

# 公司资本制度的后端改革与 偿债能力测试的借鉴

朱慈蕴 皮正德\*

**内容提要：**中国公司资本制度的变革一直集中在前端，即放松资本管制，鼓励投资创设公司。公司资本制度的后端，即公司利益（资产）向股东流动，仍处于传统资本维持原则控制之下，没有大的变革。美国1980年《示范商事公司法》以“大分配”统合公司利益（资产）流向股东的行为，开创了由立法中的衡平测试、资产负债表测试以及判例中的资本充足测试构成的偿债能力测试规则。偿债能力测试颠覆了资本维持原则对公司资本、资产与负债之间关系的处理，聚焦于保障债权人的优先分配顺位，立足于董事的受信义务，摆脱了对财会指标的过度依赖，体现着公司行为自由化、资本规则抽象化、企业融资便利化的发展方向，顺应了会计专精化的发展趋势。在我国资本维持原则主导的资本制度中，应适当借鉴偿债能力测试规则，建立一种相对灵活的利益（资产）流出制度，以此提升公司资本制度功能、公司治理水平及公司债权人保护实效。

**关键词：**偿债能力测试 资本维持原则 资本制度 公司分配 债权人保护

## 引言

资本维持原则素来被公司法学者奉为统领公司资本制度之圭臬。<sup>〔1〕</sup>公司法在该原则的引领下形成了一系列资本规则，以保障公司资本充足与债权人之债权安全。但在过去半个世纪，理论界与实务界越来越发现，这些规则不仅没有达到保护债权人的目的，反而可能沦为律师和会计师操纵公司资产的工具。<sup>〔2〕</sup>20世纪70年代末美国掀起了一场对公司资本制度的反思，

\* 朱慈蕴，深圳大学法学院特聘教授、清华大学法学院教授；皮正德，清华大学法学院博士研究生。

本文系2018年度国家社科基金一般项目“公司资本制度再造与债权人利益保护研究”（18BFX126）与全国人大法工委委托课题“公司资本制度的再造与公司法的现代化”的阶段成果。

〔1〕 参见冯果：《论公司资本三原则理论的时代局限》，《中国法学》2001年第3期，第18页。

〔2〕 See Bayless Manning & James J. Hanks Jr., *Legal Capital*, 3<sup>rd</sup> ed., Foundation Press, 1990, p. 96.

其中最显著的成果就是1980年《示范商事公司法》中偿债能力测试的引入。<sup>〔3〕</sup>此后，新西兰、新加坡、日本、英国、澳大利亚及我国香港等也对公司资本制度作了相应的改革。在会计制度的专精化发展及商事交易的创新性演进下，绝大多数国家和地区公司资本制度都在向自由化转型。我国公司法虽已基本放弃对公司资本的法定要求，但依然采用资本维持原则统摄着资本制度体系，在出资、利润分配、回购、减资等事项上都各有一套与公司会计制度紧密连结的资本规则。经过多次政策导向的资本制度缓和化修改，我国公司资本制度的入口端已极其灵活，但传统的资本后端制度与宽松的资本前端制度无法匹配。偿债能力测试历经了40年的检验，且不断有国家和地区选择引入，其中包括传统法定资本制国家，这或许能为解决我国公司资本制度所面临的问题提供有益的参考借鉴。

## 一、偿债能力测试的起源与实践

### （一）偿债能力测试的立法起源

美国早期实施的法定资本制度要求严苛，公司分红只能针对资产大于负债与资本之和的“盈余”部分进行，在《示范商事公司法》1969年至1979年的版本中即如此。<sup>〔4〕</sup>这就要求，公司分配时要使留存的净资产大于资本，以保证公司的债务清偿能力和运营能力，故公司资本成为债权安全的缓冲垫。但是，这套源自股本的制度体系不仅没有为债权人提供多少显著的保护，甚至还产生了负面效果。<sup>〔5〕</sup>因为公司可以通过内部运作来调整资本账户，以实现股东的意图。故在实践中，自愿债权人大多会通过合同条款来维护债权安全，而不是依靠资本制度。

于是，20世纪70年代末《示范商事公司法》修改时采纳了学界两个重要观点：第一，任何对股东的分红、股份回赎、回购或者部分清算等，对于公司和股东来讲都具有相同的经济效用，即都减少了公司的资产且没有改变股东在公司中的比例性利益。所以，这些行为应当被法律相同对待。第二，没有任何经济上的理由，依靠任意的、经济上无关的数字——股票的票面价值、声明资本等，对公司分配的自由进行限制。<sup>〔6〕</sup>1980年《示范商事公司法》以第一个观点为基础，统合了所有实质上的分配行为，形成了第1.40条（6）的“大分配”观念；依据第二个观点，将繁琐的分配规则统统抛弃，形成了第6.40条（c）的偿债能力测试；<sup>〔7〕</sup>其还在第8.33节确立了董事违反偿债能力测试进行分配的责任。该法以“大分配”和偿债能力测试为核心，搭配董事违法分配的责任，重塑了公司资本制度体系。

《示范商事公司法》第6.40条（c）所创设的偿债能力测试由两部分构成：第一，公司的现金流能够支撑其正常运营所产生的到期债务，从动态的角度要求公司的商业运营能在董事的主导下持续进行，这被称为衡平测试。第二，公司所有资产的价值至少大于公司对外负债的

〔3〕 其英文表述为“solvency test”，指普通公司在进行股利分配、股份回购等“分配”行为时，董事应当对公司财务状况进行的判断。为将其与保险公司等特殊金融行业的“solvency test”所指代的偿付能力进行区分，笔者将其译为偿债能力。

〔4〕 See James J. Jr. Hanks, *Legal Capital and the Model Business Corporation Act: An Essay for Bayless Manning*, 74 *Law & Contemp. Probs.* 213 (2011).

〔5〕 参见前引〔2〕，Manning等书，第91页。

〔6〕 前引〔4〕，Hanks文，第213页。

〔7〕 See Bayless Manning, *Assets In and Assets Out: Chapter VI of the Revised Model Business Corporation Act*, 63 *Tex. L. Rev.* 1529-1530 (1985).

总值,从静态的角度要求公司不陷入破产,这被称为资产负债表测试。<sup>[8]</sup>董事需要根据这两层测试来判断公司财务状况,以决策分配事项,并在违法分配时承担相应的民事责任。这一测试不再关注公司资产与资本之间的关系,而是关注公司资产与公司债务的对应关系,抓住了公司债权人的核心关切——债务与公司现金流在债务期满时的匹配程度。此外,这一测试也没有产生额外的复杂性,<sup>[9]</sup>不过是具体化了董事受信义务的一个侧面。《示范商事公司法》的该次修改对美国各州公司法产生了巨大的影响。州际竞争使各州纷纷进行相应的改革,马萨诸塞州公司法甚至只要求公司满足衡平测试就可以进行分配。<sup>[10]</sup>有些州虽然在立法中仍然坚持传统“盈余”分配体系,如特拉华州,<sup>[11]</sup>但也在判例中发展出了类似的测试。<sup>[12]</sup>

## (二) 偿债能力测试的实践样态

偿债能力测试的应用场景是公司的“大分配”行为,要求董事综合多方面因素对公司的财务状况进行判断。实践中围绕该测试的争议多为公司债权人或股东起诉董事,认为董事对公司是否符合偿债能力测试做出了错误的判断。近些年最典型的案例就是关于董事对风险投资者所持优先股回购与回赎的判断。判例丰富并发展了偿债能力测试,在衡平测试与资产负债表测试之外形成了第三项标准——资本充足测试。因此,法官要进行三层检验:衡平测试检验公司能否偿还其正常经营中的债务;资产负债表测试检验公司资产是否大于负债;资本充足测试检验公司的资本充足率能否支撑其运营,包括业绩不佳时的运营。<sup>[13]</sup>

