

公司资本流出与债权人利益保护 ——法律路径与选择

刘 燕 王秋豪*

内容提要：作为股东与公司间资本性交易的一维，公司资本向股东流出反映了营利性组织的投资人实现投资回报的客观诉求。如何平衡这一类交易中内嵌的股东与债权人之间的利益冲突，公司法提供了资本维持原则与清偿能力约束两种规制模式。资本维持包括维持股东出资、完善的减资制度和全面的分配规则三个方面，历史悠久但规则僵硬。相反，清偿能力模式关注衡平清偿能力以及资产负债表清偿能力两方面，其规则更具商业上的合理性。然而，观察清偿能力模式在美国的实践可以发现，由于个案中的差异性 & 商业判断规则等因素，这套规则难以为我国直接借鉴。在进一步考察背后的会计规则及其他法律制度的支撑后，可以得出结论，即在选择中国公司法下的资本流出的规制路径时，应当结合两项因素考虑，一是制度相关的会计规则，二是是否存在其他债权人保护的机制。当然，更为核心的是公司法应如何定位的价值判断与政策选择。

关键词：利润分配 资本维持 清偿能力 会计制度

一、问题与背景

严格来说，“公司资本流出制度”不是一个见于法条或教科书的术语，而是本文对公司与股东之间一类资本性交易的法律规则的概括。从比较法角度看，这里的“资本流出”类似于英美公司法中的“大分配”（distribution）概念，^{〔1〕} 不仅包括标准的公司分配行为（支付股利），还包括

* 刘燕，北京大学法学院教授；王秋豪，北京大学法学院博士研究生。

〔1〕 如美国《标准公司法》（Model Business Corporation Act, MBCA）第 1.40（6）条对分配（distribution）的定义，“与股份相关的、公司向股东或者为了股东利益而进行的直接或间接的财产或资金的转移（除了其自身股份的转移）或者债务的承担”。另外需说明的一点是，MBCA 的中文翻译有“示范公司法”“示范商事公司法”“标准商事公司法”“标准公司法”等不同译本，本文采纳的译本是沈四宝教授编译的《最新美国标准公司法》（2006 最新版）（法律出版社 2006 年版）。

各种与利润分配具有相同或相似效果的类分配行为，如公司进行的股份回购、财务援助、减资分配、负债分配等，〔2〕以及其他导致公司财产向股东流出但缺乏相应对价的交易，〔3〕如公司与股东之间对价不公允的借款、财产交易、公司为股东担保等等。在许多大陆法国家，这一术语还指向未实际导致公司财产流出的资本账户明细科目的调整（如股票股利、简易减资、各类盈余弥补亏损、计提准备金等）。归纳起来，各国公司法实践以及学理在此主要覆盖两方面：一是关注公司资本（往往指资本对应的股东投入的数额）不受减损，二是关注公司资产以合理的方式向股东流出。

贯穿资本流出规则发展始末的最主要矛盾，是债权人和股东之间对于公司财产的利益冲突：债权人希望其债权到期时，公司有足够的现金能够偿还债务，而股东则希望能够在公司经营的过程中收回其投资并获取超额收益。各类资本流出制度往往被看作二者利益平衡的一项重要手段。围绕“法定资本”概念发展起来的各具体规则，正是回应公司债权人的预期而发展起来的，它构成了债权人保护制度的一部分。〔4〕除此之外，在包含其他类别股的情况下，资本流出制度往往还可能起到平衡各类别股东之间利益的作用。

（一）两种基本模式

公司资本流出规则发展至今主要有两种基本模式，一是资本维持模式，其基本特征在于将股东对公司的投入作为名义资本保全的基点，一般将公司净资产（所有者权益）维持在此线之上作为判断公司资本流出的标准。二是清偿能力模式，其基本特征在于以公司分配后是否能够偿还到期债务（衡平清偿能力测试）和资产是否不少于负债（资产负债表清偿能力测试）作为标准。采用这两种模式的主要国家、地区及法律文本情况如表1所示。

表1 采用资本维持及清偿能力模式的主要国家、地区及法律文本总结

	国家/地区/法律文本
资本维持模式	德国、英国、法国、日本、中国、欧盟《二号公司法指令》（仅适用于公众公司）等
清偿能力模式	美国《标准公司法》（MBCA）、美国加州、加拿大《商业公司法》（CBCA）、新西兰等
二者兼具	美国特拉华州、纽约州、澳大利亚等

需要说明的是，就比较法中的具体规则而言，上述两种模式的区分是非常粗线条的，只是提供一个相对明确的规范思路的界分。如果稍微展开，首先，在“资本维持”模式之下，各国维持的“资本”的内容涉及公司法和会计规则下一系列复杂的股东权益类科目，包括股本（声明资

〔2〕 实践中，尽管许多国家未将类分配行为纳入利润分配的概念，但均将此类行为与分配纳入统一财源限制。以股份回购为例，如美国《标准公司法》、加拿大《商业公司法》（Canada Business Corporation Act, CBCA）、新西兰公司法等（股利支付与股份回购均采清偿能力测试标准）、欧盟《二号公司法指令》（要求计提不可分配的准备金或减少净资产总额）、德国公司法（回购如计入资产则权益端必须增加不可分配的准备金）、英国公司法（回购减少留存收益，且导致股本部分的减少计入资本回赎准备金）、日本公司法（均纳入剩余金分配统一规制）等。

〔3〕 例如德国学界对德国公司法的认知：“资本维持规定的范围不限于利润分配，而是包括所有通过交易向股东转移价值，而未有充分对价的交易，即所谓的变相分配，因为此类交易不是公平交易。” Andreas Cahn, *Capital Maintenance in German Company Law*, Working Paper Series No. 146/2015, pp. 6-20.

〔4〕 See Bayless Manning, James J. Hanks Jr., *Legal Capital*, Foundation Press, 2013, p. 18.

