

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

陈明^{*}

摘 要：随着金融与实体经济的深入融合发展，公司融资模式呈现更丰富的非典型样态。在我国成文法股债二分的语境下，公司融资合同的股债认定问题不乏争议，裁判规则也不统一。法院在认定融资合同性质时应当以合同约定内容为基础，结合交易背景、目的、模式以及当事人权利义务、合同履行情况综合判断。在某些情况下不必拘泥于股债区分，可直接按照合同约定处理。对合同效力的认定应尊重当事人意思自治，严格按照合同法第 52 条规定，不轻易否定合同效力。

关键词：公司融资 股权转让 名股实债 股债融合

一、问题提出：从一例股权转让纠纷案谈起

通联公司系汉川公司的大股东。2015 年 9 月，农发公司与通联公司签订《投资协议》约定：农发公司以 1.87 亿元对汉川公司进行增资，投资期限 10 年，投资年收益率为 1.2%；投资期限内，如汉川公司关闭、解散、清算或破产，农发公司有权要求通联公司以不低于农发公司实缴出资额的价格收购股权；农发公司在汉川公司享有包括对公司重大事项进行表决在内的股东权利。后农发公司将 1.87 亿元增资款缴付至汉川公司。汉川公司在公司章程记载农发公司为股东并办理了工商登记。2017 年 10 月，汉川公司进入破产程序。2017 年 12 月，农发公司要求通联公司回购股权，通联公司未予回购。农发公司提起诉讼，要求通联公司依约回购农发公司持有的汉川公司全部股权并支付违约金。

一审法院认为：《投资协议》约定的固定收益性质为股权收益。协议内容已超出借

^{*} 陈明，最高人民法院民二庭法官助理，法学硕士。

款关系范围,故不属于借款合同。遂判决通联公司回购农发公司股权,支付股权回购款及违约金。〔1〕

通联公司不服一审判决,提起上诉。二审法院认为:第一,《投资协议》为股权投资协议。1.农发公司通过增资方式向汉川公司提供资金符合国家政策,不违反公司法及行业监管规定。基金通过增资入股、逐年退出及回购机制对目标公司进行投资符合商业惯例,该交易模式不属于为规避监管所采取“名股实债”的借贷情形。2.农发公司取得了股东资格并享有表决权,虽不直接参与日常经营,但仍通过审查、通知等方式在一定程度上参与管理,这也是基金作为财务投资者的正常操作,不能以此否定其股东身份。3.协议中的固定收益、逐年退出及股权回购等条款,是股东之间及股东与目标公司之间就投资收益和风险分担所作的内部约定,不影响交易目的和投资模式。农发公司作为股东对外承担相应责任。4.协议约定的固定收益仅为年1.2%,远低于一般借款利息,明显不属于通过借贷获取利息收益的情形。第二,《投资协议》有效。1.该协议实质上是投资人为保护资金安全和降低风险,目标公司和其他股东为促成融资交易,对投资人的投资收益和安全提供保障,以回购方式自愿承担未来可能发生的潜在亏损,是当事人真实意思表示,且不违反法律、行政法规的禁止性规定。2.协议签订及履行经过了充分完整的程序,当事人对交易目的、条款内容均知悉。3.汉川公司及全体股东均从交易中获益。综上,二审法院维持了一审该项判项。〔2〕

成文法规定的股权与债权明确二分的模式,并不足以满足当事人对投资收益和风险的多样化安排,催生了许多新类型交易模式,给司法实践带来不少难题。譬如上述案例中,基金公司通过增资入股、逐年退出及回购机制等方式对目标公司进行投资,以股权回购、现金补偿、固定收益等条款在股东之间、股东与公司之间就投资收益作出约定,就此产生股权融资和名股实债的争议。其实质是公司融资中的股债认定问题,即公司融资行为是股权融资还是债权融资及其法律后果。该问题在司法实践中存在诸多判决和观点,有必要作出梳理分析。

二、股债之争的背景:股权和债权的界分与融合

公司融资交易中的“股债之争”之所以产生,是因为股权、债权在理论上的界分与在实践中的融合。

(一)股债界分及其法律意义

股权融资和债权融资是公司从资本市场获得资金的两种基本方式,分别以股或债为融资工具,投资人权益分别以股权和债权形式存在。公司债权融资典型方式主要包括公司债、中期票据、超短期融资券、银行贷款及民间借贷等,根据期限长短、利息高低、

