表中一分为二:一部分计入注册资本,以取得股权;另一部分计入公司对外负债而非资本公积,以取得对公司债权。此等债权应受到其他债权人的确认与尊重。若目标公司上市,计入债权的资本无法享受股权资本增值的溢价。目标公司亦可对 PE/VC 发行可转换公司债,成败取决于双方围绕转换条件(对价)展开的博弈。产权属性可自由设计与变更,但必须在

契约自由、公开透明、预期稳定的基础上进行,不得损害局外的无辜债权人。

理顺 PE/VC 与目标公司之间融资法律关系的关键在于,彻底疏通民企融资“难贵慢”的制度瓶颈。建议以《中华人民共和国民营经济促进法》出台为契机,加速民间借贷的法治化、市场化和公平化进程,允许草根金融产业在法治、透明、理性的轨道上痛改前非、重新回归,鼓励民间与正规融资平台公平竞争,消除融资价格(利息)双轨制,落实国企、民企、外企和混合所有制企业的平等融资权,弱化民企对对赌型融资的过度畸形依赖,拓宽多层次资本市场直接融资平台。为降低公司 IPO 门槛,必须促进国内外证券交易所之间的制度竞争,全面推进 IPO 注册制的常态化与市场化,预防具有可持续发展潜力的拟上市公司在 IPO“唯财务业绩论”的误导下重蹈对赌覆辙。

六、公司集团丢车保帅的道德风险外溢与债权人保护对策

(一) 公司集团成员假破产、真逃债的潜规则

破产法的核心价值目标有两个:一是保护诚实守信而不幸丧失偿债能力的债务人(包括公司及其股东),不袒护假破产、真逃债、未失能的恶意债务人;二是确保公司的债权人能依法定条件与程序,获得公平、透明、平等清偿,预防法院或管理人厚此薄彼。即使大部分债权人尤其是无担保债权人无法足额受偿,破产法也有义务保护其公平获得部分清偿,践行实体与程序的双重正义。

在实践中,金蝉脱壳、坚壁清野等逃债套路五花八门。有些公司集团拒绝协助负债的集团成员及时足额偿债,并且变本加厉地滥用破产制度,以便断尾求生。有些债务人公司为规避法院强制执行,孤注一掷地滥用其背后盘根错节的公司集团网络,实施假破产、真逃债的焦土计划,恶意将本公司资产清零,最终悬空破产债权。有的以非法手段对外承担虚构的巨额债务,计提大量坏账准备,冲减利润,以达到资不抵债的假象,虚构破产原因,逼停法院强制执行程序。有的恶意采取隐藏、转移、故意毁损财产或无偿转让财产、以明显不合理的低价转让财产的方法。有些公司集团的双控人处心积虑地使用丢车保帅的伎俩,滥用对所属公司的控制权,玩拉线木偶游戏,故意将债务人公司的全部优质资产转移给实际控制人及其指定的第三人或关联公司,而将公司集团的全部或主要债务留给奄奄一息的债务人公司。

与势单力薄的独立公司相比,部分身处公司集团麾下的失信债务人公司在隐匿资金、转移资产(包括物权、债权、股权、知识产权与数据产权)、侵占或挪用资产、虚构债务等方面得心应手。债务人公司恶意促成执行程序转入破产程序的路线图表明,其主要动机就是假破产、真逃债,否定执行法院业已采取的保全与执行措施,悬空对外债权,最终让债权人与近在咫尺的优质被执行财产(尤其是拍卖财产)失之交臂。

(二) “执转破”的可逆性与“破转执”的可行性

为实现破产法的价值目标,大部分执行法院依据《企业破产法》和最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》推进执行程序转入破产程序(以下简称“执转破”),让符合破产条件的企业转入破产程序,及时中止对破产企业的执行程序,解除相关保全措施。遗憾的是,“执转破”的制度设计严重低估失信被执行人的主观恶性与诡诈,未能同步设计“执转破”被滥用时的纠偏程序。

为激浊扬清、惩恶扬善,必须确保失信成本高于失信收益、守信收益高于守信成本、维权收益高于维权成本。建议《企业破产法》未来修改时确认“执转破”的可逆性,规定破产程序转入执行程序(以下简称“破转执”)的法律规则,并增强其可操作性。法院一旦查明债务人公司实施假破产、真逃债的