本、缴入资本/催缴资本)、资本盈余(资本公积—股本溢价)、收入盈余(盈余公积与未分配利润)、净利润、法定准备金、未实现损益、其他准备金等。举例来说,在股本层面,根据各国出资制度的不同可能涉及维持实缴资本还是催缴资本/认缴资本等问题。再如,资本盈余(我国称作资本公积—股本溢价)被大部分国家要求保留于公司,但也有部分国家可用于分配(如法国)。此外,许多国家都有计提法定准备金的要求,但计提的比例和范畴迥异。英国没有准备金要求,但计算时要剔除未实现损益的影响。其次,在“清偿能力”模式之下,美国有些州(如马萨诸塞州)公司法中的清偿能力测试仅指衡平清偿能力测试,不包括资产负债表清偿能力测试。在包含资产负债表清偿能力测试的法域中,许多法域都将优先类别股的剩余权益也纳入考量。对于衡平清偿能力测试,各国(州)判例法的具体刻画也不尽相同。最后,在兼采两种模式的法域,如美国特拉华州、纽约州等,由于公司资本的空洞化以及各种变相的规避性措施,^[5]成文法下的资本维持规则已经几乎丧失了其实际效用。

从某种意义上说,美国1984年修订的《标准公司法》基本昭示了资本维持规则在美国的终结,目前绝大多数州公司法均已将清偿能力模式作为资本流出规则的主要标准。近年来,国际上对于公司资本流出制度标准的争论主要集中于欧盟国家。欧盟各国的公众公司长期处于以德国公司法资本维持规则为蓝本的《二号公司法指令》规制之下,然而,从1998年10月开始的简化欧盟法运动(Simpler Legislation for the Internal Market, SLIM),到2001年欧盟委员会授权高层公司法专家就欧洲公司法现代监管框架出具意见(该意见包含对于资本维持的批判^[6]),再到2006年欧盟委员会委任毕马威会计师事务所(KPMG)发布的“二号指令下资本维持体系的可行性及替代性研究以及对新的欧盟会计体系适用于利润分配的检查”报告,^[7]可以看出,欧盟内部资本维持规则面临着很强的改革势头。欧盟层面对资本维持规则的质疑集中在三个方面:一是对债权人保护的效果;二是对欧洲公司融资及商业重组效率的阻碍;三是国际会计准则在欧盟国家引入对资本维持规则的冲击。^[8]随着KPMG报告的发布以及2008年金融危机的负面影响,^[9]欧盟层面的改革最终未能取得实质性效果。但在各成员国可自由规范的私人公司层面,部分欧盟国家(尤其是北欧地区)也有走向清偿能力测试的修法趋势。^[10]

(二) 本文的基本结构

为更好地理解资本维持和清偿能力两种模式的核心要义,昭示国际通行的两种模式的内涵及

[5] 例如特拉华州公司法下的“快捷股息测试”(Nimble Dividend Test),在公司没有溢余且仍希望分配股利的情形下,董事会可以决定从前两个会计年度中的净利润范围内支出股利。

[6] See High Level Group of Company Law Experts, Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 4 November, 2002.

[7] See KPMG, Feasibility Study on an Alternative to the Capital Maintenance Regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an Examination of the Impact on Profit Distribution of the New EU-Accounting Regime (Main Report), January 2008.

[8] See European Commission (DG Internal Market and Services), Contract Award Notice, Markt/2006/07/F, 24 October, 2006, Section II. 1. 4.

[9] See Katja Fuchs Mtwebana, The Regulation of Companies' Capital in the European Union: What is the Current State of Affairs? 22 (2) *European Business Law Review*, 237-260 (2011).

[10] 例如芬兰在2006年9月的新《公司法》当中引入了清偿能力测试,对于国内的私人公司在很大程度上放弃了欧盟《二号公司法指令》下的资本维持体系。

利弊，有必要对两类模式的核心内容及运行状况进行较为深入的分析。本文的第二、三部分将首先着眼于资本维持和清偿能力两种模式的核心内容，对二者在实践中的运用及其利弊进行探讨与总结。第四部分将分析公司资本流出制度的基础——会计规则的相关内容，并介绍资本维持和清偿能力两种模式背后会计规则的差异。第五部分将以美国、英国和德国为例，通过一个超越公司法的相对完整的图景，分析各国对于公司股东与债权人利益冲突这一问题的规范模式。最后，本文将结合中国的情况，分析对于我国当前立法取向的思考。

二、资本维持模式的核心内容及利弊分析

资本维持的目的是通过限制公司向股东进行分配或其他资本性交易来平衡股东和债权人之间的利益。回归资本维持制度的核心功能，有必要在与公司资本相关的各类庞杂问题中，对资本维持的核心内容进行甄别和厘清，特别是剔除由于历史源流而累积的、虽然相关但非其内涵的术语和概念。这样也能够帮助我们对资本维持与清偿能力在其核心功能价值——债权人保护——下进行同维度的比较。

（一）界定“资本维持”的前提——剔除非核心概念

1. 面额不是资本维持的核心概念

从现代公司法实践的角度而言，面值与股东向公司缴付的出资并不等同，现实中公司往往采取溢价发行股份的方式（股东实际缴付出资的价值大于股份的面值），从会计的角度而言，股份的面值所代表的出资部分为公司的股本，而溢价部分则计入资本公积——股本溢价。

事实上，面额是一个与历史上公司融资机制密切相关的概念，19世纪时欧美国家公司组织者（设立者）在有了一个新的商业计划以后，就会寻求投资人购买设立中的公司股票以筹集资金。组织者和投资者之间有关认购股票的法律关系往往通过认购协议来表现。这样的协议往往约定，如果特定时间内有足够的其他认购者缴纳出资，且目标公司是基于组织者之前所述的目的成立，那么认购人将向公司缴纳一笔现金或资产以获得新设公司的股票。

在这样的商业模式下，交易各方不可避免地希望在起草认购协议时，就认购人投入的金钱金额和其获得的股票数量之间确定一个关系，以确认每股应当投入多少金钱。^{〔11〕}是这样的数量关系产生了“面额”的概念。可以看出：（1）早期的面额与股东出资完全等同，其作用之一是作为股东向公司缴付出资的等额凭据；（2）在此前提下，面额确定了认购者向公司出资的价值及所占公司股份比例的关系，最初是为了解决股东平等出资的问题，与资本维持概念和债权人保护的目地无关。

在谈论资本维持的时候，绝大多数法域探讨的都是维持股东向公司的出资（会计概念上的“股本”加上“资本公积——股本溢价”），而非股票的面额（会计概念上的“股本”）。随着公司在实践过程中的不断发展，仅靠维持可以由公司股东和董事随意设定的股份面值，无法达到资

〔11〕 参见前引〔4〕，Bayless Manning, James J. Hanks Jr. 书，第29页。

本维持的目的，也曲解了这一制度的应有之义。

2. 最低资本额不是资本维持的核心概念

最低资本制度的初衷在于通过法律强制股东向公司缴纳一定额度的出资，减少股东因有限责任带来的过度冒险行为。^[12] 极端情况下，如果股东未向公司缴纳任何出资而全部采取向债权人借贷的形式，那么在公司有限责任的庇护下，股东可以享受盈利带来的剩余价值，而公司亏损的风险则全部由债权人承担，此时股东会有很强的选择高风险商业经营模式的动机。当然，最低资本制度的设计本身也包含了一定程度的资本维持规则的考量，但取消最低资本额并不对资本维持本身构成实质性的影响。例如英国公司法对私人公司并没有最低资本限制，但这不妨碍资本维持规则在限制公司分配方面持续发挥效用。