〔1〕 参见陕西省高级人民法院(2018)陕民初15号民事判决书。

〔2〕 参见最高人民法院(2019)最高法民终355号民事判决书

风险程度不同对应不同的权利义务。公司股权融资典型方式主要包括增资、股权转让、上市公司发行优先股以及域外资本市场存在的黄金股、双层股权结构、多种类别股等，^{〔3〕}依照法律和当事人意志对应不同的权利义务。投资人的身份分别是享有债权的债权人和享有股权的股东。股权与债权的区别主要在于：1. 股权是投资人对企业财产所享有的权利（最终分配时以净资产为基础），企业无需就基于股权安排而获得的资金偿还本金和支付利息；债权则是权利人基于资金使用权的让渡而对企业享有请求返还本金与支付利息的权利。2. 股东比债权人承担更多公司失败的风险，在公司清算时，股东劣后于债权人参与公司财产分配。3. 债权主要是财产权利，原则上无投票权；股权则包含身份性权利，如投票权等。^{〔4〕}4. 在资产负债表中，债权融资体现为负债，股权融资体现为所有者权益。

股权与债权主要由公司法、合同法、物权法、破产法等规制，具有不同的法律性质和法律后果。股债区分的主要意义在于解决股东与债权人的权利保护问题，如公司就股权采取红利分配、稀释请求权、资产置换可能损及债权优先性，如衡量公司的资产负债比、确定公司破产界限、衡量公司收入进而决定公司财产分配^{〔5〕}，又如投资人在特定情况下的清偿顺位等。以公司破产清算为例，《合同法》第186条第2款规定了公司财产在清偿公司债务后，方能在股东之间进行分配。投资行为如被认定为股权投资，则投资人作为股东在公司资不抵债时将无法收回投资款，如果被认定为借款，则其可以债权人身份参与分配、获得清偿。因为除有担保的债权之外，债权人无论是股东还是其他人，其债权仅具相对性，无排他效力，故以同等地位并存。^{〔6〕}当然，此时亦有股东债权劣后清偿规则的探讨余地，但其在我国尚无制定法依据，在此不再展开。^{〔7〕}

（二）股债融合的交易实践

与理论上的股债区分相比，股权与债权在现代公司制度中不断互动、趋同，交易实践中普遍存在股债融合现象，集中体现在公司债的股份化与股份的债权化方面。^{〔8〕}有融资需求的公司和有投资需求的资本聚集在活跃的资本市场中，在追逐利润、厌恶风险与规避监管的多重驱动下，不断做出复杂多样、突破传统的金融创新。如夹层融资、类别股、分级基金、结构性资管计划、资产收益权产品、可转换票据、协议控制、“名股实债”等，不一而足。这些介于股债之间的融资安排同时在不同程度上具备两者的特性，难以界定。

虽然在大陆法系公司法的法理与逻辑下，股权与债权的区别明显，但二者并非相互割裂的孤立存在，也没有泾渭分明的界限。事实上，股权与债权关系密切、水乳交融，

〔3〕 参见缪若冰：《融资财务控制权对公司制度的挑战》，载《法学》2017年底11期。

〔4〕 参见许德风：《公司融资语境下股与债的界分》，载《法学研究》2019年第2期。

〔5〕 参见陈克：《公司融资中的股与债——商业理性与合同解释的双重视角》，载微信公众号“法与思”2019年7月19日。

〔6〕 参见王泽鉴：《债法原理（第1册）》，中国政法大学出版社2001年版，第10页。

〔7〕 参见陈克：《论股东债权劣后清偿规则》，载《法律适用》2018年第5期。

〔8〕 参见刘俊海：《现代公司法（上册）》，法律出版社2015年版，第286-287页。

并且可以相互转化和交叉。如我国《上市公司证券发行管理办法》第21-24条详细规定的“可转换债券”制度体现了债权向股权的转换;《国务院关于开展优先股试点的指导意见》《优先股试点管理办法》及上海和深圳证券交易所业务规则规定的“可赎回优先股”体现了股权向债权的转换;又如《日本公司法》第2条第1款第22项规定了附带新股预约权的公司债。^[9]在英美法系的语境下,二者更是共性大于差异。有观点认为,股票与债券无非是不同的公司融资方式,其法律性质并无太大差异,区别只是在于风险、收益和成本的不同。^[10]在资本市场高度发达的美国,很早便对股权本身进行了改革创新。早在1971年的StronV.Blackhawk Holding Corp.案中,法院认为股权中的管理和控制权利,与资产分配、盈余分配的权利可以分离,三者并不必然完整和对称。^[11]通过对股权特性的分离和“组装定制”,可以设计出多种具有不同程度债属性的股,为投资者提供多种选择。

