

公司分配视角下的 股东身份从属债权劣后受偿

何 欢*

内容提要：股东身份从属债权系股权转化成立的特殊股东债权，包括由股权固有内容具象而生的债权和非典型股权融资协议下依附于股权的债权。因与股权具有内在同一性，该类债权应劣后于普通债权受偿。某些债权虽非股权的转化，因债权人实际地位类似于股东，亦得比照适用而劣后。股东身份从属债权劣后受偿能阻却公司经营风险的事后再分配与股东权利顺位的自行提升，为股债关联现象引发的公司分配难题提供更自洽的注解。基于该规则，可重廓公司分配制度的内在体系。资本维持原则和偿债能力标准仅关乎以股东与公司间不当利益转移的规制间接维护债权优先顺位，作用分别限于防范股东自公司获得不应有的法定权益性分配，以及股东与公司间交易有失公允而损及公司偿债能力。股东身份从属债权劣后受偿规则在权益性分配之债依法或依约成立时，避免因“股转债”造成股东与公司债权人间的事后风险不当分配。

关键词：公司分配 资本维持 偿债能力 劣后债权 对赌协议

关于股东或关联关系人对公司的债权（股东债权或关联债权）的劣后受偿，比较法上有两项基于权利人不当行为规制的著名规则：一是以德国支付不能法第39条第5项为代表的“自动居次”规则，即股东对公司的借款及类似债权原则上均应劣后，以防止公司面临财务困境时控制股东以借贷来逃避本应承担的资本补充责任。〔1〕二是以美国破产法典第510条（c）为代表的“衡平居次”规则，即法院有权基于衡平理念判定特定债权劣后，以应对股东或关联关系人不当损害债务人及其他债权人利益或取得不合理优势的行为。〔2〕国内对股东债权或关联债权劣后顺位的研究均系基于这两项规则，〔3〕司法机关也在逐步借鉴采纳。〔4〕

* 上海财经大学法学院讲师。

本文系2023年度上海市哲学社会科学规划课题“商事重整程序中分配规则的完善”（2023BFX009）的阶段性成果。

〔1〕 参见〔德〕托马斯·莱塞尔、吕迪格·法伊尔：《德国资合公司法》，高旭军等译，上海人民出版社2019年版，第399页以下，第753页以下。

〔2〕 See Charles J. Tabb, *The Law of Bankruptcy*, 5th ed., St. Paul, Minn.: West Academic, 2020, pp. 714-717.

〔3〕 参见余佳楠：《公司资本不足下的股东贷款及其规制——风险激励的视角》，《法治研究》2019年第2期，第132页以下；赵吟：《论破产分配中的衡平居次原则》，《河北法学》2013年第3期，第156页以下。

〔4〕 如2018年《全国法院破产审判工作会议纪要》（下称“破产审判纪要”）第39条就关联企业破产程序协调审理的情形采纳了衡平居次规则。

但股权财产性“权利束”依照法律规定具象化而成立的债权，以及对赌协议、“名股实债”、类别股等股债融合之融资协议下依附于股权的约定请求权，本质上属于股权之转化，可称为股东身份从属债权，天然地必须劣后于普通无担保债权，而不以股东的不当行为作为条件。在“大分配”语境下，这一顺位安排构成公司分配的“隐含”规则，得以其为基础重新廓清公司分配制度的内在体系。确立股东身份从属债权劣后受偿规则，对于理解股与债、公司法与合同法的关系以及股债融合之融资方式，或许也能带来新的观察视角与解决方案。

一、股债关联现象引发的公司分配难题

尽管股与债常被视为截然不同的权利，但股东权利的实现或救济有时不可避免地要与其对公司的债权产生关联。随着融资方式的发展，特别是非典型股权融资或者说股债融合之融资方式的兴起，股与债紧密关联的现象更加普遍。这种股债关联现象给以股债二分为基础的民商事法律体系带来了巨大挑战，在实践中也引发了颇多争议，包括但不限于：

1. 具象利润分配之债应否劣后的争议。2002年《最高人民法院关于审理企业破产案件若干问题的规定》（下称“旧破产法解释”）第61条第1款第5项规定，“破产企业的股权，股票持有人在股权、股票上的权利”不属于破产债权。“破产审判纪要”第28条、第39条肯定劣后债权的破产债权地位后，〔5〕“旧破产法解释”第61条因观点相反，实际已告失效。但因两条规定间事实上的沿革关系，其对劣后债权的认定仍有参考意义。“破产审判纪要”通过后不久，湖北省高级人民法院就参考“旧破产法解释”的上述规定，将股东的具象利润分配之债认定为劣后债权。〔6〕但“股票持有人在股权、股票上的权利”是否包括具象后的利润分配之债，为何要区别对待因合法利润分配形成的债权，〔7〕公司法或合同法上有无其他股东债权也得以其为依据而劣后？

2. 证券欺诈损害赔偿之债应否劣后的争议。美国破产法典第510条（b）规定，“因解除买入或卖出债务人……证券的合约而成立的债权、因买入或卖出该等证券所生损害的赔偿之债，或基于前述债权……的补偿或分担之债”均应劣后。该规定罕见地以成文形式认可了股东债权劣后受偿存在权利人不当行为之外的原因。据立法档案，其针对的是股票（或次级债）投资者遭受证券欺诈而发行人负有责任的情形。〔8〕在美国证券法上，受欺诈的投资者视其是否已转让相关证券，有权直接主张损害赔偿，或要求解约并恢复原状（包括返还价款及其利息）。〔9〕但为何证券欺诈受害人的救济性债权却要劣后于普通债权？何况公司法与破产法理论多认为应当优待非自愿债权人。〔10〕更重要地，当下国内证券欺诈频发且破产的发行公司不

〔5〕 尽管“破产审判纪要”第28条仅提及惩罚性债权，但一般认为其规定并无排他性，而应结合“旧破产法解释”第61条来理解。参见王欣新：《论破产程序中劣后债权的清偿》，《人民法院报》2018年7月4日第7版。

〔6〕 参见武汉新港建设投资开发集团有限公司、武汉南华高速船舶工程股份有限公司普通破产债权确认纠纷案，湖北省高级人民法院（2018）鄂民终646号民事判决书。

〔7〕 有学者便认为不应区别对待（参见许德风：《公司融资语境下股与债的界分》，《法学研究》2019年第2期，第92页）。美国判例法也采此观点（See *Bryan v. Welch*, 74 F. 2d 964 (10th Cir. 1935)）。但现行英国破产法第74条（2）（f）与澳大利亚公司法第563A条（2）（a）均规定，利润分配之债及类似债权应当劣后。

〔8〕 See H. R. Rep. No. 95-595, 95th Cong., 1st Sess. 194-196 (1977).

〔9〕 See 15 U. S. C. § 77k-77l.

〔10〕 参见 Louise Gullifer & Jennifer Payne, *Corporate Finance Law: Principles and Policy*, 3rd ed., Oxford: Hart Publishing, 2020, pp. 81-83, pp. 352-358; 韩长印、韩永强：《债权受偿顺位省思——基于破产法的考量》，《中国社会科学》2010年第4期，第104页。

在少数，美国法这一顺位规则的原理在中国能否成立？

3. 对赌协议缘何违反公司分配制度及履行不能的争议。投资者与目标公司对赌失败时，得要求回购股权、定向减资或提供业绩补偿。此种权利依民法当属债权，有学者称该现象为“股转债”。〔11〕自江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床股份有限公司、潘云虎等请求公司收购股份纠纷案（下称“华工案”）起，〔12〕对赌协议的焦点已由协议效力转至可否履行。学界普遍认为，“股转之债”的履行可能违反资本维持原则或偿债能力标准。〔13〕2019年《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称“九民纪要”）第5条也规定，“股转之债”的履行须符合公司法中“股东不得抽逃出资”及股份回购的强制性规定，公司未完成减资程序或不符利润分配条件时，不得履行。但民法上既已肯定债权的合法性，其履行何以触犯公司法上的资本维持原则或偿债能力标准？对赌协议这种“股转之债”与其他债权有何不同？

4. “名股实债”权利属性的争议。“名股实债”是指采股权融资方式，但约定投资期限、固定收益与退出方法的融资安排。其争议焦点除协议效力外，便是投资者权利的属性。在新华信托股份有限公司等诉湖州港城置业有限公司破产债权确认纠纷案（下称“新华信托案”）中，〔14〕法院便基于内外关系的区分和商事外观主义，以及对当事人真实意思的考察，认定投资者的权利属于股权而非债权。其他法院虽观点不尽一致，但均采“非此即彼”的裁判思路。〔15〕这一思路的缺陷在于，股权与债权并不互斥，以合同安排实现股与债的混用或并存本属正常现象。〔16〕然而，若肯定投资者的双重身份，如何保护其他债权人的利益又会成为问题。于此情境，能否既还原当事人之间的融资交易安排，又确保对其他债权人的保护？为此，是否需要思考“实债”与“名股”的内在关联？