实践中，如果最低资本额过高会对创业和商业经营带来不利影响，过低则会失去原有价值。且最低资本制度本身实际的功能性价值也存在疑问。目前，欧盟对于公众公司仍有 25000 欧元的最低资本要求，^[13] 而德国法则要求更高的 50000 欧元。我国已经于 2013 年取消了最低资本额要求，但并没有修改资本流出规则。

3. 资本维持并不影响股东的出资形式

一部分人认为，资本维持制度不允许某些形式的出资（如劳务出资、未来服务出资等），影响了商业社会出资的灵活性。但实际上，影响出资形式的并不是资本维持规则，而是面额股下禁止股票折价发行的规定。在出资规制环节引入无面额股，以及更进一步，分离“股份”和“资本”两个要素，可以解决当前或未来劳务出资的计量困境与信息误导问题。

4. 股东平等问题不属于资本维持所针对的范畴

德日等国公司法资本制度中，除了与资本维持相关的基于平衡股东和债权人利益的法律条款以外，往往还包括一些为了解决公司出资和分配阶段的股东平等问题的法律条款。它们通常涉及以下几个方面：（1）一个一般性的股东平等对待原则条款；（2）将增加公司资本的权利配置给股东；（3）公司增资阶段股东的平等对待，具体可能包括一个强制性的（或者可通过章程排除的）认购优先权；（4）公司分配阶段股东的平等对待，具体包括对定向分配或股份回购的特定限制等。^[14] 此类条款与资本维持需要解决的问题有根本性的区别，实践中不宜混同。

（二）资本维持的核心要义

观察欧美国家资本维持制度的历史演进和比较规则，我们认为，在债权人保护的基本目的下，资本维持包含的核心问题包括以下三个方面的内容。

1. 维持股东出资

维持股东出资指的是维持股东出资的金额而非股份面值的金额。上文中已经提到，在公司组织形式运作的早期，人们向公司缴纳与面额金额相等的资产。但在公司运行过程中，僵化的面额

[12] See Andreas Engert, Life Without Legal Capital: Lessons from American Law, Working Paper, January 2006.

[13] See Directive 2012/30/Eu of The European Parliament And of The Council of 25, October 2012, § 6.

[14] 欧盟《二号公司法指令》当中也包含了这些旨在阻止管理层、多数股东和其他内部人稀释少数股东投资和控制权的法律条文。

成为了公司在股票价格低于面值时进行再融资的障碍。^[15] 现实中为避免这种情况的发生,公司往往选择以较低的面值发行股份。随着面值与出资的分离,在一些法域也产生了法定资本与商业意义下的资本的分离。在维持面值(法定资本)还是维持出资(商业资本)的问题下,美国企业经营者、商业律师、立法者和法官最终选择了前者,这也直接导致了资本维持制度在美国的全面失效。相比之下,英国则在司法判例和会计师的共同影响之下,选择了维持公司的商业资本,即公司股东出资的金额,也就使得英国公司法下的资本维持制度一直有效地延续至今。

2. 严格的减资制度

实践中,公司的资本由董事或股东决定,如果在公司设立以后董事和股东可以在缺乏债权人知情权、参与权和决定权的情况下随意减少公司的资本,毫无疑问其就失去了对债权人的保护作用。这种债权人的知情权、参与权和决定权,在大陆法传统的国家往往表现为一系列的公司减资规则。美国资本维持历史实践中一直没有建立起与欧洲国家类似的减资规则,这也在很大程度上导致了该制度在美国的无效以及最终被废弃。

3. 全面的分配规则

分配规则的建立有两层含义,其一是对于公司向股东的分配需要有一条不会损及资本的分配规则。此类分配规则在实践中表现出对企业会计资本账户下的各类规范,包括分配仅能从盈余类账户中支出,不允许用股东出资类账户(股本和资本公积)弥补亏损等。^[16] 其二是对类分配行为的统一财源规制。包括股票回购、财务援助、公司与股东对价不公允的交易等。例如欧盟《二号公司法指令》对分配行为的规制不仅包含了“公开的”分配行为,还包含“隐性的”分配行为,这将使得公司很难通过其他形式规避向股东的分配行为。

(三) 资本维持的利与弊

资本维持规则发展至今,其主要目的在于实现公司法下债权人保护的价值取向,通过将一定的资本作为公司的“安全垫”,从而在法律层面上强制规定股东承担一定的经营风险,防范其过度冒险行为,促进公司的持续经营。^[17] 近年来,对资本维持也有诸多批判,无论是美国(20世纪80年代基本全面废除早已空洞化的资本维持规则)、欧盟(21世纪初对《二号公司法指令》修订的争议、欧洲法院质疑资本保护正当性),还是英国(学界有很强的废除资本维持的呼声,但受限于欧盟规定未能改革),资本维持都是一个饱受争议的话题。对其批判主要集中在以下几个方面:

其一,资本维持不符合商业逻辑的法律规则。一些批评者认为,商业实践当中,一个负责任

[15] 美国法上早期的案例为 *Handley v. Stutz*, 139 U.S. 417, 11 S. Ct. 530 (1891)。在该案中,公司濒临破产,通过出售债券并为债券认购者免费赠送一些新股以增强其吸引力,但现行债权人认为应当要求新股东支付相当于股票面额的资产。美国最高法院最后判决在公司处于经济危机状态时,可以依据其所能得到的最好的价格出售股票,无论价格是否低于面额,新股东都无需承担补充出资的责任。

[16] 例如,除前文中提到的特拉华州公司法“快捷股息”(nimble dividend)制度之外,美国修订以前的1980年《标准公司法》也允许用资本盈余弥补亏损。因美国历史上没有完善的减资制度,公司可以轻易通过减少股本创造出一种特殊的资本溢余——减资溢余(reduction surplus),再利用公司法笼统的从“溢余”而非资本中分配的规则,将减资部分分配给股东。至于利用资本溢余弥补亏损,然后释放出盈余用于分配的做法,更不存在任何法律障碍。

[17] 参见前引[12], Andreas Engert 文。

的董事会在进行利润分配的决策时考虑的一定不是彰显公司设立时期股东出资情况的金额数字，而应当考虑公司现金流状况、主营业务前景和商业计划资金需求、未来偿债情况等。^{〔18〕}换言之，资本维持体现的是僵化的法律逻辑，是一套不与商业实践挂钩的死板的规则体系，要么可能因为标准过高而限制企业的正常分配行为，要么可能因为标准过低而失去债权人保护的效果。

