

金融投资业务中的“明股实债”问题解析

作者：柏钦涛 | 汪书璇 | 姚秦川

“明股实债”一直是法律和金融领域颇受关注也争议纷纭的问题，也是近年来监管部门和审计部门对金融投资业务开展检查、审计过程中重点关注的事项。明股实债问题受到如此关注，有其必然性，而明股实债相关的争议如此纷繁，也有其必然性。一方面，过去多年尤其是 2018 年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(下称“资管新规”)实施之前，在监管部门对金融业务创新持相对宽容态度的背景下，部分金融机构通过如今被笼统概括为明股实债的交易安排开展业务，其中也确实存在规避监管限制的情况。明股实债交易安排大量运用，会导致企业杠杆率不合理上升，且让企业财务报表失真，使得监管部门无法准确把握企业杠杆水平，在一定程度上增加金融风险。另一方面，近几年来，随着金融监管趋严叠加经济下行，大量投融资项目出现违约，金融投资领域的风险密集暴露，涉及明股实债相关问题的交易结构不断被司法部门检验，在防范化解金融风险、积极稳妥去杠杆、引导金融机构回归服务实体经济本职的政策方针指导下，司法部门对于金融机构的违法违规行为容忍度降低，在金融审判中旗帜鲜明地运用“穿透式审判思维”，对存在法律瑕疵或者明显合规瑕疵的交易安排经常给以否定性评价，有意让金融机构承受不利后果，以求起到以儆效尤的效果。而实际操作中，所谓明股实债在具体业务中的表现形态各异，不同金融机构所适用的监管规则也不尽相同，司法尺度存在差异且持续变化，因而争议不断。

明股实债问题的复杂性，在于其是个多个专业维度相互交织的问题，即明股实债的认定关乎法律关系的认定和司法裁判，关乎会计上对投融资经济活动的性质认定，关乎税务处理和相关行政处罚，也涉及对金融机构具体业务活动合规性的评判，还涉及监管部门对金融体系资源配置功能的总体掌控，但是从法律角度、会计角度、金融监管角度，所谓明股实债问题的关注要素和评判标准差异很大。这种多维度交织导致不同领域的专业人士都会聚焦于“明股实债”这个抽象概念，但不同视角下所讨论的“明股实债”本质上其实是同一个抽象术语之下截然不同的问题，这正是难以给明股实债下一个准确定义的原因，许多争论和误解也正起源于此。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

研究明股实债，还得对人们经常提及的“明股实债”所针对的具体形态进行梳理，并从法律、会计、金融监管等不同视角进行分析，进而区分不同视角下明股实债问题的症结点及不同视角之间的关联。

除了专业视角之外，其实还有一个无形中对个体的内心判断具有重大影响、但却在对外表达和专业研讨中经常被忽视的重要视角——商业视角。实际上，任何专业视角的讨论都无法完全脱离这个视角，多数实践领域的专业人士、监管工作人员、司法裁判者对明股实债问题的判断倾向其实无形中也掺杂着其作为普通社会人亦拥有的商业意识和判断力，但是商业视角下的明股实债与专业视角下的明股实债问题可能存在较大的偏离，而理解商业视角与专业视角的差异，正是澄清关于明股实债问题的许多误解、探寻规制明股实债问题的有效路径和合理尺度的前提。

一. 明股实债的表现形态

给明股实债下定义非常困难，从最笼统的意义上进行初步界定的话，就是以股权的形式开展投资，但是通过一系列的协议条款安排意图获取固定收益的投资活动。但这个定义明显是对某些复杂投融资活动的一揽子概述，并不是法律意义上对某个单一法律行为的性质认定。不同语境下的明股实债差异很大。为了准确讨论明股实债的法律效力和合规风险问题，必须对人们经常混用的明股实债概念的外延进行辨析。结合金融业务中的实际操作，以及专业人士研究明股实债、司法部门和监管部门认定明股实债时所提及的相关业务形态，将所谓“明股实债”拆分为如下几类将有助于进一步的探讨：

第一种，是投资方在以股权形式投资于标的公司后，与标的公司(也可能同时与标的公司其他股东)约定无论标的公司盈亏与否，投资方都从标的公司分取固定利润，不承担标的公司的亏损。此类交易结构实质是试图将投资方与标的公司之间的股权关系直接转化为债权债务关系，此类安排本文称之为“公司偿债式明股实债”。

第二种，是投资方在以股权形式投资于标的公司后，与标的公司(也可能同时与标的公司其他股东)约定标的公司应于约定情形触发后回购投资方所持有的标的公司股权或者向投资方返还投资款或者对投资方的投资损失给与金钱补偿。此类交易安排本文称之为“公司回购/补偿式明股实债”。

第三种，是投资方在对标的公司进行股权投资的同时，与标的公司的控股股东、实际控制人、其他关联方或相关主体(统称“回购方”)约定在某一期限届满后，回购方即应按照固定的溢价率受让投资方所持有的标的公司股权。因控股股东作为回购方的情况最为多见，本文将此类交易安排统称为“股东按期回购明股实债”。

第四种，是投资方在对标的公司进行股权投资的同时，与标的公司股东、实际控制人、其他关联方或相关主体(统称“回购方”)约定，如果发生约定情形(常见的有投资方持股满一定期限后标的公司仍未上市，投资期内标的公司出现利润分配不达预期、经营状况恶化、实际控制人变更等不利情形)，则回购方即应按照固定的溢价率受让投资方所持有的标的公司股权，此类交易安排称为“股东附条件回购安排”(“股东附条件回购安排”是否应被认定为明股实债，在实践中有不同的看法，不同监管部门在不同业务领域的监管尺度存在差异，因此本文不将其归入明股实债概念之中)。

