

论公司回购减资中债权人 保护规则的完善*

陈铭宇**

摘要:公司回购股东持有的股份/股票时,以公司资产向股东进行支付,引发债权人保护的需要。现有制度要求公司在减资时为其债权人提供担保或者提前清偿,由于资本范围界定模糊,并机械地将资本受损与会计上股本减少挂钩,在债权人保护上同时存在反应过度和反应不足的问题。本文建议,明确法律欲加以维护的资本范围,为资本是否真正减少确立准确的判断标准,并在回购交易中区分资本是否受损采取差异性的债权人保护措施。

关键词: 回购减资 资本受损 债权人保护

公司以其全部财产对公司债务承担责任,股东仅以出资为限承担责任,系现代公司与其债权人之间契约的一个“缺省条款”(default term),^[1]构成公司这种商业组织的核心制度。债权人与公司缔约时,可以通过尽职调查了解其净资产多寡和流动

* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

** 深圳证券交易所员工。

[1] See Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, 2nd Edition 2009, p. 9.

性、创造现金流的能力等,相应采取相关约定事项(covenant)自我保护,如限制债务人负债、资产处置和分配行为,特定情形下债务加速到期等。但这些措施是预防性的,只有具备谈判优势的债权人方能采取,一般债权人(特别是被动债权人如遭侵权者)无法事先决定债权条件,这构成了在一般合同法之外为债权人提供保护的逻辑起点。

在与第三方交易时,由于股东享有剩余索取权,其需确保偿付债务后仍有剩余价值才能获利,故而有动力“确保交易不仅仅对股东是有益的,而且对所有与公司进行交易的主体(包括债权人)也是有益的”〔2〕当交易的对象是股东时,对于一般经营过程中的交易,重点关注公司是否通过不公允的交易条件向关联方输送利益,全体股东整体利益得到保护的同时,债权人利益附带得到保护。

公司还可能和股东发生权益性交易,即与以所有者之身份行事的股东进行的交易。〔3〕这类交易发生在公司一般经营活动之外,债权人利益受损的可能性更大,提供适当保护的必要性更强,最为典型的是回购减资。自2019年判决的江苏华工案支持了股东要求公司履行回购义务的主张后,解读文章不断涌现,其中不乏债权人保护的视角,有文章在分析域外资本维持原则与清偿能力约束两种规制模式后,提出债权人保护模式需考虑公司法价值判断、相关会计规则和其他保护机制等宏观因素;〔4〕有文章在分析美国科创企业资本结构的基础上,对美国法律在公司陷入破产之前,原则上不对债权人特加保护的立场进行了解释。〔5〕

本文主要立足于中国公司回购减资的规定,集中分析实践中的如

〔2〕 Id., p. 28.

〔3〕 这个概念在国际会计准则理事会(International Accounting Standards Board, IASB)的准则体系中并未正式被定义,但2008年1月修改后的《国际会计准则第27号——合并财务报表和单独财务报表》(International Accounting Standard 27 Consolidated and Separate Financial Statements)在第30段规定特定股权交易的会计处理方式时顺带提到。美国财务会计准则亦有类似概念。

〔4〕 参见刘燕、王秋豪:《公司资本流出与债权人利益保护——法律路径与选择》,载《财经法学》2020年第6期。

〔5〕 参见张巍:《超越华工案:科创企业的资本结构与回购权》,载微信公众号“比较公司治理”2019年10月31日。

下困惑,即在某些情况下净资产实质减少对债权人利益造成消极影响,仅因注册资本形式上未减少而无法触发保护措施,而在另外一些情况下,仅因注册资本形式上的减少,债权人利益未受实质性影响而不必要地触发保护措施,即反应不足和反应过度的双重问题,对现有规则将债权人保护的触发条件与注册资本的减少相挂钩的弊端进行分析,并提出一种替代性的思路。

一、中国法下的回购/减资

向股东回购股份,不必然以公司获得利润为前提,故不像投资者获得分红那样天然具有正当性,对债权人利益的影响更为重大,保护的迫切性更为突出。从规则的演变看,大多数法域至少在一开始是禁止的。^[6] 随着现代公司法的发展,人们渐渐意识到,回购乃至减资并不是洪水猛兽,在不影响债权人利益或者提供充分救济的前提下,应容许公司利用回购实现多种交易目标。减资与回购联系紧密,但有其独立功能。回购必然产生库存股,库存股的用途是法定的,其中之一即被注销并引发减资;减资体现为注册资本的减少,多数情况下是注销库存股所引发的,但亦可能纯粹是所有者权益科目内部调整的结果。本文认为,中国法下回购/减资制度设计存在缺陷,主要根源在于对回购/减资的交易实质欠缺细致的分析和准确的理解,本文首先区分有限责任公司和股份有限公司两种类型,集中对各类回购情形及其影响进行分析。

(一) 有限责任公司

对于有限责任公司,《公司法》(2018年修订,下同)第35条规定“公司成立后,股东不得抽逃出资”,但同时规定了减少注册资本的审议程序(第37条、43条、46条、66条),说明可以遵循法定程序将股东出资退回。常见类型有:(1)运营过程中发现资本过剩,将闲置资本予

[6] 例如,英国上议院早在19世纪就作出裁决,即使备忘录中明确规定公司有此权限,公司也不得购买自身的股份,因为这会导致公司资本的减少。See *Trevor v. Whitworth* (1887) 12 App. Cas. 409 HL.

以退回；(2)执行对赌协议而回购相关股东的出资；〔7〕(3)购回对公司合并、分立决议持异议之股东的出资；(4)为维护有限责任公司的人合性,约定在股东出现辞职、调离或被辞退、解除劳动合同等情形时,由公司收购其所持股份。〔8〕

以上情形都导致公司向股东实际支付,净资产减少。至于注册资本是否减少,第(1)种情况本意是将多余的资本退回股东,减少注册资本是其当然结果,其他情况下,公司能否以其持有的出资为基础招募新的股东,抑或需予以注销,规则并不明确。

此外,还存在一些形式上导致注册资本减少的情形,主要包括:(1)运营中出现严重亏损,通过调减实收资本以弥补亏损;(2)有限责任公司改制为股份有限公司时,依据《公司法》第95条的规定,以不高于公司净资产的数值确确实收股本,改制后注册资本可能减少;(3)对部分股东,在其认缴出资不到位的限度内减少相应的注册资本;(4)依据最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(三)》第17条的规定,解除“未履行出资义务或者抽逃全部出资”之股东的股东资格,由此减少注册资本。

第(1)种情况对应的会计分录为:

借:实收资本

贷:未分配利润

从而减少直至消除未分配利润的借方余额。

第(2)种情况对应的会计分录为:

借:实收资本(原)

资本公积(原)

其他所有者权益科目(原)

贷:实收资本(新)

资本公积(新)

对于第(3)(4)种情况,如果没有新引入的股东承担未缴足部分的

〔7〕 关于对赌安排的有效性,过往各地各层级法院的判决认定并不统一,2019年《全国法院民商事审判工作会议纪要》第5条“与目标公司对赌”已明确持支持立场。

〔8〕 例如,最高人民法院指导性案例第96号:宋某军诉西安市大华餐饮有限公司股东资格确认纠纷案,2018年6月20日公布。

出资义务,则将导致注册资本减少。上述情形均未导致资产实际从公司流出,不过第(1)种情形使分红更为便利,因为无须再用所获利润填补亏损,第(3)(4)种情形如注册资本减少,向债权人宣示的偿债保障金额也下降了,故在第(1)(3)(4)种情况下,公司的偿债能力在“对外宣示”的意义上下降了;而第(2)种情形利用相关所有者权益去填补历史上累计的亏损,是改制本身所允许的,如果注册资本确实减少,也不能认为因此对偿债能力造成消极影响。

(二) 股份有限公司

1. 可以进行回购的情形

不同于有限责任公司,《公司法》第142条对股份有限公司回购情形进行了较为明确的规定,包括:(1)减少公司注册资本;(2)与持有本公司股份的其他公司合并;(3)将股份用于员工持股计划或者股权激励;(4)回购对合并、分立等股东大会决议持异议的股东的股份;(5)将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券(以下简称可转债);(6)上市公司为维护公司价值及股东权益所必需。

此外,在实践中上市公司还可能在四种场合下回购自身股份:(1)执行重组业绩对赌而回购股份;(2)股权激励相关情况下回购股份;(3)为避免形成交叉持股而回购股份;(4)为实现退市向全体股东回购股份。^[9]

2. 回购对注册资本和责任财产的影响

回购时,资产从公司流向了股东,公司取得了库存股,但这并不是资产端形态的转化。假设一家没有负债的公司将所有资产用以回购所有股票,则资产借方仅有库存股,其显然是没有实质价值的。所以在资产转化为库存股时,公司的责任财产已然减少,这一影响并非等到其被注销导致注册资本减少时才产生。被注销并导致注册资本减少并非库存股的唯一归宿,库存股有其他法定用途,如果将股份回购连同其后续用途作统一考虑,其对公司责任财产的影响就更为多样化。以下对10种情况逐一进行分析。

[9] 此外,《证券法》第24条第2款规定了欺诈发行上市股票责令回购制度,但证监会相关实施办法目前尚未颁行,本文不予讨论。

(1) 减少公司注册资本

这一回购情形的立法逻辑与其他情形不同。其一,它与其他法定情形存在重叠,除特定情况下可转让外,库存股一定时间后均需注销,从而减少注册资本。其二,减少注册资本往往不是直接目的,而是其他行为的附带结果,公司能否以减少注册资本的名义实施任何回购而不受限制?例如,能否将资产卖回股东,而股东以注销相应股份的方式作为对价;^[10]能否在受到敌意收购时,回购收购方的股份,^[11]或者回购除了收购方以外股东的股份。^[12]《公司法》仅规定可以减少注册资本,但导致注册资本减少的原因行为需另寻合法性,在其他规则供给不足的情况下,实践中很难创设新的回购模式。例如,为公平对待股东,司法实践已拒绝以减资的名义按不同比例向股东回购股份。^[13]从效果上看,单为减少注册资本而回购股份带来了责任财产的减少。

(2) 与持有本公司股份的其他公司合并

这种情形主要出现于上市公司吸收合并其控股股东的交易中,以近期发生的上市公司河南双汇投资发展股份有限公司(以下简称双汇发展)通过向控股股东河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司(以下简称双汇集团)的唯一股东罗特克斯有限公司(香港)(以下简称罗特克斯)发行股份,吸收合并双汇集团为例(交易前后股权结构见下图)。双汇集团在交易前持有上市公司 59.27% 的股份,在交易后该部分资产并入双汇发展,成为其库存股,随后被注销。双汇发展吸收合并双汇集团前后股权结构如图 1 所示:

[10] 典型如 2006 年股权分置改革中,一些上市公司以现金或者资产为对价,定向回购注销了股东持有的非流通股,如延边公路建设股份有限公司股权分置改革方案中,公司以截至 2006 年 6 月 30 日经审计的全部资产及负债为对价,定向回购并注销吉林敖东药业集团股份有限公司持有的上市公司合计 46.15% 的股权。

[11] 在美国案例 *Cheff v. Mathes*, 199 A. 2d 548. 中,这一俗称为“绿色邮件”(greenmail)的反收购措施得到了支持。

[12] 在美国案例 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* 493 A. 2d 946 中得到支持。

[13] 上海市第一中级人民法院认为,“《公司法》第 43 条规定的‘减少注册资本’应当仅仅指公司注册资本的减少,而非涵盖减资后股权在各股东之间的分配”,认为不同比例减持需全体股东同意,参见(2018)沪 01 民终 11780 号判决书。又如,无锡市中级人民法院认为,“不同比减资会直接突破公司设立时的股权分配情况……对于不同比减资,应由全体股东一致同意,除非全体股东另有约定”。参见(2017)苏 02 民终 1313 号判决书。

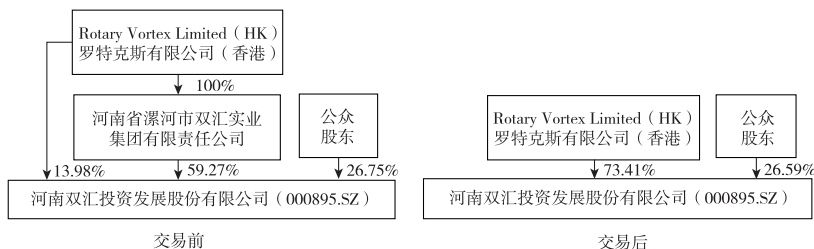


图1 双汇发展吸收合并双汇集团前后股权结构

在对这部分股份进行定价时,评估值按本次作为对价的上市公司股份的发行价确定,即“1股换1股”。从交易实质看,罗特克斯将其间接通过双汇集团持有的双汇发展股票作为出资,换取同等数量的新发行股票。相关股份直接注销而未导致资产实际向股东流出,因而交易报告书在债权人保护措施中并未提及因减资而根据《公司法》第177条向股东提供清偿或担保的保护。^[14]

