

## 论公司对赌义务履行的绝对性 ——以反思“九民纪要”第5条为线索

山茂峰\*

---

**内容提要：**股权回购与减资绑定的裁判路径容易侵损公司法人独立性、扭曲合同机制。法官裁判对赌协议履行可能性容易造成司法过度介入公司。对赌失败后，投资方作为目标公司的小股东和债权人，与目标公司及其原始股东利益对立，所以董事会、股东会也均不应为协议履行可能性的判断主体。主张由董事会判断的观点亦存在混同投资方权益与优先股、误读意思表示理论的法理缺陷。基于债的履行障碍法的体系秩序，资本维持原则不宜作为合同程式中履行不能的法律原因。是故无需判断协议的可履行性，法院应直接判定协议的履行，以避免对公司形成过度保护。应对实在的而不是抽象的债权人进行保护，让债权人参与到程序中：对于股权回购型对赌，公司应履行减资程序；对于金钱补偿型对赌，公司应偿还债务，具体根据破产标准和履行是否损及股本，呈现公司进入破产程序、完全履行、部分履行（一时不能）三种状态。

**关键词：**对赌协议 履行可能性 资本维持原则 债权人保护

---

### 一、问题的提出

投资方与目标公司对赌的司法争议引起了理论界和实务界的广泛关注。2019年11月，最高人民法院印发《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“九民纪要”），对对赌协议的效力及履行问题做出了重要安排。“九民纪要”生效之前，学界之于对赌协议的争议主要停留在效力层面，<sup>〔1〕</sup>“九民

\* 山茂峰，中国社会科学院大学法学院博士研究生。

本文为国家社科基金项目“公司双重股权结构司法审查标准研究”（19BFX132）、中国社会科学院大学（研究生院）研究生科研创新支持计划项目“‘对赌协议’裁判规则研究”（2022-KY-41）的阶段性成果。

〔1〕 参见潘林：《“对赌协议第一案”的法律经济学分析》，载《法制与社会发展》2014年第4期；唐英：《甘肃“对赌协议案”判决之评析——以法律方法的运用为视角》，载《法学论坛》2015年第1期；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。

纪要”第5条第1段明确对赌协议原则上有效之后，〔2〕学界争议则转向履行层面〔3〕。“九民纪要”第5条第2段和第3段分别明确了对赌协议履行问题的两个裁判路径：一是，投资方请求目标公司回购股权的，法院依据《公司法》第35条或第142条进行审查，目标公司未完成减资程序的，驳回投资方请求；二是，投资方请求目标公司承担金钱补偿义务的，法院依据《公司法》第35条和第166条进行审查，根据公司利润情况，驳回、支持或部分支持投资方请求（可另诉）。实际上，这两种处理路径均一定程度上脱离了公司、合同规范体系，无法实现逻辑自洽、功能自足。学界以董事会作为协议履行可能性判断主体的观点，〔4〕也面临深层的法理障碍。本文认为，并不存在适格的判断主体（法院都不适格），并且履行障碍是否真正存在也面临疑问，〔5〕对赌协议的履行有着坚实的正当性基础。

## 二、股权回购型对赌处理路径之质疑

“九民纪要”第5条第2段将股权回购与减资绑定，并由公司全权负责减资，造成的理论迷失和实践困窘如下：

### （一）组织法层面：侵损公司法人独立性

减资的刚性配置意味着股东会减资决议的必然性，此配置可能产生损及公司法人独立性的后果。从对赌协议投资方溢价出资的典型情况来看，投资方所占公司股权比例不可能达到减资所要求的代表三分之二以上表决权。〔6〕或许正因如此，实践中投资方往往同时与目标公司及其控股股东或全体股东对赌。他们决定着减资决议这一回购义务履行的重要程序是否可以通过。从逻辑上来讲，如果参与对赌的股东不是回购义务人，那么决议将难以通过，因为投票通过减资决议的后果是公司履行义务；如果参与股东是回购义务人，参与股东反而更愿意通过决议让公司承担债务，否则投资方会径直诉诸参与股东履行回购义务。这样，参与股东是否为回购义务人直接决定着公司是否履行义务，那么在是否履行协议问题上，体现的是参与股东的意志而非公司意思。

股权回购与减资捆绑的裁判实践却并非如此，而是通过增加股东与公司财产混同的风险，更

〔2〕“九民纪要”第5条第1段规定：“投资方与目标公司订立的‘对赌协议’在不存在法定无效事由的情况下，目标公司仅以存在股权回购或者金钱补偿约定为由，主张‘对赌协议’无效的，人民法院不予支持，……”

〔3〕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》，载《法学研究》2020年第2期；贺剑：《对赌协议何以履行不能？——一个公司法与民法的交叉研究》，载《法学家》2021年第1期；张保华：《对赌协议下股份回购义务可履行性的判定》，载《环球法律评论》2021年第1期；王毓莹：《对赌纠纷裁判的法律适用逻辑与诉讼体系定位》，载《华东政法大学学报》2021年第5期。

〔4〕参见秦涛、张旭东：《对赌协议裁判的理想进路：合同法与公司法的嵌入与并存》，载《学习与实践》2018年第2期；潘林：《股权回购中资本规制的展开——基于董事会中心主义的考察》，载《法商研究》2020年第4期；李安安、范鑫：《公司实质参与对赌协议的合法性解构：合同自由与公司规制》，载《中国矿业大学学报（社会科学版）》2020年第1期；前引〔3〕，刘燕文。刘燕以美国案例为蓝本，比较了司法商业判断和董事商业判断的优劣，虽未言明我国应采董事商业判断，但从优势对比上来看，似乎更倾向于后者。

〔5〕有学者将目标公司能否履行协议的问题概括为履行障碍的实体标准与履行障碍的判断主体两个层面。参见前引〔3〕，刘燕文。实际上，履行障碍及其判断主体应当是同步存在的，没有障碍当然无判断主体，没有适格的判断主体也就意味着障碍是否真正存在是存疑的。

〔6〕参见朱慈蕴：《中国公司资本制度体系化再造之思考》，载《法律科学（西北政法大学学报）》2021年第3期。

为直接地呈现出侵损公司法人独立性的倾向。公司为增资型对赌的主要权利人，而对赌失败触发回购条款时，股东和公司同为回购义务人的，投资方往往直接起诉股东。<sup>〔7〕</sup>理论上讲，直接承担回购义务的股东势必要向公司追偿，而囿于股权回购与减资捆绑的存在，追偿并不会顺利（公司本可以无限期拖延协议的履行进程）。特别是，对赌失败公司资产状况往往不佳的情况下，公司不履行协议义务具有一定的正当性基础，股东向公司追偿也同样意味着公司资金流向股东，这会损害公司利益，陷债权人于不利地位，这同样面临资本维持原则的检视。然而，实践中，对赌之目标公司往往封闭性较强，所有与经营分离程度较低，在全体股东、控股股东参与增资型对赌的情况下，股东追偿反而可能比较容易实现。这使得公司与股东的财产关系纷繁复杂化，无论股东是否追偿成功，都可能创生股东与公司财产混同的风险，特别是当回购义务股东仅为公司控股股东时。如是，将股权回购与减资捆绑并将减资完全定位为公司自治范畴，可能造成以股东自治替代公司自治的局面、混同股东财产与公司财产的风险，使得公司法人独立人格面临受损的境地。