除以上几种已经为人们所熟知的交易安排之外,近年来在股权投资领域出现了一种“软对赌回购安排”,即投资方在对标的公司进行股权投资的同时,与标的公司股东、实际控制人、其他关联方或相关主体(统称“回购方”)约定,如果发生约定情形(常见的有投资方持股满一定期限后标的公司仍未上市,投资期内标的公司出现利润分配不达预期、经营状况恶化、实际控制人变更等不利情形),则回购方有权(没有义务)按照固定的溢价率优先受让投资方所持有的标的公司股权,但如果回购方不回购标的公司股权,则回购方将承受一系列的负面反制措施,包括投资方在标的公司股东会、董事会中的表决权提升/席位提升,投资方分红收益率跳升等。从法律角度而言,由于软对赌回购安排并没有给回购方施加强制性的回购义务,即便回购方不回购投资方所持有的标的公司股权,投资方也不享有诉请法院要求其回购的请求权,将这类交易安排归入明股实债并不严谨。但如果回购方不回购股权,则可能会在商业层面承担较重的不利后果,这使得软对赌回购安排对回购方具有一定的商业约束力。

以上五种形态仅仅是对“明股实债”问题所涉及的相关交易安排典型特征的简单概述。在股权投资相关交易结构中,权利义务安排往往比较复杂,尤其是在股东按期回购、股东附条件回购、软对赌回购交易安排项下,除了关于股权回购的约定,投融资双方可能就期间分红(投资方可能会有优先分红权、有权要求原股东/实际控制人等主体按年补足利润差额)、公司治理(意图获得固定回报的投资方可能不倾向于实质性参与公司治理,而是保留对少数重大事项的否决权)进行约定。但是这些约定往往是附属于回购安排这一核心要素的,这些附属性约定是确认交易实质的重要参考因素和佐证,但是单一附属性因素很难成为认定交易性质的充分或必要理由,后文会予以详述。

二. 法律视角下的明股实债

法律维度下讨论明股实债,与所谓“对赌协议”法律效力问题难以分割。在讨论对赌问题时,人们常常区分“与标的公司对赌”和“与股东对赌”两种对赌行为。在2012年最高人民法院关于苏州工业园区海富投资有限公司与甘肃世恒有色资源再利用有限公司等主体的对赌纠纷案件(最高人民法院(2012)民提字第11号,下称“海富对赌案”)的再审判决作出后,形成了一度得到业界普遍认同的“与标的公司对赌无效,与股东对赌有效”的一般结论。2019年《全国法院民商事审判工作会议纪要》(下称“《九民纪要》”)出台之后,对“与标的公司对赌无效”的结论做了一定的调整,对与标的公司对赌不再持简单的否定态度。

实际上,无论是“对赌”还是明股实债均非我国法律法规中所明确提及的专业术语,并无普遍适用的定义和明确无疑的外延。从实践来看,所谓“与标的公司对赌”的具体表现形态主要是上文所述的公司偿债式明股实债和公司回购/补偿式明股实债,“与股东对赌”主要表现为上文所述的“股东按期回购明股实债”、“股东附条件回购安排”。软对赌回购安排属于近年来新出现的交易模式,尚未受到司法实践的检验。

(一) 关于公司偿债式明股实债

根据公司法的一般原理、相关法律法规及中国法院已经形成的主流裁判观点,公司偿债式明股实债与公司法上股东应当承担投资风险的基本原则,及股东不得在公司亏损时分取利润的禁止

性规则明显抵触，因而无效。在 2017 年前后防范化解金融风险成为金融领域的重要基调之前，合同无效的认定在金融司法审判领域相对更为审慎，人们当时提及的“明股实债无效”，在法律上主要是指公司偿债式明股实债的无效。

从原理层面而言，公司偿债式明股实债导致投资方与标的公司之间的法律关系在股权投资的外表之下异化为债权债务关系，这是与股东身份和股东权利严重不相称的。公司法赋予了股东有限责任的地位，即便公司严重亏损，股东也仅仅以其出资为限承担责任，赋予股东有限责任地位，是为了鼓励资本所有者开展风险较高的投资，从而促进社会资源配置和经济发展，但股东有限责任地位是以股东必须切实履行实缴出资义务并承担企业的投资风险为前提的。股东实缴出资并承担投资风险，是公司能够获得其债权人和交易对手信赖的保障。若允许股东从标的公司获取固定收益，那么赋予股东有限责任的基础就不复存在，标的公司债权人的法律地位相对于股东则严重失衡。

从我国法律规范角度而言，根据我国《公司法》(1993 年颁布、2018 年修正)第一百六十六条，“股东会、股东大会或者董事会违反前款规定，在公司弥补亏损和提取法定公积金之前向股东分配利润的，股东必须将违反规定分配的利润退还公司。”根据我国《民法典》(2020 年颁布)第一百五十三条规定，“违反法律、行政法规的强制性规定的民事法律行为无效”。公司偿债式明股实债因违反公司法的强制性规定而无效。公司偿债式明股实债的无效问题其实源于最高人民法院早在 1990 年发布《最高人民法院关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》(法(经)发(1990)27 号，下称“《联营司法解释》”)，《联营司法解释》发布时，我国尚无《公司法》，且《民法典》颁行后该解释已经失效。但是《联营司法解释》实际是过去多年间司法机关认定明股实债和对赌效力问题的基础性规则，且其关于“保底条款无效”和“明为联营实为借贷”的阐述非常有参考价值，至今在司法实践中仍发挥无形但重大的影响力。

公司偿债式明股实债违反了公司法的强制性规定，一旦这种投资交易被认定无效，投资人仅可主张返还投资本金，而无法获得投资收益。早期，在我国公司法律制度不完善且股权投资市场很不成熟的阶段，部分投资主体法律意识淡薄，谋求股权投资的高回报却不愿意承担投资风险，法律行业对公司制度的理解也相对有限，一度导致足以被认定为公司偿债式明股实债的条款安排并不少见，从而出现不少被认定为无效的案例。随着公司法律制度的完善和投融资实践的发展，除非投资机构在合同文本起草过程中出现重大的专业缺失，一般不会出现这种安排。但所谓“明股实债可能无效”“与公司对赌无效”等在法律专业角度并不精确，但已经为业内人士耳熟能详的笼统结论实际是渊源于此类交易结构。