(3) 将股份用于员工持股计划或者股权激励

将回购和转让两个步骤综合看待,如果回购价格低于限制性股票授出所收取的价格,则公司责任财产因此增加,如果回购成本高于收取的对价,则责任财产将减少。但从债权人利益出发,不通过回购股份而是通过发行新股来实施激励,债权人得到的保障更强,因为公司可以收到的认购对价是固定的,但通过回购实现股份授予,额外支付了发行新股方案所不必支出的回购对价。

(4) 回购对合并、分立等股东大会决议持异议的股东的股份

在实践中,一般是由具有较强支付能力的控股股东而非上市公司来收购异议股东的股份。例如,在中国长城计算机深圳股份有限公司换股合并长城信息产业股份有限公司的交易中,双方均为上市公司,对该合并方案持异议的股东所持股份均由共同的控股方中国电子信息产业集团有限公司予以现金收购。^[15] 在东北高速公路股份有限公司分立为黑

[14] 参见双汇发展于2019年7月1日披露的《吸收合并河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》,第245~252页。

[15] 参见长城电脑于2016年9月3日披露的《换股合并长城信息产业股份有限公司及重大资产置换和发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(修订稿)》,第470页。

龙江交通发展股份有限公司和吉林高速公路股份有限公司的交易中,异议股东的股份也是由第三方黑龙江省公路桥梁建设集团公司收购的。^[16]

(5) 将股份用于转换上市公司发行的可转债

将回购和转换两个步骤综合考虑,如果回购价格低于转换价格(事先已确定),则对于公司和股东而言,相当于以较低的成本完成了可转债的偿付;如果回购价格高于转换价格,则通过回购满足可转债的转股需求是不明智的,理性的公司不会如此行事。而从可转债持有人之外的债权人的利益出发,不通过回购而通过发行新股以满足转股要求是更有利的,因为公司无须支付回购成本,从而导致责任财产的减少。

(6) 为维护公司价值及股东权益所必需

该种情形系 2018 年修改《公司法》时新增的,证券监管规则将其界定为“股票收盘价低于其最近一期每股净资产”或者“连续二十个交易日股票收盘价跌幅累计达到 30%”。^[17] 根据《公司法》第 142 条第 3 款的规定,因该种情形而回购的股份可以在 3 年内择机转让。如果 3 年内股价持续走低而只能低价转让,甚至到期予以注销,则长期看公司责任财产减少了;即便过后得以高于成本价的价格进行转让,使得总体上公司净资产增加,在进行回购后转让前,公司净资产仍发生减少,至少暂时削弱了公司的偿付能力。

(7) 执行重组业绩对赌而回购股份

在证监会《上市公司重大资产重组管理办法》(2020 年 3 月修订)第 35 条要求的特定情形,或者自愿的情形下,交易对方就标的业绩作出承诺,嗣后业绩不达标时,公司将以 1 元的名义对价回购业绩承诺主体的股份。由于公司仅支付名义对价,所以回购对公司责任财产并无影响。

(8) 股权激励相关情况中的股份回购

依据证监会《上市公司股权激励管理办法》(2018 年 8 月修订)第 7 条、18 条、25 条等规定,在出现不得实行股权激励、激励对象离职或者未达到解除限售条件时,上市公司将回购并注销已授予的限制性股票。根据第 26 条的规定,在不同情况下,回购价格或不高于授予价格,

[16] 参见东北高速于 2010 年 2 月 11 日披露的《分立上市报告书》,第 29 页。

[17] 参见《关于支持上市公司回购股份的意见》(证监会公告[2018]35 号)第三点。

或不高于授予价格加上银行同期存款利息之和。在财务效果上,等同于公司从授予到回购股份这段时间内,借入一笔无息或者低息贷款,如果将出资和回购综合考虑,公司的责任财产基本不受影响,在回购前甚至还因为激励对象的出资而得以增加。

(9) 为避免形成交叉持股而进行回购

以湖北沙隆达股份有限公司(以下简称沙隆达)2017年的重组交易为例,交易前后的持股情况如图2所示,交易中沙隆达向中国化工农化总公司(以下简称中国农化)发行股份购买 ADAMA Agricultural Solutions Ltd. 100% 股权,从而间接持有 ADAMA Celsius B. V. 100% (以下简称 Celsius) 的股权,而 Celsius 原持有沙隆达 10.6% 的 B 股股权。在对交易标的持有的这部分股权进行评估时,其取值等于未来回购时将支付的对价。^[18] 所以,实质上,中国农化凭借间接持有的该部分资产获得了上市公司新发行的同等数量的股份。但不同于上述第(2)种情形,沙隆达在回购该部分股份时,需向 Celsius 支付回购款,虽然在沙隆达并表范围内,该部分货币资产仍在其账上,但是由于沙隆达是与 Celsius 相区隔的法律主体,经过支付后其作为偿债保障的责任财产仍发生减少。

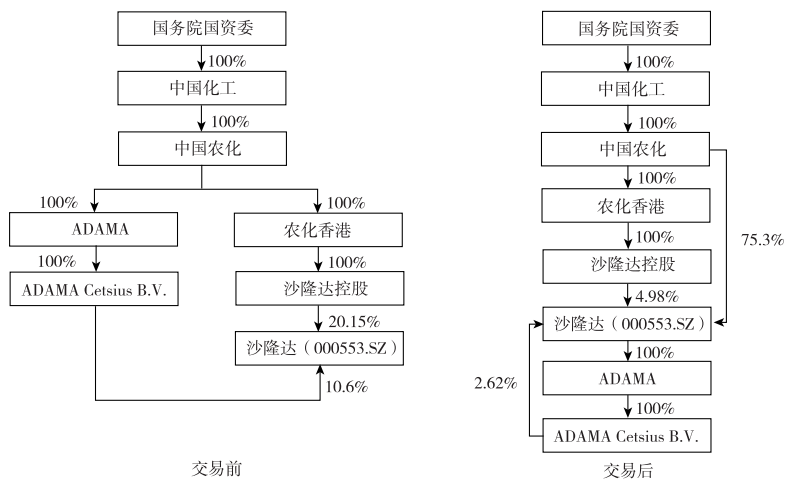


图2 沙隆达发行股份购买 ADAMA(不考虑募集配套资金)前后股权结构

[18] 参见沙隆达 2017 年 7 月 5 日披露的《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》,第 194 页。

(10) 向全体股东回购股份以实现退市

沪深交易所对各板块均有股本总额和股权分布的要求。因此,上市公司可以通过向全体股东回购全部股份或者部分股份的方式,使公司股本总额、股权分布等不再具备上市条件,从而实现退市。实践中尚未有上市公司通过该种方式实现终止上市,如果采用该种回购方式,公司将支出很大一笔回购款,责任财产将大幅减少,相关回购所得的股份除了加以注销外,并无其他法定用途,因此注册资本最终也将减少。