## （二）交易法层面：扭曲合同机制

股权回购与减资捆绑的司法应用对合同机制产生以下两方面的影响：一是产生合同无效比有效更利于债权人的价值悖论。合同有效是合同当事人的合理期待，也是法律对合同的正向评价，而无效乃是合同瑕疵形态中最严重的制裁手段。<sup>〔8〕</sup>相应的，一项有效的合同应当带来正向的社会激励。然而，司法实践中，常常存在投资方主张合同有效反而不如主张合同无效更易达致诉讼目的的情形。“海富案”中，二审法院认为增资溢价款部分明股实债，合同无效，延此路径，应返还的本金和利息已超出合同有效应返还的金额。<sup>〔9〕</sup>当然，作为个案，此案可以说是合同期限和补偿条款约定下的巧合，并且进入裁判视野的无效案件和有效案件具有异质性，裁判时点和裁判者亦不同，个案对比得出合同无效比有效更利于债权人的结论有失妥当。但是，“九民纪要”之后，类似案情下我们可能难以找到与公司对赌的协议效力被否决的情况。合同有效并不意味着投资方不能收回投资，但其面临着减资方案制作、减资决议、债权人要求担保等诸多不确定性因素。但如果合同无效，则可以径直遵从合同法机制，投资方至少可以收回本金。即便目标公司是股份公司，因为溢价出资的现实，投资方以股东身份转让股权也很难收回投资本金。不可不察的是，司法实践中投资方主张解除合同进而行使不当得利返还请求权亦能收回本金。<sup>〔10〕</sup>而合同解除机制是合同法为债权人在合同目的不能实现时设置的救济手段。至此，我们可以发现，对赌协议的无效、解除相比于有效更利于投资方（债权人）。

二是产生目标公司作为担保人不如作为债务人更有利的逻辑异化。作为回购义务主体的目标

〔7〕“佛山夏彦案”中，协议约定投资方有权在回购条款触发时选择要求目标公司或全体股东回购，投资方仅起诉了股东。参见北京市第二中级人民法院（2020）京02民终4004号民事判决书。“浙江弘丰案”中，投资方也仅起诉了大股东。参见嘉兴市南湖区人民法院（2019）浙0402民初6323号民事判决书。其他类似情形有：杭州市西湖区人民法院（2020）浙0106民初839号民事判决书；杭州市中级人民法院（2020）浙01民终3219号民事判决书；北京市第三中级人民法院（2020）京03民终6006号民事判决书；北京市第三中级人民法院（2020）京03民终6007号民事判决书等等。

〔8〕参见黄忠：《比例原则下的无效合同判定之展开》，载《法制与社会发展》2012年第4期。

〔9〕参见最高人民法院（2012）民提字第11号民事判决书。

〔10〕“上海德在不当得利纠纷案”中，法院认为目标公司及其股东实际不能达到合同约定标准，构成预期违约，不能履行合同主要义务，支持了投资人解除合同的请求。参见上海市松江区人民法院（2019）沪0117民初19930号民事判决书。

公司因公司法程序的阻隔无须直接承担责任，而作为回购履行担保人的目标公司，却可以直接对投资方承担责任（尽管是连带责任）。〔11〕“九民纪要”之前，最高人民法院也有再审案例——“瀚霖案”，通过改判形式认定作为担保人的目标公司应对投资方承担连带赔偿责任。〔12〕在公司担保的情形下，投资方与目标公司系债权人与担保人的关系，但投资方同时也是股东，这和投资方直接请求目标公司股权回购没有本质区别，同样是公司资金流向股东，债权人面临同样的风险。概言之，意思自治下的合同条款须经受公司法强制性规则的检视，难免使得结果处于不确定状态，一定程度上造成合同权益的错配，但若严重扭曲合同机制，将是对公司法、合同法私法本质的背弃。

总而言之，合同程式和公司法组织规则的交错适用，使得公司独立地位这一基础性共识面临不确定性冲击，使得我们不禁要怀疑裁判规则的合理性。最高人民法院人士认为，这（回购+减资进路）旨在提供预期，引导事前防范风险，并无不公。〔13〕裁判规则的首要取向应当是争议解决，立足当下的同时提供指引，而不是单纯的勾勒未来。进一步地，此等裁判规则的引导后果不是阻塞投融资，就是加剧公司与股东财产混同的风险（诉诸参与对赌之股东回购），造成合同机制严重扭曲的局面。

### 三、金钱补偿型对赌处理路径之质疑

“九民纪要”第5条第3段中的司法裁判公司金钱补偿义务之履行可能性，亦存在一定缺陷。考察对赌实践及其直接对应的公司法规则会发现，司法裁判的逻辑有一定正当性。但如果环顾公司规范体系、深察理论逻辑、细究经济实践就会发现，司法裁判应有其必要的基础和前提。〔14〕对赌纠纷的司法裁判至少应在公司法的规范体系内演绎。

#### （一）理清基本事实：投资方的双重身份

对赌失败后，投资方实际上同时是目标公司的小股东和债权人，投资方与公司及其他股东是利益对立的。显而易见，作为目标公司的债权人，投资方与公司利益对立。投资方与公司其他股东也是利益对立的。因为，根据对赌协议的典型安排，投资方注资以后，是作为目标公司的小股东而存在的。大股东与中小股东的利益冲突，是公司法上的基本矛盾之一。〔15〕具体来看，对赌失败后投资方将优先于其他股东获得退出权利（金钱补偿也是撤资）。这不仅可能危及公司及其债权人利益，还可能损及目标公司其他股东的剩余索取权。更重要、更现实的是，这影响大

〔11〕 参见北京市第三中级人民法院（2020）京03民终6006号民事判决书；北京市高级人民法院（2020）京民终165号民事判决书。该案一审认为目标公司为担保人应承担责任，二审则认为是三方对赌，结果都是判决直接支持投资方对目标公司及其股东的回购诉求。