其二，资本维持忽视了债权人最为关注的企业流动性问题。^{〔19〕}支持资本维持的观点认为，企业的所有者权益（资本）和企业资产是财务报表的一体两面，报表右端的资本在左端一定代表着相同金额的资产。然而现实中，比起企业的资产状况，债权人可能更加关注企业的流动性情况。对于现实生活中合同债权人所关注的对企业流动性情况具有影响的方方面面（净利润、经营现金流、资产负债比率、或有负债、后续融资能力、可变现担保品、商业环境及宏观经济预测等），资本维持规则实在太过单薄无力，以至于让人们怀疑其是否能够在真实的商业实践中产生实质性的积极效果。

其三，债权人保护不是公司法需要实现的价值取向。有观点认为，债权人保护的职责应当由其他部门法而不是公司法承担。举例而言，合同债权人可以通过合同进行自力保护，劳动债权人可以依靠劳动法自我保护，而其他债权人（例如侵权债权人、商业债权人）则可以依赖破产法等其他部门法（在美国还有欺诈性转移法）得到保护。作为公司内部组织形态的公司法应当协调的是公司董事和股东之间的利益关系，其不应当也无力实现公司组织运行中债权人保护的价值取向。

其四，资本维持是一套成本较高且容易规避的规则。^{〔20〕}美国学者持此观点的情形较多，一部分原因是美国从来没有形成过一套完整的资本维持制度，因此非常容易通过降低股份面额、减资等方式进行规避，但相应的情形在欧陆国家则有很大不同，原因是多方面的。实际上，在公司出资阶段的一些法律规制确实可能会导致相对较高的成本（例如出资作价评估机制、股东未足额缴付出资时债权人的救济措施等），但根据上文所探讨的资本维持的核心要义可以发现，资本维持本身的有效运行并不需要过高的成本，迄今为止在欧洲从规则完备性层面来说也运行良好。

其五，会计国际趋同对于资本维持理论的冲击。^{〔21〕}在本文第四部分针对欧美制度比较的分析中，本文将重点分析这一问题。简而言之，资本维持需要建立在以财务会计规则为内核的企业财务报表基础之上，而国际趋同的财务会计本质上是一套面向资本市场投资者（股东）的会计规则，会计规则在规制目的和制度设计本身与资本维持规则的错位会带来不利影响。

〔18〕 KPMG 于 2008 年对欧盟及非欧盟法域公司的调查表明，大部分被调查的 CFO（除德国公司的 CFO 外）认为相较于资本维持原则下的资产负债表测试，偿债能力测试是更好的决定分配的方式，现金流测算对决定分配有决定性的作用。而在资本严重受损的情形下召开股东会，对于其任务是观察公司的财务发展和识别资不抵债信号的人而言没有任何实际重要性。参见前引〔7〕，KPMG 文。

〔19〕 参见前引〔9〕，Katja Fuchs Mtwebana 文，第 237-260 页。

〔20〕 关于这一问题的讨论，参见前引〔4〕，Bayless Manning, James J. Hanks Jr. 书，第 94 页。

〔21〕 事实上，欧盟在对资本制度讨论的过程中，不论是在高层专家报告上，还是在 KPMG 出具的咨询报告上均提到了这一问题。详见前引〔6〕，High Level Group of Company Law Experts 文；前引〔7〕，KPMG 文。

三、清偿能力模式的核心内容与利弊分析

(一) 衡平清偿能力与资产负债表清偿能力

在比较法实践中,美国公司法(尤其是《标准公司法》)为我们提供了一个典型的清偿能力测试模板。“偿付不能”这一概念经过了长期的发展,包含两种含义。第一种含义最初来自于英国衡平法,一般被称作衡平清偿能力测试(Equity Insolvency Test),是指确定债务人偿付不能的测试标准是他在债务到期时不能履行其义务。第二种含义则来自于普通法司法实践,一般被称作资产负债表清偿能力测试或破产清偿能力测试(Balance Sheet/Bankruptcy Insolvency Test),基本内容是分配不能导致公司资产负债表中的总负债大于总资产。衡平清偿能力测试与资产负债表清偿能力测试存在巨大区别,前者关注企业现时流动性,后者则关注对企业的清算。前者更多关注企业利润表和现金流量表,后者则关注资产负债表。美国《标准公司法》既包含衡平清偿能力测试,也包含资产负债表清偿能力测试。但美国采用清偿能力测试标准的各州公司法具体情形也不尽相同,例如马萨诸塞州公司法仅包含衡平清偿能力测试条款。

除公司法之外,在美国《统一欺诈性转移法案》(Uniform Fraudulent Transfer Act, UFTA)中同样包含了清偿能力测试,这一问题将在本文第五部分进一步分析。

(二) 清偿能力模式在美国法的实践及其问题

一般认为,衡平清偿能力测试符合现实中公司管理者判断是否进行分配行为的普遍规律,是一个看似合理且美好的标准。然而,清偿能力这一标准实在太过抽象,以至于当我们检视《标准公司法》时会萌生太多对于此标准的疑问,一些不完整的问题包括:(1)清偿能力具体应当考量哪些因素才是足够的?如果应该包括一个以公司商业计划为基础的未来现金流测试,那么这样的未来现金流又该包括哪些因素才是恰当的?(2)以什么样的财务标准判断公司是否符合清偿能力?《标准公司法》给予的标准十分宽泛,董事会可以基于相应情形下合理(reasonable in the circumstances)^[22]的会计基础进行判断,如果是基于清偿能力的角度,公司的清算价值可能是一个比财务报表账面价值更好的参照系,但清算价值的确定又是十分困难的问题。(3)谁来评判公司是否具有清偿能力?从美国公司法的实践来看,公司董事最清楚公司的经营状况及商业计划,无疑是最为合适的人选。然而,让制定公司商业计划的人依据公司前景判断其未来现金流状况,这似乎也是一种荒谬的观念。如果董事认为其商业计划无法为公司带来良好的前景,那么可能还不如早早将公司清算更为妥当,而宏观经济和公司所处的商业环境风云变幻,很难说董事预测的准确度到底几何。(4)确定公司清偿能力的时间范畴是什么?英国学者在公司法修法的建议稿中提出的时间范围是在“日常商业经营过程中”(ordinary course of business)、“合理可预期的未来”(reasonably foreseeable future),包含了所有在分配阶段已形成的债务以及在“可预见未来”将形成的债务。^[23]英国学者提出的这一标准仍然令人困惑。公司董事存在任期,而且其大

[22] See *Model Business Corporation Act Annotated*, American Bar Foundation, 2002, § 6. 40 (d), p. 201.