3. 并不导致责任财产减少的减资情形

实践中还存在一些并不导致公司责任财产减少的注册资本减少情形,伴随这些情形的是所有者权益科目的调整。主要有:

(1) 缩股/合股

由于股价持续低于面值会导致上市公司终止上市,部分公司通过将若干股股份合并为1股的方式来提高每股股价,规避退市,俗称“缩股”或“合股”。例如,厦门灿坤实业股份有限公司于2012年12月进行的缩股操作,即以总股本1,112,350,077股为基数,全体股东将每6股缩为1股,相当于每股折算为0.166666668股。^[19]

一般而言,缩股对公司财务情况的影响是,公司将减少股本并按照不同来源调增相应的所有者权益科目,本身并不影响公司的资产负债情况。如果过往存在以未分配利润送股的情况,且当下未分配利润为负,则缩股过程中,过往亏损可能得到弥补而由负转为零,使公司在以后年度盈利时更容易向股东分配。

(2) 减少注册资本以弥补亏损

公司累计未分配利润为负,往往说明股东的出资——不管是计入注册资本还是股本溢价——已开始受到侵蚀,一般认为,此时通过减资,可以“使公司的注册资本与净资产水准相符,有利于昭示公司的真正信用状况”。^[20]2006年,安徽飞彩车辆股份有限公司推出股权分置

[19] 参见闽灿坤B于2012年12月27日披露的《关于公司实施缩股方案的公告》。

[20] 宋燕妮、赵旭东主编:《中华人民共和国公司法释义》,法律出版社2019年版,第339~340页。

改革方案,其中一步即是全体股东以每 10 股减 6.7335 股的方式减资弥补亏损。^[21] 在会计处理方式上体现为:

借:股本

贷:未分配利润

效果上减少了未分配利润的借方余额。以减资的方式弥补亏损,当下并未改变公司资产负债情况,但使得以后年度盈利时更容易向股东分配。

二、回购/减资中债权人保护措施分析

(一) 支持《公司法》第 177 条的主要理由及简要评价

公司法通过不得抽逃出资规则、回购与减资限制、分配规则等严密保护的注册资本,是否足以起到保护债权人的作用,并且不致因缺乏灵活性而对公司运营和资本运作造成不必要的阻碍? 对此已有不少理论的优化讨论和实践的修正尝试(如 2013 年推出的认缴资本制以及 2018 年对回购事项的修订)。批判观点认为,“决定公司信用的并不只是公司的资本,资产对此起着更重要的作用”。^[22] 支持观点通过“禁止抽逃出资”的制度历史梳理及价值分析,建议进行重构而不是削弱。^[23] 具体到资本交易中对债权人的保护,《公司法》延续了维持资本信用的制度内核,第 177 条第 2 款规定,债权人于公司减少注册资本时,有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。意在处理债权人和股东之间潜在的利益冲突。

通常认为,于减资时赋予债权人上述权利,理由包括减资“导致公司净资产减少,等同于股东优先于债权人回收所投入的资本”“减少应当保留在公司的财产数额,导致公司责任财产的减少”,^[24] 或者从交易

[21] 参见 *ST 飞彩于 2006 年 7 月 25 日披露的《股权分置改革说明书(修订稿)》。

[22] 赵旭东:《从资本信用到资产信用》,载《法学研究》2003 年第 5 期。

[23] 参见刘燕:《重构“禁止抽逃出资”规则的公司法理基础》,载朱慈蕴主编:《商事法论集》(第 27 卷),法律出版社 2016 年版。

[24] 同前注[20],第 341 页。

过程看,债权人在与公司进行交易时评估了公司的资产状况,减资意味着公司单方改变与债权人交易的基础性条件,理应赋予债权人保护性权利。^[25]

上述各项理由大多似是而非。首先,股东不得优先于债权人回收所投入的资本,是对债权人保护逻辑的错误概括。法律并不维护绝对的支付顺序,最为明显的例子就是分红,在一定限度之内进行回购,也不因为股东先于债权人获得支付而无效。其次,公司与债权人之间的缔约条件发生变化的理由则过于含糊且欠缺法律依据。其一,所谓“缔约条件”是否仅止于交易对手方通过工商登记、章程等能够查询到的注册资本?界定不够清晰。实践中,部分法院把股本、股本溢价均列入需要维持的资本范围,显然不愿受公示性的束缚。其二,强调注册资本金额作为缔约条件的一部分须持续维持,可能造成不同阶段(对应公司不同的注册资本)的公司债权人享有的保护限度不同,但法律并无意在一般债权人中区分出顺位等级。其三,强调维持注册资本金额作为缔约条件的一部分缺乏法定依据,也很难从缔约过程中解释出来,仅是一种断言式的意见。最后,“注册资本减少—责任财产减少—债权人得要求提前清偿或提供担保”的逻辑推演,得到了较为普遍认同,在特定情形中具有一定的解释力,但在中国语境下,其推演也并非完全没有问题,下文将予以指出。

(二) 债权人保护的一种分析框架

1. 债权人保护的触发条件应与注册资本的减少脱钩

由第二部分的分析可以得知,各类回购/减资情形对注册资本和责任财产的具体影响是多样化的(如表1所示),以注册资本是否变动作为公司责任财产是否变动的衡量指标,进而决定是否触发债权人保护的专门措施并不精确,同时存在反应过度和反应不足的问题。