从以上规定或案例不难发现，股东对公司的债权有时与其股东身份存在特殊关联，以致需特殊对待。若依前文湖北省高级人民法院的裁判解读与美国破产法典第510条（b），此种特殊关联似可作为股东债权劣后受偿的理由。但这一顺位安排能否为对赌协议的履行障碍和“名股实债”各方利益的平衡提供更自洽的注解？又能否用于可转换债券、可赎回优先股等其他股债紧密关联情形中法律关系的分析？由此出发，能否提炼出股东债权非因不当行为而劣后的一般理论，并确定据此劣后之债权的具体顺位和范围？在将股东自公司获得报偿或给付，也即公司资产流向股东的所有情形均视为“分配”的背景下，〔17〕这一顺位安排对公司债权人的保护有何助益，在公司分配制度中又处于何种地位？如此等等，均需探讨。

〔11〕 参见蒋大兴、王首杰：《破产程序中的“股转债”——合同法、公司法及破产法的“一揽子竞争”》，《当代法学》2015年第6期，第98页。

〔12〕 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再62号民事判决书。

〔13〕 对资本维持原则的常见批评，就是难以满足股债融合之融资方式对放宽资本管制的需求。参见施天涛：《公司法论》，法律出版社2019年版，第169页以下。

〔14〕 参见浙江省湖州市吴兴区人民法院（2016）浙0502民初1671号民事判决书。

〔15〕 参见陈明：《股权融资抑或名股实债：公司融资合同的性质认定——以农发公司诉通联公司股权转让纠纷案为例》，《法律适用》2020年第16期，第43页以下。

〔16〕 参见李安安：《股债融合论：公司法贯通式改革的一个解释框架》，《环球法律评论》2019年第4期，第38页。

〔17〕 参见刘燕：《对赌协议与公司法资本管制：美国实践及其启示》，《环球法律评论》2016年第3期，第137页以下；朱慈蕴、皮正德：《公司资本制度的后端改革与偿债能力测试的借鉴》，《法学研究》2021年第1期，第54页以下；王军：《抽逃出资规则及公司分配制度的系统性改造》，《法学研究》2021年第5期，第88页以下；于莹、司耕旭：《重思公司分配行为的约束机制：以偿债能力测试的借鉴为中心》，《清华法学》2023年第1期，第172页以下。

二、股东身份从属债权劣后受偿的一般原理

像美国破产法典第 510 条 (b) 这样明确规定股东债权非因不当行为而劣后, 在世界范围内并不多见。澳大利亚公司法第 563A 条 (2) (b) 虽借鉴了该规定, 但仅是迫于信贷行业的压力, 未落实至法律原理的分析。^[18] 作为英、澳两国利润分配之债劣后受偿现行规定的前身, 1862 年英国公司法第 38 条 (7) 秉持股东债权一概劣后的理念。但两国最高司法机关分别于 1998 年和 2007 年否认了该理念,^[19] 其法理如今处于未明状态。除此之外暂未发现此类规定, 特别是在大陆法系国家。故讨论股东债权非因不当行为而劣后的一般原理, 可从美国破产法典第 510 条 (b) 立法理由的妥适性开始。

(一) 美国破产法典的非自治阐释

1978 年之前, 关于证券欺诈受害人的地位, 美国并无成文立法, 判例法的观点也极不一致。早期判例否认他们得与其他债权人平等分配。如在拉辛汽车轮胎公司案中, 第七巡回法院以禁止反言为由, 驳回了投资者属于普通债权人的主张, 认为其取得股东地位系出于明知, 其股东权利行使足以为外部所知, 其亦因股东地位实际获利, 肯定其主张对普通债权人不公平。^[20] 该案的漏洞在于, 投资者对证券欺诈不知情, 也不总能因股东地位获利, 而债权人也不一定知悉其股东身份, 且清偿受影响不等于结果不公。在 1937 年奥本海默诉哈里曼国民银行案中,^[21] 美国联邦最高法院就作出了相反判决。该判决强调, 就公司债权人保护, 按认股价缴纳出资是股东的最大责任, 若已履行该责任, 便不得区别对待其债权。但该院自此便拒绝再就这一问题发表意见。^[22] 后又有法院认为, 若投资款或其转化物可与债务人其他财产相区分, 投资者可在解约后行使取回权。^[23] 有法院进而认为, 若投资款或其转化物为重整所需, 得否定取回权而仅承认在投资款或转化物上的担保权。^[24]

美国国会于 1970 年启动破产法修订工作后, 有两位学者就证券欺诈发行救济之债的劣后受偿提出了三项理由: (1) 债权人信赖利益保护。普通债权人向债务人提供授信, 系基于对投资者因买入证券而缴纳之股本或投资款坐垫 (cushion) 的信赖。(2) 企业经营风险的分配。投资者与债权人承担的风险不同, 证券欺诈发行的风险只能由投资者而非普通债权人承担。(3) 对权利懈怠的规制。投资者对解约与否多有骑墙心理, 若肯定其普通债权人地位, 等于鼓励权利的懈怠行使。^[25] 美国破产法典第 510 条 (b) 的立法档案照搬了上述理由, 适用该规定的判决也都会援引此文。但作者更看重的是首末两项理由, 并围绕它们提供了如下立法建议: (1) 对欺诈发行后成立的债权, 推定其顺位优先于证券欺诈救济之债, 除非投资者证明债权人并无信赖利益。(2) 对欺诈发行前成立的债权, 推定其顺位与证券欺诈救济之债相同,

[18] See Corporations Amendment (Sons of Gwalia) Bill 2010, Revised Explanatory Memorandum, Chapter 2.

[19] See *Soden v. British & Commonwealth Holdings Plc*, [1998] A. C. 298; *Sons of Gwalia Ltd v. Margaretic*, [2007] HCA 1.

[20] See *In re Racine Auto Tire Co.*, 290 F. 939, 941-942 (7th Cir. 1923).

[21] See *Oppenheimer v. Harriman Nat. Bank*, 301 U. S. 206, 214-215 (1937).

[22] See *Protective Committee v. Anderson*, 390 U. S. 414, 453 (1968).

[23] See *In re Rhine*, 241 F. Supp. 86 (D. Colo. 1965).

[24] See *Caplin v. Marine Midland Grace Tr. Co.*, 439 F. 2d 118, 122 (2d Cir. 1971).

[25] See John J. Slain & Homer Kripke, *The Interface between Securities Regulation and Bankruptcy: Allocating the Risk of Illegal Securities Issuance between Securityholders and the Issuer's Creditors*, 48 N. Y. U. L. Rev. 284-288, 291-293 (1973).

除非债权人证明自己也有信赖利益。(3)即使债权人并无信赖利益,投资者也应于合理期限内行使权利,否则其救济之债仍须劣后。〔26〕

尽管美国破产法典第510条(b)照搬了上述理由,但最终规定与学者建议大相径庭:其一,所涉证券交易不限于发行阶段,也适用于二级市场投资者因发行人欺诈而受损时。〔27〕但二级市场交易不涉及向公司缴纳股本或投资款,不会产生对股本等坐垫的信赖。故“信赖保护说”无助于说明为何二级市场投资者的救济之债也应劣后。其二,不区分普通无担保债权的成立时间,一律将证券欺诈救济之债劣后。而“信赖保护说”以债权人信赖利益保护为基础,要求区分债权人有无此等信赖利益,特别是债权成立时间。更有学者指出,此种信赖及要求与实际交易场景严重不符。〔28〕其三,不论投资者何时知悉证券欺诈、权利行使是否及时、有无骑墙心理,其救济之债均须劣后。因此,“懈怠规制说”也难以用于该规定的解读。

美国破产法典开始施行后,立法时相对不受重视的第二项理由,即“风险分配说”,却异军突起。有学者直言,唯一能确定的就是立法“将证券违法的风险分配给了股东,而无担保债权人得免于承担未曾应允的风险”。〔29〕基于该理由,主流判例均认为第510条(b)应作宽泛解释,〔30〕且对其运用早已超出证券欺诈范畴。如第五巡回法院认为,股东的具象利润分配请求权及类似权利也得适用。〔31〕在花岗岩有限合伙案中,〔32〕纽约南区破产法院甚至暗示,投资者“基于其投资损失”对发行人享有的债权均应劣后。但该说同样遭到了强烈批评。有学者认为,投资者不知晓证券欺诈存在,同样未事先应允相关风险,救济之债只是返还因证券欺诈多付的价金。〔33〕也有学者指出,该说无法说明普通债权人为什么不承担证券欺诈风险,却要承担企业经营的其他风险。〔34〕故对美国破产法典第510条(b)证券欺诈救济之债非因不当行为而劣后的罕见规定,“风险分配说”似也不足以说明其原理,遑论去阐释其他类型的股东债权应否劣后。

(二)以债权优先于股权为基础的劣后受偿

考虑到股东债权与股东身份的关联,要继续讨论股东债权非因不当行为而劣后的原理,只有回到公司分配问题的原点,即债权对股权的优先顺位。接下来的讨论一开始就具有一般性,盖这种优先顺位无论在中国和美国,还是在公司法、破产法和证券法上均成立。

1. 债权优先于股权作为公司分配的基本原则

债权人保护虽是公司法最重要的问题之一,但更多是合同法问题。意思自治及其瑕疵规则、欺诈撤销规则(债权人撤销规则)等合同法上的债权人保护规则同样适用于公司。仅在公司资产基于股东权益向股东流动时,债权人保护才进入公司法专属领域。作为有限责任的对

〔26〕 参见前引〔25〕,Slain等文,第288页以下,第294页。

〔27〕 See *In re Lenco, Inc.*, 116 B. R. 141 (Bankr. E. D. Mo. 1990).