### 1. 衡平测试

《示范商事公司法》官方评注认为,在决定公司是否满足衡平测试时,如果没有相反证据证明,就推定以下内容是正确的:根据现在公司产品和服务的需求状况,公司能够获得足够的资金以应对可以预见到的公司债务;根据公司的财务状况、市场前景和相同企业的信贷状况,有合理的理由相信公司近期将要到期的负债能够获得融资支持。<sup>[14]</sup>这也就意味着,除非原告能证明公司确实不具有偿债能力,否则法院会相信董事的判断。

在 *In re Vista Eyecare, Inc. v. Myrel Neumann* 案中,<sup>[15]</sup>原告认为,被告 Vista 公司一笔 90 万美元的看跌期权违背衡平测试。法院认为,衡平测试要求董事评估公司未来的情况,这种评估必定是主观的判断。佐治亚州公司法中“没有能力支付”的表述本来就要求董事预测未来的现金流能否支付公司到期负债,如是否以持续经营的标准对公司进行评估、现金流与债务期限的匹配程度等。在考虑公司历史经营业绩及继续融资能力的情况下,法院认定公司具有偿债

[8] 根据《示范商事公司法》第 6.40 条(c)的规定,如果公司进行分配后将产生下述后果,则不得分配:(1)公司将无法偿还通常经营过程中的到期债务;或者(2)公司总资产将少于其总负债与(除非公司章程另行规定)公司(经营)所需资金之和。如果公司在分配时即将解散,该所需资金应足以满足股东在公司解散时享有的优先于他人获得分配的优先权。

[9] See J. B. Heaton, *Solvency Tests*, 62 Bus. Law. 985 (2007).

[10] 参见前引[2], Manning 等书,第 64 页。

[11] See Delaware General Corporation Law § 170.

[12] See Robert J. Jr. Stearn & Cory D. Kandestin, *Delaware's Solvency Test: What Is It and Does It Make Sense—A Comparison of Solvency Tests under the Bankruptcy Code and Delaware Law*, 36 Del. J. Corp. L. 165 (2011).

[13] See Jessica D. Gabel, *The Terrible Tousas: Opinions Test the Patience of Corporate Lending Practices*, 27 Emory Bankr. Dev. J. 415, 449 (2011); Robert J. Jr. Stearn, *Proving Solvency: Defending Preference and Fraudulent Transfer Litigation*, 62 Bus. Law. 394 (2007).

[14] See Model Business Corporation Act § 6.40 cmt. 2.

[15] See 283 B. R. 613 (Bkrcty. N. D. Ga. 2002).

能力。在 *Meeks v. PRN, Inc.* 案中，<sup>[16]</sup> 下级法院认为，公司回购股份之前没有对公司现金流进行充足的判断，以此认定回购违法。但上诉法院指出，在认定公司分配后是否具有偿债能力时，需要根据具体情况来判断董事采用的评估方法是否合理。本案被告是小型的封闭公司，没有必要像公开公司一样采取标准的、细致的分析，未必需要参考会计师等专业人士所出具的意见。董事可以依据公司的融资能力进行判断，因为有其他公司为被告提供了 30 万美元的授信额度，因此足以偿还该公司所有负债。

衡平测试要求董事对公司未来的财务状况进行判断，并要考虑公司可能进行的商业行为，如产品研发、市场开拓、分支机构设立、对外融资等。这意味着衡平测试中包含着大量商业判断的因素，属于商业判断的范畴。根据美国法院对董事商业判断的态度，法院并不会考察董事判断的正确与否，其更多关注的是董事进行判断的程序。因此，董事在衡平测试中可以获得商业判断规则的保护。

## 2. 资产负债表测试

资产负债表测试要求董事以资产负债表为基础检验公司资产是否大于负债。这涉及公司资产的评估，而不同的会计标准会影响评估结果，如持续经营标准是以公允的市场价值进行评估，流动性标准是以公司遇险价值进行评估。在这两个标准中，持续经营标准更多地用于偿债能力测试。因为偿债能力测试纠纷多发于科创、医药研发等成长性公司，而这类公司需要长期、巨额的前期投入，可能一直处于流动性紧张的状态。有学者指出美国案例所展现出的奇特景象：即使公司即将倒闭，法院仍然坚持持续经营标准，甚至在公司清算而非继续营业是最好选择时也是如此。<sup>[17]</sup> 法院持如此立场，原因有三：一是，进行事后审查的法官很可能对董事的事前判断存在“事后偏差”；<sup>[18]</sup> 二是，如果公司已经处于偿债不能的困境中，对股东进行分配显然是破产法中的偏颇性清偿行为；三是，流动性标准不适于成长性的科创企业。

在 *Lerner v. Lerner Corp.* 案中，<sup>[19]</sup> 小股东认为，公司对大股东的分配违反了资产负债表测试的要求。法院则认为，尽管资产负债表显示公司在分配之后总负债会超过总资产，但资产负债表并不是决定性因素。面对这种情况，董事有理由考虑公司的再融资能力，而该次分配由另一家公司提供保证，因此并不违反偿债能力测试。此外，《示范商事公司法》并未规定资产负债表中的资产小于负债时公司就不能通过测试，董事仍可依其主观判断，以合理的预期增加资产负债表中“资产”的数额。这意味着，公司资产和负债都可能由董事进行主观调整。毕竟，从商业逻辑出发，公司可利用的“资产”并不一定都体现在资产负债表中，董事可以根据商业经营中的其他情况加以确定。

## 3. 资本充足测试

资本充足测试要求公司具有足以支撑公司运营的资本。这一测试可以参考美国统一欺诈转让法和破产法关于公司资本不充足的定义：公司具有不合理少的资本即意味着其无法根据现有的资本组织生产，以维持运营。<sup>[20]</sup> 判断资本是否充足需要考察公司的债务股本比，比较公司历年的资本状况，甚至可以参考同类公司运营所需资本情况。因此，资本充足测试依然聚焦于

[16] See 35 F. 3d 571 (Table), 1994 WL 467991.

[17] 参见前引 [9]，Heaton 文，第 992 页。

[18] See Michael Simkovic & Benjamin S. Kaminetzky, *Leveraged Buyout Bankruptcies, the Problem of Hindsight Bias, and the Credit Default Swap Solution*, 2011 Colum. Bus. L. Rev. 151 (2011).

[19] See 711 A. 2d 233 (Md. App. 1998).

[20] 参见前引 [13]，Stearn 文，第 385 页。

公司能否持续运营,同样是一种对未来的预估,即比较公司拟运营状态所需资本与公司的实际资本状况。<sup>[21]</sup>也有学者将其总结为测试公司能否经得住经营中的不良干扰、保持业务正常开展的标准。<sup>[22]</sup>这一判例标准注定了个案判断的灵活性。

上述董事进行偿债能力判断所必需的三层测试虽然都有特定的针对性,但最终的落脚点都是董事的主观预测:衡平测试与资产负债表测试要求董事把资产负债表、损益表等财会报表作为主观判断的基础,资本充足测试要求董事在相对客观的基础上考察公司资本是否过分偏离同类公司的资本范围。因此,偿债能力测试其实就是一种商业判断,只不过这种商业判断的要求更加具体,即董事就公司未来偿还债务的能力进行判断。<sup>[23]</sup>

## 二、引入偿债能力测试的立法例

以偿债能力测试为基石的公司资本流出制度解放了原本被复杂规则所束缚的公司,董事的判断取代了繁文缛节的技术性要求,公司的行为变得更灵活。这一变革打破了传统资本维持原则的束缚,在制度层面推动了美国公司的繁荣。故在20世纪90年代之后,各国探讨公司法向“现代化”及“灵活性”转型时,是否抛弃传统资本维持原则转而引入偿债能力测试都是其中一项重要议题。在引入的立法选择上呈现出两种不同的路径:全面引入的立法例全盘吸收美国“大分配”概念与偿债能力测试,主要有新西兰(1993年)、澳大利亚(2010年)、加拿大(1985年)等;折衷引入的立法例借鉴偿债能力测试并进行相应的改良,主要有英国(2006年)、新加坡(2005年)、日本(2005年)等。