(二) 关于公司回购/补偿式明股实债

在公司回购/补偿式明股实债交易结构之中，公司承担在约定情形下回购投资方所持有的自身股权或者以现金形式向股东返还投资款/补偿损失的义务。根据公司法的强制性规定，公司股东除了通过履行法定减资程序获得资本金退出或者在公司有盈利且经法定程序实施分红之外，不

得无对价的从公司获取财产，公司回购/补偿式明股实债交易安排的实施，直接违反了该等禁止性规定。

从原理角度，公司回购/补偿式明股实债的法律瑕疵与公司偿债式明股实债没有本质差别，都与公司法上股东应当承担的底限义务相抵触。只是由于在公司回购/补偿式明股实债交易安排中，标的公司是否会发生资金流出取决于是否会出现约定的情形，而与公司偿债式明股实债项下标的公司负有在约定时间按年向股东支付固定的“分红”(实质构成一种债务)存在差异。

在《九民纪要》出台之前，“与公司对赌无效”的观点占据主流，无论是公司偿债式明股实债还是公司回购/补偿式明股实债，均被认定为一概无效。但是《九民纪要》做了一定的变通处理，纪要针对“‘对赌协议’的效力及履行”做了如下规定：“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。”

根据上述规定，关于公司回购/补偿式明股实债安排，法院原则上认定该等约定有效，但如果标的公司在履行回购义务时未能按照法定的减资程序实施减资或向股东提供金钱补偿时不具有足额可分配利润的，则该等回购/投资款返还/金钱补偿行为会被认定为无效。考虑到公司实施减资受制于公司法规定的程序，需要事先公告且经债权人认可或者提供令债权人满意的担保，通过利润分配实现投资方退出需要以标的公司有大量可分配利润为前提，但在实际操作中，投资方希望退出的项目往往是标的公司经营状况不佳的项目，通过实施减资或者利润分配让股东得到退出或者足额补偿的可能性较低。

(三) 股东按期回购明股实债

股东按期回购明股实债安排下，交易文件约定回购方在投资方持股满一定期限后即负有受让投资方所持股权的义务。该等约定使得回购方负有了明确的回购义务，投资方拥有了在投资期限届满时要求回购方支付回购价款的权利，该等诉讼请求在司法实践中也会得到司法机关的支持。这使得投资方在名义上持有标的公司股权的同时，拥有了一项要求回购方无条件的远期受让其所持股权的债权。对于这类对赌安排的法律效力，《九民纪要》给予了总体肯定的意见：“对于投资方与目标公司的股东或者实际控制人订立的‘对赌协议’，如无其他无效事由，认定有效并支持实际履行，实践中并无争议。”

该纪要发布后，认定此类回购安排有效成为主流观点，但值得关注的是，在近年来的司法实践中，在认定回购之债有效的同时，对于投资方持有标的公司股权这一法律行为的性质出现了差异化的认定。主要有三种观点，一种是认为投资方既然作为股东持有标的公司股权则即享有作为股东的各项权利，投资方作为标的公司股东的身份、权利与作为回购方债权人的权利并不抵触(如通联资本管理有限公司、中国农发重点建设基金有限公司股权转让纠纷案, (2019)最高法民终 355 号)。

第二种观点认为投资方通过与股东约定的回购之债，导致投资方的投资实质即为债权投资，而不应享有标的公司股权的任何财产利益，也不享有股东身份对应的的身份权利，其仅系以股权投资之名获得债权投资利益(如君康人寿保险股份有限公司与大连远洋渔业金枪鱼钓有限公司等股权转让纠纷案, (2021)京 74 民初 304 号)。

第三种观点认为投资方持有标的公司股权实质是为了保障其债权的实现，实质上属于让与担保行为，投资方仅享有作为担保权人的担保权益，而不享有作为股东的权利(如 XX 信托有限公司与北京家全基业物业管理有限公司等公司决议效力确认纠纷案, (2021)京 01 民终 176 号)。

早期，第一种裁判思路占主流，但近年来后两种裁判案例日渐增多。在新的裁判思路下，法院在支持投资方对回购方的债权请求权的同时，实际上在否定其股权投资的法律地位，不允许投资方在获得债权保障的同时，获取作为股东的权利和投资回报，实质是在认可投资方要求回购方回购的债权安排的同时，否定了投资方对标的公司股权投资的效力。这一裁判倾向值得投资机构关注，因为一旦这一裁判思路成为主流，那么在附股东回购安排的股权投资项目中，投资方意图通过股权投资获得标的公司股权增值、通过回购方回购承诺获得兜底退出保障的目的将无法兼得，即在得到回购之债的退出保障的同时可能无法得到股权价值增值的回报。

(四) 股东附条件回购安排

从法律角度而言，附条件回购安排与仅附期限的无条件回购之债并无本质差异，只要投资方能够证明其设定的对赌收购条件已经成就，投资方就有权要求回购方履行回购义务。只要不存在其他违法情形，投资方对于回购方的回购请求权，司法机关均将其视为一种债权而予以支持。其法律风险也与股东按期回购明股实债没有显著区别。但是从金融机构合规管理和会计处理的角度，存在差异，此处暂不赘述，本文第三、四部分予以详述。

(五) 软对赌回购安排

在“软对赌回购安排”项下，回购方在发生约定情形时有权利受让投资方所持有的标的公司股权，但是并不负有受让该股权的合同义务。该约定的本质是赋予了回购方在特定情形下以锁定价格受让标的股权的权利，而未向其施加合同义务。发生约定情形后，投资方也并不享有向法院提起诉讼要求回购方受让股权的诉讼请求权。这些安排原则上与现行法律法规并不冲突，合法有效。但在常见的“软对赌回购安排”项下，投资方和回购方会约定，如果回购方不选择收购投资方所