〔28〕 See Kenneth B. Davis, Jr., *The Status of Defrauded Securityholders in Corporate Bankruptcy*, 1983 Duke L. J. 27-32 (1983).

〔29〕 Melanie J. Schmid, *A Congressional Montage of Two Systems of Law: Mandatory Subordination under the Code*, 13 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 364 (2005).

〔30〕 See e. g., *In re Med Diversified, Inc.*, 461 F. 3d 251 (2d Cir. 2006).

〔31〕 See *In re Linn Energy, LLC*, 936 F. 3d 334 (5th Cir. 2019).

〔32〕 See *In re Granite Partners, L. P.*, 208 B. R. 332, 337 (Bankr. S. D. N. Y. 1997).

〔33〕 参见前引〔28〕,Davis, Jr.文,第34页以下。

〔34〕 See Douglas A. Henry, *Subordinating Subordination: Worldcom and the Effect of Sarbanes-Oxley's Fair Funds Provision on Distributions in Bankruptcy*, 21 Emory Bankr. Dev. J. 283 (2004).

价，公司法须确保股东只能在债权人之后基于其股东权益获得分配。按公司契约理论，公司可看作各公司参与者共同缔结的“合同束”，公司法的作用是提供“公司合同”的标准条款，^[35]其中最重要者无疑是股与债的区分以及债权对股权的优先顺位。这种优先顺位也是讨论公司分配问题的原点。公司法有关分配的规定都与之直接相关，包括但不限于：公司清算财产分配规则、税后利润分配规则以及减资时的股本和盈余退付规则。^[36]

破产法也尊重公司分配中债权的这种优先顺位。破产程序的本质是债务人出现财务困境时，对其既有债权债务关系的概括清理程序，而非风险再分配程序。^[37]故除破产法的宗旨另有要求以外，非破产法中的权利秩序，如权利排序的规则，在破产程序中均应予以尊重。^[38]就此而言，破产分配实系公司分配的特殊场景。不论债权对股权优先还是特定债权劣后受偿的权利顺位安排，都绝非破产法独有的问题，^[39]而是先存乎破产法之外再呈于破产程序之中。只是多数时候，因公司资力充足，劣后并不影响权利最终实现，劣后受偿问题在公司正常运行时极易被忽视。现代破产法的任务在于，确保破产法外的权利顺位规则不因破产程序的启动而受到动摇，而非创设新的顺位安排。因此，下文的讨论也无需区分是否涉及破产程序。

事实上，“风险分配说”正是以这一原则作为基础。该说认同，债权人与股东所承担之风险的大小、对公司收益所享有之权利的性质和顺位均不相同。^[40]但该说错在直接据此认定违法证券发行的风险只应由投资者而非普通债权人承担。证券发行风险属于企业经营风险，债权人亦得因证券发行而受益，如受偿概率的增加。故准确地说，二者均应承担违法证券发行的风险，只是承担的风险大小不同。

2. 债的同一性理论与风险再分配的法律禁止

在法律技术上，股东财产性权利的实现或救济有时要“借道”对公司的债权，或曰，特定股东债权本质上属于股权的转化。一方面，在股权的“权利束”中，不少权利的实际行使需具象为债法上的给付请求权。^[41]最明显的是税后利润与（公司清算）剩余财产分配请求权。股东作为剩余索取权人，有权在满足法定条件时要求公司为给付。异议股东回购请求权、股权财产性内容因公司直接受损时（如因证券欺诈）的实体救济权也在此列。它们亦系股东的固有权利，实际行使却需通过对公司的债权。另一方面，投资者与公司可就股权的保障或实现达成合同安排，即“通过合同手段打破标准的公司利益与风险分配格局”的非典型股权融资。^[42]这种安排既能采合同个别约定的方式，如对赌协议与“名股实债”融资，也可采类别股这样格式化甚至由立法确认的方式。投资者虽无法借此为自己创设股东权利，但此种合同权利同属股权的转化。盖其须依附于股权与出资份额而成立，且作为整体无法脱离股权单独转

[35] 参见 [美] 弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔：《公司法的经济结构》，罗培新、张建伟译，北京大学出版社 2014 年版，第 1 页以下。

[36] 分别参见 2023 年公司法第 236 条第 2 款和第 3 款、第 210 条第 4 款、第 224 条第 2 款及第 225 条。

[37] See Douglas G. Baird, *Loss Distribution, Forum Shopping, and Bankruptcy: A Reply to Warren*, 54 U. Chi. L. Rev. 815 (1987).

[38] 参见何欢：《债务清理上破产法与执行法的关系》，《法学研究》2022 年第 3 期，第 144 页以下。

[39] 如对沙港公司与开天公司执行分配方案异议案，最高人民法院便明确指出，衡平居次规则得适用于该案。参见《最高人民法院发布的四起典型案例》，《人民法院报》2015 年 4 月 1 日第 3 版。

[40] 参见前引 [25]，Slain 等文，第 286 页。

[41] 参见前引 [16]，李安安文，第 38 页。

[42] 参见潘林：《重新认识“合同”与“公司”：基于“对赌协议”类案的中美比较研究》，《中外法学》2017 年第 1 期，第 251 页。

让。而合同仅是股权投资收益具体实现的媒介，可理解为投资者在达成典型股权融资协议的同时，通过补充协议，以本已享有的部分股权或股权“权利束”换取了对公司的特定合同权利。换言之，股权“权利束”不仅得于满足法定条件时成为独立于股权的债权，也得基于意思自治和利益交换，借由不同给付内容的债权请求权，进行分离和重新组合交易。〔43〕

这些请求公司为给付的具象权利，无论依法或依约产生，在民法上均属于债权。若仅强调其作为给付请求权的一面，或民法的抽象性，就不得区别对待。但公司法与破产法上对民法（尤其债法）抽象性的反思由来已久。除自动居次或衡平居次理论外，这种反思也可能基于债权的产生原因。例如，曾有不少人主张劳动债权应优先于担保物权。〔44〕又如，国内外均有学者认为，为确保对人身侵权受害者的救济，可令担保物权适当让步。〔45〕且如企业破产法第113条第1款第1项、第132条规定，劳动债权和人身侵权之债的优先性均于一定范围内为实定法所认可。那么，对由股权转化而来的股东债权，能仅因股权实现或救济便取得普通债权的顺位，进而改变债权优先于股权的权利排序和风险分配原则吗？

这一问题在民法上便能找到线索。转化或转移之债的属性跟随原初权利，不因表现形式变化而失其内在同一性，本就是民法的一般规则。〔46〕例如，若原初债权具有财产担保，则迟延履行所生的损害赔偿之债得依民法典第389条自动落入担保范围。又如，因第三人代为清偿发生法定债权让与时，第三人得依民法典第524条自动取得原债权人地位。故“破产审判纪要”第27条规定，第三人因垫付劳动债权所取得的债权在破产程序中也得优先受偿。再如，在债权意定让与的情况下，债务人对让与人的抗辩依民法典第548条可对受让人继续主张。此等一般规则背后的法理就在于，任何人都不得仅因外部因素所导致的权利形式、相对方身份等的变化而遭受否定评价或获得不当益处。正因如此，美国破产法典第510条（b）的适用对象得包括遭受证券欺诈的次级债投资者。

债的同一性理论亦得参照适用于股权转化而生的股东债权。作为股权的转化，其与股权具有本源上的同一性，为与其他股东债权相区分，可称为“股东身份从属债权”。法律技术上将其作为债权，只是在既有股债二分权利格局和债权请求权体系下提供股权实现或救济的“通道”，而不构成不当获利或是对股东（剩余索取权人）或债权人（固定收益索取人）承担的企业经营风险进行事后再分配的理由。〔47〕这与债权的实现或救济、转化或转移不构成债权人不当获利之理由并无不同。申言之，因股权的顺位原本低于债权，股东身份从属债权天然地应劣后于普通债权，而无需讨论股东有无不当行为。这一点不应考虑其成立依据是法律规定还是当事人约定，也不应考虑其成立的直接原因是公司盈利、公司致股权受损、对赌目标未实现、合同履行或其他。同样地，这一点也不应因公司是否经济上破产或进入破产程序而改变。是故，美国纽约南区破产法院在花岗岩有限合伙案中的暗示，即投资者“基于其投资损失”对发行人享有的债权均应劣后，确有一定理论依据。基于此等阻却风险再分配的客观效果，股东身份从属债权劣后受偿具有避免因“股转债”造成股东与公司债权人风险不当分配的功能。对