### (一) 全面引入的立法例

新西兰公司法全面转向偿债能力测试的改革始于1987年立法委员会发布的《公司法:讨论稿》。立法委员会认为,资本维持原则下的分配规则过于复杂,应当用更简明、清晰的体系替代。<sup>[24]</sup>经过讨论后,立法委员会在1989年发布的《公司法修改与重述》中表现出了对偿债能力测试的青睐:该测试广泛地适用于公司所有可能损害债权人的财产转移行为,能有效地限制股东有限责任和经理权利的滥用。立法委员会随后向议会提交了《公司法改革:过渡与修订》的草案,建议彻底抛弃传统的资本维持原则,全面转向偿债能力测试。<sup>[25]</sup>

1993年新西兰公司法以“大分配”为基础,以偿债能力测试为核心,并搭配违法分配的追偿与追责制度,几乎完全照搬了美国的资本制度体系。<sup>[26]</sup>首先,该法以“大分配”理念统合了所有公司资产的实质性流出行为。分配包括直接或间接地将公司财产返还给股东,或者为股东的利益而负担债务,如股利支付、减少股东对公司的义务、回购、回赎、财务资助等。<sup>[27]</sup>

[21] See Irina Fox, *Minimizing the Risk of Fraudulent Transfer Avoidance: A Good-Faith Solvency Opinion as the Shield to Protect a Leveraged Transaction*, 91 Am. Bankr. L. J. 764 - 767 (2017).

[22] 参见前引[9], Heaton文,第996页。

[23] 正如欧洲会计师联合会对于偿债能力测试的定义:“董事判断公司在正常经营的过程中偿还日常到期债务的能力”。See FEE, *Discussion Paper on Alternatives to Capital Maintenance Regimes*, Sept. 2007, p. 25.

[24] See Christopher I. Haynes, *The Solvency Test: A New Era in Directorial Responsibility*, 8 Auckland University Law Review 125 (1996).

[25] See Seppo Villa, *Creditor Protection and the Application of the Solvency and Balance Sheet Tests under the Company Laws of Finland and New Zealand*, 2008 Nordic Journal of Commercial Law 8 - 10 (2008).

[26] See Richard Nelson, *Company Law Reform in New Zealand*, 19 Int'l Bus. Law. 202 (1991).

[27] See New Zealand Companies Act 1993 Sec. 4.

其次, 该法全面转向偿债能力测试。公司满足以下条件时通过偿债能力测试: 在日常经营过程中, 公司有能力偿付所有到期债务 (衡平测试); 且公司资产的价值大于公司债务的价值, 包括或有债务 (资产负债表测试)。同时, 公司的分配能力取决于公司的偿债能力, 只要董事会认为公司分配后符合偿债能力测试, 就能够进行分配。为保护股东和债权人, 董事会在分配时必须制备董事证明, 用以表明该次分配满足偿债能力测试, 并且要详略得当地解释做出判断依据的基础信息。<sup>[28]</sup> 在新西兰的实践中, 董事所签署的证明至少包含以下信息: 公司资产在多大程度上超过负债的估计、判断所依据的数据与公司真实财务情况的关系、财务专家的专业意见、公司正常运营中的固有风险、决策具有合理基础的声明、公司在运营中能偿付到期债务与或有债务的情况 (资本充足测试) 等。<sup>[29]</sup> 最后, 该法明确追偿和追责制度, 以对违法分配进行救济。股东在公司不符合偿债能力测试的情况下接受分配的, 除符合豁免的情形外, 有返还该分配的义务。如果股东无法返还, 则同意该次分配的董事负有补足的责任, 同时可能面临着罚款及监禁。<sup>[30]</sup>

## (二) 折衷引入的立法例

早在 19 世纪, 英国就开始以法定资本等概念为基础来建立公司利润分配的规则体系, 以保护债权人。<sup>[31]</sup> 但有学者认为, 英国资本制度中的相关概念不仅无法起到保护作用, 反而会引发误解, 如股份的面值等。<sup>[32]</sup> 自 1941 年起, 英国就不断修补资本制度中的“漏洞”, 发展出了一系列的原则和制度, 如公司濒临破产时董事受义务转移原则、欺诈转让制度、错误交易制度、低价交易制度等, 以在特定情境下更好地保护债权人。<sup>[33]</sup> 再如, 被视为资本维持原则中重要组成部分的财务资助规则, 其产生是因为当时出现了许多由目标公司为收购方提供担保或保证的收购, 这种收购架空了目标公司债权人的保护, 是一种变相的资本返还。<sup>[34]</sup> 于是, 英国公司法中追加了对财务资助的限制。<sup>[35]</sup> 后来, 这一规则的发展远远超出了防止资本返还的初始目的, 成为英国公司法第 18 部分的单独一章。<sup>[36]</sup> 然而, 在这种“出现漏洞一针对性填补”的模式下, 英国公司法中有关资本制度的条文变得纷繁复杂。

自 1998 年开始, 英国启动公司法的全面改革。在资本制度方面, 英国公司法审查指导小组的报告显示: 现如今的债权人在决定是否与公司进行交易时, 都已经不再考虑公司的注册资本了。<sup>[37]</sup> 相反, 债权人主要参考公司的财务状况、各项会计指标、商业前景以及整体经济环

[28] See New Zealand Companies Act 1993 Sec. 52 - 53.

[29] 参见前引 [24], Haynes 文, 第 135 页。

[30] See New Zealand Companies Act 1993 Sec. 52, Sec. 373, Sec. 377.

[31] See Paul Davies & Sarah Worthington, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 9<sup>th</sup> ed., Thomson Reuters (Professional) UK Limited, 2012, p. 315.

[32] 参见 [英] 艾丽斯·费伦:《公司金融法律原理》, 罗培新译, 北京大学出版社 2012 年版, 第 88 页。

[33] See Wee Meng Seng, *From Capital Requirements to Solvency Tests*, 载王保树主编:《商事法论集》2015 年第 2 卷, 法律出版社 2015 年版, 第 13 页。

[34] See José Maria Braga da Cruz, *The Case to Reform the EU Capital Maintenance Rules: Where Do We Stand Now?*, IV Revista de Direito das Sociedades 904 (2012).

[35] See UK Companies Act 1928 Art. 16 (1).

[36] See John Armour, *Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law*, 63 Mod. L. Rev. 368 (2000).

[37] See UK Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law for a Competitive Economy: The Strategic Framework*, Feb. 1999, pp. 81 - 82.

境。资本维持原则过度地限制了私人公司的发展，必须进行改革。<sup>[38]</sup> 经过七年的酝酿之后，英国以折衷方式创设性地采纳了偿债能力测试。这种折衷表现在私人公司股份回购与减资程序中的偿债能力声明制度：私人公司可以选择通过偿债能力声明的路径减资，或者通过法院确认的传统路径减资。如果公司基于董事偿债能力声明支持的股东会决议进行减资，该声明必须标明许可支付的资本数额，而且必须表明董事已经对公司事务和前景进行了全面调查并形成了以下意见：从公司支付之后即刻起，没有理由认为公司将无法偿付债务（可能和潜在的债务需一并考虑在内）；考虑到董事的经营规划，鉴于支付之日起一年内公司可动用的财务资源，公司能够作为持续经营的实体而开展经营。显然，董事意见的两方面与偿债能力测试如出一辙，不过增加了一年的时间限制以及制备书面声明的形式要求。而在传统的资本维持原则下，股东会需要法院确认公司的债权人名单，并确保名单上债权人的债权都受到充足的保护后才会批准减资。<sup>[39]</sup> 实践中，传统程序几乎已经被废弃，上次使用还是在1949年。<sup>[40]</sup>