〔12〕 参见最高人民法院（2016）最高法民再128号民事判决书。

〔13〕 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社2019年版，第118页。

〔14〕 实际上，下文对赌协议应当履行的逻辑证成部分亦是显示司法判断仓促性的逻辑注脚。

〔15〕 早有论者观察到，利润分配请求权纠纷表面上是股东与公司的争议，背后实质上是大股东与小股东、股东与董事等内部人之间的利益分歧。参见杜万华主编：《最高人民法院公司法司法解释（四）理解与适用》，人民法院出版社2017年版，第277页。某种程度上，对赌协议的履行争议也是利润分配纠纷。

股东的控制权——公司资产减少，影响目标公司除投资方以外所有股东的“利益”。因为，原始股东的股价较低且份额较大，投资方溢价投资且份额较小，<sup>[16]</sup>而对赌失败意味着公司股价被高估，如若投资方无法顺利退出，则全体股东可以一起“分享”投资溢价。质言之，对赌失败后，投资方与目标公司及公司其他股东（无论其是否为融资方）面临直接的利益冲突，争议的解决必须正视投资方的两个身份及相应的利益冲突。“九民纪要”第5条第3段的安排，可能一定程度上考虑到了这一点。

### （二）法官判断的可能缘由

由法官判断公司金钱补偿义务之履行可能性可能出于以下考量：其一，董事会缺乏制订利润分配方案的动因。诚如前述，投资方与目标公司利益对立，而董事作为公司的授信者，具有维护公司利益的信义义务，那么，董事会将难以制订分配方案。其二，即使董事会制定分配方案，方案也难保公正。因为公司法利润分配规则财源限制的疏漏使得董事会权限十分宽泛。根据《公司法》第166条，税后利润弥补亏损后应计提法定公积金，而该条仅规定了计提法定公积金的最低限额——利润的10%，这样，如果由董事会相机决策，在“法定公积金累计额为公司注册资本的50%以上可以不再提取”的软约束下，其极可能会在最大限度内议定最小数额的分配方案。最小的分配数额意味着最少的现金补偿款、尽可能多的公司剩余财产，这符合作为公司授信者的董事的职能定位。此时如果公司利润很少而注册资本很大，那么投资方请求的现金补偿数额很可能被累计法定公积金与注册资本50%的空档所吞没。其三，股东会作为分配方案的决议主体，决议难以通过。因为，现金补偿是对投资方股东的“定向分配”，除章程特殊规定外一般需要股东会决议分配方案，而作为小股东的投资方与目标公司其他股东是利益对立的。其四，公司法持有保护中小股东利益的基本立场。为了公司正义的实现，“需要法官面对复杂案件，能够积极地发挥其主观能动性，切实弥补公司法漏洞，抛弃公司自治与司法干预对立的不正确观点”<sup>[17]</sup>。司法直接审视目标公司履行协议的能力，亦属合乎公司正义的安排。但是，这一定程度上脱离了既有公司规范体系，是对形式理性的背离。

### （三）法官判断的法理缺陷

法官作为对赌协议履行可能性之判断主体，应是底线。有学者认为，对赌协议的履行是否符合资本维持原则，不宜完全交由公司自行决定而应由法院（基于相应的程序规则）依职权判定，在程序规则上，法院可以要求公司提交资产状况的证据，并由投资方质证、无须查证。<sup>[18]</sup>但这存在两方面问题：一方面，在对赌协议履行争议判定之前，法院首先要解决的可能是投资方暨小股东的知情权、查阅权问题及其与公司商业秘密间的张力。<sup>[19]</sup>因为，小股东的知情权是其得以充分质证的信息和知识前提。另一方面，公司资产状况并不能代表公司经营情况，通过静态的资

[16] 溢价发行，认购股东和发行股东相比，对不可分配的比例贡献更大。参见邓峰：《资本约束制度的进化和机制设计——以中美公司法的比较为核心》，载《中国法学》2009年第1期。

[17] 梁上上：《论股东强制盈余分配请求权——兼评“河南思维自动化设备有限公司与胡克盈余分配纠纷案”》，载《现代法学》2015年第2期，第79页。

[18] 参见前引[3]贺剑文。

[19] 有学者充分洞察到，投资方往往是目标公司的小股东，缺乏便利的机会和条件及时获得目标公司的真实的财务与经营信息。参见前引[3]，张保华文。

产状况无法判定公司偿债能力。由法官判断公司是否适合履行金钱补偿义务，通常涉及公司应当承担何种程度风险的抉择，相当于由法官替代董事进行商业决策。<sup>〔20〕</sup>此种进路安排，恐葫芦未按下，瓢又起，造成规则失范、组织失序。

公司法是一种“赋权”法律，它允许管理者和投资方按照他们自己的意愿，来建构公司治理体系，而不需要监管者去作大量的实质性审查。<sup>〔21〕</sup>法官介入公司进行实质判断，应是例外，而不是常态。“尊重公司自治，尊重资本多数原则，是维系公司制度正常运行的基本准则。”<sup>〔22〕</sup>这可以从《公司法》第182条强制解散规则的严格性上得到验证——第182条设置了“严重困难”“重大损失”“其他途径不能”“表决权10%以上”四重关卡，也可以从《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）》第14、15条强制利润分配的严格限制上获得体系支撑。即使是不公的利润分配方案，也未提供司法介入公司的接口。只有在控股股东滥用权利不制定利润分配方案时，才允许司法介入公司，以保护中小股东利益。

前“九民纪要”时代，实践中有法官判定目标公司履行股权回购能力的典型实例，<sup>〔23〕</sup>学界亦有法官介入股权回购可能性判断的呼声，<sup>〔24〕</sup>但是，这种以价值为导向，以简单的对应性规则为依据的裁判思路，容易脱离制度的整体逻辑，陷入体系失调的困境。环顾整个司法体制机制，司法裁判应是公司法规范基础上的正义底线。法官判断是公司自治的戒尺，其在功用上是补充性的，在表达方式上是矫正性的，而不是管理性的。质言之，尽管公司法规范存在漏洞需要法院进行利益衡平，但必须秉持谦抑精神，尊重事实基础，在形式理性的逻辑框架内，坚守私法本质，审慎而为。司法判断公司履行能力存在以下问题：一是造成法官商业判断的困窘；二是陷入保障投资方作为目标公司小股东权益的逻辑困境；三是背离公司法体系严格限制司法介入公司自治的基本精神。

#### 四、董事会判断协议履行可能性之质疑

与“九民纪要”的裁判思路不同，理论界察觉到董事会决策的优势。诚然，董事会判断有一定的功能优势，但对赌协议的履行情境却无法提供相应的理论土壤。

##### （一）董事会判断的优势

其一，董事同时了解公司财务和经营情况，其决策往往能突破公司经营表象及公司财务的形式性，避免其他主体决策时结果导向的误区。公司经营、分配等事项包含一系列商业判断，“即便是公司的财务报表数据本身，其会计处理也取决于一系列的判断”<sup>〔25〕</sup>。其二，董事为公司的授

〔20〕 See Melvin A. Eisenberg, The Duty of Care of Corporate Directors and Officers, 51 *University of Pittsburgh Law Review*, 965 (1990).