[25] 参见《公司法第一百七十七条之理解与适用:决议减资与债权人保护》,载《人民司法·应用》2017年第16期。

表1 各类回购/减资情形对注册资本和责任财产的具体影响

公司类型	减资类型	回购/减资情形	对注册资本的影响	对净资产(责任财产)的影响
有限责任公司	实质减资	(1)将过剩资本返还股东	减少	减少
		(2)执行对赌协议而回购股份	可能在一段时间内保留相关出资,在该段时间内注册资本不变	
		(3)回购异议股东股份		
		(4)发生辞职等情形时回购相关股东股份		
	形式减资	(1)减资以弥补亏损	减少	不变,但对外宣示的以注册资本衡量的偿付能力降低
		(2)改制后注册资本减少		
		(3)减少认缴出资不到位相对应的股份		
		(4)解除“未履行出资义务或者抽逃全部出资”之股东的资格		
股份有限公司	实质减资	(1)减少公司注册成本	减少	取决于回购的具体情形
		(2)与持有本公司股份的其他公司合并	一般不会对外转让而是予以注销,因而减少	实践中多以等量股份为支付对价,故不变
		(3)将股份用于员工持股计划或者股权激励	如果均转让或者赠与相关对象,不变	减少
		(4)回购异议股东股份	实践中一般不由公司回购	不变
		(5)持股份用于转换上市公司发行的可转债	如果均用于可转债转换,不变	减少
		(6)上市公司为维护公司价值及股东权益所必需	如果均转让,不变	回购时即已减少。后续取决于转让的价格,如果高于回购成本,增加;反之减少
		(7)执行重组业绩对赌而回购股份	减少	不变
		(8)股权激励相关情况中回购股份	减少	综合考虑获取限售股份的出资和回购支付的对价,对资产基本不影响,在回购前甚至是增加的
		(9)为避免形成交叉持股而回购股份	一般不会对外转让而是予以注销,因而减少	对母公司而言,资产因回购而减少
		(10)向全体股东回购股份以实现退市	减少	减少
	形式减资	(1)缩股以使股价高于面值	减少	不变,但对外宣示的以注册资本衡量的偿付能力降低
(2)减少注册资本以弥补亏损				

(1) 反应过度

注册资本减少并不总是导致责任财产的减少,如在形式减资当中,注册资本的减少并不导致责任财产的减少;与持有本公司股份的其他公司合并,如果以新发行的股份作为对价,则注册资本的减少对净资产亦无影响;又如,在完成重组业绩对赌而回购股份时只支付形式对价,对责任财产的影响也可忽略不计。除此之外,对于大量财力雄厚(回购后净资产仍远大于股本加股本溢价)的公司,只要选择将回购股份加以注销(而不是作为库存股而留作他用),就得给予债权人提前清偿的机会,此种保护措施实际上是过度 and 失焦的。

股本科目其实是一个容易“操纵”的科目,公司可以通过资本公积转增股份、未分配利润赠送红股等方式予以增加,但并不意味着偿债能力的增强,反之股本减少也不意味着偿债能力的当然减弱,应避免僵化地将注册资本的增减视为偿债能力强弱的当然指标。

(2) 反应不足

对于注册资本并未减少,但责任财产已经减少的情形,如股份有限公司将股份用于员工持股计划或者股权激励、用于转换上市公司发行的可转债,或者为维护公司价值及股东权益而进行回购,法律于回购时并无特别的债权人保护要求。某些实施时即可预计将减少注册资本的回购方案,还将第 177 条提供的债权人保护措施延至回购后的注销环节,此时大额回购款已经付出,公司责任财产早已大幅下降了。

2018 年对《公司法》第 142 条的修订中,删去了公司因奖励职工收购本公司股份,收购资金应当从税后利润中支出的规定。原先这一规则是对回购资金来源的限制,虽然仅适用于奖励职工这一用途,且作为利润表科目的“税后利润”用于描述资金来源存在种种不足,^[26]但客观上起到框定回购限度的效果。本次完全删去,放松了对回购金额的仅有限制,切断了回购与资本维持要求的微弱联系。规则上虽然要求回购须考虑对偿债能力的影响,对公司过度回购起到一定约束,但在所有者权益较小,回购金额较大的情况下,公司资本在注册资本形式上减少之前就

[26] 参见刘燕:《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于 PEIVC 与公司对赌场景的分析》,载《法学研究》2020 年第 2 期。

已遭到侵蚀,而此时第177条提供的保护措施并未触发,存在反应不足的问题。

2. 根据资本是否减少提供有差异的债权人保护措施

在美国,偿付能力标准得到强势适用,资本维护规则实质上仅起到相当微弱的约束力。此外,在大多数国家,公司资本是划分不同保护强度措施的重要界限,在侵蚀与不侵蚀资本的两种情况下,债权人保护措施应有差异。中国法虽在制度细节上仍有较大差距,但基本继承了大陆法系公司法资本原则的理念。在此认识的基础上,下文主要讨论以下问题:其一,判断回购是否侵蚀资本的界限在哪里,即何为真正的“减资”;其二,在造成“减资”的回购中,如何保护债权人利益;其三,在未造成“减资”的回购中,债权人利益的保护有何考虑。

(1) 判断资本是否真正减少的标准

根据会计原理,股东的出资投入计入股本和股本溢价科目,而实物则已与其他资产混同并发生各种形式转换,成为公司运营的物质基础,并无实在的账户专门保管该等股本和股本溢价;所以维持法定资本水平,并非静态地要求公司不得动用被特定化的一笔资产,而是划定了向股东支付后所有者权益减少的限度,超越该等限度资本就受到侵蚀并触发相关法律后果。由此观之,目前规则和实践存在以下几方面的问题:

第一,将股东从公司获得支付径直定性为抽回出资/减资、抽回资本公积等。股东从公司获得支付,在会计处理时,确实有可能引起股本、股本溢价(资本公积)等科目的减少,但不宜直接将其认定为抽回出资或者抽回资本公积,而应该,且仅应该在下述两种情况中做该等认定:其一,公司愿意以履行更强的债权人保护义务为代价,从而优先从资本中支付回购对价,降低须维持的资本水平;其二,支付的金额较大,使得所有者权益的金额下降至法定须维持的资本水平以下,而不管会计上股本科目是否减少。实践中,误将大量至多是违反分配规则/程序的不当分配行为认定为抽回出资/资本公积。

第二,部分法院意识到股东从公司获得支付须有一定限度,但诉讼各方、各层级法院对该等限度看法不同,规则不明确。争议点集中于计入资本公积科目的股本溢价部分。最高人民法院认为,“出资无论是计

入注册资本还是计入资本公积金,都形成公司资产,股东不得请求返还”。〔27〕然而,山东高级人民法院采取了相反的裁判立场,支持原告提出的目标公司和原股东“共同偿还作为公积金部分 4200 万元及其资金成本及利息损失”的请求。〔28〕一般立法例均对回购界限作出明确规定,2006 年《英国公司法》规定,公司一般只能运用可分配利润或者运用为回购而新发行之股份所筹集的资金来回购,〔29〕当然,还可以从其资本中对外支付以进行回购,只要履行相应的减资程序。《特拉华州普通公司法》第 160(a)(1)条要求除减少注册资本以及涉及优先股等情形外,回购或者赎回自身股票不得损伤资本。〔30〕根据判例法,“如果用于回购的资金超过了公司的‘溢余’,即根据第 154 条等于净资产超过已发行股份面值的部分,则可以说该次回购损伤了资本”。〔31〕德国法上区分有限责任公司和股份有限公司,受保护的分别为与公司股本相等的金额和与出资相等的金额(股本加股本溢价)。〔32〕