〔43〕 参见朱慈蕴、沈朝晖：《类别股与中国公司法的演进》，《中国社会科学》2013年第9期，第148页以下。

〔44〕 参见李曙光：《破产法进入三审关键之争：担保债权与职工债权孰优先》，《21世纪经济报道》2005年5月30日第34版。

〔45〕 参见前引〔10〕，韩长印等文，第101页以下；Lucian Arye Bebchuk & Jesse M. Fried, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, 105 *Yale L. J.* 857 (1996)。

〔46〕 参见崔建远：《中国债法体系的解释论整合》，《政法论坛》2020年第5期，第165页。

〔47〕 参见前引〔25〕，Slain等文，第287页。

于公司债权人保护和公司分配制度，这是一项以往被忽视而又真切存在的“隐含”规则。

3. 顺位自行提升的法律禁止

若股东身份从属债权无需劣后，意味着投资者得自行提升其权利顺位。^[48] 风险再分配的禁止从权利内在的视角说明了为何肯定股权转化为债权的合法性，却又禁止权利顺位的自行提升。从外部视角来看，限制“秘密担保”或“隐性优先顺位”是物权公示公信原则的一贯立场。其价值取向在于，作为一种相对性概念，不论优先顺位的取得，还是有关权利顺位的规则，都应为外界明确预见。^[49] 但公司法上并无相似的原则或规则。

权利顺位的自行提升亦应为公司法禁止，可从公司契约理论来阐释。依该理论，公司法可视为各参与者普遍认可的标准或默认“公司合同”。类似地，不论公司法上的顺位规则，还是民法上的顺位规则，均可视作各公司参与者事先认可的标准条款。在此种事先明确且固定的顺位规则下，只要合同本身公允有效，融资交易便不会影响其他债权人的利益。更直接地说，此种顺位规则意味着，任何债权人均需就自己的权利顺位支付合理对价，如普通债权人对企业剩余收益的放弃、财产担保债权人对更高利率的放弃。故尽管债权基数扩大，但原有债权人均无需担心债权稀释，即其债权因后续融资遭到不当稀释，以致影响受偿概率和可变现价值的问题。^[50] 但以上分析不适用于股债自行转换导致的顺位提升。在债权由股权“权利束”具象而生时，股东虽以债权人身份享受着股权的经济利益，却未为该身份支付对价。次级债因证券欺诈受损时，投资者也未为顺位提升而放弃因次级顺位所获之更高利率。在债权作为股权投资约定收益的实现媒介时，投资者虽支付了对价，但该对价要么与普通债权人无关，如可赎回优先股融资协议中投资者对表决权的部分放弃，要么得基于合同要求返还，如对赌协议中投资者得于目标未实现时“全身而退”，或是兼而有之，如“名股实债”融资。公司债权人未享对价但债权被稀释，顺位自行提升不可能得到其事先认可，自然也不构成“公司合同”的标准条款。这一点同样无需区分公司是否经济上破产或进入破产程序。

即使股东身份从属债权仍得优先于股权，这种认可也仅可能存在于公司（及其股东）与投资者之间，对其他债权人不生效力。美国破产法典第 510 条（a）对公司参与者内部（如特定债权人或股东间）的意定顺位安排便采此立场，公司参与者间自行达成的顺位安排若在非破产法上有效，则破产法也应予以尊重，但仅限于在他们内部。而且，美国破产法协会（ABI）已明确建议进一步限制其效力，以消除对外部的不利影响。^[51] 就权利顺位自行提升的禁止，“信赖保护说”也有一定参考意义。但应予保护的并非对股本坐垫或股东债权必然劣后于普通债权的信赖，而是对股权本身顺位低于债权的信赖。

（三）个别场景的补充讨论

1. “名股实债”的融资方式

对于“名股实债”的融资方式，应否考虑当事人最初的交易意图，是不能回避的问题。如在“新华信托案”中，投资者最初的意图确系债权投资，以股东身份介入是为了规避法律

[48] 参见前引 [25]，Slain 等文，第 268 页。

[49] See United Nations Commission on International Trade Law, *UNCITRAL Legislative Guide on Secured Transactions*, New York: United Nations, 2010, p. 21.

[50] See Alan Schwartz, *Priority Contracts and Priority in Bankruptcy*, 82 Cornell L. Rev. 1396 (1997).

[51] 参见美国破产法协会：《美国破产重整制度改革调研报告》，何欢、韩长印译，中国政法大学出版社 2016 年版，第 84 页以下，第 301 页以下。

对信托贷款的限制，但此时更重要的是对交易实质的尊重。在交易结构上，“名股实债”与就股权的保障或实现达成合同安排的其他情形并无区别。只要交易条款确系围绕股权投资的风险消化与收益分配展开，^[52] 就应确认该合同项下的债权同属股权之转化。所涉问题亦为，因同一交易同时取得债权与股权时，能否基于二者的内在关联而将债权劣后。就算交易设计与股权投资出入较大，也应有禁止反言原则的适用。“非此即彼”的思路也未考虑投资者以相反身份所为的行为、所获之偿付的处理。若仅承认其为债权人，其以股东身份参与的表决、获得的法定分配如何定性？反过来，若仅承认其股东地位，其基于合同获得的约定收益又如何处理？简言之，对“名股实债”融资，股东身份从属债权劣后受偿确能在还原融资交易安排的同时，为平衡各方利益提供更细致、更符合比例原则的解释。

2. 股权因先契约因素受损

在投资者因证券欺诈而买入股票时，主张不知晓证券欺诈，更未事先应允相应的风险，故其损害赔偿之债不应劣后的观点并不成立。投资风险的存在有其客观性与系统性，只要开始寻找投资机会，便进入了相应的风险场域；股与债的风险系数不同，更已成为通晓的社会规范。^[53] 故实际交易中，投资风险承担不以当事人明确应允为条件，事先不知悉风险存在也不构成优先保护救济之债的理由。如依2023年公司法第44条第2款，公司设立失败时，发起人也需对设立所生债务承担兜底责任，而不考虑失败原因何时发生。又依民法典第148条和第157条，因相对方欺诈而签订合同的，合同撤销时同样不能主张损害赔偿之债优先受偿。国内证券法学者也早就指出，证券欺诈责任的追究不必区分证券欺诈发生在证券投资合同缔结前或缔结后。^[54] 2022年《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》亦肯认证券欺诈受害人仍处于投资者而非外部债权人地位，根据其第25条，应以全部投资差额损失及对应佣金和印花税作为赔偿范围。而民法上可得利益的赔偿仅限于可预期范围。

3. 已设有分配金额上限时

为保护债权人利益，公司法对特定分配设有金额上限。如根据2023年公司法第210条第4款，公司税后利润应先弥补亏损并提取公积金，才能向股东分配。又如，根据2013年公司法第142条第3款，股份公司回购股份用于员工奖励的，所用资金须为公司税后利润。然而，即使公司债权人此时不会受损，也不能否认股东权利由股权转为债权的事实。且公司决议分配利润或回购股份时符合法定标准，实施时不再满足的情况时有发生，这种企业经营风险同样应先由作为剩余索取权人的股东承担，不能仅因股权实现便转嫁至外部债权人。并且，如下文所述，只要不涉及执行竞合或公司财务困境，即无对价债权稀释未进一步妨害其他债权的实现，股东身份从属债权的履行就不因劣后顺位而受限。因此，股东身份从属债权劣后受偿规则不仅得以统一逻辑应对“股转债”现象，且是以与对其他债权人的不利影响大小相一致的方式，而不会阻碍股权的正常行使或救济。

三、股东身份从属债权的具体顺位与外延

证成股东身份从属债权劣后受偿的原理后，劣后的具体程度或者说具体顺位，以及应当劣

[52] 对此类情形的归纳，参见陈克：《论不完全合同视角下的公司融资》，《交大法学》2020年第1期，第127页。

[53] 参见[加]布莱恩·柴芬斯：《公司法：理论、结构和运作》，林华伟、魏曼译，法律出版社2001年版，第61页。

[54] 参见陈洁：《证券欺诈侵权损害赔偿研究》，北京大学出版社2002年版，第36页。

后之债权的外延，仍需要厘清。

（一）具体顺位的选择

美国的衡平居次规则将具体顺位问题留给了判例法。^[55] 德国支付不能法第 39 条第 5 项的自动居次规则非基于衡平法，对股东借款债权的顺位则有明确规定。因股东身份从属债权劣后的原因在其权利本源而非衡平法，故也应明确其具体顺位。美国破产法典第 510 条（b）亦采此思路，但具体顺位的选择却有两种方案。按众议院的建议，证券欺诈救济之债须劣后至与所涉证券相同的顺位。^[56] 但第 510 条（b）最终规定，该救济之债须劣后于顺位较所涉证券优先或相同的所有权利，仅所涉证券为普通股时例外，此时其顺位须与普通股相同。