持有的标的股权，则投资方拥有一系列的“保障性权利”，典型的包括投资方在公司治理中的参与权力得到加强、表决权提升、分红安排优化等，这些“保障性权利”能否实现取决于标的公司及其他股东的配合，在特定情形下也受制于法律法规和标的公司所适用的特殊监管规则的约束，但是只要不违反强制性的法律法规，关于“保障性权利”安排的约定原则上也具有法律效力，当然其实现依然有赖于标的公司及其他股东的必要配合。

从法律角度而言，“债权”的基本特征是债权人有权要求债务人履行给付义务的强制性权利，即当债务人不履行义务时，债权人有权向法院提起诉讼要求其履行。而软对赌回购安排由于并未对“回购方”施加强制性的回购义务，因此在传统法律观念下，此类回购安排一般不会视为是债性安排，不能被认定为明股实债。

当然由于“保障性权利”机制的设计，“回购方”如不回购投资方所持股权，则其可能会处于明显不利地位甚至丧失对标的公司的主导权，从而使得回购方面临商业层面的压力，给投资方提供了一定程度的安全保障，进而导致投资方和融资方在实施此类项目时，可能会参照债权投资的逻辑而予以评判。近年来，国有企业持续面临降杠杆的压力，而金融监管部门也有意引导金融机构开展股权投资，从而降低实体经济的债务性融资成本，在这种倾向主导下，从金融监管部门和会计角度，对于此类业务形态该如何认定其性质，可能与单纯从法律角度有一定差异。

(六) 关于优先分红和利润差额补足条款

优先分红和利润差额补足在被认定为明股实债的交易安排中非常常见，以至于被认为是明股实债的重要特征。但前已述及，是否构成明股实债主要在于是否有相关主体对于投资方的本金退出给与债性的保障。优先分红和差额补足主要是针对投资方持股期间的收益做出的安排。

1. 优先分红

就优先分红而言，根据我国公司法第三十四条，“股东按照实缴的出资比例分取红利；公司新增资本时，股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资。但是，全体股东约定不按照出资比例分取红利或者不按照出资比例优先认缴出资的除外。”据此，公司股东可以对分红的顺位和比例做出约定，对部分股东尤其是偏财务投资的股东给与优先分红，并不违反公司法强制性规定。

在 PE/VC 等市场化股权投资机构的投资业务中，此类条款也非常常见。财务投资人获得优先分红及少部分超额收益，控股股东获得大部分超额收益，属于财务投资人和控股股东基于各自风险偏好而约定的利润分配模式。尤其在外部投资人与控股股东信息不对称、对标的公司经营管理的介入深度不同的前提下，这种分配模式既有利于投资方把控投资风险，也有助于激励控股股东尽可能改善企业经营以获得超额回报，具有合理的商业逻辑。

优先分红本身在法律上并无问题，合法有效，也有积极的商业实践价值，而且优先分红的前提是标的公司确有利润可以分配，即便约定了优先分红，若标的公司实际未能实现盈利，

也不能强制分配，因此优先分红安排并不会导致标的公司或者控股股东对投资方负有债务。不过，由于大量的明股实债类交易中投资方也普遍运用优先分红条款，导致优先分红无形中被打上了明股实债色彩，在部分司法案例中，优先分红条款的安排也成为认定整个交易安排属于明股实债的佐证。但严格来说，优先分红既不是明股实债的充分条件，也不是必要条件。

2. 差额补足

股权投资中的差额补足，指的是投资方与标的公司原股东或者其他关联方(下称“**差补义务人**”)约定，在投资方持股期间，如标的公司分红不能达到约定的标准，则差补义务人应当补足差额。此类差额补足安排赋予了投资方在其从标的公司收到的利润分配款达不到约定标准时要求差补义务人补足差额的权利，因此投资方要求差补义务人支付差额补足款的权利构成一项债权。在明股实债业务中，此类差额补足条款常常被运用。就法律效力而言，此类差额补足安排只要不存在违反法律法规强制性规定的情形，一般会被认定为有效。

综合以上，法律视角下的明股实债问题关注的是两个层面的问题，一个是交易安排或者合同条款的法律效力问题，一个是投资方与交易对手的实质权利义务关系。公司偿债式明股实债条款属于无效条款；公司回购/补偿明股实债条款原则上有效，但是能否实施取决于是否履行了法定减资程序或者具有足额可分配利润；股东按期回购/附条件回购条款在法律上原则上有效，但在投资方与回购方签署了该等回购条款后，投资方是否能够享有股权投资的回报、能否行使股东权利，存在争议，司法实践中已经开始出现了予以否定的裁判倾向，值得投资机构高度关注。软对赌回购安排在法律上并未给回购方施加回购义务，在法律语境下，不会导致投资方与回购方之间产生债权债务关系。优先分红并不违反公司法规定，且有合理的商业需求，就法律角度而言，优先分红本身不会导致投资方与标的公司或者原股东之间产生债权债务关系。从法律角度而言，差额补足义务属于差补义务人对投资方的债务，但这一债权债务关系仅限于投资方与差补义务人之间，且债权金额仅限于差额补足款本身，单纯的差额补足安排也不会导致投资方对标的公司享有债权。

三. 会计视角下的明股实债

会计视角下的明股实债与法律视角下的明股实债有联系，也有本质差别。会计视角下关注的核心点是企业是否对投资方负有支付现金或者其他金融资产的义务。如果负有这种义务，则构成负债。