(三) 股债融合背景下的股债认定

由上可知,股权和债权在理论上具有联系和共性,在实践中产生了兼具股债特征的融资模式。商事主体在设计交易模式时为了同时享有股权的高收益和债权的低风险而追求模糊股债界限,在纠纷发生时为了减少损失而抛弃对自身不利的股权或债权责任而追求界限分明。对裁判者而言,一方面,法律应当尊重股债杂糅的交易安排,^[12]公司融资合同是商事主体的博弈和选择,因而不必拘泥于股债区分和理论推导,应聚焦当事人在商业语境下的意思和约定,根据合同确定权利义务。另一方面,在我国股债二元的法律框架内,股权和债权分别有其基于公司法、合同法、破产法等调整下的法律后果,当事人亦借助股债性质提出主张或抗辩以实现交易冲突中的利益最大化,再加上对名股实债的行业监管因素,因此在许多个案中往往必须作出股债区分的认定。

与法律上重形式轻实质相比,在重实质轻形式的财会领域已打破了原有的股债二分法,在会计处理上将此类金融工具分类为金融资产、金融负债或权益工具。^[13]事实上,在融资光谱(光谱两端分别是债和股)中存在无数种融资模式,其位置越接近债端,债权属性越强;越接近股端,股权属性越强。我们无法简单通过概念界定两者,也很难抽象出典型模式为之设定单一标准。

[9] [日]近藤光男著:《最新日本公司法》,梁爽译,法律出版社2015年版,第389页。

[10] See Morey W. McDaniel, Bondholder and Equityholder, Journal of Corporation Law, Vol.14, 1988, p.211. 转引自李安安:《股债融合论:公司法贯通式改革的一个解释框架》,载《环球法律评论》2019年第4期。

[11] 沈朝晖:《公司类别股的立法规则及修法建议——以类别股股东权的法律保护机制为中心》,载《证券法苑》第5卷。

[12] See Paul Davies, Introduction to Company Law, 2nded., Oxford University Press, 2010, Chapter 9 (Fn.9). 转引自许德风:《公司融资语境下股与债的界分》,载《法学研究》2019年第2期。

[13] 详见财政部《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》第2条:“企业应当按照金融工具准则的规定,根据所发行金融工具的合同条款及其所反映的经济实质而非仅以法律形式,结合金融资产、金融负债和权益工具的定义,在初始确认时将该金融工具或其组成部分分类为金融资产、金融负债或权益工具。”转引自缪若冰:《融资财务控制权对公司制度的挑战》,载《法学》2017年第11期。

三、名股实债：非典型合同的性质

股权融资纠纷中的一种常见交易模式是：投资人通过增资或受让股权将资金投入目标公司并取得公司股权，约定在一定期限内或条件下，由目标公司或目标公司股东回购投资人的股权，或对投资人提供资金补偿。这类融资合同很多时候是非典型合同，将法定的股东出资义务、约定的投资收益回报、回购或对赌条款以及增信措施杂糅在一起，在契约法与组织法的交织地带构筑了一个游离于法律边缘的模糊存在。^{〔14〕}其被认为投资人不承担经营风险、享有固定收益，实践中也确有用于纯借贷交易的情形，故而产生是否属于名股实债的争议。

（一）名股实债的概念

名股实债不是严格的法律概念，名股实债类合同也不是合同法中规定的有名合同，我国目前尚无对其明确性的法律规定。金融监管领域则对其有过较多诠释，^{〔15〕}其中《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号——私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》提出：“名股实债，是指投资回报不与被投资企业的经营业绩挂钩，不是根据企业的投资收益或亏损进行分配，而是向投资者提供保本保收益承诺，根据约定定期向投资者支付固定收益，并在满足特定条件后由被投资企业赎回股权或者偿还本息的投资方式，常见形式包括回购、第三方收购、对赌、定期分红等。”上述内容更像描述而非定义。虽然名股实债常常表现为上述融资形式，但事实上千变万化的交易实践并不必然都是名股实债。