〔21〕 参见〔美〕弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔：《公司法经济结构》，张建伟、罗培新译，北京大学出版社2005年版，第2页。

〔22〕 王妍：《法院判决公司解散——司法裁判权与公司自治的冲突与协调》，载《法学论坛》2006年第2期，第127页。

〔23〕 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再62号民事判决书。

〔24〕 参见前引〔3〕，张保华文；前引〔3〕，贺剑文。

〔25〕 前引〔4〕，潘林文，第124页。

信主体，以“权力—义务—责任”为逻辑线构建的董事信义义务制度的功能之一，即是分解股东间利益纠葛，而对赌语境下投资方股东与公司其他股东存在利益冲突。有学者敏锐地观察到投资方与目标公司原始股东的利益冲突，并将其总结为优先股与普通股的冲突，并认为，冲突之化解应回到程序层面。<sup>〔26〕</sup>因为，“公司的本质在于社团性，而社团意志的特点在于程序，是由公司治理所确立的决策过程”<sup>〔27〕</sup>。如是，“利益分配的困难会被规范的决策程序所吸收，利益分配的不公会被不当的决策程序所暴露”<sup>〔28〕</sup>。这样，股东间的利益冲突，可以直接诉诸董事信义义务制度，在公司自治的形式理性之内实现实质正义，减少司法对公司自治空间的介入，一定程度上保证规则的稳定性、可预期性。但是，这一理论演绎的进路安排，忽视了一些基本前提和内在制因。

## （二）董事会判断的逻辑制约

倘若董事会可以作为对赌协议履行可能性的判断主体，那么其亦应当是协议订立主体。因为在公司内部权力分配上，董事会不能否决股东会的决定，若股东会决议协议的订立，则可以合理期待其希望协议如约如期生效并履行，若董事会针对生效、到期协议作出不宜履行的决定，无疑是对股东会职权的挑战。一般来讲，就某一特定事项而言，对外具有最终决定权的应是同一主体。拥有公司剩余权力的应当是董事会，这一点在2021年12月公布的《公司法（修订草案）》第62条得到了明确（董事会行使公司法和公司章程规定属于股东会职权之外的职权）。但无论公司内部何者负责协议的订立与履行，<sup>〔29〕</sup>在外部关系上都是公司的意思表示。董事会作为协议履行可能性的判断主体涉嫌公司、董事会二次决断。董事会不宜作为判断主体，详据如下：

其一，董事会二次决断系对投融资方利益冲突的忽视。对赌失败后，投资方与目标公司处于利益对立的两极，投资方撤资将损及公司利益，董事作为公司的授信者，具有维护公司利益的信义义务，在仅依据合同法和对赌协议公司应当履行义务，与依据公司法、合同法、对赌协议公司履行义务可能违反公司法规定从而免于履行义务之间选择时，董事会往往倾向于后者而不去制定金钱补偿方案、股权回购方案，遑论支持协议履行。实践中，目标公司的控股股东往往亦是融资方，公司股权结构集中，控股股东与董事重合或高度关联，<sup>〔30〕</sup>而投资方（小股东）与控股股东利益对立，并且，二者的利益纠葛已然明了，无须再通过董事会的决策程序予以化解、暴露。

其二，董事会二次决策系对投资方权益与优先股的错误混同。投资方并非优先股股东，其基

〔26〕 潘林认为，投资方为实质上的优先股，而优先股与普通股基于股权异质性始终处于利益冲突之中。参见潘林：《优先股与普通股的利益分配——基于信义义务的制度方法》，载《法学研究》2019年第3期。张保华也认为投资方类似于优先股。参见前引〔3〕，张保华文。

〔27〕 邓峰：《代议制的公司——中国公司治理中的权力和责任》，北京大学出版社2015年版，第168页。

〔28〕 前引〔26〕，潘林文，第101页。

〔29〕 从《公司法》第37条股东会职权的规定和第46条董事会职权的规定来看，对赌协议的订立和履行应当由何者负责，并非泾渭分明，论者实际上是将董事会作为公司决策中心。参见前引〔4〕，潘林文。

〔30〕 目标公司往往是有限公司。根据2000年的一项不完全统计，在德国，有限公司中，股东在5人以下的占97%，其中，股东人数为一人的占40.8%，2~5人的占56.4%，另外，根据该统计，87%的有限公司由股东担任经营人，国内情形应该大体类似。参见许德风：《组织规则的本质与界限——以成员合同与商事组织的关系为重点》，载《法学研究》2011年第3期。

于对赌协议拥有的是金钱债权，<sup>〔31〕</sup>而不是作为优先股的一项期待性的债权性请求权。我们不能将投资方权益视为优先股，协议订立伊始，投资方并不当然享有诉诸股权回购、金钱补偿的请求权，此等请求权是对赌失败后根据协议产生的，如是才使得投资方客观上拥有了优先于其他股东的权益。然而，如若对赌成功，投资方则仅是股东。这样，对于同样一份关于当事人权益的协议安排，不宜根据未来之情势而区分定性为普通股或优先股。对于请求利润分配的优先股而言，公司达到相应的盈余标准即应当支付，不达标不支付，优先股股东已经让渡公司根据盈余情况进行决策分配的权利；投资方作为债权人请求目标公司履行金钱债务的，其基本预设是公司应当给付，投资方并未让渡相应权利。

其三，二次决策系对意思表示理论的误读。《民法典》第134条首次以立法的形式确认股东会、董事会等公司决议为民事法律行为的新类型。对赌协议签订和履行的决策主体同为公司（董事会），将构成“合法的反言”。而且，《民法典》第208条、209条、215条、224条等明确的（物权法上的）区分原则，<sup>〔32〕</sup>并不适用于对赌实践中协议效力与协议履行之区分。<sup>〔33〕</sup>根据区分原则，协议订立包含让渡债权以使对方获得债权请求权的意思表示，协议履行内含让渡物权的意思表示。在对赌实践中，目标公司订立协议并融资后，其权利已然用尽。投资方则获得诉诸目标公司股权回购或金钱补偿的合理期待。如果说，协议之履行导致公司资不抵债，行将破产，那也是公司的正常经营风险或董事不当经营的内在风险。

