

# 君合专题研究报告



2015年7月16日

## 甘蔗没有两头甜：评最高人民法院判例对股东权利的合理限制

甘蔗不会两头甜，世上也没有十全十美的事，公司的运作也是如此。在公司经营的过程中，股东和公司债权人分别扮演着不同的角色：股东承担着公司亏损的风险，但在公司盈利时可获得上不封顶的巨大收益，可谓“风险大、收益大”；而公司债权人对公司享有不受公司经营状况影响的固定收益，但收益金额却比不上股东在公司盈利时可获的巨大利益，可谓“风险小、收益小”。随着契约与贸易的日趋自由化，越来越多的股东在对公司进行投资时，与公司签订一系列协议，企图打破股东“风险大、收益大”这个公司法最基本的原则。一方面在公司盈利或上市成功时获得作为股东应享的巨大收益，另一方面在公司经营失败或上市计划落空时转变为公司的债权人，同样取得固定金额的收益，从而获得“两头甜”的效果。我们认为，此类安排是不合理的，应当对股东的权利进行合理的限制。下面，我们通过对最高人民法院（以下简称“最高院”）两起案例的分析，结合美国案例法中的“深石原则”，对如何限制股东在公司经营过程中获得“两头甜”利益的问题进行探讨。

### 一、海富投资案

被称为对赌协议第一案的海富投资案曾一度成为业界热议的焦点。2007年，海富公司与世

恒公司、世恒公司的股东迪亚公司等共同签订了《增资协议书》，约定海富公司对世恒公司进行增资。根据《增资协议书》约定，如果世恒公司2008年实际净利润完不成人民币3,000万元，则海富公司有权要求世恒公司予以补偿，如果世恒公司未能履行补偿义务，海富公司有权要求迪亚公司履行补偿义务。2009年12月30日，因世恒公司2008年度实际净利润未达到《增资协议书》约定的标准，海富公司向法院提起诉讼，请求判令世恒公司、迪亚公司等向其支付补偿款约人民币2,000万元。海富投资案经一审、二审以及最高院再审后，最终于2012年尘埃落定。在海富投资案的判决中，最高院明确了以下几点：

首先，PE投资者与公司股东之间签订的对赌协议是有效的。最高院认为，在《增资协议书》中，迪亚公司对于海富公司的补偿承诺并不损害公司及公司债权人的利益，不违反法律法规的禁止性规定，是当事人的真实意思表示，是有效的。其次，PE投资者与目标公司之间签订的对赌协议是无效的。根据最高院的意见，《增资协议》中有关世恒公司对海富公司进行补偿的约定使得海富公司的投资可以取得相对固定的收益，该收益脱离了世恒公司的经营业绩，同时损害了公司利益和公司债权人利益。

最高院在海富投资案的判决确立了对赌协议在我国是否有效的标准，是应当值得肯定的。从最高院的判决可以看出以下几点：首先，在 PE 投资时约定公司经营不善时可获得相关补偿，虽然违背了公司股东共同承担风险、分享收益的一般原则，但此项约定是 PE 投资时各方真实的意思表示，也并未侵犯外部债权人的利益，因此根据契约精神，应当认为有效。其次，如果约定补偿主体是公司股东，在此情形下，公司利益并没有受损，也没有外部债权人利益受损的问题，因此，根据契约精神，也应当认为是有效的。然而，如果约定补偿主体是目标公司本身，则该类条款是无效的。一方面，公司股东间应当一视同仁，互担风险，共享收益。要求公司进行补偿，首先会侵犯公司本身及公司其他股东的利益。另一方面，股东通过与公司签订对赌协议，变成了公司的债权人，与公司正常商业活动中外部债权人处于同等的债权人地位。这一改变将会在无形中使股东的权利得到不合理地膨胀，使股东“只享有益、不承担风险”，这有悖公司法利益均衡的基本原则，也会损害外部债权人的利益。因此，最高院认为股东以获得“两头甜”为目的，与公司签订的对赌条款是无效的。

## 二、 沙港破产案

无独有偶，最高院在海富投资案中的判决精神在最高院于 2015 年 4 月发布的典型案例之一——沙港破产案中，也有非常明确的体现。2010 年，上海市松江区人民法院（以下简称“松江法院”）作出民事判决，判决茸城公司应当向沙港公司支付货款以及相应利息损失。2012 年该院又分别作出两个民事判决，判决茸城公司应当向开天公司返还借款、房屋租金、违约金等以及相应利息。因茸城公司资金问题，上述三个判决均没有执行

完毕。开天公司是茸城公司的股东之一，而沙港公司是茸城公司的外部债权人。此后，茸城公司注销。经查明，茸城公司的各股东均有出资不实之情形。其中，开天公司欠缴出资 45 万元。松江法院在扣划茸城公司各股东补足出资的款项、理清其他债务后，最终确认 60 万余元执行款，用于上述三案的执行。

2013 年，沙港公司收到松江法院执行局送达的《被执行人茸城公司追加股东执行款分配方案表》。分配方案表将上述三案合并，确定执行款 60 万余元在先行发还三案诉讼费用后，余款再按 31.825% 同比例分配，今后继续执行到款项再行分配处理。沙港公司对此提出执行异议，认为开天公司不能就其因出资不到位而被扣划的款项参与分配。而开天公司对沙港公司的执行分配方案异议提出反对意见，要求按原定方案分配。2013 年 4 月 27 日，松江法院依法受理原告沙港公司提起的有关分配方案的诉讼。