（二）名股实债的性质认定

“名股实债”的提法基于股债两分、非此即彼的二元论。名股实债类合同作为非典型合同，所谓名股实债的认定是指某种股权融资模式在法律上是否应认定为债权融资的问题。以回购为例，投资人通过增资扩股取得目标公司股权并约定其他股东在一定条件下以一定价格回购股权，属于股权融资还是债权融资？对此有四种观点：

第一种观点是股权说，认为投资人取得目标公司股权并已登记为股东，故系股权融资。第二种观点是债权说，认为投资人目的不是取得股权，而是获取固定收益，当事人真实意思为借款，系债权融资。第三种观点是内外区分说，即应区分公司与股东之间的内部关系以及公司与债权人之间的外部关系：对内而言，投资人的目的是获取固定收益，其是公司债权人；对外，即对公司债权人而言，投资人为股东。第四种观点是个案认定说，即应根据当事人交易目的、权利义务等因素分别认定。投资人目的在于取得目

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

〔15〕 银监会2008年将其定义为附加回购条款的股权型投资，2017年《G06理财业务月度统计表》的定义为“投资方在将资金以股权投资方式停止投资之前，与资金需求方签署一个股权回购协议，双方约定在期间内，由资金的使用方答允依照必然的溢价比例，全额将权益投资者持有的股权全副回购的构造性股权融资安排”。参见王晶晶、胡丽萍：《对我国明股实债税务争议的探讨》，载《财会月刊》2018年19期。

标公司股权,且享有公司经营管理权的,是股权投资;投资人目的并非取得股权,而仅是获取固定收益,且不享有公司经营管理权的,是债权投资。^[16]

笔者认为,总体赞同个案认定说,但应当结合内外部关系确定。名股实债本身不是严谨的法律概念,而是对一类交易现象的描述,其并无绝对一致的交易模式,需根据案件具体情况结合当事人目的、权利义务等因素综合认定。同时也应注意内外部关系的区分,在不同的法律关系中,其性质认定有不同的法律意义。

(三) 司法实践中的不同判决

在以股权转让及回购为主要框架的交易纠纷中,对于公司融资合同性质的股债认定,存在三种裁判结果:

1. 认定为股权的判决。在备受关注的新华信托与港城置业破产债权确认纠纷案^[17]中,法院认为该案是港城置业破产清算案中衍生的诉讼,处理结果涉及港城置业所有债权人的利益,故适用外观主义原则,认定新华信托不享有债权,从内外部关系角度否定了借款性质。该判例体现了内外区分说对公司债权人利益的考量。在联大集团与安徽高速案^[18]中,法院认为融资不能仅理解为借款融资,也存在以其他形式融资的可能,股权转让、回购等资本运作形式已成为企业间常见的融资方式。该判例尊重了当事人的商业安排。2. 认定为债权的判决。在新华信托与强人公司案^[19]中,法院认为应根据合同实际内容而非名称来判断交易性质,合同约定了融资期内的综合融资利率、本金偿还和利息支付等,实属借款。在新华信托与江峰公司案^[20]中,法院根据双方往来文件、意思表示,过低的股权转让对价和办理担保等事实认定双方为债权债务关系。在上述判例中法院坚持了对交易实质的判断。3. 未做股债性质区分的判决。有的判决并不拘泥于股债区分,而是以当事人是否应承担支付回购款的责任为争议焦点,并根据合同约定和履行情况作出裁判,如新华信托与时光公司案^[21]、东阳建筑与纯高投资案。^[22]这种处理灵活而务实,若不存在无效情形、不涉及第三人利益,可以不聚焦于合同性质,直接根据合同约定处理。

笔者认为,上述不同的裁判结果充分诠释了个案认定说,体现了公司融资模式的多样性和复杂性。商事主体为满足不同交易需求和应对未来的不确定性所设计出的融资协议,很多情况下是非典型合同。我国合同法系以传统即时买卖为立法模型,是基于信息对称的、无不确定性的纯粹的完美古典合同,系完全理性环境下的均衡合同,^[23]因此许多时候面对公司融资协议难免捉襟见肘。法律永远滞后于金融创新,个案认定说意味着对名股实债交易纠纷没有统一的判断标准和适用条款。总体而言,裁判者不必执着于将