总而言之，董事会不宜为协议履行可能性的判断主体。尽管决策过程的程序性是公司本质的体现，董事会是公司商业决策的最适主体，但投资方与目标公司其他股东的利益冲突是压制性的，所以矛盾不能通过质证与证明的交锋予以类型化分解。此为其一。其二，投资方与目标公司利益对立，董事会授信于公司，董事会二次决策系对投资方权益的漠视。其三，董事会二次决策实际是将拥有公司债权的股东与优先股错误混同的结果。其四，董事会二次决策亦与意思表示理论相扞格。

## 五、对赌协议应当履行的功能主义阐释

除法官、董事会外，股东会亦不应为履行障碍存在与否的判断主体。实际上，前文已基本表明股东会决议协议履行可能性的法理约束：忽视对赌投资方与目标公司及其股东的利益冲突从而抑制合理的金钱补偿方案、股权回购方案的通过；损及公司财产独立性的风险；与意思表示理论相悖（已有溢价增资决议）。此外，还可能产生混淆股东自治与公司自治的问题。股东会亦没有在对赌失败后决策协议履行与否的正当性权源。

诚如前述，包括法官在内的各主体都不是公司履行障碍存在与否的适格判断主体，那么，真

〔31〕 基于合同法理论中债务的性质分类理论，对赌（股权）回购义务和金钱补偿义务一样，都是金钱债务。参见前引〔3〕，张保华文。同样的，贺文中直接默认股权回购义务是金钱债务，并以之贯穿全文。参见前引〔3〕，贺剑文。

〔32〕 参见孙宪忠：《中国民法典采纳区分原则的背景及其意义》，载《法治研究》2020年第4期。

〔33〕 有学者认为，应当区分对赌实践中协议效力与协议履行。参见前引〔1〕，刘燕文；潘林：《重新认识“合同”与“公司”基于“对赌协议”类案的中美比较研究》，载《中外法学》2017年第1期。

的存在履行障碍吗？问题的突破口在于，全面充分地把握对赌协议履行情境中投资方作为目标公司小股东和债权人的事实前提。下文将在尊重事实逻辑的基础上，进一步从法益平衡理念的证成、履行障碍法律原因的证伪、债权人保护目的的妥当实现等方面来论证对赌协议履行的正当性基础与实现路径。

（一）理念先导：法益平衡理念的客观需要

法益平衡理念蕴含着丰富的哲学思维、经济学伦理及法的内在精神和普遍范型。其逻辑表达结构应是，以权利本位为基，尊重各法益，然后调整法益间的冲突与斗争，进而维持平衡之基本形态，同时激励正外部性的释放，从而促进社会的公平稳序发展。

第一，基于私法自治的价值理念，有效的对赌协议应当获得正向的法律激励。但现实的法律效果却是，投资方无论是主张合同无效，还是主张因合同目的不能实现而解除合同，都比合同有效却无法履行而继续困在公司更有利。从私法自治与经济体制的关系上来讲，崇尚意思自治的私法（民商法）是坚持市场经济体制、充分发挥市场决定性作用的基础性规范。权利本位、契约自由、私法自治对于在历史上长期经受管制的中国经济社会，具有特殊的意义。公司法本质上也是私法，对赌争议案件的处理应当遵循私法自治的基本理念。

第二，基于社会本位的哲学价值观，有效的对赌协议应当获得整体性的社会正向评价。对赌协议的裁判规则在平衡投资方、公司债权人、公司之间利益的同时应当注重社会整体利益的动向。<sup>[34]</sup>当然，这里不是只注重总体利益而忽视个体利益的功利主义取向，而是在不损害最不利者的前提下，促进社会效益的提升。其一，目标公司不会受到无端损害，无须法律特殊保护。估值调整机制是在投融资双方信息不对称、代理成本等不确定性因素下合乎经济逻辑的理性选择。<sup>[35]</sup>投资得失、输赢是市场的基本规律，行经投资失败，投资方当然可根据协议约定诉诸融资方补偿。“九民纪要”第5条的裁判思路恐怕是对目标公司的过度保护。其二，目标公司的债权人并非一定是最不利者。对赌协议的签订、履行，并非一定会违反资本维持原则，创生公司债权人利益恶化的风险，下文详述。对于对赌协议的裁判而言，鼓励投资、促进交易应是效益优先之商法价值本位的应有之义，<sup>[36]</sup>亦应是法益衡平后整体性的价值旨归。

第三，基于风险与收益均衡的基本经济学观念，对赌协议的履行具有经济合理性。对赌成功，协议则如约履行，二者双赢；对赌失败，二者均败，则根据公司经济情况而定是否履行协议。这恐怕不能称为利益上的总体平衡。<sup>[37]</sup>入股时，就入股价格而言投资方高于原股东，投资方事实上提前承担了风险，这也使得公司内部所有股东都提前享有了账面收益。<sup>[38]</sup>实践中，对赌协议的股权回购或金钱补偿条款往往是合理的资金使用费用。从支持的案例来看，法院也会分

[34] “九民纪要”关于对赌协议的效力及履行的裁判思路明确，人民法院在审理对赌协议纠纷案件时，既要坚持鼓励投资方对实体企业特别是科技创新企业投资原则，从而在一定程度上缓解企业融资难问题，又要贯彻资本维持原则和保护债权人合法权益原则，依法平衡投资方、公司债权人、公司之间的利益。

[35] 参见彭冰：《对赌协议：未来不确定性的合同解决》，载《中国社会科学报》2012年11月28日，第7版。

[36] 参见赵万一：《后民法典时代商法独立性的理论证成及其在中国的实现》，载《法律科学（西北政法大学学报）》2021年第2期。

[37] 有专家认为，“九民纪要”第5条处理路径是为了利益上总体平衡的需要。参见前引〔13〕，最高人民法院民事审判第二庭编著书，第119页。

[38] 参见范健：《商事审判独立性研究》，载《南京师大学报（社会科学版）》2013年第3期。

析资金使用费率安排的合理性，<sup>〔39〕</sup>必要时进行适当调整。<sup>〔40〕</sup>也就是说，只要投资方确实已将约定数额的资金投入公司，对赌失败条款触发时，投资方获得本金和相应的资金占用费用是合乎经济实践的。不可不察的是，在投资方溢价出资的现实条件下，公司将资金用于扩大经营、增加公司资产，由此带来公司整体升值，而作为小股东的投资方获得的股权价值增值十分有限，直到公司拥有可观的经济利润，投资方也仅能获得相应的资金占用费。诚如是，拖延协议的履行进程而容忍公司扩大经营将构成对投资方的利益侵夺，有违风险与收益均衡的经济学原理。