根据《企业会计准则——基本准则》第二十三条，“负债是指企业过去的交易或者事项形成的、预期会导致经济利益流出企业的现时义务。现时义务是指企业在现行条件下已承担的义务。未来发生的交易或者事项形成的义务，不属于现时义务，不应当确认为负债。”第二十四条规定，“符合本准则第二十三条规定的负债定义的义务，在同时满足以下条件时，确认为负债：(一)与该义务有关的经济利益很可能流出企业；(二)未来流出的经济利益的金额能够可靠地计量。”

根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》第十条，“企业不能无条件地避免以交付现金或其他金融资产来履行一项合同义务的，该合同义务符合金融负债的定义。有些金融工具虽然没有明确地包含交付现金或其他金融资产义务的条款和条件，但有可能通过其他条款和条件间接地形成合同义务。”

根据《企业会计准则——基本准则》第二十六条，“所有者权益是指企业资产扣除负债后由所有者享有的剩余权益。”

值得注意的是，会计视角关注的不是从整个交易结构出发评判交易结构的法律实质，而是从标的企业或者“回购方”的财务报表出发，关注某个合同条款是否会导致标的企业或者“回购方”负有应当计入负债的义务，而认定是否构成负债的关键在于企业是否“能无条件地避免以交付现金或其他金融资产来履行一项合同义务”。而所有者权益的本质是一种劣后于企业债权人获得受偿的剩余索取权，是一种可变回报，根据会计认定中“实质重于形式”的原则，如果某项投资以股权的形式实施，但是通过协议条款使得投资方获得了与企业债权人同等受偿甚至优先于债权人获得受偿的地位，则不构成权益性投资，而应被计入负债。

根据上述原则，公司偿债式明股实债和公司回购/补偿式明股实债的相关合同条款实际上导致企业方承担了不能无条件避免的现金支付义务，应当在会计上被认定为负债；股东按期回购明股实债安排下，一般并不约定标的公司对投资方负有支付固定利润的义务，因此在标的公司财务报表上，投资方的投入仍可被记入权益，但是对股东而言，因股东对投资方负有了不能无条件避免的现金支付义务（即支付回购价款），应当计入股东的负债；股东附条件回购安排下，在标的公司财务报表上的处理与股东按期回购明股实债相同，但是在股东财务报表层面，存在差异化处理的空间，即如果所附回购条件也属于股东无法单方面控制的，则股东的回购义务同样构成不能无条件避免的现金支付义务，应计入负债，如果所附条件是股东可以单方面控制的，则有计入权益的空间。不过就金融投资领域的实际业务操作来看，投资方常常要求将利润不达标、未能在一定期限内上市、经营指标不达预期及其他并非股东方可以单方控制的事项作为触发回购的情形，因此在比较严格的审慎会计认定标准之下，实操中相当一部分附条件回购安排也会被认定为股东的负债。优先分红安排的前提是标的公司有利润可以分配，而不追求要求标的公司无论盈亏均向投资方支付分红款，因此从会计意义上，也不会导致标的公司负有债务。差额补足义务则使得差补义务人负有了在标的公司盈利不达标情况下向投资方支付差额补足款的义务，因标的公司盈利是否能够达标，取决于企业经营、外部市场等复杂因素，并非差补义务人单方面可以控制，因此差额补足承诺使得差补义务人负有了的一笔或有负债。

四. 金融监管视角下的明股实债

金融本身属于高度管控的行业领域，涉及社会金融资源的配置。近年来，明股实债问题成为金融监管部门非常关注的问题，尤其是在房地产投资及国有企业股权投资相关的融资领域。

(一) 明股实债问题受到监管关注的原因

一方面，明股实债业务的开展会导致融资企业财务报表失真，使得金融机构尤其是银行等主流金融机构难以准确判断融资企业财务风险，使得一些资产负债率实际已经超标而不应得到增量金融资源支持的企业获得融资，从而导致金融资源配置失控，放大金融领域风险。

另一方面，不同金融机构受制于不同的业务范围和经营规则，同一金融机构的不同业务类型受不同的规则约束，如果牌照中不能经营债权投资的机构通过明股实债变相开展债权投资，则存在超越牌照开展经营的合规风险，以及金融机构自身业务报表失真从而妨碍监管部门有效掌握金融运行态势甚至酿成金融风险。

近年来我国企业杠杆率持续高位运行，金融风险积聚。监管部门意图引导金融机构开展股权投资业务，降低企业杠杆率和融资成本，为实体企业提供长期资金支持。但部分金融机构试图规避监管要求，通过明股实债交易结构变相给企业提供债性融资，导致实体企业债务负担进一步加剧，金融机构自身风险也因此增加。

(二) 金融监管视角的特殊性

金融监管与金融机构的合规管理其实是一体两面的关系。金融监管规定与监管部门对金融机构业务合规性的具体要求，是金融机构应当遵守的行为准则。但值得注意的是，金融监管与司法审判、会计认定有一定区别。司法审判以法律法规的既有规定为依据，对于违反法律法规的行为给以否定性评价，并注重对争议双方利益的合理平衡，相对更加重视个案公平的实现；会计认定则立基于会计准则，着眼于对企业经济行为的实质做出会计认定，目的是通过督促企业通过严谨的会计计量准确呈现企业经济活动对其财务状况的实质影响；金融监管则更加注重根据不同金融机构所适用的监管规章、规定对不同金融机构的行为进行约束，对违法违规行为给以否定性评价，并通过制定规则、否定违反规则的行为，引导金融机构正向发展、发挥本机构的价值和使命。金融监管不完全拘束于法律评价之内，而是希望通过时效性更强的金融监管政策来引导金融机构适当履行其本职，因此其要求可能严于法律评判。在严监管背景下，尤其如此。

申言之，司法审判重视的是交易安排的法律效力和投融资双方的权利义务，会计视角关注的是会计处理是否能够真实反映经济行为的实质，监管部门则更加的面向未来，意图引导金融机构合规经营，在当下的大背景下，尤其关注金融风险的化解、降低实体企业融资成本、服务实体经济。