英国选择了偿债能力测试与原有制度并存的双轨制，可能是彼时其作为欧盟成员国受到法律统一的压力，也可能是偿债能力测试保护债权人缺乏充足的论证，测试的期限性可能会催生短视行为等。<sup>[41]</sup> 此外，英国法中已经有了以董事受信义务对不当分配进行规制的制度，还有公司濒临破产时董事受信义务对象从股东到债权人的转变，以及破产公司的管理人对破产之前不当分配的追责等，毋需叠床架屋地引入偿债能力测试。<sup>[42]</sup> 因此，英国只是浅尝辄止地在私人公司中尝试，目的是在传统的资本维持原则和现代的偿债能力测试中寻求一种平衡。一方面，公众公司仍然受到严苛的资本规则的限制；另一方面，为了促进私人公司更好的发展和更有力的竞争，私人公司在资本调整上获得了更大的灵活性。<sup>[43]</sup>

在2018年LRH Services Ltd v. Trew & Ors案中，<sup>[44]</sup> 上诉法院对偿债能力声明进行了两方面的审查：一是，董事认真且负责地对其出具声明所需要的基础信息进行了相应的调查和评估；二是，董事有合理的理由形成偿债能力声明。至于公司是否具有偿债能力，则需要依靠董事的判断。董事除了考虑公司的财务指标，还要考虑公司的运营情况、融资能力等，而不是仅靠纸面上的数字。英国的偿债能力声明主要由两部分构成：一部分是确认公司能够偿还到期债务，这相当于平衡测试与资产负债表测试；另一部分的实质内涵与资本充足测试相同，要求董事考虑公司的持续运营。正如戴维斯所言，偿债能力声明强调，要构想一个持续运营的公司，而不仅仅是关注公司对债务的偿还。<sup>[45]</sup>

### （三）折衷立法例的多样化

如果将完全的偿债能力测试体系作为公司资本制度的一端，资本维持体系对应另外一端，则处于中间位置的都属于折衷体系。折衷体系既没有全盘接受“大分配”理念，也没有完全

[38] 前引〔37〕，英国公司法审查指导小组报告，第66页。

[39] See UK Companies Act 2006 Art. 645 - 649.

[40] 参见前引〔33〕，Wee Meng Seng文，第7页。

[41] See Eilís Ferran, *Revisiting Legal Capital*, 20 *European Business Organization Law Review* 524 - 525 (2019).

[42] See Jonathan Rickford, *Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests*, 7 *European Business Organization Law Review* 177 (2006).

[43] 参见李晓春：《论公司买回自己股份之财源限制——比较法考察及我国立法模式之选择》，《法商研究》2015年第4期，第184页。

[44] See Trew [2018] EWHC 600 (Ch), para. 182.

[45] 参见前引〔31〕，Davies等书，第335页。

放弃资本维持原则，仅通过适度引入偿债能力测试，更多地强调公司的持续经营能力。境外折衷立法例在偿债能力测试的适用事项上有不同的选择。如前所述，英国因受到欧盟公司资本制度统一化的影响，仅选择在私人公司减资与股份回购中适用偿债能力测试。新加坡和我国香港因受英国影响较大，属于英美法系却没有欧盟的约束，因此比英国在更大范围内适用偿债能力测试：前者选择了减资、股份回赎及财务资助，后者选择了减资、股份回赎与回购、财务资助。日本则因仍受大陆法系影响，只选择在公司回购和利润分配两种场合适用偿债能力测试，但确是大陆法系立法例的一种尝试。<sup>[46]</sup>所以，折衷引入偿债能力测试的立法例大都根据本国和地区实际情况以及公司实践背景，选择不同事项予以适用，并无统一模式。当然，这些选择适度引入偿债能力测试的国家和地区，基本上都强调了董事声明制度，以强化董事义务。

### 三、偿债能力测试与资本维持原则的交互

#### （一）偿债能力测试与资本维持原则的关系

偿债能力测试与资本维持原则之间的关系看似泾渭分明，实则并无精确边界。我们可以从不同的角度审视和思考。

##### 1. 资本、资产与负债视角

归根结底，公司资本制度要调和三个基础概念之间的关系：公司资本、公司资产与公司负债。公司资本是由股东投入公司的资产形成的，同时构成股东享有的股权之相应数值。所以，资本不仅体现公司创设时的资产状态，还能够确定与调和股东在公司中所享有的利益。公司资产即公司所具有的现实意义上的财产，既是实际支撑公司运作的物质基础，也是保证债权人债权实现的财物集合。公司负债即公司所负担的现实意义上的债务，是公司从事商事活动时所产生的义务。三者之间的关系可以用下图展示。

传统资本维持原则试图维系公司资产与公司资本之间的匹配程度，以公司资本的公示来提醒交易对手。现代资本维持原则维系公司资产在公司资本之上的某一程度（如分配之前的公积金提取、资产负债比的要求等），<sup>[47]</sup>将公司资本作为债权安全的“缓冲垫”，即借助公司资本来保障债权安全，如下页图虚线所示。公司资产与公司债务则由企业破产标准连结。纵览各国破产法，一般破产界限均系无力清偿到期债务与资不抵债。<sup>[48]</sup>破产标准与资本维持原则的共同作用使这三个基础概念形成了闭环。

然而，实践表明，这一闭环在保护债权人方面存在问题。自愿债权人几乎从不依靠资本维持原则来保护自己，而是依靠债权合同中增加的保护性条款，或者上图左侧破产法的公平分配。偿债能力测试正是抓住了债权人的核心关切——公司资产与债务之间的匹配关系，以确保公司的分配行为不突破债权安全的底线。同时，偿债能力测试在判例中发展出了资本充足测试这一子项，抓住了公司资本的原始含义——保障公司的持续运营。此外，偿债能力测试将破产

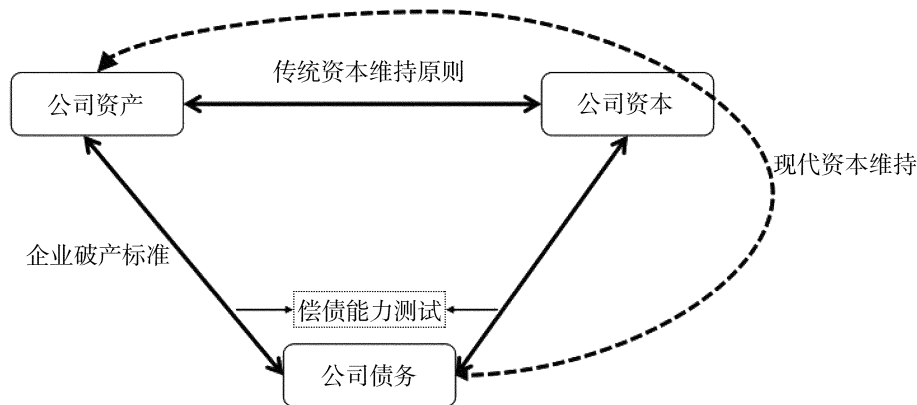
[46] 参见新加坡公司法第7A条、我国香港公司条例第204条、日本公司法第641条。

[47] 譬如，我国公司法第166条第1款要求公司每年提取税后利润的10%作为法定公积金，法定公积金累计为注册资本的50%以上的可以不再提取，即试图维系公司资产超过注册资本的50%。再如，美国加利福尼亚州要求公司的资产负债比不低于1.25，即试图维系公司资产超过负债的25%。

[48] 参见我国企业破产法第2条、美国破产法第303条（h）、日本破产法第15条和第16条以及德国破产法第17条至第19条。



法中破产界限的规定提前到公司进行分配前的董事决策中，并借鉴了资本维持原则具有的使董事关注公司运营的现实作用，保障公司处于能够正常运营的状态。



资本、资产与负债视角下偿债能力测试与资本维持原则的关系图

## 2. 分配顺位视角

协调公司不同参与者，尤其是股东与债权人之间的分配顺位，是公司资本制度的功能之一。而保障债权人的分配顺位优先于股东，是公司资本制度的基础原则。但是，一方面，公司由股东控制，股东利用各种方式直接或者变相从公司获得各种好处，事实上可能导致债权人优先于股东的分配顺位虚无；另一方面，如何回应公司融资创新与股东回报的强烈需求，应对股东先行分配对债权人分配顺位的挑战，是现代公司制度必须解决的。