## （二）障碍排查：履行障碍法体系无公司法接口

债法履行规则体系内不存在对赌协议履行不能的公司法接口，协议并非法律上或事实上履行不能，或仅为一时的履行不能。根据《民法典》第579条、580条，金钱债务无履行不能。“华工创投案”中，法院创生了协议在法律和事实上履行可能性的分析进路。<sup>〔41〕</sup>而根据《民法典》第180条和第590条，事实上的不能，指基于自然法则的不能，<sup>〔42〕</sup>此处恐无合同规则的调适空间。有学者认为，对赌协议情境下，为避免合同法与公司法冲突，只能承认“法律上的自始一时不能”。<sup>〔43〕</sup>而我们认为，“原始不能，为关于债务成立之问题，嗣后不能，为关于债务履行之问题”<sup>〔44〕</sup>。原始（自始）不能的判定前提是，履行能力不具备之状态自始客观确定。如果仅因公司法管制性规则，即为自始不能，那么，对赌协议何以成立？循此逻辑，此处仅是管制规则和事实结合使得履行（效果）具有偶然性、不确定性。若此处为自始不能，应当探讨的是债务成立之问题而不是债务履行问题。并且，一时不能是指债务给付期或债务人得为给付之期间，履行之一部分有障碍。<sup>〔45〕</sup>也就是说，一时不能仅发生在嗣后。即如若公司资金短缺，则相应的履行不能是嗣后不能，而且，只要公司仍然存续，一般在时间上是一时不能，那么只能发生履行迟延的问题。<sup>〔46〕</sup>

亦有论者认为，此处为法律上的履行不能，<sup>〔47〕</sup>并指出，公司法组织规则对合同交易规则牵制的具体体现是，投资方对目标公司的股权回购款金钱债权，相对于目标公司普通债权人的债权而言，是次级债权，不得有损于后者而先行受偿。<sup>〔48〕</sup>这种观点存在一定的逻辑硬伤。一是，优先权具有法定性，基于物债二分民法体系的基本原理，我国目前只在特定程序中存在特定的法定

〔39〕 支持约定合理的资金使用费率的案例，参见成都市中级人民法院（2019）川01民初4333号民事判决书；北京市高级人民法院（2020）京民终165号民事判决书；北京市第三中级人民法院（2020）京03民终6006号民事判决书，等等。

〔40〕 利率超过民间借贷规定的酌情调整，参见宁波市中级人民法院（2019）浙02民初830号民事判决书。

〔41〕 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再62号民事判决书。

〔42〕 参见史尚宽：《债法总论》，中国政法大学出版社2000年版，第384页；韩世远：《履行障碍法的体系》，法律出版社2006年版，第85页。

〔43〕 参见前引〔3〕，贺剑文。

〔44〕 前引〔42〕，史尚宽书，第382页。

〔45〕 参见前引〔42〕，史尚宽书，第385页。

〔46〕 参见前引〔3〕，王毓莹文。

〔47〕 也有论者认为，法律上的履行不能，是指基于法律规定的履行不能，属于民事内容违法的内容。参见前引〔42〕，韩世远书，第85页。

〔48〕 参见前引〔3〕，张保华文。

优先受偿债权。<sup>[49]</sup>二是,若此处援引衡平居次原则,则同时作为公司股东的公司债权人,只有在公司破产财产分配时才居次。换言之,仅以“公司普通债权人存在的可能性”不足以阻碍投资方债权之实现。投资方作为债权人,相对于普通债权的次级债权之定位,仅存在于公司资不抵债的实然状态——公司进入破产程序。质言之,基于债的履行障碍规则体系的教义学解释,无法解释出容纳对赌协议在法律上或事实上履行不能的具体规则。

### (三) 脱虚向实:直面实然的债权人

基于禁止抽逃出资规则的功能定位与规制逻辑,将股权回购和金钱补贴请求视为股东的请求权,是对投资方债权人身份的忽视,这反而真正损害公司所有债权人的利益。“公司的债权人面临着由公司形式派生出来的独特风险。”<sup>[50]</sup>但是,公司债权人并非一定面临对赌协议履行带来的利益冲击而需要特殊保护。在应然层面,如果允许对公司定价附条件,根据估值调整机制,公司向投资方返还溢价,只不过是公司将公司增资后形成的资产回归到其本来应该具有的公允水平。相比投资时可以确定公允定价的情形,债权人的地位并没有恶化。<sup>[51]</sup>在公司法规范层面,“九民纪要”第5条将资本维持原则项下的禁止抽逃出资规则作为债权人利益保护的底线规则。但选用此规则以在对赌纠纷处理中保护债权人利益,恐怕是一个错误的选择。一方面,若将对赌方的撤资行为完全置于股东的制度框架内,似乎偏离了禁止抽逃出资规则的规制逻辑。考量禁止抽逃出资规则的利益结构,可以发现,作为股东的投资方不可能抽逃出资。因为,股东抽逃出资时,将同时损害公司、债权人和正常履行出资义务股东的合法权益。也就是说,债权人、正常履行出资义务的股东和抽逃出资的股东是利益对立的。对赌失败后,投资方与目标公司原始股东利益对立,所以作为小股东的投资方很难掩人耳目的抽逃出资。而根据协议,股权回购或金钱补偿请求权的配置确实存在出资抽回的可能。另一方面,从禁止抽逃出资规则的功能定位上来讲,债权人保护并不是其直接目的。根据《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12条,公司权益损害为认定抽逃出资行为的损害要件。结合该司法解释第14条债权人的请求权配置来看,债权人与抽逃股东之间始终隔着一个公司,也就是说,债权人在获得保护之前,必然需要先对公司进行保障。而就对赌裁判而言,援引公司法规则对作为合同相对人(债务人)的公司进行保障则欠缺正当性基础。所以,不宜援引禁止抽逃出资规则对债权人进行保护,否则,将对公司形成过度保护。

对赌裁判应将抽象债权人的保护,转化为实然债权人的保护,权衡现实的利益冲突。有论者认为,在贯彻债权人保护规则的前提下,对赌协议有效,应由目标公司提交充分的证据,证明其并无可用资金用于履行对赌回购义务。<sup>[52]</sup>循此逻辑,公司既然无可用资金履行债务,那么公司

[49] 我国优先权立法采纳了德、瑞等国关于优先权性质的观点,参照其立法例,将一些需要特别保护的债权分散归入包括程序内容的特别法律之中,以债权的清偿顺序和破产清算程序之规定赋予其优先受偿的效力,以此实现对特殊社会关系的保护,同时,又维护了物权与债权的基本分类。参见向逢春:《质疑税收优先权》,载刘剑文主编:《财税法论丛》第11卷,法律出版社2010年版,第116页。