相对而言，司法审判和会计认定更不考虑投资方的主体身份，而是主要从交易安排、协议条款本身出发，因为法律法规和会计准则都有很强的普适性(仅是总体而言，不可简单一概而论。比如，对于上市公司实际控制人在定增等业务中提供兜底回购的交易，可能违反证券法上不得不公平对待投资人的禁止性规定并增加实际控制人操纵股价的冲动，目前司法机关倾向于否定其效力，主体身份对于法律效力的认定是有影响的)。金融监管则与此不同，由于不同的金融机构的定位

不同，主营业务范围不同，所适用的监管规则也不同，因此监管部门对于不同的金融机构所开展的同样的业务活动，甚至是相同金融机构在不同的历史时期的监管标准和监管强度可能差异很大。

(三) 监管部门对不同金融业态的要求

明股实债问题在信托公司、保险资管公司、私募基金和债转股业务领域均受到监管的持续关注，也由来已久。但是由于明股实债表现形式多样，同样的交易结构在不同的业务场景中也可能产生不同的商业后果和法律风险，尚未见到法律法规及重要的监管规章对“明股实债”作出统一定义，监管机构对各类金融机构明股实债的监管也存有一定差异，只能通过公开披露的相关监管文件及实操中监管部门的具体监管行为进行总结概括。

1. 信托行业的明股实债问题

由于信托行业传统上一直以非标业务为主，业务模式最为灵活，在国家金融监督管理总局所管辖的机构中资产规模较大，且与房地产行业密切相关，因信托公司明股实债业务引发诉讼而被公众知悉的事件也比较多，因此信托领域明股实债广受各界关注。

多年以来信托行业的房地产业务占比一直较高，是房地产企业在银行贷款、债券融资之外最重要的融资渠道之一。国家过去一直对房地产行业融资严格管控，尤其限制债权性资金进入不符合“四三二”(四证齐全、自有资本金投入达到 30%、具有二级资质)要求的房地产项目，避免房地产企业杠杆率过高导致房地产市场过热、金融风险失控，如果金融机构以明股实债形式对房地产企业开展投资，则会导致企业财务报表失真，在达不到监管要求的“四三二”条件下获得债务性融资支持，从而导致国家对房地产领域进行管控的重要抓手失效。但越是如此，明股实债融资安排对于房地产企业而言兼具获取融资和美化报表的双重作用，在房地产企业负债率高企、银行融资渠道受限的情况下，房地产企业对此类项目的需求十分强烈。早在 2008 年发布的《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》(银监办发〔2008〕265 号，下称“**银监办发〔2008〕265 号文**”)中就规定“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。”

总体来说，信托公司本身兼具经营放贷和股权投资业务的职能。仅从投资形式角度而言，信托公司开展债权投资还是股权投资，均不超越其经营资质范围，不违反法律法规的禁止性规定。但是对于信托公司开展的融资类业务和股权投资业务，监管部门适用不同的监管规则，对于融资类业务中的融资主体资质、资金用途、还款安排等方面有较多约束，而对于真正的股权投资业务则较少做此等约束。明股实债业务的开展可能会扰乱监管部门对于房地产领域的监管秩序，也会导致对信托公司融资类、投资类业务额度的管控失效。而信托公司在房地产领域的投放体量较大，导致信托业务中的明股实债问题颇受监管关注。不过信托产品交易结构复杂、交易模式也不断调整，房地产市场也一直在变化之中，监管部门对于信托公司明股实债的认定标准和监管强度也有变化，各地银保监局的监管尺度也有差异。

过去原银保监会对信托业务的监管具有较强的属地性和窗口指导特征，并未针对信托业务中的明股实债问题出台统一的定义和监管规则。总体而言，在前文所述及的分类体系之下，公司偿债式明股实债和公司回购/补偿式明股实债天然存在较大的法律风险，信托公司较少予以采纳；股东按期回购明股实债早在银监办发〔2008〕265号文中就已经被禁止；实操中信托公司在股权投资项目中倾向于采用对赌收购安排，可以归入股东附条件回购安排的范畴，据了解，近年来各地银保监局对此类业务也逐渐持审慎态度，在涉及房地产投资的信托业务中尤其如此。

2. 保险资管公司

保险资管公司主要通过股权投资计划及保险私募股权基金的形式开展股权投资，保险私募股权基金也适用中国证监会及中国基金业协会关于私募股权基金出台的相关规定和相关自律规则。

根据《股权投资计划实施细则》(银监办发〔2020〕85号)第十四条的规定，“股权投资计划各方当事人不得存在以下情形：……(四)保险资产管理机构采取各种方式承诺保障本金和投资收益，包括设置明确的预期回报且定期向投资者支付固定投资回报、约定到期由被投资企业或关联第三方赎回投资本金等……”

《关于加强保险资金运用管理支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》(保监发〔2018〕6号)第四条规定，“保险机构开展保险私募基金、股权投资计划、政府和社会资本合作(PPP)等保险资金运用创新业务，要遵循审慎合规原则，投资收益应当与被投资企业的经营业绩或股权投资基金的投资收益挂钩，不得要求地方政府或融资平台公司通过支付固定投资回报或约定到期、强制赎回投资本金等方式承诺保障本金和投资收益，不得为地方政府违法违规或变相举债提供任何形式的便利。”