行为,就应依职权或依债权人申请,及时裁定终结破产程序,回转破产程序之前业已存在的执行程序。

市场有眼睛,法律有牙齿。为保持债务人公司对法律的信仰、对失信风险的敬畏与对债权人的感恩,必须刚柔相济,精准激活民事法律责任、行政法律责任、刑事法律责任与信用法律责任。对假破产、真逃债的行为情节严重,构成虚假破产罪、拒不执行判决裁定罪、职务侵占罪与挪用资金罪等犯罪的,要稳准狠地追究刑事责任。双控人与董监高等直接责任人员犯有数罪的,应数罪并罚。关键是追首恶、宥轻过,精准严惩从假破产真逃债中获取实质利益者。否则,难以维护公司集团制度的公信力,更无法维护系统性金融安全与法治化营商环境。健全破产失信制裁措施也迫在眉睫。毕竟,诚信无价。^[33]

(三)公司集团实质合并破产的谦抑性原则与欺诈例外规则

针对公司集团假破产、真逃债的潜规则,仅仅确立“破转执”规则仍力所不逮。2018年《全国法院破产审判工作会议纪要》要求法院通过实质合并审理方式处理法人人格高度混同的关联关系,确保全体债权人公平清偿,避免不当采用该方式损害相关利益主体权益。实质合并审理规则的核心内容有三方面:一是就破产清算而言,破产程序终结后各关联公司成员均应注销;二是就和解或重整而言,各关联公司原则上应合并为一家企业;三是根据和解协议或重整计划,确有需要保持个别公司独立的,应依公司分立规则单独处理。

该纪要第32条强调关联公司实质合并破产的审慎适用。其一,法院应尊重公司人格的独立性,对关联公司成员的破产原因进行单独判断并以适用单个破产程序为基本原则。其二,只有当关联公司成员之间存在法人人格高度混同、区分各关联公司成员财产成本过高、严重损害债权人公平受偿利益时,才可例外适用关联公司实质合并破产方式。人格高度混同主要包括机构、人员、资产、财务与业务。其三,法官对实质合并破产的实质要件的认定举棋不定时,不宜实质合并破产。既要坚持捍卫公司人格独立的谦抑性原则,也要确保例外规则在集团性破产欺诈案件中及时发挥作用。

假破产、真逃债恶意促成的“执转破”程序严重逃废债务,破坏交易安全,浪费司法资源,贬损破产法公信力,社会危害极其严重。债务人公司滥用关联关系而实施假破产、真逃债的行为是共同欺诈,离不开债务人公司与公司集团其他成员之间的恶意串通与默契配合,构成关联公司之间法人人格的高度混同。为惩前毖后、治病救人,建议未来修改《企业破产法》时明确规定对滥用公司集团关联关系而实施的假破产、真逃债案件一律推行实质合并破产。法院应强制各关联公司统一进入破产程序,由各关联公司全体债权人在同一程序中从全部合并破产财产中公平受偿。当然,这种“大锅饭”福利对债权人有可能造成苦乐不均。因为,偿债能力最强的债务人公司的债权人本有机会足额受偿,但在合并破产程序中会打折受偿,偿债能力最弱的债务人公司的债权人则会因祸得福,坐享受偿率升级。但总体而言,实质合并破产程序瑕不掩瑜,利大于弊。

(四)公司集团实质合并破产与合并揭开公司集团面纱的同频共振

为维护交易安全、规范集团治理,2023年修订后的《公司法》第23条第2款导入了合并揭开公司集团面纱制度。母公司若滥用两家以上公司集团成员的独立法人资格、严重损害债权人利益,法院有权判令公司人格被滥用的公司集团成员以其全部责任财产对彼此债务连带负责。人格否认是人格滥用的结果。没有滥用,就没有否认。双控人滥用公司集团成员的公司人格在先,法院嗣后确认公司集团人格滥用事实,并在公司集团内外合理配置交易风险。以其人之道、还治其人之身,符合国法天理人情,弘扬了善恶有报、责任自负的理性法治文化,具有公平性、正当性、合理性与必要性。

[33] 参见刘俊海:《信用责任:正在生长中的第四大法律责任》,载《法学论坛》2019年第6期。

公司集团实质合并破产与合并揭开公司集团面纱是和而不同的姊妹规则,它们的差别如下。

其一,适用门槛高低有别。公司集团实质合并破产仅适用于核心成员具备破产原因的情形。依《企业破产法》第 2 条,破产原因系指债务人不能清偿到期债务且资产不足以清偿全部债务或明显缺乏偿债能力。然而,揭开公司集团面纱不以具备破产原因为前提。当然,有些公司集团成员在被法院揭开公司面纱后有可能陷入破产境地,促使公司集团债务全面集中爆发,最终导致法院适用实质合并破产规则。