传统资本维持体系强调公司利润分配需要获得债权人同意，以保障债权人的优先分配顺位。除利润分配之外，公司在从事减资、回购、回赎、财务资助等分配行为时，要么严格限制适用场合，要么须先公告债权人，并经债权人同意。如果债权人提出异议，则公司应当提前清偿债务或提供担保，以债权“加速到期”或担保来保障债权安全。这一做法虽能保护债权人利益，但难免有过度保护之嫌，也给公司造成一定的财务负担。因为有些公司的现金流即使能够支撑其在向股东分配之后按期偿还所有债务，也可能无力负担公司所有债务的提前到期。这就封堵了这类公司在运营期间通过资本结构调整来安排融资等行为的可能性。

偿债能力测试体系强调，只有在董事确定公司具有偿还债务的能力且确保公司持续经营时才能进行分配，并通过董事声明为债权人提供保障，而不再受制于债权人的同意。这种方式提升了公司行为的灵活性，降低了公司资本调整行为的成本。其实，如果能够合理推定公司在某一行为之后仍具有偿付所有债务的能力，该行为实质上并没有改变债权人的分配顺位，那么，只要公司依据法定程序形成了处分公司财产的意思，法律就没有理由干涉公司的意思自治。如果债权人需要进一步的保护，更妥当的方式是求诸自己的谈判能力。<sup>[49]</sup>故在保障债权人的优先分配顺位上，偿债能力测试与资本维持原则并无本质差异。但偿债能力测试在保证债权人偿付预期不受威胁的情况下，使公司拥有了更大的分配能力。

## 3. 会计标准视角

资本制度无法脱离财务会计标准而自主运作，但其对会计标准的依赖性在资本维持原则和

[49] See Wee Meng Seng, *Reforming Capital Maintenance Law: The Companies (Amendment) Act 2005*, 19 Singapore Academic of Law Journal 311 (2007).

偿债能力测试下完全不同。资本维持原则过于依赖财务会计指标，以资产负债表中的各项资本账户决定公司可分配的范围。然而，因决策与评估的时间差、评估理念的差别等，公司资产的真实状况与资本账户之间本就存在一定误差，且在现实中无法消除。况且，公司资本账户信息其实就是公司部分财务指标的“一张快照”，却被用以洞悉公司无限延伸的财务信息。偿债能力测试则摆脱了对财务指标的依赖。虽然董事决策也是在财务指标基础上进行的，但董事可以根据其他信息对财务指标进行修正和调整，且只要有足够的依据和合理性，就能证成其判断的正当性。

对会计标准的过度依赖会使会计标准本身存在的问题在资本制度中重现。事实上，公司的年度财务报告已变得毫无意义，对公司的分配没有任何指导性，而且，诸如商誉减值、养老金表现、股票期权等在会计上计算标准的变动使公司会计账户变得越来越空洞、越来越缺乏指示性，无法作为公司偿债能力的信号。建立在这些信息基础上的资产保护完全是海市蜃楼。<sup>[50]</sup> 严重依赖会计标准的立法典型如英国，其利润分配限于“已实现利润”，但“已实现利润”这一概念随着会计制度的发展而不断变化，实际上一直处于波动状态。<sup>[51]</sup> 对会计标准的过度依赖在某种程度上还会折损资本制度的严肃性和效力，甚至还可能产生破坏性的结果。比如，在美国马里兰州，2008年金融危机导致许多公司的养老金大幅缩水，公司不得不增加养老金的投入，这就削减了股东利益，甚至危及到公司资产负债表的平衡。该州为此修改了法律，允许公司可以不遵循资产负债表进行分红。这种便捷股息的安排就是资产负债表的例外，也足以说明财务会计标准所提供信息的不充分性。<sup>[52]</sup> 从这个角度来看，对会计标准依赖更低的偿债能力测试似乎更胜一筹。

#### 4. 规制理念与目标视角

偿债能力测试虽然在表面上放松了对公司资本的管制，但实质上董事在判断时同样要考虑公司可能面临的债务或责任。而且，董事在受信义务及追偿责任的压力下，可能会更多地考虑公司潜在的债务，严格把控公司资产的流向，甚至使公司留存的资产超出资本维持原则的要求。当然，这两者孰松孰严并没有定论，它们在理念、目标上具有相当大的差异。

偿债能力测试与资本维持原则的规制理念有所不同：前者意图保障公司向股东返还财产的行为不会导致公司资不抵债或无法偿债，而且要保证债权人利益的优先性；后者旨在保护公司成员所缴纳的注册资本之完整性，同时协调公司债权人与股东的利益，目标是多重的。<sup>[53]</sup> 正如欧盟公司法第二号指令序言所述，为保护公司股东及债权人，要尊重公司资本的维持与变更。<sup>[54]</sup> 因此，资本维持原则比较僵化地坚持维护公司资产利益，在满足债权人的需要后才能惠及股东利益，而偿债能力测试试图让公司的管理者通过自己的商业判断，在确认能够保证公司债权人未来利益不受影响时，适当满足股东的需要。

从立法目标来说，偿债能力测试的核心目的是避免公司“大分配”行为使公司处于预期破产的状态，或者使公司无法偿付可预见范围内的到期债务或处于资不抵债的状态。其与美国统一欺诈转让法第2条关于不具有偿债能力的判定标准几乎完全相同。其中，资不抵债标准源

[50] 参见前引〔23〕，欧洲会计师联合会讨论稿，第13页。

[51] 参见前引〔41〕，Ferran文，第529页。

[52] 参见前引〔4〕，Hanks文，第230页。

[53] 参见前引〔49〕，Wee Meng Seng文，第312页。

[54] See Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976.

自美国1984年破产法第101条(29)(A)中“破产”的概念,不能偿付到期债务标准源自1978年破产法第303条(h)(1)中的申请破产条件。<sup>[55]</sup>区别就在于,破产标准是评判公司当下的状态,偿债能力测试要预估公司未来一定期限内的状态。而资本维持原则的核心目的是避免公司“大分配”行为逾越“公司资本+公司债务”的边界。其不仅要保障公司的资产能偿还债务,还要求公司保留与资本相当的资产以维持运营。这种对公司资产预留的要求远远超出公司破产标准。其实,资产超过债务的净资产部分,通过技术性的手段都能返还到股东手中,最极端的例子就是减资。从这个角度观察,资产超过债务的净资产部分究竟如何使用,实质上是公司治理的问题。

## (二) 资本维持原则下偿债能力测试的融入

公司资本制度一直在竞争压力与商业创新的驱动下不断进化,并体现出三个明显的趋势。

其一,行为自由化、规则抽象化、监管实质化的发展趋势。首先,公司资本运作一直在朝着自由化的方向发展,如法律对转投资、回购、回赎等行为的限制不断降低甚至取消。其次,公司资本规则存在像民法一样“提取公因式”的抽象化发展趋势。公司资本制度包含诸多子规则,如增资、认缴、利润分配、回购、回赎、减资、财务资助、捐赠、转投资等,如果任由这些子规则按各自的逻辑发展,公司法中的资本制度可能会像英国一样变得繁杂。如果没有体系性的规划,各项子规则的适用甚至会出现不协调的情况。例如,2019年《全国民商事审判工作会议纪要》(以下简称“九民纪要”)中对赌部分的规定,就错置了回购与减资的前后顺位关系。<sup>[56]</sup>抽象化的典型就是建立公司资产流出的“大分配”观念,将所有直接或间接以公司财产返还股东以及为股东利益背负债务的行为都定义为分配,并以偿债能力测试作为统一的标准。正如里克福德所言,偿债能力测试的美感就在于它的简洁,它可以直接代替大量资本维持原则下技术性的内容,而且它直击公司能否偿债这一问题的核心。<sup>[57]</sup>最后,对公司资本的监管趋于实质化。这建立在资本规则抽象化的基础上,当利润分配、回购、回赎甚至财务资助都被抽象为分配行为时,监管自然会脱离形式要求而注重其实质意义。