[50] [美] 莱纳·克拉克曼等:《公司法剖析:比较与功能的视角》,刘俊海等译,北京大学出版社2007年版,第71页。

[51] 参见张先中:《私募股权投资中估值调整机制研究——以我国〈公司法〉资本规制为视角》,载《法学论坛》2013年第5期。

[52] 参见前引[3],张保华文。

何不破产。一方面，如前所述，尽管履行迟延附随违约责任，但公司继续存续往往造成公司及其股东对投资方的利益侵夺。另一方面，公司既然已无可用资金履行债务，容忍公司存续岂不是对所有普通债权人利益的漠视？吊诡的是，根据公司破产规则，公司资不抵债即应进入破产程序，而公司进入破产程序即不能从事开创性的经营活动，只能“善后”，其基本逻辑是，公司已然不能清偿到期债务，继续经营将使债权人处于更风险的境地。难道种种努力仅是为了维持孱弱的公司躯壳？<sup>〔53〕</sup>

我们不能以保护债权人为由，将资本维持原则作为屏障，保护虚幻的债权人，同时偏袒独立人格的公司，使其躲在资本维持原则身后，而无须严守契约、遵循诚信。我们应当立足于投资方的债权人身份研判对赌纠纷的处理进路，更多从合同法律关系出发思考问题，在债权人保护具有紧迫性、现实性时，再考虑公司组织如何影响合同，从公司法律关系的视角忖度裁判理路。

#### （四）靶向治疗：功能进路的裁判逻辑与程序实现

对赌协议是否以及何时会造成债权人损害，应从公司债权人切实面临损害处入手，保护实然的债权人。最好的办法是，让债权人参与到程序中来。对于股权回购型对赌，法院应判决目标公司循《公司法》第142条第1款第1项先减少公司注册资本再回购股权，通过《公司法》第177条减资程序实现债权人保护。此处的减资程序不应包含《公司法》第37条规定的股东会减资决议。投资方与目标公司其他股东利益对立，股东会往往不会通过减资决议。在“九民纪要”前的“华工创投案”中，案涉对赌协议约定的股权回购条款激活数年，目标公司、有回购义务的股东仍未履行与股权回购有关的作出股东会决议等事项，而法院在分析公司资产状况暨履行能力之后，直接判决公司支付回购款项并完成相应程序。<sup>〔54〕</sup>公司支付回购款并不当然地损害债权人利益，股东会减资决议并非债权人保护的针对性举措。第177条减资程序中的债权人保护程序才是“九民纪要”第5条第2段裁判路径目的之所在。根据对赌协议，公司同意股权回购的意思表示应当可以包括公司同意通过股东会减资决议等各种方式回购股权。此处仍强调减资程序是公司自治范畴、强调减资程序应包含股东会减资决议从而防止司法介入公司，<sup>〔55〕</sup>未免有失妥当，这很可能会形成对公司及其股东的过度保护。

不仅股份公司，有限公司也应遵循该债权人保护程序。实践中，在对赌失败触发回购条款时，目标公司可能仍然是有限公司。<sup>〔56〕</sup>针对有限公司，《公司法》第74条虽然规定了异议股东股权回购请求权，但其实际上是因有限公司人合性，而为客观或主观（与公司的重大财产安排意见相左）上持续持股将对股东利益造成损害（风险）时的股东提供法定救济权利。从已列举的三项回购事由来看，也无一与对赌回购具有可比性或相关性。所以从规范目的和条文逻辑

〔53〕 有专家认为，不能出现打一个官司死一个企业的恶果，裁判要服从金融服务实体经济的大局。参见前引〔13〕，最高人民法院民事审判第二庭编著书，第119页。此论有待商榷，破产制度本身即是市场优胜劣汰的重要法治保障机制，人为的维持公司躯壳反而损害债权人、抑制投资积极性，从而制约商业这一实现社会资源配置最重要机制的发展，损害整个市场经济。

〔54〕 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再62号民事判决书。

〔55〕 最高人民法院人士认为，司法不宜介入减资程序这一公司自治范畴。参见前引〔13〕，最高人民法院民事审判第二庭编著书，第120页。

〔56〕 参见最高人民法院（2020）最高法民申1191号民事裁定书；北京市高级人民法院（2020）京民终165号民事判决书；浙江省杭州市西湖区人民法院（2020）浙0106民初839号民事判决书；新疆维吾尔自治区高级人民法院（2015）新民二终字第280号民事判决书；江苏省常州市新北区人民法院（2018）苏0411民初5635号民事判决书，等等。

来看,很难将对赌回购纳入第74条的规制范畴。所以,正式成文的“九民纪要”隐去了其征求意见稿适用《公司法》第74条的提法。这样,从“九民纪要”条文本身来看,有限公司的股权回购似乎无所凭依。最高人民法院在其裁定文书中指出,虽然《公司法》第142条规定是在股份有限公司的标题项下,但并未禁止适用于有限责任公司,并认为,“九民纪要”第5条在总结以往审判经验的基础上也认为《公司法》第142条可以适用于有限责任公司。<sup>[57]</sup> 本文认为,在债权人保护的导向下,股权回购型对赌的裁判路径区分股份公司与有限公司并无实益。而且,有限公司的人合性、封闭性以及股东和董事身份的高度重合性使得债权人面临更大的机会主义风险。对赌裁判中的有限公司也应先遵循减资程序中的债权人保护程序再履行回购义务。

在债权人保护程序中,债权人不同意减资且公司不能清偿债务或履行担保的,在公司未进入破产程序之前,对赌协议为一时的履行不能。此时的债权人不应包括投资方,因为减资判决即是根据投资方诉求作出的判决,投资方不能在债权人保护程序中再次表达意思并因此获得债务清偿。尽管此时的对赌协议履行迟延附随相应的违约责任,但囿于公司资金状况和财产清偿顺序(见下文破产分配顺序),投资方一般也不可能获得更多的债务清偿款。此状态仅为中间过渡状态,因为不清偿债务或提供担保的公司面临债权人起诉的现实压力,直至其清偿债务或进入破产程序。公司进入破产程序后,破产分配时作为股东的投资方债权因禁止股权滥用原则、平等原则、诚实信用原则而衡平居次。<sup>[58]</sup>