其二,受益人范围不同。公司集团实质合并破产规则的受益人是全体债权人。因为,各成员公司的财产汇聚为合并后统一的破产财产,由全体债权人在同一程序中按照法定顺序公平受偿。揭开公司集团面纱规则的受益人仅限于主张权利的特定原告。前者具有财产全部入库、惠及全体债权人的面到面、多对多的全面普惠特点。后者具有个别偿债、仅造福部分债权人的面对点、多对一的定向施惠特点。

其三,公司集团成员之间债权债务的独立性不同。在实质合并破产时,各关联公司成员之间的债权债务归于消灭,不存在成员企业之间在代为偿债后的内部求偿权。在揭开公司集团面纱时,各关联公司成员之间的债权债务犹存,成员之间在代人受过后可内部求偿。

其四,连带偿债之后公司法律人格的独立性不同。在实质合并破产时,各关联公司成员的主体资格要么全部消灭,要么仅保留一个。在破产清算时,破产程序终结后各关联公司成员均予注销;在和解或重整时,各关联公司原则上合并为一家企业,以简化公司内外法律关系处理。因此,公司集团在合并破产后大概率荡然无存。然而,在揭开公司集团面纱时,法院仅在个案中暂时否认成员企业的法人资格,无权彻底消灭全体公司的法律人格,亦不撼动公司集团的组织架构。

其五,自然人双控人的责任不同。由于《企业破产法》仅调整企业破产,未顾及自然人破产,公司集团实质合并破产规则无法将公司集团的自然人双控人的个人财产纳入合并破产财产偿债。然而,根据《公司法》第 23 条第 1 款与第 2 款,被揭开公司集团面纱的成员公司与位于“金字塔”塔尖的自然人双控人都有可能被法院判令向债权人连带偿债。

这两项规则也有异曲同工之妙。一是保护功能。具有偿债能力的集团成员完全对彼此债务连带负责,有助于降低交易成本,维护交易安全,加速商事流转,增强偿债能力羸弱的债务人公司的债权人的安全感。二是制裁功能。连带责任有助于制裁滥用公司集团控制权与公司法律人格的双控人,惩戒随波逐流的公司集团成员,确保违法成本高于违法收益。三是教育功能。连带责任有助于警醒与倒逼所有公司集团(包括尚未涉案的公司集团)慎独自律,见贤思齐,追求卓越。四是增信功能。连带责任有助于夯实公司集团的三重信用(资本信用、资产信用与人格信用),推动公司集团“优生优育”,行稳致远。^[34]

七、结 论

公司退出过程中的主要矛盾是股东与债权人在争夺公司有限资源方面的利益冲突。在公司自愿退出或被强制退出的过程中,都会存在股东机会主义行为侵害债权人的道德风险。有些公司因经营不善而被市场淘汰。有些公司因 2023 年修订后的《公司法》推出的债权人友好型注册资本制度改革

[34] 参见刘俊海:《论合并揭开公司集团面纱制度:治理失灵时的债权人保护机制》,载《法学杂志》2024 年第 4 期。

而成为潮水退却后的“裸泳者”。随着 2027 年 7 月 1 日的来临,依据 2013 年修订后的《公司法》成立的注册资本认缴制存量公司的股东出资义务将陆续到期。就认缴高额注册资本的公司而言,即使股东享有出资期限利益的法定期限尚未届满,只要公司不能对外偿债,就会自动触发出资加速到期规则。若股东不能履行出资义务,就会导致公司及其股东的双重破产。股东不论是自然人还是法人,都应纳入未来破产法的调整范围。

债权人在公司退出阶段沦为弱势群体的成因包括信息不对称的陷阱、股东有限责任待遇的滥用、注册资本认缴制改革中遗留的制度漏洞、股东与债权人不对称的零和博弈以及高杠杆外延式扩张的商业潜规则。因此,股东与债权人在公司退出过程中的博弈往往不是基于公平、诚信、秩序、理性的内外有别的法治规则,而是基于实力、谋略、胆量、运气的弱肉强食的丛林规则。为了吸引债权人为公司授信、增加公司商业机会、提升公司业绩、造福股东、打造股东与债权人同舟共济的利益共同体,法律必须善待债权人,对在公司退出阶段处于弱势地位的债权人予以适度倾斜。