美国的立法档案并未记载两种方案背后的考量因素，但较之众议院方案，最终方案有两个明显缺陷：一是未说明为何区别对待普通股与其他证券（即次级债和优先股）的投资者，二是未说明为何次级债和优先股投资者的救济之债的顺位竟低于所涉证券本身。^[57] 投资者虽不得因外部因素导致的权利转化不当获利，但也不应因此受损。美国破产法典的此种严苛态度最终引发了证券法的“反击”。2002 年萨班斯-奥克斯利法至少有两项直接针对该规定的措施：其一，赋予证券交易委员会在投资者保护所需的合理范围内寻求任何衡平救济的权力。^[58] 这进一步激发了证券执法行为与自动冻结这一破产法核心制度之间的冲突，即为保护投资者而突破自动冻结的问题。^[59] 其二，赋予证券交易委员会以自证券违法行为人处追缴的民事罚款等设立公平基金用于补偿受害人的权力。^[60] 因美国破产法典第 510 条（b）而劣后的证券欺诈受害人也包括在内。换句话说，投资者得通过公平基金规避其劣后顺位，且清偿比例甚至远超普通债权人。^[61]

故尽管股东身份从属债权确应劣后，但盲目降低其顺位并非最佳选择。美国证券欺诈救济之债劣后受偿的最终方案不仅理论上无法自圆其说，反倒激发了与证券法的冲突，破坏了破产法自身的体系完整性。但最终方案的窘境不表明美国众议院的方案就更可取。就保护公司债权人、避免风险不当分配的目的而言，或许还有一种更“实惠”的方案，即将股东身份从属债权劣后于较所涉股权优先的所有权利，但高于股权本身。若所涉股权为优先股，则仍高于优先股。盖前述目的仅需将转化所生债权劣后于普通债权便可实现，顺位高于股权则能最大程度地确保投资者救济的实现。

股东身份从属债权仍得优先于股权本身，依据在于股东内部对其债权地位的事先认可。这里可结合公司契约理论与禁止股权顺位自行提升的原因来理解。对股权“权利束”具象而生的法定债权，因其原是股权的一部分，自可视为全体股东事先达成的共同条款。对作为投资收益实现媒介的意定之债，投资者支付了一定对价，且该对价在股东内部得到了共享，亦可认定

[55] See H. R. Rep. No. 95-595, 95th Cong., 1st Sess. 359 (1977).

[56] See H. R. 8200, 95th Cong., 1st Sess. (1977), § 510 (a) (2).

[57] See Nicholas L. Georgakopoulos, *Strange Subordinations: Correcting Bankruptcy's 510 (b)*, 16 Bankr. Dev. J. 97-98 (1999).

[58] See 15 U. S. C. § 78u.

[59] See Wendy S. Walker et al., *At the Crossroads: The Intersection of the Federal Securities Laws and the Bankruptcy Code*, 63 Bus. Law 133-136 (2007).

[60] See 15 U. S. C. § 7246.

[61] See Zack Christensen, *The Fair Funds for Investors Provision of Sarbanes-Oxley: Is It Unfair to the Creditors of A Bankrupt Debtor*, 2005 U. Ill. L. Rev. 366-373 (2005).

其债权地位有全体股东的事先授权。换言之，享有股债自行转换的益处，便需承担相应的代价，对投资者和其他股东皆如此。^[62] 故股东身份从属债权劣后于普通债权但优先于股权本身的方案，相比于美国的两种方案更有利于投资者保护，也与其劣后受偿的原理最相适应。因具有股东内部的认可，这一顺位选择既不属于投资风险的再次分配，也不构成权利顺位的自行提升。这正是美国破产法典第 510 条（a）对公司参与者内部意定顺位安排的立场。

对具体顺位的选择，还有三个相关的问题：其一，与其他劣后债权的顺位协调。对劣后债权内部的顺位安排，依通常的正义观念，应遵循补偿性债权优先于惩罚性债权、私债权优先于公债权的规则。^[63] 股东身份从属债权系由股权实现或救济而生，应与其他补偿性私债权（如破产程序中的法定利息）一道，处于劣后债权中的最高顺位。其二，同时涉及优先股和普通股时股东身份从属债权内部的顺位。因优先股和普通股的区分是股东内部事务，按调整公司参与者内部意定顺位安排的前述规则，对外应将全部股东身份从属债权视为整体，但对内仍应以优先股转化之债为先。其三，股东身份从属债权有债务人财产担保时的处理。对于衡平居次时的相同问题，美国破产法典第 510 条（c）（2）明定可收回担保利益。“破产审判纪要”第 39 条亦规定，“该劣后债权人不得就其他关联企业成员提供的特定财产优先受偿”。此种选择应予赞同，盖财产担保附属于主债权，主债权劣后时，自然无需再单独考虑。

（二）债权外延的厘定

证成股东身份从属债权劣后受偿的原理后，其范围的内延也已经明确。尽管均属股权之转化，但按成立依据不同可分为两类：（1）股权“权利束”具象而生的法定债权，即抽象股东财产权具象化而形成的债权，包括但不限于具象后的利润分配请求权、剩余财产分配请求权、（公司减资）股本及盈余退付请求权、异议股东回购请求权和股票投资者的证券欺诈损害赔偿之债。因股权融资协议外达成的意定股权回购而产生的价款请求权也可归入此种类型。（2）作为投资收益实现媒介的意定之债，即依据非典型股权融资协议成立的依附于股权的约定请求权。除“名股实债”融资的约定收益请求权、对赌失败时的“股转之债”，代表性的还有类别股融资协议下的合同权利。

在股东身份从属债权之外，某些严格上并非股权转化的债权也可基于类似考量而劣后受偿。雷曼兄弟控股公司案就遇到这一问题。案涉争议是，公司员工在“受限股票单位”协议下的权利应否劣后。按照该协议，员工本可获得类似股利的分红，并得于满足约定条件时获得股票。公司认可他们的债权人地位，但主张根据美国破产法典第 510 条（b）劣后。美国第二巡回法院支持了公司的主张，强调这些员工“拥有和股东类似的风险与回报预期”，并对“证券”“买入”等术语作了极宽泛的解释。^[64] 不考虑美国法的解释问题，这一理由本身颇值赞同。股权激励的实质是以对企业剩余收益的索取权换取员工的忠诚度，并令其承担企业经营的边际风险。虽然员工暂未获得股权，但通过合同安排也能实现与股东地位的相似性。类似地，在安然公司案中，^[65] 对公司员工在股票期权方案下的债权，美国纽约南区破产法院也支持了劣后受偿的主张。然而，在我国康美药业重整案中，员工以股权激励计划下的权利申报的债权

[62] 因此，因合法公允之融资协议而回购股权或定向减资的，并不违反股权平等原则，应作为 2023 年公司法第 224 条第 3 款禁止非同比减资之一般规定的例外。当然，“股转之债”仍须劣后受偿。

[63] 参见前引 [5]，王欣新文。

[64] See *In re Lehman Bros. Holdings Inc.*, 855 F.3d 459 (2d Cir. 2017).

[65] See *In re Enron Corp.*, 341 B.R. 141 (Bankr. S.D.N.Y. 2006).

被确认为普通债权。^[66]

这种地位相似性的分析亦得适用于夹层融资，如可转换债券、可赎回优先股和（商业银行）二级资本债。以二级资本债为例，其虽属债权性证券，但在商业银行出现财务困境时，须强制转换为股权，其持有人的权利兼有债权表征和与股权的内在相似性。因此，若尚未转股，其顺位也应比照股东身份从属债权。故包商银行破产案中，在二级资本债未经转换而仍具债权地位时，于股权清零前直接将其全额减记，^[67] 或有不妥。可转换债券的情况复杂些，因为转股的条件完全取决于当事人约定，具有不确定性。但若债券持有人已选择转股，或是其无权单方排除转换，也应适用相同的顺位规则。可赎回优先股更典型，其持有人在融资协议下的回购请求权就属于股东身份从属债权。但在康美药业重整案中，虽也有股东以可赎回优先股融资协议下的权利申报债权，仍被确认为普通债权。^[68]

虽然股东身份从属债权劣后受偿规则要求债权与股权具有相关性，但并非债权的产生与股权有任何相关性都应劣后受偿。以泰利普公司案作为反例，^[69] 该案涉及以增发股票为对价的资产收购，收购方按约定须于协议签订后 20 日内完成股票发行注册并向被收购方交割。但收购方未及时履行就申请了破产，并主张违约之债应根据美国破产法典第 510 条（b）劣后。美国第三巡回法院支持了其主张，理由是“若非”案涉的证券买入行为，该债权就不可能产生，故该债权亦属对股权投资所受损失的赔偿。此案的错误在于，其核心争议仅为股票转让协议履行违约的处理。“20 日内”完成发行注册并交割，仅是对给付标的与给付时间的约定，不同于因交易期限较长而需对债务人剩余风险承担或剩余收益享有作出安排，从而得认定与股东地位具有相似性的情况。^[70] 被收购方也不必然获得股权，而得于收购方有重大违约时解除合同。其既未获得股东身份，也不处于类似地位，仅因债权成立与股票买入的牵连性便认定债权劣后显有不妥。易言之，就所持债权，债权人与股东具有地位上的相似性，包括已经实际享有股权收益并承担股权风险，以及得不可逆地将其权利由债权转为股权，也是比照股东身份从属债权劣后受偿的最低要求，构成其外延之所在。

四、股东身份从属债权劣后受偿的分配体系效应

在“大分配”语境下，股东身份从属债权劣后受偿构成公司分配的“隐含”规则。但对于公司分配的规则体系，这一规则的意义和具体定位，特别是与资本维持原则和偿债能力标准的关系，仍有待讨论。有关对赌协议履行障碍的争论恰好提供了理想切入点。

（一）现行公司分配制度的内在不周

在甘肃世恒有色资源再利用有限公司等与苏州工业园区海富投资有限公司增资纠纷案（下称“海富案”）中，最高人民法院曾以“损害公司及其债权人利益”为由否认与公司对赌的协议效力。^[71] 但依合同法，只要合同订立时双方意思表示一致且对价公允，合同效力通常

[66] 参见《康美药业股份有限公司重整计划》，<http://static.cninfo.com.cn/finalpage/2021-11-27/1211709039.PDF>，2023 年 8 月 24 日最后访问。

[67] 参见 2020 年《中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会关于认定包商银行发生无法生存触发事件的通知》（银发〔2020〕274 号）。

[68] 参见前引〔66〕，《康美药业股份有限公司重整计划》。

[69] See *In re Telegroup, Inc.*, 281 F.3d 133 (3d Cir. 2002).