第三,对回购和分配的额度没有做通盘考虑,当两者同时实施时,累计向股东支付的金额可能过大,侵蚀意欲保护的资本。举例而言,假设某公司简化的资产负债表科目为:负债 2 亿元,股本和股本溢价合计 2 亿元,未分配利润 2 亿元,总资产 6 亿元。公司先用 1 亿元进行股份回购并作为库存股,不管是否予以注销,按照现有规则都不影响未分配利润,公司仍能全部未分配利润 2 亿元用于分配。此时公司累计以回购和分配的方式共向股东支付 3 亿元,净资产仅余 1 亿元,已不能维持意欲保护的股本和股本溢价额度 2 亿元了。针对该问题,英国法要求将回购对价超过为回购而新发行之股份所筹集资金(如有)的部分,将同等

〔27〕 参见最高人民法院(2013)民申字第 326 号裁定书。

〔28〕 参见山东省高级人民法院(2014)鲁商初字第 25 号判决书。

〔29〕 在用语上,赎回(redeem),一般指的是购回在发行时即约定以后某时公司有权(或者股东有权要求公司)买回的股份;而回购(repurchase)则指买回不限于上述情形的股份。UK Company Act, § 687(2), 692(2). 本文不作区分。

〔30〕 Delaware General Corporation Law, § 170(a)(1).

〔31〕 Id., § 154. Klang v. Smith's Food & Drug Ctrs., Inc., 702 A.2d 150, 153 (Del. 1997).

〔32〕 参见[德]托马斯·莱赛尔、吕迪格·法伊尔:《德国资合公司法》,高旭军、单晓光、刘晓海、方晓敏等译,法律出版社 2005 年版,第 614~615 页。

金额由可分配利润划入资本赎回储备(capital redemption reserve)账户,^[33]并将该账户划归为不可分配的储备,^[34]对于2006年英国《公司法》中与减少公司资本相关的条文,其适用时应将资本赎回储备视为已缴付资本的一部分。^[35]如此,在上述例子中,公司回购后,须将1亿元从未分配利润拨入资本赎回储备科目,此时,可供分配的金额上限也就相应从2亿元降为1亿元,确保回购和分配的金额合计不超过2亿元,达到资本维持的目的。

综上,判断资本是否真正减少,关键在于明确意欲维持的资本范围,并且以支付后所有者权益是否低于法定资本水平,而不是相关会计科目是否减少作为判断标准,同时,应加总考虑回购与分配对所有者权益的共同影响。至于需予维持的资本是否包括股本溢价、尚未实现的所有者权益增加(计入资本公积或其他综合收益),从私人企业公示性角度看,债权人仅能知悉注册资本,并无从得知该部分之金额,似无加以维持之必要;若考虑与分配规则(盈余公积之上各项所有者权益科目实践中一般未用于分配)相协调,或者增厚对债权人保护的安全垫,则该部分亦不得用于支付回购款项。边界如何界定,须根据公司法的利益取向加以明确。

(2)从资本中支付回购款时对债权人的保护

公司从资本中支付回购款通常包含两种情况:一是公司所有者权益较为单薄,超过资本的部分不足以支付整个回购款,须得从资本当中支出;二是公司主动选择履行减资程序,支付回购对价。公司并非到了没有可供分配利润的“山穷水尽”地步才如此选择,在需要支付大额回购对价时,公司至少可以减计部分资本科目金额,而不是完全减计可分配利润,以确保每股可供分配利润不至于过度下滑。^[36]第一种情形是被动地“减少”资本,第二种情形是主动地“调低”资本。

[33] UK Company Act, § 733, 853(3)(b). 欧盟法上也有相同的要求。See Directive (EU) 2017/1132 of 14 June 2017 relating to certain aspects of company law (codification) § 63.

[34] Id., § 831(4)(b).

[35] Id., § 733(6).

[36] See in Re Vodafone Group Plc. [2014] 2 B. C. L. C. 422, [21].

典型减资程序可参考英国法的规定,一般系由股东会作出一个特别决议并经法院确认,^[37]而除非法院能够确定,有权反对减资的每一公司债权人或者同意减资,或者其债权或请求权被清偿、确认或加以担保,否则法院不得确认减资效力。^[38]为此,公司一般会先行向不同意减资的债权人提前清偿或者提供担保。在中国,减资程序虽不需法院许可,但根据《公司法》第177条第2款亦须为债权人提供同样的保障。所不同的主要是:第一,《公司法》第177条的触发条件是注册资本的形式减少,而英国法则是考量所有者权益的减少程度,除非公司主动降低法定资本的水平,上文已言明;第二,英国学者普遍认为原有做法过度保护了债权人,因为不管是否真正受到减资的消极影响,其原本无担保的债务都能够得到提前清偿或额外担保,因而获得平等谈判所未取得的有利条件。^[39]在2006年欧盟立法的推动下,英国修正了有权反对减资的债权人范围,要求其证明减资很有可能导致公司无法在其债权或请求权到期时予以清偿。^[40]

中国法迫切须予以修正的是第177条的触发条件,债权人在公司净资产为正,甚至完全能够保障其债权偿付的情况下,仍有权无理地要求公司提前偿付或者提供担保,虽为债权人提供了充分保护,但也带来了繁重的时间成本和公司被挤兑的风险。桐昆集团股份有限公司提供了一个过度保护债权人的典型案例,2013年9月,公司计划以不超过5.5亿元的资金进行回购并注销,触发了债权人保护条款,彼时“12桐昆债”债券持有人提出了较为苛刻的担保或清偿方案,导致公司经权衡而终止了回购方案,实际上,公司当年6月30日的盈余公积加未分配利润合计达10.57亿元,远高于回购金额的上限,回购后公司资本远未受到侵蚀。至于英国法上,在资本减少的情况下仍限制可以主张权利的债权人范

[37] UK Company Act, § 641(1)(b). 此外,英国法针对私人公司设置了由偿付能力声明(solvency statement)支撑而无须法院确认的简易减资程序,UK Company Act, § 643., 本文未展开介绍。

[38] Id., § 648(2).

[39] Company Law Reform, *Modern Company Law for a Competitive Economy: The Strategic Framework*, URN 99/654, February 1999, para. 5.4.5.

[40] The Companies (Share Capital and Acquisition by Company of Own Shares) Regulations 2009 (SI 2009/2022) reg. 3.