对于金钱补偿型对赌,法院可以依据破产法的破产标准,根据目标公司提交的财务报表等信息,选择是否公告债权人,以使相应债权人因与案件审理结果有法律上利害关系而有机会作为第三人参与到诉讼中,以保障其程序权利。目标公司达到破产标准的,经法院释明,由对赌投资方申请,对赌协议履行之诉转入破产程序,破产分配时投资方的债权衡平居次。公司资产负债情况尚未达到破产标准的,分两种情况:协议履行不损及实缴资本的,直接判决履行;对于尚未达到破产标准而协议完全履行又损及实缴资本的,判决部分履行以最大程度尊重协议并使协议履行刚好免于损及实缴资本。此为一时的履行不能。当然,这里的实缴资本应指公司的所有实缴资本。之所以选择实缴资本作为标准:一是未损及实缴资本的股东从公司获取资金的行为,不构成抽逃出资,<sup>[59]</sup>不当然现实地损害债权人利益;二是若以注册资本为标准,则可能会对公司形成过度保护,因为注册资本往往高于实缴资本;三是虽不及注册资本的公示效果,但根据《企业信息公示暂行条例》第10条,实缴的出资额也是应当及时通过企业信用信息公示系统向社会公示的,也具有一定的公信力。综合来看,实缴资本作为标准是现行法下衡平对赌方、公司、公司债权人法益的应然选择。

至于作为资本公积金的投资溢价部分为什么可以用于债务清偿而不构成抽逃出资或违法分配,系因为投资方是基于债权,而不是基于股权的债权性请求权诉诸协议履行,对于公司来讲,

[57] 参见最高人民法院(2020)最高法民申1191号民事裁定书。

[58] 参见赵吟:《论破产分配中的衡平居次原则》,载《河北法学》2013年第3期。

[59] 参见刘燕:《重构“禁止抽逃出资”规则的公司法理基础》,载《中国法学》2015年第4期。股东抽逃出资意味着债权人利益受损的现实性,而不损及股本的违法的利润分配和股权回购并不当然现实地损害债权人利益。

这根本不是“分配”，而是根据债权债务关系清偿债务。从经济逻辑上来讲，溢价作为资本公积金的部分，在入股时因债务人公司取得现金注入相应增加了债务偿还能力，缩小了公司债权人债务风险，倘若这部分资金仍在资本公积金的账户内，那么允许此部分资金脱离账户，对于债权人来讲也只是债务风险归位，而不是风险增加。<sup>〔60〕</sup>而且，从商事外观主义的法理层面来看，此资本公积金账户资金并未公示，即未产生公司增信以使债权人产生依赖的公信力。所以，就用途而言，资本公积金并无债权人保护的现实必要性，却有偿还投资方债权的紧迫现实性。投资方的股东身份仅应在其与公司一般债权人面临直接的利益对抗时予以考虑。

总而言之，法益平衡理念、合同与公司规则体系、债权人保护目的等维度都可以证成对赌协议履行的正当性。首先，无论是基于意思自治的私法理念还是基于社会本位的哲学价值观，抑或风险收益均衡的经济学观念，对赌协议都应当履行。其次，对赌情境下履行障碍法的规范体系内不存在金钱债务履行不能的解释空间。对赌协议之履行不能，不是事实不能，亦不是法律上不能，更不是自始不能，只能是一时不能、嗣后不能。因而，合同法的规则体系不能提供判定协议履行可能性的接口。再次，基于禁止抽逃出资规则的功能定位与规制逻辑，对赌纠纷的处理不宜选用此规则保护债权人利益，以免对公司形成非必要的保障。最后，应让债权人参与到程序中，裁判协议如约履行。股权回购型对赌中的公司应履行减资程序；金钱补偿型对赌中的公司应清偿债务，具体根据破产标准和履行是否损及股本，呈现公司进入破产程序、完全履行、部分履行（一时不能）三种状态。

## 六、结 语

法律制度是事实、逻辑与价值的结合体。<sup>〔61〕</sup>我们必须首先明晰对赌协议的体系性安排，从全局看投融资方权益，充分认识其特殊性，进而认清投资方在对赌协议履行中是公司小股东和公司债权人的基本事实。这样，投资方与目标公司及其原始股东的利益冲突图景便和盘托出，董事会、股东会都不宜作为履行障碍存在与否的判断主体。其次，必须在私法规范逻辑体系内审慎地进行规则解释适用。公司法管制性的债权人保护规则是司法规制合同机制的通道，但必须秉持谦抑理念，坚持形式理性优先，尊重私法自治。“法治所要求的和禁止的行为应该是人们被合理地期望去做和不做的行为。”<sup>〔62〕</sup>尊重合理期待，不断扩大意思自治，是市场发挥决定性作用的应有之义。将公司法上的债权人保护规则视为合同程式中“法律上的履行不能”，脱离了履行障碍法的规范体系，背离了私法自治的基本精神。对赌争讼中债权人保护目的之落实，不宜选用资本维持原则或禁止抽逃出资规则，以免撕裂对赌债权债务关系的利益结构，形成对公司的过度保护。最后，价值判断应在事实上和逻辑体系内演绎，否则公司正义将是无本之木。着眼于微观公平根据公司履行能力情况裁判协议履行与否，可能造成资不抵债之公司的继续存续，如是，反而真正损害债权人利益。与公司立法不同，司法裁判中的债权人利益保护应是现实需要而不是抽象

〔60〕 参见前引〔38〕，范健文。

〔61〕 参见〔日〕北川善太郎：《日本民法体系》，李毅多、仇京春译，科学出版社1995年版，第3-4页。

〔62〕 〔美〕约翰·罗尔斯：《正义论》，何怀宏等译，中国社会科学出版社2009年，第260页。

想象。立基于此，或可最大程度地促进契约精神的尊重和债权人利益保护的协同实现。毕竟，司法裁判应立基于案件事实，从法律层面作出规范性评价，而不是根据可能的裁判后果“以果为因”勾勒形而上的想象王国。

---

**Abstract:** The judging approach of the binding of stock repurchase and capital reduction is easy to damage the independence of corporate and distort the contract mechanism. The judge determines the possibility of performance of valuation adjustment mechanism (VAM) is easy to cause excessive judicial intervention in the company. After the failure of VAM, the investor has the dual identities of the target company's minority shareholders and creditors. The interests of the investor are opposed to the target company and the original shareholders of the company, therefore, neither the shareholders meeting nor the board of directors should be the qualified body of judging the possibility of fulfilling VAM. Therefore, there is no need to judge the performance of the agreement, the court should directly judge the performance of the agreement, so as to avoid excessive protection of the company. It should protect real creditors rather than abstract creditors and let creditors participate in the procedure. For the share repurchase type VAM, the company should perform the capital reduction procedure. For the money compensation type VAM, the company should repay the debt. According to the bankruptcy standard and whether the performance would cause loss to the paid-in capital, three states will be presented: the company into bankruptcy proceedings, full performance, part performance (temporarily unable).

**Key Words:** valuation adjustment mechanism, possibility of performance, doctrine of capital maintenance, creditor protection

---

(责任编辑:周游 赵建蕊)