[70] 后一情况的例子，参见 *In re Response U. S. A., Inc.*, 288 B. R. 88 (D. N. J. 2003)。

[71] 最高人民法院（2012）民提字第 11 号民事判决书。

就无瑕疵。〔72〕故对赌协议的焦点不是合同效力，而是如何在尊重意思自治的同时对公司债权人加以保护。对此，现有研究普遍认为，对赌失败时“股转之债”的履行须受公司分配制度，具体说是资本维持原则或偿债能力标准的检视。〔73〕围绕未通过该检视对债务履行的影响，主要有如下学说：（1）履行不能说。该说认为，“股转之债”的内容，不论股权回购、定向减资或业绩补偿，在公司法上均属分配范畴，其履行不得损及公司资本与偿债能力，否则将构成履行不能。〔74〕“华工案”与“九民纪要”第5条都采纳了这一观点。（2）履行迟延说。该说认为，“股转之债”的履行确有基于公司资本规制的法律障碍，但金钱债务无履行不能，而仅构成履行迟延。实际履行作为违约责任的承担方式，面临相同的障碍，只能基于公司财务状况，以资本维持为前提延期或分期履行。〔75〕（3）权利阻却抗辩说。该说认为，“股转之债”作为金钱债务虽无履行不能，但违反资本维持原则或偿债能力标准时，构成一时性权利阻却抗辩，应被认定为暂不成立。但该说内部对公司应否承担损害赔偿的违约责任有不同意见。〔76〕（4）一时履行不能说。该说认为，“股转之债”的履行因违反资本维持原则或偿债能力标准而受阻，构成一时履行不能，这属于金钱债务无履行不能的例外。债务人在一时履行不能期间无需履行“股转之债”，但需为迟延履行承担违约责任。〔77〕

以上学说都意图在尊重当事人意思自治的基础上，阐释公司法上以债权人保护为宗旨的资本维持原则如何内化为合同法上债务履行障碍的裁判依据。更有学者试图将公司法制先进国家用以统合公司分配制度的偿债能力标准融入中国法。但这里有一个前提性问题：民法上完全合法之债务的履行何以触犯公司法上的资本维持原则或偿债能力标准，又或者，对价公允的民商事交易何以损害公司及其债权人的利益。“海富案”的问题在于，仅因对赌失败时投资者“可以获得相对固定的回报”便认定对赌协议有失公允，而非对交易有失公允与公司及其债权人受损间因果关系的判断。实际上，合同正当与否的评价不取决于公司后续经营状况，而首先取决于订立时意思表示是否一致、对价是否公允。同一对赌协议在对赌失败而公司财务状况不佳时构成对公司和债权人利益的损害，而在对赌成功或公司财务状况尚佳时则不构成，与对赌成功则合同有效，对赌失败则合同无效的结果，可能都违背了这一评价标准。

这一问题无法简单答以“股转之债”的履行涉及“公司资产向投资方流出”，〔78〕依此逻辑，对股东的非即时性金钱债务均得以公司财务困境为由不再依约履行。也不能简单答以

〔72〕 个别学者仍主张与公司对赌无效。参见刘俊海：《目标公司对赌条款无效的法理证成》，《河北法学》2022年第4期，第51页以下。

〔73〕 也有学者指出，应以协议的公示来保护债权人。参见赵旭东：《第三种投资：对赌协议的立法回应与制度创新》，《东方法学》2022年第4期，第90页以下。

〔74〕 参见前引〔17〕，刘燕文，第137页以下；刘燕：《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于PE/VC与公司赌场景的分析》，《法学研究》2020年第2期，第128页以下；张保华：《对赌协议下股份回购义务可履行性的判定》，《环球法律评论》2021年第1期，第85页以下。

〔75〕 参见前引〔42〕，潘林文，第261页。

〔76〕 认为应承担违约责任的观点，参见游冕：《对赌裁判的发展与思索：资本维持、同股同权与法定抗辩——从海富案、瀚霖案、华工案、银海通案的评析切入》，载舒国滢主编：《法理：法哲学、法学方法论与人工智能》2021年第2辑，商务印书馆2022年版，第307页以下。认为不承担违约责任的观点，参见王毓莹：《对赌纠纷裁判的法律适用逻辑与诉讼体系定位》，《华东政法大学学报》2021年第5期，第119页以下。

〔77〕 参见贺剑：《对赌协议何以履行不能？——一个公司法与民法的交叉研究》，《法学家》2021年第1期，第158页以下；山茂峰：《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》，《财经法学》2022年第3期，第164页以下。

〔78〕 前引〔76〕，王毓莹文，第115页。

“投资者既是目标公司的债权人，又是目标公司的股东”，〔79〕盖“这仅能解释作为股东的投资方应当受制于……公司法规定”。同样不能简单答以“公司法上的资本维持原则应当优先于合同法所保障之合同权利”，〔80〕或者“公司法特别规范对合同法一般规范进行必要牵制”。〔81〕因为只要承认违约损害赔偿请求权的存在，因该请求权依法成立且以损害填补为内容，并无额外限制履行之理，限制“股转之债”履行的目的仍将落空。这正是张冬驹等与南京钢研创业投资合伙企业（有限合伙）股权转让纠纷案面临的尴尬处境。〔82〕

仅个别学者正式回应过该问题，依其观点，以资本公示为“切割”时点，股东出资与公司经营是两个独立阶段。“注册资本是第三人了解公司财务状况的首要且直观的指标”，债权人对“股东不得随意抽回注册资本”具有信赖利益。故对“股转之债”的履行应单独评价，而无需考虑投资者将财产投入公司的阶段。由此，作为公司分配问题，因对赌协议的履行使得公司资产向股东单向流出，自应受资本维持原则与偿债能力标准的规制。〔83〕这种“切割评价”的观点虽颇具说服力，但有如下漏洞：（1）基础理由不成立。债权人对股本的信赖正是美国法上支持证券欺诈发行救济之债劣后受偿的理由之一，即“信赖保护说”。但前文已指出，若债权人存在某种信赖，也只能是对股权本身顺位低于债权的信赖。该观点以债权成立时间为基础，区分债权人有无信赖利益，更是与实际交易场景不符。强调对股本的信赖，与淡化注册资本和资本维持原则，关注公司实际债务履行能力的观点，〔84〕同样存在直接冲突。（2）结果有违通常观念。若采该观点，则对赌交易的出资过程也应单独评价。但因投资者的投入与所获股权不成比例，该过程似亦难言公允。且该观点对“股转之债”的履行未有实际评估，而是径直指出，对股东任何形式的分配都意味着公司资产向股东单向流出。这无异于说，就算股东自公司依法获得的权益性分配，也背负着欠缺合理对价的“原罪”。（3）与欺诈撤销规则相冲突。欺诈撤销是民法与破产法上规制债务人财产不对等流出的专门规则，对债务人丧失偿债能力时所为或使其丧失偿债能力的不对等交易，债权人或破产管理人有权撤销。但对基于公允交易的财产移转，如合法债务履行，并无欺诈撤销问题，因为债务人资产面与负面将同等减少。〔85〕易言之，只要承认“股转之债”的合法性，债权消灭本身便足以作为“公司资产向股东流出”的合理对价。

另有学者虽强调交易公允性应就合同订立时来判断，回购安排未必损及公司利益，却也认可了“股转之债”的履行可能违反资本维持原则。〔86〕原因或出在亦将分配视为财产单向流出公司，且忽略了合法债务的履行通常不受苛责。尽管其履行可能影响债务人资产流动性，从而影响其他债权人利益，甚至构成偏颇财产转让而为破产程序撤销，但偏颇撤销是破产法独有的问题，且所有金钱债权的履行都可能产生此等结果，无从因此在破产法外单独限制“股转之债”的履行。事实上，不只是对赌协议“股转之债”，现行公司分配制度（包括偿债能力标