其二,会计的专业化与司法的谦抑性。公司资本制度是法律规范与会计规则的连接点,是在会计标准基础上考虑公司运作的规则群。传统公司资本制度在程序规则与财会指标的基础上规制公司的分配行为,建立在规范层面的程序性规则与商业层面的会计规则都在考察范围内。但这种规制很容易过松或者过严,所以多国公司法都逐渐抛弃这种双重规制的思路,转向商业导向的规制思路。<sup>[58]</sup>产生这种变化的主要原因是会计的专业化。会计学与会计规则的发展使财务报表和财务指标日趋复杂,甚至专业人士都难以驾驭。在英国,1982年英格兰及威尔士特许会计师协会发布的关于公司财务的指南只有短短几页,现在已经超过170页。复杂的财会规则使富时指数中的公司也饱受其扰,不少上市公司都因技术性错误而实施了违法分配。<sup>[59]</sup>连专业人士都会判断失误的复杂规则显然已经不适合法官的判断。正如曼宁所言,会计学朝着精

[55] See Uniform Voidable Transactions Act. Sec. 2. cmt. 1-2.

[56] 参见刘燕:《“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》,《法学研究》2020年第2期,第145页。

[57] 参见前引[42], Rickford文,第177页。

[58] See Wolfgang Schön, *Balance Sheet Tests or Solvency Tests-or Both*, 7 *European Business Organization Law Review* 188 (2006).

[59] 参见前引[41], Ferran文,第537页。

细方向的发展，已经远远超过了法律中相关的、粗糙的、笨拙的概念工具。法律中的资本条款像是试图用不配套的螺丝刀来修理钟表，而最终，法律将不得不选择，或者不惜血本来购买一整套制作钟表的工具——这是一项为不确定目的而进行的不确定的投资，或者放弃这项工作。从美国的司法实践来看，答案越来越倾向于放弃这项工作。<sup>[60]</sup>分工的专业化促使了司法的谦抑：第一，将专业的判断交给公司董事，扩大董事的权限，同时强化受信义务的规制。第二，复杂的资本规则往往使分配与会计账户挂钩，这一层牵连关系可能会被董事利用，他们会将自己隐藏在技术性的细节中以减轻责任。如果董事无法利用这一牵连关系，他们就会在判断分配时更加勤勉尽责。<sup>[61]</sup>

其三，从规则向标准的演进。无论在公司资本的入口端还是出口端，包括公司资本运作时的法律规范策略，都在从规则向标准进化。规则是指直接要求或禁止实施某些行为的监管策略，标准是指授权裁判者事后对代理人（董事）行为予以认定的准则。资本维持原则就是用事前的规则来保护公司中不同的参与者。然而，一个包含着各种禁止和豁免的矩阵难以规范公司推陈出新的行为。<sup>[62]</sup>在资本的入口端，早期的最低资本额、实际缴纳等规则承载着保护债权人的功能，<sup>[63]</sup>现在的趋势则是不断降低准入门槛，改实缴为认缴，由股东约定或者由董事根据一定标准判断资本应当何时进入，以提升公司融资的效率。在资本的运作阶段，早期公司法禁止公司从事一系列行为，现在的趋势是交由董事判断，由事后的受信义务来规制。在资本的出口端，早期公司法分门别类地规范各种资本流出的途径，现在的趋势是统一适用偿债能力测试，交由董事自由裁量，同样由事后的受信义务来规制。

### （三）偿债能力测试适配的制度体系

公司资本制度的规制路径不能在偿债能力测试与资本维持原则之间任意切换。公司资本制度、公司治理体系和责任体系其实像榫卯结构一样，需要严丝合缝地盘错在一起以发挥作用。当法定资本制不断松动时，偿债能力测试则变得越来越具有适应性。

首先是公司分配行为的决策体系。英美公司立法通常奉行董事会中心主义，公司分配事项由董事会判断，而受信义务可以承载董事对公司偿债能力的判断，因此具有制度体系上的融贯性。大陆法通常更注重股东大会的决策权，虽然近些年也越来越关注董事会职权的扩充，以使董事会决策更具现实性与灵活性，但受信义务的发展较为迟缓，将公司分配事项的决策权交由董事会行使会对原有体系产生冲击。比如，属大陆法系的德国在资本制度改革讨论时就产生了较大的分歧，反对的主要理由是决策主体的路径依赖问题：德国的资本维持体系是在特定的法律、经济和文化背景下发展起来的，而英美法系国家是在完全不同的盎格鲁—撒克逊体系下发展出了偿债能力测试，二者的核心差异就在公司资本性事务的决策权归属上。最终，德国专家组认为，如果这一改革存在巨大的分歧，就只能保持现有的资本维持体系，因为其最适合现有的法律体系。<sup>[64]</sup>当然，这并不意味着非英美法系国家无法进行偿债能力测试改革，其可以借

[60] 参见前引〔2〕，Manning等书，第77页。

[61] 参见前引〔41〕，Ferran文，第542页。

[62] 参见〔美〕莱纳·克拉克曼等：《公司法剖析：比较与功能的视角》，罗培新译，法律出版社2012年版，第40页。

[63] See Michelangelo Granato, *The Myth of the Optimal Capital Structure and the Dogma of Creditor Protection*, 18 *European Business Organization Law Review* 617 (2017).

[64] See Andreas Haaker, *The Future of European Creditor Protection and Capital Maintenance from a German Perspective*, 13 *German Law Journal* 650 - 651 (2012).

鉴折衷引入的立法例,如日本,根据本国国情寻找合适的折衷点。

其次是公司违法分配的责任承担。如前所述,偿债能力测试对应着严苛的董事责任。尽管对违法分配的追偿主要指向接受分配的股东,但有太多理由可以排除对股东的追偿。如在 *In Re Tribune Co. Fraudulent Conveyance Litigation* 案中,因管理层收购支付给原股东过高的对价,最终导致公司破产。但该案涉及 1700 多名股东、80 亿对价,法院最终驳回了对股东追偿的请求。理由是,如果要对这次收购重新清算,就会严重损害交易的确信性与市场效率,而市场交易的终局性和稳定性是市场吸引资本所必需的。<sup>[65]</sup> 股东多样化的免责事由意味着,在大多数情况下都会由董事实际承担补足责任,故董事受信义务的完善是偿债能力测试的前提。而在传统的资本维持体系下,虽然违法分配的决策者是股东会,但对股东一般不会苛以民事责任与行政责任。即使对违法分配的追偿指向股东,董事也未作为最终的责任承担人。违法分配的责任承担问题或许也是传统资本维持体系提供的保护相对不利的原因。无论采哪种体系,错误行为的责任主体如果不明确,制度目标的实现都只是空谈。

最后是良好的会计规则与可靠的中介机构。成功的偿债能力测试必须适配良好的会计规则,以协助董事准确衡量公司的偿债能力。同时还需要可靠的中介机构实施会计规则,如果中介机构沦为公司操作财务账户的工具,再完美的会计规则也于事无补。

#### 四、偿债能力测试的中国借鉴

在我国以资本维持原则为主导的制度体系内,我们还是应当区割利润分配与回购、减资等行为,先从较小的范围引入折衷的偿债能力测试。这是因为,偿债能力测试中的股利分配只关注公司资产与公司债务的对应关系,这与我国公司法利润分配制度中亏损弥补与公积金提取的要求及其所体现的以丰补歉的理念不同。<sup>[66]</sup> 而且,利润分配的应有之意就是公司通过经营活动赚取盈余后,将利润以股利的形式分配给股东,其原始逻辑建立在公司真实盈余的基础上,<sup>[67]</sup> 便捷股息只是法律支持的极端例外情形。英国同样拒绝将股利分配纳入“大分配”概念,理由在于,如果用偿债能力来衡量利润分配,很可能导致对长期债务的考虑不足。<sup>[68]</sup> 此外,鉴于中国公司中股东具有较大的话语权,为防止其滥用利润分配权,仍应采用严格的事前规则。综上,在考虑我国营商环境、商业传统、现有法律体系等因素的情况下,利润分配仍应当由现有的资本维持体系来规制。那么,引入折衷的偿债能力测试有何意义呢?