围,考虑到中国商业诚信发展水平和司法事后判断及救济能力,现阶段可能不宜引入。

(3) 不需从资本中支付回购款时对债权人的保护

在所有者权益超过资本的部分足以支付回购款的情况下,债权人权益受威胁因而需专门予以保护的迫切性显然较低,英国法在这种情况下并未规定专门的债权人保护措施;美国普通法上,禁止公司处于丧失清偿能力时或者回购将导致该种情况时回购股份,^[41]而在执行中,考虑的事项又扩大到公司的持续经营能力是否受影响,且判断权由董事会掌握,体现了特拉华州公司法灵活的资本制度和对董事会中心主义的坚持。

虽然中国公司法并未将公司具备偿债能力和持续经营能力作为回购的前提条件,但是在证券监管规则和部分法院裁判论理中,已关注到回购对公司偿债能力和持续经营能力的影响,但是在两个层面上尚存在欠缺:一是关于如何判断;二是关于第三方如何选取立场。

其一,关于如何判断。

证券监管规则要求,上市公司在回购股份后应“具备债务履行能力和持续经营能力”。^[42]实际执行中转化为披露要求,以深市为例,要求“应当在分析资产负债率、有息负债、现金流等情况下,说明实施回购是否会加大财务风险”,披露“关于回购对……债务履行能力、未来发展影响……情况的分析,全体董事关于本次回购股份不会损害上市公司的债务履行能力和持续经营能力的承诺”。^[43]

从实际披露情况看,有的公司虽进行回购但未减资,也按照第 177 条的规定,通知债权人行权,^[44]提供退出选择权这一最大限度的保护;

[41] 在 *Thoughtworks* 案中,特拉华州衡平法院引用了十余个案例(最早于 1882 年作出)等依据论证这一规则的存在,See *SV Investment Partners, LLC v. Thoughtworks, Inc.*, C. A. No. 2724 - VCL, fn. 3 - 4.

[42] 中国证监会《关于认真学习贯彻〈全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定〉的通知》(证监会公告[2018]37号)第二点第(二)项。

[43] 《深圳证券交易所上市公司业务办理指南第 11 号——信息披露公告格式》中“第 41 号上市公司回购股份业务相关公告格式”,其他板块的规定类似。

[44] 参见江苏连云港港口股份有限公司于 2018 年 12 月 12 日披露的《关于回购公司股份通知债权人的公告》。

有的公司仅是空洞地断言“人民币××亿元上限的回购股份金额,不会对公司的经营活动、财务、研发、盈利能力、债务履行能力和未来发展产生重大影响”,未依托具体财务数据进行分析,^[45]部分公司的回购依赖于银行贷款,但未结合负债的结构、金额、期限等进行分析,论证较为薄弱;^[46]也有公司依据最近一期的总资产、归母所有者权益、流动资产,回购上限资金占比,最近各期期末资产负债率、有息负债、经营性现金流净额、流动资产情况等财务指标体系,对回购影响进行详细分析。^[47]

对于非上市公司涉及的相关纠纷,部分法院有意识地对债权人所受影响进行了分析。事实上,如果公司选择履行第177条规定的减资程序,对公司偿债能力的判断权便落于债权人手中,无须对偿债能力作过多分析,在未涉及资本减少的情况下,该项分析更为重要,但往往逻辑不够严密,结论不够令人信服。

在较早的甘肃世恒案中,法院认为对赌协议使投资人脱离投资企业的业绩而取得相对固定的收益,“损害了公司利益和公司债权人利益”,^[48]受到实务界批评,认为其“没有核实世恒公司是否有债权人、债权的期限和方式。……是否届期立即偿还,是否有清偿能力等因素”。^[49]而在另一则案例中,法院则断言式地认为投资人主张回购股权的权利“不涉及公司资产的减少,不构成抽逃公司资本,不影响公司债权人的利益”。^[50]个别法院虽考虑到具体财务因素,但对偿债能力的分析仍是不充分的,华工案判决“参考华工公司在扬锻公司所占股权比例及扬锻公司历年分红情况……回购款项的支付不会导致扬锻公司资产的减损,亦不会损害扬锻公司对其他债务人的清偿能力”。^[51]根据过往公

[45] 参见新湖中宝股份有限公司于2019年2月26日披露的《关于以集中竞价交易方式回购股份的回购报告书》。

[46] 参见北京首航艾启威节能技术股份有限公司于2019年12月14日披露的《回购报告书》。

[47] 参见佛山市南华仪器股份有限公司2019年2月22日披露的《关于回购股份的回购报告书》。

[48] 最高人民法院(2012)民提字第11号判决书。

[49] 侯炜、金浩然:《对赌第一案风波不断,且看律师深度解读对赌条款效力裁判玄机》,载威科先行法律信息库,2021年1月20日访问。

[50] 泰安市泰山区人民法院(2016)鲁0902民初3889号判决书。

[51] 江苏省高级人民法院(2019)苏民再62号判决书。

司对股东的支付情况,来论证当下回购后对债权人的影响,逻辑方向存在偏差。也有部分案件的分析较为可取,如某案例认定目标公司在承担现金补偿义务后,仍有数千万元的利润足以维持公司日常运营的偿付需要,因而认为回购“不会影响公司的稳定性”。^[52]又如,有案例认定公司“近两年处于亏损状态,无可供分配的利润”,回购“将会损害……公司的偿债能力,影响其他债权人债权的实现”。^[53]

英国法院在分析公司偿债能力时技法娴熟。例如,在 *Vodafone* 案中,法院审查了公司未来3年的现金流预测、未来12个月的营运资金表等资料,探讨了公司作出预测的假设是否合理,敏感性测试下“最差情形”是否仍能保证营运资金充足,逐项讨论了公司债券、商票、银行贷款、衍生品负债,甚至养老金计划负债、存在争议的纳税义务等受影响情况。^[54]法院对财务情况的把握和判断细致而精准,论证层层递进、很有章法。美国《示范商业公司法》的官方评论也指引董事会综合考虑经营状况、公司带来现金流的能力和再融资能力等进行综合评价,实操性较强。^[55]

在法律未明确规定回购限度、公司向股东支付的实际执行边界也不明确的情况下,要求回购后需“具备债务履行能力和持续经营能力”在一定程度上起到保护债权人的作用,但是,现有上市公司和部分法院的分析目的性和深入性普遍欠缺。现行规则应以更扎实的财务分析为基础,对须论证的债务范围(如未来多长时间内到期的债务,是否包括潜在债务、或有债务等)和论证深度(如说明回购后净资产仍为正是否充分,抑或需要保留相当于股本加股本溢价的资产,是否需要从资产流动性、货币资金多寡等角度进行分析,等等)予以明确,为偿债能力是否受影响提供更为清晰而全面的论证框架。

其二,事后司法裁判或监管机构如何选取立场。

从上文分析可以看出,一个公司是否因为回购而丧失清偿或持续经

[52] (2014)中国贸仲京裁字第0056号,参见安超:《对赌协议法律效力的研究——以最高法院和中国贸促仲裁委裁决案为例》,载《中国律师》2018年第10期。

[53] 北京市平谷区人民法院(2018)京0117民初12574号判决书。

[54] *In Re Vodafone Group Plc.* [2014] 2 B. C. L. C. 422, [32] - [51].