根据以上规定，原银保监会禁止保险资管公司在开展股权投资计划、保险私募股权基金的过程中以明股实债的方式为企业融资。因保险资金运用的监管体系在原银监会与原保监会合并之前即已经建立，主要通过监管机构出台监管规则、保险资管业协会出台自律规则并对产品实施备案管理来实现对保险资金运用的整体监管，其中保险资管业协会发挥了重要作用。从实际运行来看，保险资金参与股权投资占保险资金总量的比重相对较低，保险资金相对更加追求稳健回报，也倾向于在股权投资业务中通过设置对赌安排等方式增强项目退出保障。据了解，目前保险资管业协会对于公司偿债式明股实债、公司回购/补偿型明股实债、股东按期回购明股实债均持明确的否定态度，对于具有一定商业合理性的对赌安排持一定的接纳态度。不过，总体来说，目前监管部门在监管检查和审计中也愈加关注保险资金运用中的明股实债问题，对明股实债的监管尺度有趋严之势。

3. 私募基金

私募基金行业自 2013 年起经历了迅速发展的阶段，监管部门对于私募基金的监管也不断完善和强化。尤其资管新规发布以来，证监会持续加强对私募基金的监管，就私募股权基金而言，明股实债问题是重点监管领域。

《关于加强私募投资基金监管的若干规定》(中国证券监督管理委员会公告〔2020〕71号)第八条规定,“私募基金管理人不得直接或者间接将私募基金财产用于下列投资活动:(一)借(存)贷、担保、明股实债等非私募基金投资活动,但是私募基金以股权投资为目的,按照合同约定为被投资企业提供 1 年期限以内借款、担保除外……”但如原银保监会一样,证监会也未在监管规定中对明股实债做出明确定义。中国基金业协会在 2017 年 2 月 14 日发布的《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》中对明股实债做出如下界定:“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。”

在 2013 年前后私募基金蓬勃发展之后的较长时间里,私募基金监管相对宽松,实操中大量具有明股实债特征的基金项目得以设立。但是私募基金及证监会监管的各类金融机构均无贷款资质,如私募基金开展公司偿债式明股实债、公司回购/补偿式明股实债、股东按期回购明股实债,均存在违反金融法律法规及金融监管部门关于贷款业务管理的底线规则的嫌疑。因此该等业务自 2017 年资管领域严监管倾向确立后即已被禁止。但是由于在股权投资中,基于合理商业考量的对赌安排由来已久,也确实有其合理的商业逻辑和市场需求,因此基金业协会对于私募股权基金业务中的附条件回购安排并不一概排斥,实操中只要管理人能够对其设置的回购条件的商业合理性做出合理解释即不妨碍产品备案登记。

4. 金融资产投资公司

自《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》(国发〔2016〕54号)发布后,工、农、中、建、交五大商业银行于 2017 年陆续设立了金融资产投资公司,原银保监会于 2018 年出台《金融资产投资公司管理办法(试行)》(中国银行保险监督管理委员会 2018 年第 4 号,下称“4 号令”)。金融资产投资公司作为商业银行下属的专司市场化、法治化债转股业务的金融机构,成为商业银行体系内重要的股权投资业务实施主体。相较于其他金融机构,金融资产投资公司从诞生之初即以股权投资为主业,通过开展股权投资降低实体企业的资产负债率,只是相对于其他股权投资机构,其投资资金用途必须限于收购或者偿还符合监管要求的以银行贷款为主的存量负债。根据 4 号令的规则和精神,金融资产投资公司必须真实降低企业杠杆率,并积极行使股东权利、参与企业公司治理。

在 AIC 设立后的一段时间里,债转股业务仍处于探索期,但此时实体企业尤其是大量央企、国企降杠杆需求强烈,在降准资金支持下,在相关监管部门的任务考核要求下,AIC 在数年

时间内密集开展了大量债转股项目，规模以千亿计。AIC 毕竟诞生于银行体系，其风险偏好、业务审批制度、管理方式、人员思维难免不受到母行影响。而且，降杠杆需求迫切的企业往往是短期内现金流紧张，存在资金压力的企业。在多重因素制约影响下，AIC 在初期开展业务过程中，在交易结构设计中难免寻求保障性安排，对当时市场上较为流行的股权投资对赌机制有所参考。

AIC 本身是以债转股为唯一主业的金融机构，监管部门推动设立此类金融机构正是为了利用商业银行强大的资本实力、客户资源开展股权投资，且提供了低成本的降准资金给以支持。如 AIC 大量开展明股实债，显然与机构自身使命和监管规定相背离。因此，在鼓励 AIC 开展业务的同时，监管部门也逐渐对其业务的合规性提出了较高要求，监管尺度日趋严格，在严格禁止公司偿债式明股实债、公司回购/补偿型明股实债、股东按期回购明股实债等业务模式的基础上，对于股东附条件回购安排也持明确否定态度。目前，在经过监管部门对多家 AIC 提出监管意见及审计署提出审计意见后，AIC 已经普遍放弃这四种业务模式。在目前 AIC 债转股业务中，“软对赌回购安排”较为常见。但监管部门对“软对赌回购安排”也持有一定的消极态度。此外，在其他金融机构的股权投资业务中，优先分红本身一般并不被视为是明股实债的特有安排和必备要素，单纯设置优先分红而无其他债性安排的股权投资活动一般不被认定为存在合规瑕疵，但监管机构和审计机构对于 AIC 的债转股业务提出了更高要求，认定优先分红属于明股实债，要求 AIC 在投资协议中不得运用优先分红安排。显然，监管部门对于 AIC 的股权业务提出了比其他金融机构更为严格的要求。

五. 商业视角与法律、会计、监管视角的无形碰撞

讨论明股实债问题，在法律、会计、监管视角之外，其实还有一个重要视角，即商业视角。法律规定、会计准则、监管规定即便规定的不够具体，也是有文字规则可循。商业判断却是无形的。但讨论明股实债、澄清许多误解和争论，这个视角是不可或缺的。