[16] 参见贺小荣主编:《最高人民法院民事审判第二庭法官会议纪要》,人民法院出版社2018年版,第62-64页。

[17] 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。

[18] 参见最高人民法院(2013)民二终字第33号民事判决书。

[19] 参见重庆市高级人民法院(2014)渝高法民初字第00045号民事判决书。

[20] 参见重庆市高级人民法院(2014)渝高法民初字第00045号民事判决书。

[21] 参见最高人民法院(2014)民二终字第261号民事判决书。

[22] 参见上海市第二中级人民法院(2017)沪02民终10491号民事判决书。

[23] 参见[美]博尔顿等著:《合同理论》,费方域等译,格致出版社等2008年版,第2-3页。

融资协议归类于某种有名合同，也不必局限在二元论的“名实”思路中，应坚持关注交易本质，重视合同背后的商业安排，以此判断股债属性。在股债性质不影响效力判断和第三人利益时，可以不作股债判断，直接按照合同约定处理。

四、名股实债的效力认定

名股实债类的交易模式作为当事人意思自治的产物，在融资合同不存在法定无效事由的情况下，应认定为有效。影响此类合同效力的原因主要有以下几个方面：

（一）违反市场准入与特许经营的规定

《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》施行后，企业间为生产经营需要签订的借款合同不再被认定为无效，故融资合同被认定为借款性质一般不会导致无效。需要注意的是，《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释（一）》第10条规定当事人超越经营范围订立合同，违反国家限制经营、特许经营以及法律、行政法规禁止性经营规定的无效。因为金融是特许经营行业，故未取得贷款业务资格的金融机构从事的放贷行为无效。^{〔24〕}《全国法院民商事审判工作会议纪要》第53条就有关职业放贷人问题作了规定，明确了未取得放贷资格的职业放贷行为无效。^{〔25〕}根据该规定，单次放贷行为不构成无效，但以放贷为常业的，应认定为无效。

（二）违反金融监管规章

《中国银监会办公厅关于加强信托公司房地产、证券业务监管有关问题的通知》第1条^{〔26〕}、《中国保监会关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》第3条^{〔27〕}以及《政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法》第35条^{〔28〕}均对名股实债类交易作出了禁止性规定。首先，上述规定目的是限制资金进入特定行业或领域以及对特殊主体的风险控制，不是监管部门对名股实债交易模式的否定。如果信托公司以名股实债方式投资科技公司、制造行业等并不被禁止。如果PPP项目中由其他主体承担回购义务，则也不被禁止。其次，即使违反上述规定，也不一定必然导致合同无效。一方面，要坚持对合同效力的判断依据是法律和行政法规，监管规定不能作为否定合同效力的法律依据。

〔24〕 同前注〔16〕，第69页。

〔25〕 《全国法院民商事审判工作会议纪要》第53条规定：“未依法取得放贷资格的以民间借贷为业的法人，以及以民间借贷为业的非法人组织或者自然人从事的民间借贷行为，应当依法认定无效。同一出借人在一定期间内多次反复从事有偿民间借贷行为的，一般可以认定为职业放贷人。”

〔26〕 《中国银监会办公厅关于加强信托公司房地产、证券业务监管有关问题的通知》第1条第1款规定：“严禁以投资附加回购承诺、商品房预售回购等方式间接发放房地产贷款。”

〔27〕 《中国保监会关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》第3条规定：“股权投资计划……不得采取以下方式承诺保障本金和投资收益：（一）设置明确的预期回报，且每年定期向投资人支付固定投资回报；（二）约定到期、强制性由被投资企业或关联第三方赎回投资本金……”。

〔28〕 《政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法》第35条规定：“政府与社会资本合资设立项目公司的，……不得在股东协议中约定由政府股东或政府指定的其他机构对社会资本方股东的股权进行回购安排。”