[23] See Jonathan Rickford, *Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests*, 7 *European Business Organization Law Review*, 135 - 179 (2006).

概能够判断一至两年内公司是否具有清偿能力，但公司是否对其长期负债具有清偿能力恐怕是个谁也难以说清的问题。可实践中，长期负债的情形往往是每个公司都会面临的，最典型的就是公司向雇员支付的养老金。

尽管清偿能力测试作为美国《标准公司法》力推的分配标准已经被 30 多个州采纳，但有关的司法判例却并不多，且仅见于股利分配和股份回购两个领域。例如，在 Thoughtworks 案中，特拉华州法院在判断公司可用于优先股股东回购的“合法可用之资金”时采用了三个步骤：一是认为分析合法可用资金的起点是资产的真实经济价值，而非会计报表数据；二是认为评估真实经济价值的合理方法应着眼于当前清偿能力，而非未来业绩，并认为赎回优先股将导致公司现金流紧张，进而会因员工离职导致最重要的人力资本损失而否认了原告基于未来业绩的估值结果；三是认为公司自身对合法可用资金的裁量受到商业判断原则的保护。^[24]

可以说，法院对于清偿能力标准的运用完全依赖于个案的具体状况，且董事在诸多场景下的判断均受到商业判断规则的保护。如果我们观察美国法律体系下债权人保护规则的全貌，可以发现，公司法下的债权人保护仅占其中很小的一部分，大部分被转交给了其他部门法规则。如果我们全盘沿袭美国公司法下的清偿能力测试标准，或许能够得到一个完整的美国式公司法条文版本，但我们一定无法得到一个完整的美国式债权人保护模式——有关这一模式的特点将在本文的第五部分进一步讨论。

四、公司资本流出制度的会计基础及其国别差异

（一）会计规则的角色

会计规则是公司资本流出制度有效运行的基础。资本维持规则方面，不论是“盈余测试”还是“收入盈余测试”，其可用于分配的盈余或收入盈余的计算完全依赖于会计确认和计量。清偿能力测试也是如此，资产负债表清偿能力测试中资产和负债金额的确认完全依据企业编制的资产负债表，而衡平清偿能力测试也依赖于董事依据财务数据对企业流动性、持续经营能力等问题的研判。无论是分析资本维持还是清偿能力，对于其所依赖的会计规则的阐释都是必要的。即便各国政府、国际组织和民间团体在最近 40 年内就国际会计趋同作出了很多努力，但各国会计准则（尤其是与资本流出制度相关的部分）仍然有着不可忽视的差异。

如需对公司资本流出制度所依据的会计准则进行全面、透彻的分析，我们可能需要对比较视角下的国际会计准则有一个非常完整的阐释，但这近乎是一个不可能完成的任务。事实上，欧盟委员会在委任 KPMG 进行的“二号指令下资本维持体系的可行性及替代性研究以及对新的欧盟会计体系适用于利润分配的检查”报告中，曾要求其对欧盟引入国际会计准则并将其用于《二号公司法指令》下资本维持规则中可分配金额计算的可行性进行分析。^[25] KPMG 主要运用了调查分析的方式，其在结论中也承认了基于《二号公司法指令》下的分配理念而言，国际会计准则的

[24] 参见刘燕：《对赌协议与公司法资本管制：美国实践及其启示》，载《环球法律评论》2016年第3期。

[25] 参见前引 [7]，KPMG 文，第 7 页。

利润计算方式并不是一个很好的起点,但并未就该问题进一步展开分析(例如具体可量化的影响程度、替代性方案和解决办法等)。尽管无法量化会计规则对于资本制度的影响,但本文认为对比较法下各国会计制度的差异进行分析仍有必要和价值。对于会计规则对资本流出制度到底存在何种影响这一问题,本文拟采取的分析方式包括以下两点:一是从比较视角下的国际会计角度,简要分析各国之间的会计差异及其成因;二是简要分析目前国际会计趋同的一些趋势及做法,并在我国会计规则国际趋同的背景下,就这一问题对资本流出规则的影响进行简要梳理。

(二) 比较视角下的国际会计差异及影响

笔者在表1中简要总结了采用资本维持模式和清偿能力模式法域会计制度相关差异及其表现。主要包括以下几个方面。

一是法律体系对会计的影响。大致可以区分为国家会计模式和民间团体会计模式两种类别。前者的会计规则往往规定在商法典、公司法(如德国)当中,或由国家制定统一的会计规则(如法国财政部下的国家会计委员会及《会计总方案》^[26])。后者的会计制度往往由民间职业团体对民间会计惯例进行总结、汇编和统一而产生(例如美国公认会计准则)。会计规则的法律化一定程度上代表了规则本身的强制力。会计记录的过程中不可避免会包含诸多判断因素,例如收入确认的标准、折旧和摊销的计提比例、是否计提减值、对或有负债或预计负债的处理、利息费用及研发支出等的资本化等等。资本维持和清偿能力的区别是严格的法律规则和灵活的判断标准之间的区别,作为制度的基础,严格的法律规则也应当建立在高强制力的会计规则之上,而灵活的判断标准并不要求高强制力的会计规则。事实上,美国的清偿能力模式往往比会计规则更进一步,允许公司脱离企业财务报表数据,基于经济价值判断可用于分配的金额。^[27]

二是公司资金来源(报表信息使用者)的影响。大致可以区分为债权人主导和股东(投资者)主导模式。^[28]前者的代表如德国,银行作为公司资金的主要提供者,往往还同时是许多企业的股东,机构债权人能够比较容易地获取公司的内部信息,对于公司信息披露问题并不关注。且相对于企业的经营超额收益,债权人更加关注其资产的安全性。故债权人作为报表信息使用者的国家倾向于采用“谨慎性”的会计理念,包括压低资产价值、谨慎确认收入、计提秘密准备金等。^[29]后者的代表如英美,资本市场发达,投资者作为公司资金的主要提供者,且证券市场上企业股权相对分散,中小投资者对于公司信息披露的需求非常迫切。股东往往更加关注企业真实的经营业绩,并希望将财务报表作为判断投资决策和预测投资价值的依据,因此倾向于采用“真实公允”的会计理念,^[30]包括资产采用公允价值的方式计量、收入包含更多未实现损益等。报表信息使用者实际体现了会计服务的对象和目的,理论上来说主要服务于债权人的会计规则能够