##### (一) 提升中国公司资本制度的功能

我国公司利益(资产)流出的规则体系主要由股利分配、回购、减资、交易性返还的关联交易(以关联担保居多)等构成。从立法论的视角观察,这一规则体系不仅在规制逻辑上不统一,部分子规则也存在一定的问题。

在规制逻辑上,公司法第 166 条要求,利润分配必须从税后利润中支出,并且先填补公司亏损、提取法定公积金和任意公积金(视情况)。这是以公司会计账户来规制利润分配行为,将利润分配制度建立在公司财会制度的基础之上。关于股份回购,按照公司法第 74 条与

[65] See 818 F.3d 98 (2nd Cir. 2016).

[66] 参见公司法第 166 条第 1 款和第 2 款。

[67] 参见朱慈蕴:《公司法原论》,清华大学出版社 2011 年版,第 233 页。

[68] 参见前引[41], Ferran 文,第 535 页。

第142条的规定，其必须满足特定目的，且没有财源限制。这是以公司商业目的来规制股份回购行为，将股份回购制度建立在公司行为目的的基础之上。而公司法第177条关于减资必须编制资产负债表、进行通知和公告、依照债权人的要求提供担保或清偿的规定，是以技术性规定来规制减资行为，将减资制度建立在程序性规则的基础之上。至于关联担保，公司法第21条关于“不得利用其关联关系损害公司利益……给公司造成损失的，应当承担赔偿责任”的表述表明，其是以公司不能受到利益损失的结果来规制关联担保行为，将关联担保规制建立在是否侵害公司利益这一实质性判断的基础之上。<sup>[69]</sup> 纵览这些资本流出行为，我国公司法分别从会计标准、行为目的、程序性规则与实质性判断四个角度进行规范，没有一条核心的标准或者原则能够统合这些子规则，缺乏整体的规制逻辑。

在子规则中，减资制度的责任追究存在漏洞。关于瑕疵减资的责任，仅公司法第204条有所提及，但该条中“责令改正”指代不明，10万元行政处罚的违法成本也不高。而瑕疵减资的民事责任缺位，已经造成了司法裁判的混乱。<sup>[70]</sup> 此外，股份回购制度的规制方式存在缺陷。公司法第142条的财源限制被删除后，符合法定目的的回购行为就不存在其他限制，可能沦为股东掏空公司的工具，股份回购责任的缺失也增加了其被滥用的危险。我国风险投资领域的对赌协议就是对回购制度的拷问，以至于最高人民法院不得不通过“九民纪要”第5条来回应这一问题。还需指出的是，我国会计制度也存在可操作性。譬如，会计上对商誉科目进行评估时主观性较强，上市公司随意对商誉进行减值等操作公司账户的情况并不罕见，导致商誉的真实性饱受质疑。<sup>[71]</sup>

再从债权人的视角来看，公司资本制度的目标是防止公司因不合理的内部行为危及到债权人的债权安全。<sup>[72]</sup> 但现实中，股东和公司管理者掌控着公司资本的运作，债权人是外部人，难以监控公司内部人的行为。从资本制度的规制逻辑考量，我国历次改革都在不断地放宽资本制度的入口，全面认缴制的实施已经导致我国公司资本的“法定性”荡然无存，此时资本制度的后端仍然固守传统的资本维持原则，体系脱节会导致后端所“维持”的资本因注资极小加之全面认缴而虚无。在其他条件不变的情况下，放松入口端规制而没有配套的事中与事后的资本管控，就会在整体上降低债权人的保护水平。此外，揭开公司面纱、抽逃出资等制度虽然能承载一部分债权人保护功能，但司法成本极高，无法成为债权人保护的兜底措施。

那么，破产法是否可以承接债权人保护重任呢？首先，破产法要求尽可能快速了结债权债务，使得破产程序中保护债权人的相关制度存在时间短、举证困难等局限性。其次，破产法的基本功能是保障债权的公平清偿，很难解决现实中借破产之名行逃废债务之实等非法破产行

[69] 此处将关联交易的规制与利润分配、回购、减资放在一起，仅起对比说明的作用，并非将关联交易纳入偿债能力测试。关联交易属于交易性返还，应当符合关联交易本身的程序性与实质性要求。

[70] 笔者以减资为案由、以2013—2019年为时间段，在威科先行法律数据库中进行检索，共有减资判决书132份。这些判决书并未形成统一的观点。比如，在湖北银行股份有限公司宜昌南湖支行与吴某等减资纠纷上诉案（以下简称“湖北银行案”）中，法院认为，应当按照减资股东与公司董事提交的保证书对债权人承担责任（参见湖北省高级人民法院（2012）鄂民二终字第00084号民事判决书）；在中国船舶工业物资总公司等诉上海天重重型机器有限公司等其他与公司有关的纠纷案中，法院认为，减资股东应当按照抽逃出资对债权人承担责任（参见上海市第一中级人民法院（2013）沪一中民四（商）终字第14号民事判决书）；而在曹军与上海银行股份有限公司虹口支行公司减资纠纷上诉案中，法院认为，减资股东应当按照侵权对债权人承担责任（参见上海市第二中级人民法院（2017）沪02民终521号民事判决书）。

[71] 参见《商誉计量的两难问题》，《21世纪经济报道》2019年1月10日第4版。

[72] 参见前引〔42〕，Rickford文，第139页。

为,<sup>[73]</sup>更难以追究公司资本不足或者从事其他高风险资本运作时的股东责任。最后,对于公司破产前是否存在资产或者利益向股东流动的行为,因为证明难题以及破产撤销制度的期限限制,破产法无法担当全面追溯的任务。可见,那种将公司法对债权人保护的功能全部转给破产法的期待是不现实的。

在我国折衷引入偿债能力测试,既能够克服公司资本制度后端的局限性,也使得债权人保护更具实效性:其一,折衷体系能够统合公司资本流出的规制逻辑,划定公司向股东“分配”行为的底线。我国股份回购制度与减资制度几乎不存在会计与财源上的限制,可能会成为公司内部人转移资产的通道,但偿债能力测试要求在“分配”行为中考虑公司对负债的偿还能力与公司的持续运营,能够以底线思维统合公司资本流出的规则。其二,折衷体系所要求的偿债能力判断属于董事会权责范围,填补了我国资本制度中责任追究的漏洞。公司在进行“分配”行为时,董事会需要在勤勉判断的基础上出具偿债能力声明。该声明不仅为分配行为提供了正当性,同时构成了董事对外承担责任的基础。当公司该次分配行为损害债权人利益时,他们就可以起诉董事对该次分配行为所造成的损失承担相应的责任。

## (二) 完善中国公司治理机制

1. 偿债能力测试有利于增强董事会的决策权,确立股东会与董事会之间更合理的职权配置。公司资本的运作伴随着公司持续经营的全过程。我国公司法仅赋予董事会对公司利润分配、回购与减资等事项提出议案权,最终决策权依然归属于股东会。然而,在现代公司中,董事会处于公司运营的中心,比股东更了解公司的财务状况与业务运行状况,由董事会决策公司的各种“分配”行为,不仅更契合公司的运营逻辑,还能够在保持原有制度的基础上增强公司行为的灵活性和自由程度,提升公司决策的效率,如简化减资制度的通知公告程序、扩大公司回购行为的操作空间等。事实上,2018年公司法修改就展现出了扩大董事会决策权的趋势。<sup>[74]</sup>适时引入折衷的偿债能力测试,无疑会推动董事会的地位与功能的加强。需要强调的是,增强董事会的决策权并不意味着股东会不重要,而是要将股东会对公司“分配”事项讨论的重心明确化,即任何一种公司“分配”对全体股东是否公平。