另一方面,金融安全是国家安全的重要组成部分,关系到公共利益,违反监管规定可能会因为损害公共利益进而依据《合同法》第52条第4项被认定无效。在杨金国与林金坤委托投资协议纠纷案〔29〕和伟杰投资与天策实业、君康人寿营业信托纠纷案〔30〕中,法院认为违反监管规定的案涉协议在实质上危及金融秩序、社会稳定、非特定投资人利益,直接损害公共利益,因而无效。但《全国法院民商事审判工作会议纪要》第31条特别强调裁判者选择该路径认定合同无效必须极为慎重,并且必须充分阐明理由。〔31〕因此,对此类违反规章的合同,仍然要区分一般与例外的关系,非常审慎地考量是否需要通过合同无效的方式予以规制,因为规章自有其执法机关和处罚方式。如果必须要通过以合同无效的方式来予以规制,也务必要通过严谨的裁判文书说理,论证个案情形构成违反公序良俗的详细理由,而不能直接以违反金融规章为由,就直接认定无效。

(三)违反公司法上的法定资本制度

融资协议中的回购条款如约定由公司回购股权,可能会因违反公司资本维持原则、损害公司债权人利益而被认定无效。从资本维持角度看,《公司法》第142条规定公司不得收购本公司股份,同时规定了例外情形。公司回购股份只要属于例外情形之一的,就是有效的;反之,不属于例外情形的,公司回购才可能因为违反法律的强制性规定而无效。〔32〕从保护公司债权人利益角度看,在苏州海富公司与甘肃世恒公司增资纠纷案〔33〕中,法院认为对赌无效的理由是对赌条款“使投资人的收益脱离了公司的经营业绩,损害了公司利益和公司债权人的利益。”〔34〕虽然该案涉及的是补偿条款而非回购条款,但作为国内常见的对赌方式,无论是补偿还是回购,都面临是否损害公司债权人利益的判断。这种判断在江苏华工公司与扬州机床公司请求公司收购股份纠纷案〔35〕中被进一步细化,法院认为参考投资者在目标公司所占股权比例和目标公司历年分红情况,股份回购不会导致目标公司资产减损,不会损害目标公司对其他债权人的清偿能力,回购条款有效。可见,公司回购股权并非必然损害债权人利益而无效,需进行个案识别。

就与目标公司“对赌”的协议效力问题,《全国民商事审判工作会议纪要》第5条作出了进一步的规定,明确了合同有效的基本态度,并将审查重点从合同条款转移到合

〔29〕参见最高人民法院(2017)最高法民申2454号民事判决书。

〔30〕参见最高人民法院(2017)最高法民终529号民事判决书。

〔31〕《全国法院民商事审判工作会议纪要》第31条规定:“违反规章一般情况下不影响合同效力,但该规章的内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的,应当认定合同无效。人民法院在认定规章是否涉及公序良俗时,要在考察规范对象基础上,兼顾监管强度、交易安全保护以及社会影响等方面进行慎重考量,并在裁判文书中进行充分说理。”

〔32〕同前注〔16〕,第71页。

〔33〕参见《最高人民法院公报》2014年第8期,案号(2012)民提字第11号。

〔34〕参见罗东川、杨兴业:《对赌协议纠纷的法律规制即裁判规则》,载《人民司法·案例》2014年第10期。转引自李志刚主编:《民商事审判前沿:争议、法理与实务——“民商法沙龙”微信群讨论实录(第一辑)》,人民法院出版社2019年版,第488页。

〔35〕参见江苏省高级人民法院(2016)苏民再62号民事判决书。

同履行环节。^[36]该条规定体现了两个原则：一是严格限缩无效情形，二是公司法的规定在公司法语境下解决，可以通过合同履行问题解决，而不是必然导致合同无效。

五、公司融资合同性质和效力裁判原则

经过对股债融合和名股实债的分析，我们可以提炼出审理公司融资合同纠纷的裁判思路 and 原则。

（一）尊重意思自治，合同解释优先

公司融资合同是典型的商事合同，投融资各方作为平等商事主体，需求多元，交易形态多样，且对交易有丰富的经验，故需要法律特别保护的度较低。^[37]应充分认识商事交易的灵活多样性，尊重商事主体的融资安排和利益选择，查明交易本质、正确解释合同。