[26] 参见郝振平:《国际会计学》,清华大学出版社2014年版,第69页。

[27] 例如特拉华州判例法允许在计算分配基础的净资产时,对企业资产、负债进行再评估,抛弃历史成本数据而采用现值或公允价值计量(尽管实践中很少被公司使用)。但董事会的再评估需要建立在善意(good faith)的基础上,对资产和负债进行“持续、全面地审查”(consistent & comprehensive review),而不是仅仅对特定资产进行选择性的账面价值调增。

[28] 参见[美]弗雷德里克·D. S. 乔伊、加利·K. 米克:《国际会计学》,方红星译注,东北财经大学出版社2018年版,第15页。

[29] 参见任永平:《中德财务会计比较研究》,东北财经大学出版社2001年版,第128页。

[30] 参见汪洋耀:《英国会计准则研究与比较》,立信会计出版社2002年版,第13页。

更好地适应旨在债权人保护的法律法规（资本维持），“谨慎性”理念也能够比较好地抑制公司的分配动机，而面向投资者/股东的会计规则和“真实公允”的会计理念的财务数据更加接近于企业的“经济价值”，与清偿能力标准背后的理念更加匹配。

表 1 [31] 资本维持模式和清偿能力模式相关会计制度差异及表现

资本维持模式	清偿能力模式
<p>高强制力</p> <p>集权化的会计模式，在统一商法典或政府出具的会计方案中作出规定</p>	<p>低强制力</p> <p>民间团体主导的会计模式，总结一般公认的会计准则，各利益团体的博弈</p>
<p>债权人</p> <p>来自银行、政府，股权集中，低信息披露要求，谨慎性会计规则</p>	<p>股东</p> <p>来自股东，发达资本市场，股权分散，高信息披露要求，真实公允会计规则</p>
<p>税务会计导向</p> <p>税务会计与财务会计统一，财务会计遵从税务会计，降低自由度</p>	<p>财务会计导向</p> <p>税务会计与财务会计分离，增加财务会计自由度，包含递延所得税影响</p>
<p>低通胀率</p> <p>基本未出现过因高通货膨胀率导致名义资本保全失效的现象</p>	<p>高通胀率</p> <p>历史上发生过较高通货膨胀率的经济现象，导致名义资本保全失效</p>
<p>会计规则本土化</p> <p>至少在资本流出相关会计规则（如企业单体报表编制）层面坚持本土化</p>	<p>会计规则全球化</p> <p>会计规则全面全球化，允许将国际会计准则用于资本流出制度</p>
<p>政府导向</p> <p>会计职业团体相对不发达，或职业团体设在政府部门下，会计规则制定由政府主导</p>	<p>职业团体导向</p> <p>发达且相对独立的会计职业团体，职业团体制定并影响会计规则</p>
<p>文化因素</p> <p>价值取向：依法控制、统一性、保守主义、保密等</p> <p>价值取向：职业自治、灵活性、乐观主义、透明等</p>	

三是税收法律法规对财务会计的影响。大致可以区分为税务会计导向型和税务与财务会计分

[31] See Peter Walton, Axel Haller, Bernard Raffournier, *International Accounting*, International Thomson Business Press, 2002; [英] 克里斯托弗·诺比斯、罗伯特·帕克：《国际会计：一种比较的视角》，薛清梅、曹玉珊、刘艾琪、张梦雅译，东北财经大学出版社 2016 年版；前引 [26]，郝振平书；前引 [29]，任永平书。

离型。前者财务会计计算出的利润一般可以直接用于税收征缴（如德国、法国），^{〔32〕} 税务会计所包含的对于资产计价和收入实现的调整规定也显著降低了企业会计确认和计量的自由度（例如德国税法中对于存货计价、固定资产折旧等的规定直接影响财务会计记录）。后者财务会计与税务会计分离，财务会计计算出的利润需要经过一系列调整措施才可用于税收征缴，报表中往往还包含了一些税务会计影响财务会计的因素（例如递延所得税资产/负债）。因此，税务会计与财务会计统一的规则能够降低管理层判断的因素，更加适合标准严格的法律规则（资本维持）。

四是通货膨胀的影响。^{〔33〕} 通货膨胀对于财务会计会带来不容忽视的影响，恶性通胀也会严重侵蚀资本维持规则下名义资本保全的基础。在发生过较严重通胀的国家（例如美国 70 年代的“滞涨”现象），传统资本维持理念下的名义资本保全思路会受到极大的冲击。这一冲击不仅体现在通货膨胀对名义资本的直接影响上，还体现在其对资产负债表和净利润计量带来的间接冲击上。在通胀严重时期，企业按照历史成本计量的利润数据中会包含因通胀而带来的虚计部分，使得净利润整体水平虚高，如果按照“收入盈余”标准进行分配，包含通胀率的虚高利润可能会与企业实际经营状况严重脱节，并进一步侵蚀名义资本保全。

五是会计规则全球化的影响。包括政府间国际组织（联合国、欧盟等）、国际金融市场（如证券委员会国际组织，IOSCO）、跨国企业以及民间团体（如国际会计准则理事会，IASB）等对会计准则的影响。最典型的如国际会计准则理事会颁布的国际会计准则（International Financial Reporting Standards, IFRS）对各国会计趋同的影响，欧盟目前已经允许成员国在计算可分配金额时采用国际会计准则编制的利润数据，而日本、中国等的财务报告准则目前也已经基本实现与国际会计准则的实质趋同。会计规则全球化对一个国家的影响是全盘化的，国际会计准则本质上是一套与国际资本市场关系密切的会计准则，采用国际会计准则不可避免地会带来一个相对低强制力的、投资者导向的、财务会计与税务会计分离的会计规则。

除上述因素以外，会计职业界（政府部门之下的职业团体和相对独立的职业团体）以及一国文化因素对会计规则也将带来一定的影响。

五、超越公司法的债权人保护规则

（一）完整的美国模式

1. 灵活的公司法分配标准与会计规则

针对这一问题，文章前述部分已经进行了比较详细的论述。美国法下，不论是清偿能力本身还是与之配套的会计规则都是十分灵活的。美国公司法在计算企业分配金额时往往赋予会计规则选择方面较高的自由度，企业可以选择相应情形下合理（reasonable in the circumstance）的会计规则。美国本身所使用的美国一般公认会计准则也是一个以“真实公允”理念为核心的、投资者导向的、低强制力的会计准则。