〔79〕 前引〔76〕，游冕文，第307页。

〔80〕 前引〔77〕，贺剑文，第159页。

〔81〕 前引〔74〕，张保华文，第88页。

〔82〕 参见北京市高级人民法院（2021）京民终495号民事判决书。

〔83〕 前引〔74〕，刘燕文，第131页。

〔84〕 参见前引〔17〕，刘燕文，第148页；前引〔74〕，刘燕文，第135页；赵旭东：《从资本信用到资产信用》，《法学研究》2003年第5期，第109页以下。

〔85〕 参见崔建远：《论债权人撤销权的构成》，《清华法学》2020年第3期，第145页；前引〔2〕，Tabb书，第590页。

〔86〕 参见前引〔7〕，许德风文，第91页以下。

准)的前述不周对其他股东身份从属债权同样存在,盖它们均涉及债务履行构成公司对股东之分配且债权系由股权转化而来的情况。这种不周也不只存在于中国,在偿债能力标准的发源地美国,亦将分配视为“公司财产在欠缺匹配对价流入时向股东流出”。〔87〕且对可赎回优先股赎回之债的履行,学者也认为,法律只能在公司法的债权人保护规则和合同法的债权履行规则中挑边。〔88〕更有权威法官坦言,对此并无自洽答案,商业世界本就一团乱麻。〔89〕

(二) 基于债权本质与顺位的新解释

只要对价对等,对赌协议及其履行就不会损害公司利益。故对赌协议有无履行障碍、有何种履行障碍、具体法律后果如何,均与资本维持原则或偿债能力标准无关。要回应其履行障碍问题,只能寄望于股东身份从属债权的独特本质与劣后顺位。

作为股东身份从属债权,对赌失败时的“股转之债”本质上属于股权的转化,须劣后于普通债权。对金钱债权,顺位高低通常与履行障碍无关,而仅与终局执行竞合时的清偿顺序有关。金钱债权终局执行竞合,即不同金钱债权的终局执行先后或同时针对同一债务人的特定或相同财产。〔90〕若未出现此种竞合,债权履行不因其顺位低而受限制,可谓“先到者先得”。若出现竞合,不论一般意义上的竞合或破产程序,如2020年《最高人民法院关于人民法院执行工作若干问题的规定(试行)》第55条第2款与企业破产法第113条第1款规定的,就须按照债权顺位高低依次受偿。股东身份从属债权因顺位劣后于普通债权,在出现金钱债权终局执行竞合时确应靠后受偿,但只要不涉及破产程序,其通常仍能完全受偿。

然若公司已濒临破产,即便未出现前述竞合,仍得额外限制其履行。股东身份从属债权不仅顺位低于普通债权,且本质上属于股权之转化,公司濒临破产时,若继续履行而不加限制,则意味着投资者得通过抢先要求履行(不论是否以执行方式),重新突破债权对股权的优先顺位,造成事实上的风险再分配与权利顺位提升。而对风险再分配和权利顺位自行提升的禁止正是此类债权劣后受偿的原因。故作为例外,若公司已濒临破产,便须限制股东身份从属债权的履行。因障碍根源是债之履行将违反法律的内在逻辑,在合同法上应将这种履行障碍定性为法律上履行不能。这种履行不能无关乎股东与公司间的不当利益转移(这是资本维持原则与偿债能力标准的关注点),而仅关乎股东与公司债权人间的风险不当分配。故勉力从资本维持原则或偿债能力标准出发进行检视,才会得到如此经不起“检视”的结果。

作为替代履行,当事人有权主张债务不履行的损害赔偿,但该损害赔偿之债也应劣后,且此时也不得要求履行,因为其本质上也是股权之转化。不过,因债权本身未遭否认,若公司进入破产程序,投资者仍得就损害赔偿申报债权,再按顺位高低依次受偿。以上也适用于股东身份从属债权的担保人承担担保责任后代位行使权利时。至于股权融资协议是否仍属企业破产法第18条规定的待履行合同,则不必考虑。因为即使属于,管理人也不得继续履行,否则股东身份从属债权仍将得到优先实现。对这几处附带问题,“切割评价”的观点同样无力回答。

(三) 公司分配制度内在体系的重廓

公司分配制度的首要要求,就是确保债权对股权的优先顺位。然现代公司“永久存续”且经营呈动态,股与债的实现往往并不同步,难以直接适用这一顺位规则。仅股债同时实现的

〔87〕 See Bayless Manning & James J. Hanks, Jr., *Legal Capital*, 4th ed., St. Paul, Minn.: Foundation Press, 2013, p. 187.

〔88〕 See William W. Bratton & Michael L. Wachter, *A Theory of Preferred Stock*, 161 U. Penn. L. Rev. 1859-1872 (2013).

〔89〕 See Leo E. Strine, Jr., *Poor Pitiful or Potently Powerful Preferred?*, 161 U. Penn. L. Rev. 2025 (2013).

〔90〕 参见刘敏:《论金钱债权执行竞合的解决原则》,《学习与探索》2007年第5期,第95页。

场合例外，如破产程序，故“分配顺位”等字眼现多见于破产法上。尝试通过资本维持原则或偿债能力标准等基于公司财务的规则，防止对股东的分配使公司财产不当减损，以免影响其资本坐垫的维持或实际偿债能力似为更佳选择，既能与其动态经营相适应，又能最终维护债权的优先顺位。但财务规则忽视了股权经债权而实现或救济的具体过程及其对公司债权人的不利影响，未能有效区分他们受损的不同原因，就合法“股转之债”的履行，也难以回应公司财产不当减损的判断如何与合同法及欺诈撤销规则相协调。尽管公司法很大程度上属于组织法，但公司通常并无单独适用的交易法则，公司法内偶尔有，也需与外部的民商事交易法转介衔接。故分配顺位规则在公司法上仍有适用空间，无法被完全取代，特别是在股债关联现象呈普遍化的情况下。

股东身份从属债权劣后受偿作为分配顺位规则，针对的便是“股转债”造成的股东与公司债权人间的风险不当分配。公司与股东间的不当利益转移，则是资本维持原则与偿债能力标准要解决的。尽管都与公司分配直接相关，但两个问题有根本不同。只要股权融资协议（不论典型或非典型）公允对等，分配之债的成立及内容符合公司法规定或事先约定，就不可能导致公司与股东间的不当利益转移，更无违反资本维持原则或偿债能力标准的可能，而仅需防范股权实现或救济过程中因“股转债”造成股东与公司债权人间的风险不当分配。股东身份从属债权劣后受偿的作用正在于此。仅劣后受偿尚有不足，如前所述，若公司濒临破产，还应限制该债权及作为替代的损害赔偿请求权的履行。这同样非因违反资本维持原则或偿债能力标准，而是为了防止股东通过抢先要求履行重新实现其与公司债权人间的风险不当分配。

资本维持原则作为公司分配的财务规则，在实定法下的作用限于防范股东自公司获得不应有的法定权益性分配。对股东基于其股东权益自公司依法获得分配，仍需设置特定条件或金额上限，这非因公司资本具有公示效应，而是因股东权益及公司可分配利润自有限度，以及维护债权优先顺位的需要。分配条件或上限虽仍有合理与否的问题，但就个案而言，只需确保股权融资协议（不论典型或非典型）公允对等时，由股权“权利束”具象而生的法定债权的成立及数额等符合公司法规定的条件或上限。如此，法定权益性分配之债即属合法成立。对作为投资收益实现媒介的意定之债，即依据融资协议的约定权益性分配，如对赌协议“股转之债”，则无需适用该原则，而只需在非典型股权融资协议公允对等的基础上依合同自治。盖以股东身份从属债权劣后受偿为前提，只要意思表示一致且对价公允，非典型股权融资便不会令任何人遭受不利，符合帕累托效率标准。但要再次强调，股东基于股东权益自公司获得法定或约定分配不构成不当利益转移的，仍应考虑会否导致其与公司债权人间的风险不当分配。

同为公司分配的财务规则，偿债能力标准则可视作欺诈撤销规则在公司法的“延伸”，以防范公司与股东间的非公允交易损及债权优先顺位。美国学者直言，《美国标准商事公司法》第6.40条（c）的代表性规定“实为欺诈撤销规则的直接表达”。^[91]国内学者也承认，欺诈撤销囊括了“广义的股东分配规则”，“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”。^[92]偿债能力标准是将债权人保护“交由破产法、欺诈性转移法甚至商业实践自己解决”。^[93]这种认可虽源自将分配视为财

[91] Robert C. Clark, *The Duties of the Corporate Debtor to Its Creditors*, 90 Harv. L. Rev. 555 (1977).