有观点指出，名股实债类协议具有不完全合同属性，对合同解释的需求强于其他类合同，对此类不完全合同的司法裁判应当遵循合同解释优先于法律适用的原则。^[38]笔者认同这一观点，解释合同是探求当事人真意的过程，属于查明事实，而适用法律则涉及价值判断，价值判断应在查明事实的基础上进行。应避免对融资合同先入为主的产生“名为……实为……”的思维定式，进而适用某类法律进行性质和效力判断。

（二）综合考虑多方面因素

对待公司融资合同需秉持轻形式、重实质的态度，遵循合同本身解释当事人合意。有时合同内容存在模糊、歧义或名实不符，难以认定，当事人在事后又都采取对自己有利的解释，此时更要求裁判者作彻底思考，依当时情境可以理解的意义来掌握当事人在合同中确定的合意。^[39]这需要商事法官将交易过程中的更多因素纳入考虑范围，在合同文本的基础上，结合融资背景、目的、模式以及当事人权利义务、合同履行情况综合判断。包括但不限于以下几个方面：

1. 融资期限与回报。股权投资的期限通常有三到五年甚至更长，或者以上市、破产、达到某种业绩等不确定事项为限；而借款协议往往约定一到两年甚至几个月的固定

[36] 《全国法院民商事审判工作会议纪要》第5条规定：“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，但投资方主张实际履行的，人民法院应当审查是否符合公司法关于‘股东不得抽逃出资’及股份回购的强制性规定，判决是否支持其诉讼请求。投资方请求目标公司回购股权的，人民法院应当依据《公司法》第35条关于‘股东不得抽逃出资’或者第142条关于股份回购的强制性规定进行审查。经审查，目标公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回其诉讼请求。投资方请求目标公司承担金钱补偿义务的，人民法院应当依据《公司法》第35条关于‘股东不得抽逃出资’和第166条关于利润分配的强制性规定进行审查。经审查，目标公司没有利润或者虽有利润但不足以补偿投资方的，人民法院应当驳回或者部分支持其诉讼请求。今后目标公司有利润时，投资方还可以依据该事实另行提起诉讼。”

[37] [德]卡纳里斯著：《德国商法》，杨继译，法律出版社2006年版，第9页。

[38] 同前注[5]。

[39] 参见[德]拉伦茨著：《法学方法论》，陈爱娥译，商务印书馆2003年版，第178-179页。

期限。本文前述农发公司诉通联公司案中,法院考虑到每年1.2%的回报率对借贷利息而言过低。2. 股权转让或增资价格是否符合交易目的和商业习惯。当融资金额过高、过低或与股权价值无直接关系时,表明股权转让或增资很可能并非当事人真实意思。3. 是否存在主债权或存在其他担保。有些名股实债的交易中,如果还存在借款合同,则股权转让或增资扩股行为很可能只是一种担保;有时融资方会向投资方提供一定的担保作为增信措施,签订其他担保合同。当然,在仅有一份股权转让或增资扩股协议时,也有可能是股权让与担保借款,不能一概而论。4. 是否办理了工商登记。工商登记对于股权虽非设权效力,但具有公示公信效力,在涉及外部关系的案件中,需考虑登记股东对外承担的责任风险以及相对人的信赖利益。5. 是否实际行使股东权利、参与公司经营。投资方如果能够行使股东权利,参与公司经营管理,如委派董事、高管,进行投票、决策等,一般可认定为股权。这并非绝对标准,如财务投资者并不参与公司经营管理、优先股股东无表决权,我们却不能因此否定其股东身份,将其对公司的权益视为债权。又如在美国法上涉及股(合伙)与债(借款)认定的典型案例 *Martinv. Peyton* 中^[40],法院认为,债权人目的仍是促使债务人归还本金与利息,而拥有知情权、检视权乃至限制债务人过度投机的否决权等,亦不足以说明债权人实质性地取得了控制债务人的地位(故不足以使其成为合伙人)。6. 交易主体及行业情况。基金公司、投资公司等专业财务投资者,其回购或补偿条款作为退出机制系常规操作,一般认为是股权投资。类似条款在地产、金融等管制行业,则可能落入监管规定的射程范围被识别为名股实债。融资方的类型和行业、经营状况也可能影响融资方式偏好,有助于探寻当事人真意。