〔32〕 参见前引〔26〕，郝振平书，第 18 页。

〔33〕 参见前引〔31〕，克里斯托弗·诺比斯、罗伯特·帕克书，第 36 页。

2. 统一欺诈性转移法案

欺诈性转移法属于州立法事项，许多州依据 1984 年《统一欺诈性转移法案》颁布了自己州的欺诈性转移法。欺诈性转移法案的目的在于避免公司的欺诈性转移损害债权人利益。美国《联邦破产法》（Federal Bankruptcy Code）第 548 条也包含欺诈性转移条款，但该条款的追溯期限仅有一年。相比之下，《统一欺诈性转移法案》给无担保债权人提供了四年的追溯期限。

总体而言，根据欺诈性转移法，当公司的交易包含以下三个要件时，就构成推定欺诈（constructive fraud）且是可撤销的（voidable）：^[34]（1）转移资产或招致债务；（2）没有收到一个合理对等的价值交换；（3）在某个时点（导致）丧失清偿能力或者不合理的过低资本。

首先，欺诈性转移法下推定欺诈囊括了一个广义的股东分配规则，从构成要件来看，不论是利润分配、股份回购，还是公司与股东进行的对价不公允的交易行为，都可能符合推定欺诈的构成要件。其次，欺诈性转移法对于债权人的保护是一个事后的救济而非事前的预防，尽管对于什么样的情况属于丧失清偿能力或者资本过低，在实践中仍然基于法院对个案的判断，但相比公司法下将清偿能力标准理解为一个事前标准（在公司尚未丧失清偿能力时，判断分配是否会导致公司丧失清偿能力）仍然有本质上的不同。最后，如满足推定欺诈的构成要件，将导致相应交易转让的破产财产返还破产管理人的效果，或者招致债务无效或劣后，州欺诈性转移法往往给予破产管理人四年的追溯期限，在公司丧失清偿能力时，是一个比公司法下分配规则有力得多的救济措施。

3. 其他补充性规则

美国法下其他与债权人保护相关的机制包括：（1）董事信义义务。尽管公司正常经营情况下，美国公司法规定的董事信义义务仅针对股东，但在著名的 Credit Lyonnais 案中，特拉华州衡平法院认为当公司“处于破产边缘”（in the vicinity of bankruptcy）时董事的信义义务不仅局限于股东，而延伸至公司整体。^[35]（2）劳动债权的保障机制。美国《职工退休所得保障条例》（Employee Retirement Income Security Act, ERISA）规定公司的职工福利负债由投资信托为员工利益持有，并在公司破产时隔离。^[36]（3）金融债权人完善的自我救济措施及其合同条款对公司日常分配的规制。^[37]

（二）完整的欧洲模式

1. 德国法——资本维持与高强制力的会计规则

在公司资本流出制度方面，德国法目前遵循相对传统的资本维持规则，在计算可分配金额时，要求公司每年计提 5% 的会计利润至法定准备金账户，直至法定准备金与资本准备金之和大于已发行资本的 10%，二者之和称为法定公积金，在公司有未弥补亏损且没有留存收益或其他准备金用于弥补亏损时，法定公积金可以用以弥补亏损，不得用于分配。除此之外，公司回购股份

[34] See Uniform Fraudulent Transfer Act (1984), § 4 (a) (2), § 5 (a), § 7 (a) (1), § 8 (b).

[35] See Credit Lyonnais Bank Nederland, N. V. v. Pathe Communication Corp., 17 Del. J. Corp. L. 1099, 1155 (Del. Ch. 1991).

[36] 参见前引 [12], Andreas Engert 文。

[37] 参见前引 [4], Bayless Manning, James J. Hanks Jr. 书, 第 99 页。

的金额还需计入库存股准备金账户且不得用于分配。^{〔38〕}

在分配相关的会计规则方面，德国规定的特征如下：（1）来源于法律的统一会计规则。德国财务会计规则由立法机构制定，并规定在《商法典》中，德国公司根据国内统一会计准则编制的单体财务报表确定可分配利润。^{〔39〕}但根据欧盟现行规定，欧洲上市公司需要按照国际财务报告准则编制合并报表，这也就使得德国上市公司需要保留两套财务报表体系，变相增加了一定成本。（2）债权人利益导向的会计规则。奉行“谨慎性”原则，包括倾向于低估资产价值，充分计量可能发生的负债等。（3）财务会计与税务会计统一。企业报表数据可以直接作为纳税基础。

2. 英国法——资本维持与会计利润调整模式

尽管对于公司资本制度改革呼声强烈，但英国目前仍然使用传统资本维持标准。其2006年《公司法》规定，催缴资本（call-up share capital）与股份溢价均不得用于分配，股份回购、回赎则通过直接扣减留存收益以及记录资本赎回准备金（因股份回购、回赎等情况导致的已发行股本减少而产生的准备金）进行与分配同等财源规制。

会计制度方面，英国公司法允许公司采用英国公认会计原则（UK GAAP）或者国际财务报告准则（IFRS）编制单体财务报表得出的数据用于利润分配。整体而言，英国会计规则奉行“真实公允观”的理念，鉴于英国企业资本化程度相对较高，会计规则更注重维护投资者和股东的利益。财务报表编制的初衷并非纳税和利润分配的需要，而是出于投资者决策有用观的考量。将报表中的利润数据用于分配时，需要履行由英格兰及威尔士特许会计师协会（ICAEW）以及苏格兰特许会计师公会（ICAS）等民间会计组织发布的一系列利润调整措施，以消除“真实公允观”下未实现损益对可分配金额带来的影响。总体而言，此类调整措施包含以下三个方面的情形：其一，将会计上记为收入但公司法目的下认为未实现的收入剔除；其二，将会计上记为损失但并非公司法目的下的损失的金额剔除（例如公司法下认为是所有者权益但会计规则下记做负债的优先股，其资本返还会在会计规则中记为利息费用，这部分费用需要在计算可分配金额中剔除）；其三，将符合公司法目的下的收入但不符合会计下收入确认的部分计入（例如未计入股本和资本公积的出资）。^{〔40〕}总体来说，结合相应的会计准则，英国公司法关于利润调整的关注重点在于相应的（收入或费用导致的）资产或负债的变化是否以现金的形式或容易转换为现金的形式。^{〔41〕}

总体来说，英国通过会计利润调整措施相对较好地平衡了资本维持规则与“真实公允”会计规则下的理念冲突，但这套规则成本高昂，且英国有其发达而庞大的职业会计师团体和历史悠久的会计理论和制度基础，整体而言难以为我国所借鉴。

六、两种基本路径背后的价值选择

资本维持和清偿能力两种模式代表了公司立法价值取向下对于债权人保护的两种选择。回到

〔38〕 参见前引〔7〕，KPMG文，第62页。

〔39〕 See Rolf Uwe Fülber, Malte Klein, Balancing Past and Present: Impact of Accounting Internationalization on German Accounting Regulation, 20 (3) *Accounting History*, 342-374 (2015).