2. 偿债能力测试有助于培养董事良好的信息披露意识。董事出具偿债能力声明,是偿债能力测试的重要环节。在我国公司法中,也有类似偿债能力声明的要求,如公司减资制度中的通知公告债权人。其立法目的是在公司资产流向股东时警示债权人,避免股东以减资为手段损害债权安全。但实践中减资公告仅包含减资主体、减资额度、债权人提出异议的时间与减资主体的联系方式等四项内容,恰恰缺少减资程序不当的责任人。<sup>[75]</sup>此外,因难以查清公司是否已对所有债权人进行通知,实践中有公司登记机关要求公司股东或董事出具担保承诺或证明等文件,载明公司不存在无法偿付债务的情况,并承诺减资之前的债务由减资时的股东承担相应的保证责任。<sup>[76]</sup>将这一证明与偿债能力声明进行比较可以发现,二者的适用场景均为公司的

[73] 参见许德风:《破产法论——解释与功能比较的视角》,北京大学出版社2015年版,第96页以下。

[74] 公司法第142条新增第2款:“公司因前款第(一)项、第(二)项规定的情形收购本公司股份的,应当经股东大会决议;公司因前款第(三)项、第(五)项、第(六)项规定的情形收购本公司股份的,可以依照公司章程的规定或者股东大会的授权,经三分之二以上董事出席的董事会会议决议。”

[75] 参见深圳市华成峰实业有限公司与冯耀、黄伟民公司减资纠纷案,江西省南昌市东湖区人民法院(2016)赣0102民初4862号民事判决书。

[76] 参见前引[70],“湖北银行案”。

“分配”行为，内容均为保证公司不存在无偿债能力的情况，最终的责任均由做出证明与声明的人承担。而且这类证明的效力也得到了部分法院的确认。<sup>[77]</sup>但是，这种证明不是法定义务，仅为登记机关的要求。折衷引入偿债能力测试时，无论董事会采用何种测试标准进行判断，董事出具偿债能力声明都是必须的，从而有助于强化董事的信息披露意识。同时，当董事声明公司具有偿债能力时，不仅包含公司信息的准确披露，还会降低市场交易中信息不对称所产生的成本，使公司的潜在交易对手可以通过董事声明来判断公司的价值。

3. 偿债能力测试有助于推进我国董事受信义务的确立与完善。应该说，偿债能力测试能否发挥应有的作用，很大程度上依赖于董事的受信义务能否确立起来。正因如此，当我们没有完备的董事受信义务时，引入偿债能力测试会不会导致滥用，确实容易引起质疑。从英国、新西兰和澳大利亚的司法实践来看，当该类争议诉诸法院时，法官其实没有能力对其中的财务会计事项做出判断，只能聚焦于董事出具该声明时所依据的基础信息是否全面、董事会讨论是否充分等因素。这就推动法院按照受信义务的标准对董事行为进行审查，促进董事受信义务的发展。在这些立法中，董事依据偿债能力测试的判断已经构成了受信义务中注意义务的重要组成部分。<sup>[78]</sup>我国2005年公司法引入的受信义务条款几乎处于“休眠”状态，2018年公司法关于股份回购条款的修改一定意义上已经扩大了董事会对公司资本事项的决策权，但并没有相应的董事受信义务的规定。如果折衷引入偿债能力测试，伴随着董事会决策权的扩大和强制的董事声明制度，会出现大量的董事受信义务的争议。通过法院的司法审判，最终也会形成包括商业判断之安全港规则在内的判例体系，从而助推董事受信义务制度的立法确认与完善。

4. 偿债能力测试实现了董事追责机制下权利义务与责任的统一。在中国公司法中，公司“分配”事项的决策权在股东会。当发生违法分配、不当分配或者不公正分配时，股东的责任追究困难重重。而董事会仅负责提交方案，并非最终决策者，无需承担责任。即使公司董事有意迎合股东的需求而实施违法分配，同样难以追责。事实上，我国公司法未赋予董事在资本事项中的决策权，这构成了落实董事责任的立法障碍。此外，董事的受信义务尚未成为公司法的核心内容之一，司法实践中亦较少涉及，这会对董事产生消极激励，使其缺乏动力勤勉地判断公司的财务状况和经营状况。而偿债能力测试要求董事不仅要保证该次分配行为不损害公司偿还债务的能力，还要保证其对公司的持续运营不产生影响，实际上具有为该次分配行为的合法性与正当性“背书”的意喻。正因如此，偿债能力声明也为董事承担公司资产不当流出的兜底责任提供了法理基础。

## 结 语

在规制公司利益（资产）从公司流向股东的行为时，可以在资本维持体系中，将一些事项交由偿债能力测试予以规制，两者可以并存。首先，折衷的偿债能力测试体系在规制公司利益（资产）流向股东时具有很强的灵活性，它将秉承我国公司资本制度改革的一贯思路，也符合资本制度缓和化的历史演进逻辑。其次，与偿债能力测试相匹配的董事受信义务、信息披

[77] 参见焦克亮诉陆世权等公司减资纠纷案，浙江省杭州市中级人民法院（2017）浙01民终6510号民事判决书；前引[70]，“湖北银行案”。

[78] See John H. Farrar, *Directors' Duties of Care: Issue of Classification, Solvency and Business Judgment and the Dangers of Legal Transplants*, 23 Singapore Academic of Law Journal 754 - 755 (2011).



露制度一直是我国公司立法和实践中的弱点。在董事受信义务体系没有完全建立之际引入偿债能力测试,虽然有可能实施效果不佳,但借助资本制度“后端”的革新来推动受信义务的发展,不失为一种可行的路径。当然,我们可以从较为狭小的范围尝试引入偿债能力测试规则,再根据我国司法审判、公司治理等环境因素的变化进行调整。最后,我国公司法的规则尚处于比较简单、抽象、原则化的状态,适用于公司财务运作交易时常有捉襟见肘之感。<sup>[79]</sup> 反观域外经历层层演进的公司资本制度,先是由简到繁,在理论的推动下又完成了从繁到简的演变,分配规则被重新整合,完成了实质化、自由化、抽象化的蜕变。当然,也有诸如德国与英国等立法例对传统资本制度的坚守或适应性改变。现代化或灵活化的变革其实都是比较空洞的目标,只有妥当性和适应性才应当用来分析制度变革的可能性和优势。<sup>[80]</sup> 我国公司资本制度中部分子规则的局限性就是不适应性的表现。在多种规制公司资本流出的路径比较中,偿债能力测试无疑提供了一种改革思路。

---

**Abstract:** In recent years, the changes in Chinese company capital regime have been concentrating on the “front-end”, which aims at relaxing capital controls and encouraging investment. But the “back-end” of corporate capital system, namely the flow of assets from companies to shareholders, remains under the control of the traditional capital maintenance principle. The 1980 US Model Business Corporation Act (MBCA) unifies the flow of assets from companies to shareholders with “distribution” and creates the solvency test, which includes equitable solvency test, balance-sheet solvency test and capital-adequacy solvency test. Solvency test overturns the capital maintenance principle’s treatment of the relationship among company’s capital, assets and liabilities by focusing on ensuring the priority distribution of creditors, basing itself on the fiduciary duty of directors, and getting rid of excessive dependence on financial and accounting indicators. This change reflects the development trend of liberalization of corporate behavior, abstraction of capital rules and facilitation of corporate financing, which is in line with the development trend of accounting specialization. China should learn from the US solvency test and establish a relatively flexible capital system, so as to improve the function of the capital system, the quality of corporate governance and the actual effect of corporate creditor protection.

**Key Words:** solvency test, capital maintenance principle, capital system, distribution rules, creditor protection

---

[79] 参见前引 [56], 刘燕文, 第 144 页。

[80] 参见前引 [64], Haaker 文, 第 639 页。