[92] 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》，《财经法学》2020年第6期，第15页。

[93] 刘燕：《公司法资本制度改革的逻辑与路径——基于商业实践视角的观察》，《法学研究》2014年第5期，第47页。

产单向流出公司，却反映出欺诈撤销与公司分配的契合。不妨借偿债能力标准将其引入公司法：公司与股东间的交易，不论股权融资或其他，不得有失公允以致公司丧失偿债能力；若公司已经丧失偿债能力，更是如此；同理，若此等交易达成时公司资力充足但实际履行时已丧失偿债能力，亦不得再为履行；反之，得为债权人利益追回股东的不当获利。但交易公允与否，应以交易达成时对价是否对等为标准，不得在债权成立或履行时事后评价，更无需考虑履行所用资金来源或会计计提科目、公司内部决策程序或权益性分配的规制。^[94]公司法不应将分配视为股东自公司无偿获得财产，而应回归双向交易的实质和对价公允与否的考查。否则，对于是否损及公司、是否及因何损及公司债权人，均无法客观判断。

概言之，在公司分配体系中，以偿债能力标准防范公司财产因非公允交易不对等流向股东，再于股权融资公允对等基础上，以资本维持原则防止股东自公司获得不应有的法定权益性分配，继而在权益性分配之债依法或依约成立时，直接以股东身份从属债权劣后受偿来避免因“股转债”造成事后风险不当分配。偿债能力评估本身对公司分配则有双重意义：一是判断股东与公司间的非公允交易会否影响公司债务履行能力，以致损及债权人。二是判断股东身份从属债权的履行会否重新导致股东与公司债权人间的风险不当分配。公司与股东后续达成的新交易，不论权益性交易，如意定股权回购、增资认缴，还是非权益性交易，如为股东提供担保等财务资助，抑或其他不会使其在公司的权益比重发生变动的交易，也均得在前述体系框架下进行分析。如此，偿债能力标准、资本维持原则和股东身份从属债权劣后受偿规则这三者便能“各司其职”，协力实现对公司分配的“全流程覆盖”。正是依靠股东身份从属债权劣后受偿规则的确立，这一点方成为可能，公司分配制度的内在体系才在真正意义上得到了廓清。

（四）对分配体系效应的进一步检验

就股东身份从属债权劣后受偿的定位及体系效应，前文有关对赌协议履行障碍的正反面讨论足以作为印证。这里再以由股权“权利束”转化而生的法定债权及财务资助的典型情形为例进行检验。

1. 具象的利润分配请求权

按“切割评价”的观点，具象利润分配请求权的履行显属资产无偿流出公司。由是，若实际履行时公司已丧失偿债能力，则其履行将违反资本维持原则或偿债能力标准；若无前述情形，因未损及债权人利益，股东仍可要求履行。然而，后一情况将意味着一种荒唐的可能：任何股东都得以损害公司利益进而损害其利益为由，要求公司追回其他股东在公司历史上任何阶段依法所得的利润分配，或自行提起派生诉讼。而对前一情况，前文已指出，除股东身份从属债权劣后受偿规则和破产法的偏颇撤销制度，公司不因合法债务履行而受否定评价。

更关键地，不仅股东享有利润分配的权利系以对等对价的支出（其出资与所承担的风险）为前提，其实际获得利润分配，若符合法定分配条件，同样系以对等对价的支出（合法利润分配之债的消灭）为前提。故真正的问题是，股东所享有的权利由抽象之股权转化成利润分配请求之债，导致股东与公司债权人间的风险不当分配如何应对。或者说，股东是否也为“股转债”导致的顺位提升支付了对价及该对价能否为全体公司参与者（尤其债权人）共享这

[94] 权益性分配违反公司法规定或协议约定，理论上亦得认定欠缺合理对价，但以违反公司法或协议约定即可追回。同理，公司与股东间的交易有失公允时，也不必绕道权益性分配的规制规则。

一超出合同法范畴，却又被公司法忽视的问题。而“切割评价”或“分配等同财产单向流出”的观点，不仅未明确真正的问题，更未弄清该问题与资本维持原则或偿债能力标准是否有关。

2. 具象的异议股东回购请求权

按“切割评价”的观点，股权回购也是公司财产的纯粹支出。但股权回购是公司股东间的股权买卖，只要回购价合理公允，资产面与负债面的变化同样对等。股东获得回购款系以股权消灭为对价，公司支出回购款但不再负担对应的股东权益。这便能解释，公司所持本公司股权为何既不得分配利润也无表决权。亦因如此，各国对股权回购的态度才能出现缓和，如英国甚至允许非公开公司动用股本作为回购款的来源，^[95]我国2018年公司法才能在第142条增设“上市公司为维护公司价值及股东权益所必需”时得回购股份的兜底条款。“切割评价”的观点不考查此等双方交易的实质，无法充分解释股份回购何以维护公司价值及股东权益。

依前述体系框架，若融资协议系属公允，要考查的便是异议股东回购请求之债的成立是否符合公司法有关异议股东主张回购的情形，以及回购价格（债权数额）是否系根据公司实际财务状况合理确定。满足了这两项要求，便无公司利益向股东的不当转移，同样仅需防范“股转债”造成的事后风险不当分配。公司内部决策程序及如何处置所回购的股权，均与此无关，更不必担心股权回购与减资程序孰先孰后。盖公司债权人保护在股权回购请求之债的履行阶段就能落实，完成回购后只需简易减资，因为所回购股权代表的股东权益已为空值。

3. 公司为股东间的股权转让提供担保

若按“切割评价”的观点，公司代受让股东向转让股东履行作为分配的特殊场景，应认定为公司资产向受让股东无偿流出。但有学者认识到，提供担保或有一定对价，“即承担担保责任后可以向股东追偿”，并据此认为公司履行担保责任时，若被担保人（受让股东）已无力履行追偿之债，“公司的担保事实上变成了向转让方股东的单向财产流出，此时该交易的合法性应以不违反资本维持原则为前提”；若其仍有履行能力，“公司的担保也可以作为一般的关联交易对待，并不启动资本维持原则的检验”，^[96]即是否构成对转让股东的单向财产流动并受资本维持原则规制，取决于受让股东事后有无履行能力。

但公司对外担保至多只能使其财产向被担保人不对等流动，不论后者身份和主债务发生原因为何。盖对外担保，实为担保人与被担保人间交易。为股东担保虽能使公司财产向股东流动，得归入“大分配”范畴，但这种财产流动亦得发生于公司与其他主体间，与股东享有股东权益并无必然联系，更无关于公司财产基于股东权益向股东流出的规制。其会否损及公司及其债权人利益，关键也在交易达成时是否公允。对外担保的特殊性在于，此种判断较为不易，需评估追偿之债将来实现、公司因担保而间接受益的可能性。但这不影响判断标准本身，只要交易达成时确属公允，便不得事后主张财产单向流出，因为公允对价本就包含对商业风险的考量。^[97]故就公司分配，2023年公司法第163条对财务资助的专门规定以及将其限定在为他人取得本公司或母公司股份提供资助，均无必要。就算欲在组织法上约束此类交易，也应与关于公司对外担保或投资的现有规定相整合，而非单独规定。

[95] See UK Companies Act 2006, § 692 (1).

[96] 前引 [74]，刘燕文，第146页；前引 [17]，王军文，第84页。

[97] 在强静延与曹务波等股权转让纠纷再审案中，最高人民法院便采纳了这种观点。参见最高人民法院（2016）最高法民再128号民事判决书。

结语

法律应当是抽象的，但抽象性不应以掩盖事物特性或脱离事物本来面目为代价。股与债作为公司法的抽象概念，就掩盖了这样一种特性：股东对公司的债权有时属于股权之转化。这种以抽象代替具体的倾向也存在于公司分配制度中。“注册资本”“资本维持”“分配”等概念及以它们为基础构建的规则无法反映公司真实财务状况及债权人的受保护程度，更无力应对日益普遍的股债关联现象。虽然公司法制先进国家采纳了“大分配”概念和偿债能力标准，我国许多学者也主张引入，但要回归公司分配的实际样态，不仅要公司将公司财产向股东流出的所有情形均纳入考察，还要查明债权人受损的具体原因及股权实现的具体过程。为此，应进一步聚焦至股东与公司间的交易公允与否、股东债权的权利本源及其成立与内容是否符合法律规定或事先约定的具体分析，并区分股东与公司间的不当利益转移以及股东与公司债权人间的风险不当分配。同时要看到，债权人保护并非公司法专属的问题，不可能以偿债能力标准或其他单一方案来应对所有分配场景。唯如此方能摆脱不能切实指导实践的抽象概念，并廓清公司分配制度的内在体系。

Abstract: Shareholders' status-accessory claims (SSACs) are derivatives of equity, including claims arising from the inherent content of equity and claims dependent on equity under equity-debt hybrid financing agreements. Because of their intrinsic identity with equity, SSACs should be subordinated to general claims. Certain claims, although are not derivatives of equity, may also be subordinated since the holders' status is similar to that of shareholders. The subordination of SSACs can prevent the redistribution of a company's business risks and the bootstrap of shareholders' rights, providing a more self-consistent explanation for corporate distribution issues caused by the hybrid of debt and equity. Based on this subordination rule, the inner system of corporate distribution can be reconstructed. The capital maintenance principle and the solvency test only involve indirect preservation of the priority of claims by regulating improper transfers of interests between shareholders and the company, with the effect of preventing shareholders from receiving undeserved legal payments from the company and preventing unfair transactions between shareholders and the company from jeopardizing its solvency, respectively. The subordination of SSACs prevents the misallocation of risks between shareholders and creditors of a company resulting from the "conversion from equity into debt" when the debt for the distribution of owners' equity is established by law or by contract.

Key Words: corporate distribution, capital maintenance, solvency, subordinated claims, VAM agreement