(三) 运用整体思维考察交易动机与合同安排

必须全面解读融资交易合同中的信息,防止仅通过局部解释而产生以偏概全的弊端,最终扭曲融资各方的真意。^[41]应把资金投入、履行合同、资金返还三个环节整体考察,判断交易链条中当事人利益是否公平、合法。不能只截取产生争议的资金返还环节,孤立审查该返还责任是否损害公司或其他主体利益。比如最高人民法院在瀚霖案^[42]中就运用整体思维,将“受让增资扩股后的股权”“如未上市,则股东回购股权”“目标公司对回购提供担保”三个环节视为一个整体交易模式,进而认定瀚霖公司为股权回购提供担保有效,理由是投资款全部投入公司,该担保行为有利于公司自身经营发展,并未损害公司及股东利益。而不是将公司担保行为单独割裂出来,认定其违反《公司法》第16条、损害公司及股东利益而无效。

(四) 清晰区分内部关系与外部关系

《全国法院民商事审判工作会议纪要》指出,要依法协调好公司债权人、股东、公

[40] See 158 N. E. 77, 79 (N. Y. 1927); Stephen M. Bainbridge, *Agency, Partnerships & LLCs*, Foundation Press, 2004, pp.104-110; J. Dennis Hynes, *Lender Liability*, 58 Tenn. L. Rev. 635 (1991). 转引自许德风:《公司融资语境下股与债的界分》,载《法学研究》2019年第2期。

[41] 同前注[5]。

[42] 参见(2016)最高法民再128号民事判决书。

司等各种利益主体之间的关系，处理好公司外部与内部的关系。一般而言，仅涉及股东内部之间关系的根据合同约定处理即可，涉及公司和债权人利益的则需考虑外部关系的影响。注意不能机械地认为只要存在其他债权人就一定适用外观主义而认定为股权融资，还应考虑是否存在合理信赖权利外观或意思表示外观的交易行为；也不能机械认为公司承担回购或补偿义务就必然损害债权人利益，还应考虑公司履行义务是否减损公司资产、降低偿债能力，资产是否足以清偿其他债务等。

（五）准确把握监管规定对合同效力的影响

在效力认定上，应解决好公司自治与司法介入的关系。严格按照《合同法》第 52 条的规定依法认定合同无效情形，不轻易否定合同效力。《民法总则》第 153 条所涉法规到底是解释为强制规定还是任意性规范更应审慎判断。^{〔43〕}

通过对《合同法》第 52 条的恪守与解释，司法机关逐渐形成了相对独立稳定的合同效力判断标准，为商事创新提供了保护。近年来，在金融风险积累和强监管趋势背景下，越来越强调司法裁判导向与行政监管目标的协调统一。《最高人民法院关于进一步加强金融审判工作的若干意见》对规避监管套利、新类型担保、国企贷款通道业务、地方政府融资等行为效力作了论述和要求；最高人民法院在其下发的《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》中则直接规定可以参照适用相关业务规则。^{〔44〕}在认定合同效力时必须对监管规定予以重视和尊重，同时也要准确把握其与交易自由之间的界限，不可从一个极端走向另一个极端。违反监管规定的行为是否属于《合同法》第 52 条第 4 项和《民法总则》第 153 条规定的损害社会公共利益、违背公序良俗，仍然是一个值得慎重研究的重要问题。

六、结语

随着金融与实体经济的深入融合发展，公司融资中出现的金融创新、融资模式将呈现更丰富的非典型样态，这是商事活动的必然趋势，对我国的民商事立法、司法都提出了更多、更新的需求。在立法、金融监管层面，应当体现必要的开放性和包容度，回应这种需求。在司法层面，裁判者在处理公司融资合同争议时，应充分尊重当事人的约定，查明交易前后的相关事实，通过合同条款和真实意思确定交易本质，审慎认定合同效力，依法准确界定当事人之间的权利义务关系，促进投资、保障交易安全，为维护国家金融稳定和良性发展保驾护航，为市场经济创新和良好营商环境提供司法支持。

（责任编辑：王锐）

〔43〕 参见李适时主编：《中华人民共和国民法总则释义》，法律出版社 2017 年版，第 479-482 页。

〔44〕 《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》第 4 条规定：“对于证券交易所经法定程序制定的科创板发行、上市、持续监管等业务规则，只要不具有违反法律法规强制性规定情形，人民法院在审理案件时可以依法参照适用”。