[55] See Model Business Corporation Act (2016 Revision), § 6.4, Official Comment.

营能力,不像资本是否受到侵蚀,是一个相当依赖主观假设的判断,各个利益主体之间难以取得一致。这里主要讨论两个迥异的回购场景。

场景一涉及部分股东不愿意履行向特定股东回购的义务(如 PE/VC 投资中对赌义务触发时),而主张回购会影响偿付能力或持续经营能力;实际上,在类似中国这样严格执行资本制度的法域,股份回购须经股东(大)会出席股份的 2/3 通过且被回购的股东还应回避,不乐意回购的股东无须费力分析而仅需投出反对票即可使公司逃避回购义务,使对赌条款成为具文。该场景涉及股东间利益冲突问题,目前最高人民法院不支持强制被诉公司履行减资程序和对赌条款。^[56] 在美国,法院早期积极介入裁断公司是否有能力履行回购义务,甚至不惜亲自指导分期回购方案,但之后又转向尊重董事会关于偿付/经营能力的判断。^[57] 可见当下,司法对嗣后判断和干预并不热心。如何救济寻求回购其持股的股东并非本文重点,此处不展开讨论。

场景二是大部分股东一致支持回购(如上市公司股东希望通过回购来推高股价),而债权人希望主张回购使公司丧失清偿能力而加以阻止。由于大前提是资本未受侵蚀,因此,公司“资足以抵债”,此时法律如果允许债权人基于某些极端假定主张回购预计将导致公司丧失清偿能力,则这种保护将强于一般破产法下的保护,因为后者的触发条件是公司现实地丧失清偿能力(《企业破产法》第 2 条)。因此,在资本未受侵蚀的情况下,董事会基于特定公司的负债金额和期限、资产形态和流动性,自行解释回购对偿付能力的影响并作出相应的承诺理应得到尊重,加以推翻应相当慎重。事实上破产法的事后撤销权(《企业破产法》第 31 ~ 32 条)可以为债权人遭到临近破产受理时点的回购行为损害提供救济,同样支持了尽量不进行事先干预的立场。

[56] “如果目标公司不履行这一(减资)程序,投资方是否可以通过起诉的方式判决目标公司履行呢?……综合各种因素反复考虑,我们认为,司法不介入为宜。”参见最高人民法院民事审判庭第二庭编:《〈全国民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社出版 2019 年第 1 版。此一裁判观点在纪要发布之后的案例中已经得到反映,参见最高人民法院(2019)最高法民申 4797 号判决书、北京市平谷区人民法院(2018)京 0117 民初 12574 号判决书、最高人民法院(2020)最高法民申 2957 号判决书等。

[57] 同前注[37],第 138 ~ 143 页。

代结语——公司债权人保护的简单与复杂

董事的信义义务一般指向股东,因为股东权益受到保护的同时,索取顺序靠前的债权人自然也受到保护,此外,出于自我保护,多数债权人也可以事先对债务人行为进行适当拘束。^[58]在这种架构下,公司法无须过度干预债权人与公司之间的交易,^[59]仅需在特定关键场合给予特别保护或者施加特别责任,如公司进行重大调整时(《公司法》第173条)、濒临破产阶段(《企业破产法》第125条、128条)、清算阶段(《公司法》第189条)、分配利润阶段,以及本文讨论的回购时;同时,债权人保护规则多为明确的消极性要求,如不得偏颇性清偿(《企业破产法》第32条),不得违规分配(《公司法》第166条),等等,这都是公司债权人保护“简单”的一方面。

由于债权人保护规则对确定性的要求较高,因而需要借助会计话语体系进行规则描述,不可避免地引入了会计科目的多样性和会计处理的复杂性。回购的物质基础是所有者权益,但所有者权益的初始和后续计量都十分复杂。^[60]一个法域对需要维持之资本的划定和保护,离不开对各种来源的所有者权益进行性质分析,再根据其是否影响利润、是否已实际实现等特征来决定其是否可用于分配、支付或转化,体现了对会计专业的依赖。但是,规则出于政策需要,完全可以设置特殊规定,摆脱会计话语的羁绊。例如,在注册资本减少时不急于认为法定资本受到侵蚀,而是通过资本赎回储备等计量技术,确保资本按照法律的要求和公司自身的意图得到维持。这又体现了法律规则独立于会计准则的必要

[58] See Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, 2nd Edition 2009, p. 118.

[59] Id., pp. 118 - 119.

[60] 一笔出资根据约定被划分为股本和股本溢价;来自股东的无偿赠与或者交易中相当于赠与的部分计入“资本公积—其他资本公积”;未实现的资产增值计入“资本公积—其他资本公积”或者其他综合收益;通常的经营成果则计入盈余公积或未分配利润。

性和可能性。

另一层复杂性来源于会计反映的局限性和公司业绩的不确定性。在支付当时,静态的资产负债表可能显示公司净资产为正,在左侧资产拥有较高的变现能力,且未来资产状况不恶化的情况下,可以确保右侧的负债得到偿付。但是公司资产形态的多样性和运营的动态性决定了这两个前提不总是成立,动态的预测只能无法提供百分之百的保证。

法律的策略是粗略地划出一个金额界限,在此之下,认为债权人面临较为现实的偿付风险,需赋予退出或者获得更强保障的权利;而在此之上,则以尊重董事会判断为原则,以慎重的干预为例外。这种模式并非完美,在债权人有权选择退出的情况下,法律并不要求他从公司全局利益出发行事,因而可能争先选择退出,在公司本可维系的情况下造成挤兑;而在由公司决定回购行为是否影响偿债能力时,其可能有意隐瞒公司资产变现能力和盈利能力的缺陷,掩护股东先行退出而给债权人留下欠缺偿付能力的“烂摊子”,也可能夸大回购对公司偿付能力和持续经营能力的影响,拒绝回购特定股东的股份。双方都可能存在机会主义的动机和行径,只能通过商业诚信建设、长期博弈约束等来预防,而规则制定者和司法裁判者所能做的是,更加深入地研究商业交易的特点,娴熟掌握财务分析技巧,在此基础上形成更为明确、有效的偿债能力分析框架,以及更为公允、无偏的责任认定和干预标准。

(编辑:姜沅伯)