〔40〕 参见前引〔7〕，KPMG文，第127页。

〔41〕 参见〔英〕艾利斯·费伦：《公司金融与法律原理》，罗培新译，北京大学出版社2012年版，第249页。

我国的情形，如果结合本文所探讨的资本维持模式核心内容，可以发现，我国公司法包含了一个相对完善的资本维持规则：公司立法时选择了维持资本而非面额；减资条款中也包含了债权人的知情权、参与权与决定权；公司分配规则本身限制严格。当然，我国的资本维持也存在一些问题，相比其他立法例来看并不周延，连股份回购的财源限制都未包含在内，但尚未导致资本维持规则出现很大的漏洞。在资本制度相关会计规则方面，我国已经不可逆转地选择了一个与全球资本市场趋同的会计规则。这套规则本身并非出于资本维持的初衷而设立，其留给公司经营者较大的判断空间，而其背后的真实公允理念也与资本维持的理念相背离，但我们并不能完全得出资本维持将因此失效的结论。尽管我们已经偏离了作为资本维持规则移植法下最终来源的德国模式的全貌，但与我们一同挣扎在会计与法律规则矛盾背后的法域还有很多，包括日本、《二号公司法指令》下的诸多欧陆国家，目前这一问题在国际上也未有最终定论。

无论是修补不够完善的资本维持规则，还是全面转向清偿能力标准，我国公司法下资本流出制度的改革都势在必行。本文认为，立法者在进行两种模式的选择时，至少应当基于以下四个层面的问题进行判断。

资本维持与清偿能力两种价值取向背后的第一层争议是对两种模式有效性的争议。从两种制度期望实现的价值取向——债权人保护——而言，资本维持制度在这方面的表现充分体现出僵化的法律规则在应对复杂商业实践时的笨拙，要么“管得过宽”，要么“管得不够”，且还在不断受到资本市场导向下灵活会计规则的侵蚀。从表面上看，或许符合商业逻辑的清偿能力标准更加有效，但令人失望的是，清偿能力对于债权人保护与其说是“灵活规制”，毋宁说是“无为而治”，美国司法实践下不仅判例较少、基于个案，且法官最终往往转向商业判断规则，放弃对公司分配正当性的判断。对国内成文法几无借鉴价值。这似乎也反映了历史上源于法官良心且作为普通法补充的衡平法运用于成文法时的固有问题。^[42]

第二层争议是对于公司“资本”价值理解的争议。资本的价值不仅在于通过限制分配保护债权人的利益，也在于其防范股东过度冒险行为的经济意义。“有恒产者有恒心”也是类似的道理。要求股东向公司出资且不得随意抽回出资，能够促使其谨慎进行商业决策，防止其利用公司的有限责任过度冒险，也起到降低司法事后救济所带来的成本的作用。相较之下，现代公司作为一种商业组织在美国已有逾两百年的历史，其背后的一些有关商业逻辑的理念可能不再需要法律重述。

第三层争议是确定性的“规则”（rule）与灵活性的“标准”（standard）之间选择的争议。灵活性的标准若与严格的司法审查相结合可能会产生灾难性的后果，任何人都不能基于一个追溯智慧（事后诸葛亮行为）评判他人过去的某项决策是否合理。灵活标准的背后既是赋予董事权力的公司法，也应当是给予董事信任的公司法。至少，在司法裁判的导向上，法院需要给予董事在公司分配问题上足够的宽容（引入商业判断规则），只有当真正导致某种后果时（例如欺诈性转移法下的“丧失清偿能力或者不合理的过低资本”）才能允许司法裁判介入。从这一角度来说，资本维持之所以采取事前的确定性“规则”的模式，其背后可能代表着欧陆法律传统下对董

[42] 参见前引 [4]，Bayless Manning, James J. Hanks Jr. 书，第 205 页。

事天然的不信任。清偿能力代表的事后的灵活性“标准”则一定程度上是基于英美公司法基础下对董事商业判断的信任。那么，中国到底是希望选择一个天然信任董事的公司法还是天然不信任董事的公司法？如果我们尚且无法正面回答这一问题，也无法保证我们的司法审判机关会给予董事足够的宽容，那么至少确定性也是法律应当坚持的一项价值，也是对董事责任的一种救赎。

第四层争议则是公司法本身价值取向选择的争议。这一问题可能才是我们进行立法模式选择时的根本问题，中国的公司法到底应当是一个股东（stockholder）利益导向下的公司法，还是一个利益相关者（stakeholder）导向下的公司法？公司法需要保护的法益当中是否应当包括对债权人利益的关注？美国的实践明显代表了一个股东利益导向的范式。清偿能力模式背后的选择或许代表着美国公司法已经基本放弃了对债权人保护的法益追求，这一问题转而由合同法（合同债权人自力救济）、欺诈性转移法案、劳动与社会保障法（劳动债权人）和破产法等规则来解决。相比之下，我国对于债权人保护的机制是否已经在公司法之外得以建立？至少我们没有像美国一样有力的欺诈性转移法案，对于劳动债权人的保护规则可能也不如美国完善，实践中包含了政府干预形态的破产法似乎也不能够被法官运用自如。在这种情形下，如果我们的公司法转向清偿能力测试，也许我们会得到一个对于债权人保护最为无力的法律模式。

Abstract: The limited liability, as a basic character of corporation, creates the conflict between shareholders and creditor in respect of corporate assets. Company law has developed two different solutions to control the flow of assets to shareholder in the capital transactions such as dividend or stock buyback. One is capital maintenance principle, and the other is called solvency test. The capital maintenance principle has long history but its main characteristics in regulating distribution and reduction of capital are challenged nowadays as rigid and inefficient, or even irrelevant with creditor protection. The solvency test reflect economic sense with bankruptcy insolvency and equity insolvency included. Its function, however, seems well below expectation if directors' fiduciary duty or fraudulent transferring rules absent, as the case in the U. S. showed. Further, both solutions are affected more or less by accounting rules which have changed dramatically in the past decades. From the perspective of company law revision, three factors need to be considered before the legislator make the choice, i. e., the related accounting standards, the alternative mechanisms of creditor protection, and, most importantly, whether the company law in China shall keep creditor protection as one of its fundamental values.

Key Words: distribution, capital maintenance rule, solvency test, accounting standards

(责任编辑：周游 赵建蕊)