要化解股东与债权人的利益冲突,必须夯实基于股东剩余索取权的股债两分定律。股东必须劣后于债权人分享股利,率先承受亏损风险。在债权与股权的义务人均指向同一公司时,债权优于股权而获得实现。在债权人足额受偿之前,股东不得染指公司剩余财产。股东债权人若未对公司履行出资义务或存在抽逃出资行为,就无资格与外部债权人一道平等受偿,也无权就其瑕疵出资或抽逃出资的部分股权享受分红权与表决权。为避免股东作为内部债权人与外部债权人“抢跑道”的道德风险,股东不得主张其股权出资义务与对公司债权的抵销。

股东分红权不能被一概确认为债权。分红权具有期待权、债权与物权等不同层次的内涵。抽象期待权层面的分红权不能作为债权申报,更不能阻挠债权实现。仅有债权层面的分红权才能作为债权申报。分红权债权化的法律行为是合法有效的股东会分红决议。在股东会失灵时,法院可例外强制公司分红。即使董事会未在股东会分红决议后半年内分配股利,亦不导致分红权消灭,半年并非除斥期间。

即使股东向公司提供债权融资,也不能简单机械地套用债权平等原则。为夯实公司资本信用,应确立以债权平等为原则、股东债权居次为例外的折衷主义规则。建议将居次受偿的股东债权严格锁定于本应由股东以股权资本形式投资却以债权资本替代的股权资本显著不足的情形,并采取举证责任倒置。

当前,有些法院确认 PE/VC 与目标公司对赌之债为合法债权,加剧了本已紧张的公司债务危机。目标公司对赌之债违反资本维持原则,贬抑企业家精神,损害公司真正债权人的利益,导致公司饮鸩止渴。为清除潜规则的滋生蔓延,法院应确认此类对赌之债无效。

为遏制公司集团丢车保帅的道德风险,清除假破产、真逃债的潜规则,建议立法者确认“执转破”的可逆性,增强“破转执”的可操作性。为激浊扬清,建议对滥用公司集团的关联关系而实施的假破产、真逃债案件一律推行实质合并破产。公司集团实质合并破产与合并揭开公司集团面纱作为和而不同的姊妹规则,理应同频共振、良性互动。

(责任编辑:陈历幸)

On the Reshaping of Creditor-Friendly Company Exit System

——Focusing on the Rational Game between Shareholders and Creditors

LIU Junhai

Abstract: The main contradiction in the exit process confronted by the company as the most typical and important modern business vehicle is the conflict of interests between shareholders and creditors in the competition for limited corporate resources. The root causes of creditors becoming vulnerable include information asymmetry, abuse of limited liability of shareholders, loopholes in the system of registered capital subscription, asymmetric zero-sum game of between shareholders and creditors, and unspoken rule of business of high-leverage extensive expansion. In order to build a community of shared interests where shareholders and creditors work together, it's crucial to prevent the malicious circumvention of the debt-equity dichotomy based on shareholders' residual claim. Shareholders are inferior to creditors in should yield to external creditors' rights. Shareholders are subordinate to creditors in dividends distribution and are the first to bear risks. When both the creditors' right and equity are against the same company, the creditors' right takes priority over equity. Shareholders are not allowed to put a finger on corporate assets until the creditors have been paid in full. A shareholder-creditor who has failed to contribute its capital to the company or withdrawn equity capital from the company has no right to equal compensation with external creditors, nor do they have the right to enjoy dividend distribution and voting rights for their unpaid or withdrawn equity. Shareholders shall not claim to offset their capital contribution obligations against debts owed to them by the company. Only the right to dividends in a creditor's capacity can be declared as a creditor's right. To solidify the company's capital creditworthiness, a compromise rule should be established, with the equality of creditors' rights as the principle and the subordination of creditor's right held by a shareholder as the exception. In order to remove the hidden rule that the VAM debt between PE/VC and target corporation breeds and spreads, the court should declare the VAM clause null and void. In order to curb the moral risk of a corporate group sacrificing subsidiaries to protect the parent company, the legislator should confirm the reversibility of the "conversion from execution to bankruptcy" and establish rules on "conversion from bankruptcy to execution". In the case of fake bankruptcy and real debt evasion that is carried out by abusing the affiliation of a corporate group, substantive consolidated bankruptcy should be implemented invariably. Substantive consolidated bankruptcy and consolidated piercing of the veil of the corporate group coexist harmoniously while remaining distinct.

Keywords: Information Asymmetry; Registered Capital; Right to Dividend; Valuation Adjustment Mechanism; Fake Bankruptcy; Substantive Consolidated Bankruptcy