松江法院经审理认为，根据我国《公司法》规定，有限责任公司的股东以其认缴的出资额为限对公司承担责任。开天公司因出资不实而被扣划的 45 万元应首先补足茸城公司的责任资产，向作为公司外部债权人的沙港公司进行清偿。开天公司以其对茸城公司也享有债权为由要求参与其自身被扣划款项的分配，对公司外部债权人不公平的，也与公司股东以其出资对公司承担责任的法律原则相悖。因此，松江法院作出判决，认定 60 万余元执行款中的 45 万元应先由原告沙港公司受偿，余款再按比例进行分配。

分析这起最高院发布的典型案例，我们可以看出，沙港破产案给予我们的借鉴意义是巨大的。在公司的破产分配中，相比出资不实的内部股东的利益，外部债权人的利益更应当给予保护。一

方面，公司内部股东的地位特殊，承担着公司经营、管理的义务，在公司获利时可以获得丰厚的回报，也应在公司亏损、破产时承担相应的责任。另一方面，股东若对公司出资不实，其本身就已经损害了公司外部债权人的利益。此时，若允许出资不实的股东就其对公司的债权与外部债权人处于同等受偿顺位，既会导致对公司外部债权人不公平的结果，也将与公司法对于出资不实股东课以法律责任的原则相悖。与海富投资案相同，沙港破产案同样从保护外部债权人利益的角度，否定了股东企图获得“两头甜”利益的做法。

### 三、 美国“深石”案

在对沙港破产案的评述中，最高院引用了美国最高法院在处理破产案件中建立的经典的“深石”原则作为依据之一。“深石”原则又称衡平居次原则（equitable subordination rule），是指在企业清算、和解和重整等程序中，为保障公司外部债权人的利益不受公司股东的不法侵害，对公司破产有责任的公司股东对公司享有的债权应当劣后于公司外部债权人受偿的原则。“深石”原则起源于 Taylor v. Standard Gas & Electric Co., 306 U.S. 307 (1939) 一案。该案又称“深石”案。

在“深石”案中，原告 Taylor 是深石公司（Deep Rock）的外部债权人，而被告 Standard 是深石公司的股东，同时对深石公司享有债权。Taylor 与 Standard 在深石公司进行破产重整的过程中对各自享有债权的受偿顺序问题产生了争议。法院在对深石公司的出资状况、经营管理状况、破产原因等进行综合分析后认为，深石公司之所以破产，一方面是因为深石公司对其股东 Standard 负担了大量债务，另一方面是因为股东 Standard 及其派出的经营管理人员对深石公司的经营管理权滥用、经营管理不善等。从这个角度

来说，Standard 对深石公司的破产有着不可推卸的责任。因此，法院判决股东 Standard 对深石公司享有的债权应次于深石公司其他债权（包括原告 Taylor 的债权）受偿。此外，从另一个角度看，把股东的债权降级，法院避免了浪费大量审判资源去核实一本很难厘清的深石公司内部陈年旧账。比如，由于美国公司法没有注册资本到位的要求，股东在解释一笔注资究竟是股本金还是股东贷款时有很大的随意性；再比如，Standard 声称它派遣到深石公司的高管长期没有领薪水，现在要求以其自行决定的薪水标准对其进行补偿，而让一个外部债权人去举证推翻这些主张是一件很困难的事情。

“深石”案件从保护公司外部债权人利益的角度出发，在认定股东对公司破产负有责任的前提下对其对公司享有的债权进行降级，从而避免了股东获得“两头甜”利益的情况发生。

### 四、 总结

在处理公司破产时股东对公司享有债权的问题上，美国破产法中有其独特的衡平法原则——“深石”原则。而我国是成文法国家，没有相关的法律对此问题予以规范，也无法运用衡平法对其进行调整。尽管如此，我国法院对股东对公司享有债权问题的观点与“深石”原则体现的内在司法精神是一致的，即应当以保护外部债权人利益为先，适当限制股东的权利。海富投资案中，最高院主要从保护公司外部债权人的利益出发，认定股东与公司间的对赌条款无效；同样，在沙港案中，法院也是从保护公司外部债权人利益的角度，在公司破产分配时优先考虑对外部债权人利益的保护。

我们认为，最高院在处理股东对公司享有债

权这一问题上的判决精神是值得提倡的。在公司的日常运作中,对公司股东的权利进行一定限制,避免其获得“两头甜”的利益是十分重要的。股东作为公司的出资人、管理人,理应承担起一定的责任。对股东权利进行一定的限制,有利于公司各股东群策群力、尽心尽责,把公司做好,为公司创造更多的财富。这对整个社会经济的发展是有利的。反之,如果允许股东滥用权利,通过与公司签订一系列契约或其他类似方式,由公司对其进行补偿或股权回购,无视自身股东义务的存在,由股东化身为债权人,从而获得“两头甜”的利益,这就会使股东和债权人在公司中的地位错位,扭曲它们各自的作用。其中,尤其是当公司经营失败或上市计划落空时由公司回购股东股份的安排,让本应该与公司共存亡的股东化蝶为

高高在上的债权人,以平等地位与公司的外部债权人争夺所剩不多的资产,从根本上颠覆了公司法的基本原则。在这种情况下,公司的盈亏就股东的利益而言不会有实质影响,致使这些股东失去了专注于公司建设、治理的动力,不以公司为家,而只把它当作临时客栈,公司就无法获得长线持续的发展。这对社会经济百害而无一利。最高院从保护外部债权人的角度合理地限制了股东权利,理顺了股东、公司以及公司债权人的关系,其判决的案例体现了公平合理的精神,兼顾了各方的利益,并摆正了各方在公司中的位置,对于因对赌安排造成的各方行为和主观动力的扭曲进行了限制和修正,这对我国现代公司法的发展具有十分重要的意义。

陈鲁明 合伙人 电话: 86 021 2208 6396 邮箱地址: chenluming@junhe.com

陈雨崑 律师 电话: 86 021 2208 6197 邮箱地址: chenyuwei@junhe.com

---

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息,敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