在商业视角下，明股实债问题与法律视角、会计视角、金融监管视角下的明股实债问题差异很大，专业人士的讨论常常引起从事投资行业的业务人员的许多困惑，也正源于此。但是专业人士在讨论明股实债问题时，往往在无形中忽略这个视角的存在。从商业角度看，一项交易到底是股权投资还是债权投资，取决于投资方与融资方关于投资回报/成本的主观预期和判断。如果某项投资中，投资方认为自己承担了较大的投资风险，并希望获得因标的股权增值而带来的较高回报，则对投资方来说就是股权投资；如果投资方认为自己实际上承担的风险近乎债权，且并不预期获得超过普通债权投资的收益水平，则对投资方来说就是债权投资。对融资方来说也是如此。

从商业判断角度，交易结构设计与投融资双方对投资性质的主观认定有关，但又不绝对相关。比如，即便投资方认为自己在某个投资项目中将承担股权投资的风险，也不妨碍其可能通过与大股东或者实际控制人设置估值补偿、对赌回购等对赌措施来控制投资风险。实操中，在纯市场化的 PE/VC 股权投资中，当投资方认为自己要承担的商业风险(即标的公司成长前景不明朗，股权价值变数很大)越大，其越希望通过与大股东/实控人约定估值补偿、利润差额补偿、股权回购等条款来控制整体的投资风

险。对于多数处于早期发展阶段的融资人来说，很难获得银行及其他主流金融机构债权资金的支持，能够获得附带前述对赌安排的股权融资已经非常难得，融资方也愿意让投资人获得因股权潜在增值可能带来的超额回报，融资方内心中也认可这类融资属于其重要的股权融资。

如果简单按照前面所说的会计认定标准和金融监管部门关于金融机构股权投资业务的约束性规定，这些条款的存在都会导致该笔投资被认定为明股实债，但是从投资方和融资方内心判断来说，这些条款的存在未必会改变他们对本次投资/融资的商业意义的内心判断，条款的强弱只是双方在特定市场环境中立基于各自的商业需求及谈判地位进行角力的结果而已。

换一个角度说，对于同样的条款，在不同的融资交易中的商业意义完全不同，导致从商业角度对某次投资的行为属性的认定与会计、法律、金融监管角度的认定可能一致，也可能不一致。在股东附条件回购交易安排项下，如所附条件明显不是融资方通过合理的努力所能够实现，而一旦约定条件被触发则投资方即可要求回购方支付回购价款，近乎于普通债权投资中要求融资方还本付息的法律效果，若出具回购承诺的主体资质非常优异，则该等承诺导致本次投资具有了与向回购方放贷的类似效果，回购方提供此等承诺，正常而言也不会再给与投资方获得标的公司股权增值而产生的超额回报的可能。此时，无论是从法律角度还是会计角度，或是商业角度，本次投资都可以被认定为明股实债。但是如果所附条件属于回购方、标的公司根据协议缔结时的实际情况预估通过合理努力可以实现的，投资方为了督促回购方、标的公司尽最大努力改善标的公司经营、不恶意损害投资方利益而设定的对赌安排，该等对赌回购安排的存在也不会改变投融资双方关于该次投资交易的股性认定。此外，如果回购方的主体资质远远达不到给与投资方债权保障的程度，投资方仅仅是在股权投资之外，尽可能通过对赌回购给标的公司股东/实控人等主体以压力，迫使其尽最大努力改善标的公司经营，从而获得股权增值的超额回报，回购方愿意提供这些承诺，也是其在融资资质有限的情况下为了吸引投资方参与标的公司股权投资的手段，那么从商业角度而言，这些条款并不改变投融资双方以及股权投资领域的一般主体对本次融资的股权融资属性的常规判断。尤其在许多自然人投资设立的初创企业融资过程中，这样的安排非常常见，但是对于初创企业的股权投资，即便附加有许多苛刻的对赌条款，业内人士也很少否定其股权投资的性质，这是因为业内人士内心之中其实主要是从商业角度做出判断而已。可如果从会计准则和金融监管角度而言，这些对赌安排则依然会被认定为明股实债。这些明股实债问题之所以没有被关注，一个重要的原因是许多投资人(比如产业投资者)可能并不属于受监管的金融机构，回购方是民营企业甚至就是自然人，也不受制于国有企业负债率约束的限制。

很多时候，金融投资机构的从业人员会对会计认定和法律认定的结果表示质疑，最典型的就，“很多纯市场化的股权投资机构在投资中也经常使用附条件对赌回购等对赌机制，为什么他们可以？”这种困惑其实来自于内心中商业判断的结果与会计、法律认定的结果存在偏差，商业判断是任何主体都可以有的直观判断，但是不同的专业视角下则产生不同的认定结果，不同的主体所适用的规则也存在差别，无论是投资方还是融资方都是如此。金融行业属于特许经营行业，每类金融机构都有自身的使命，有独特的资金来源、投资规范和运行规则，并不是根据完全统一的市场法则生存的。如果是不受监管的机构开展股权投资，投资方与标的公司、标的公司原股东及其他主体之间的约定，只要不违反法律法规的禁止性规定即为有效，原则上不涉及因违反金融监管规则而受到行政处罚或者其他

否定性评价的问题。如果被投资企业并非国有企业，则其并不受严格的资产负债约束，会计准则上关于明股实债的认定不会对交易结构设计构成太大的障碍。

此外，司法机关和监管机构也会综合考虑投资方对标的公司公司治理的参与程度来判断是否构成明股实债。但股东参与公司治理的深度本质上也是商业安排的一部分，与投资方持有的股权比例大小、企业股权结构、企业所属行业领域等多方面的因素相关。比如，在诸多高度市场化的股权投资中，多数财务投资人由于缺乏对行业的了解，参与标的公司治理程度较低，尤其是标的公司已经运转成熟且股权分散，公司绝大多数经营管理事项可能主要由对标的公司更加了解的实际控制人或者交由管理层负责，小股东参与度较低，这本身有其商业合理性。许多 pre-IPO 项目中，投资协议中往往给予投资人的公司治理权利较少，一方面企业自身运转比较成熟，另一方面拟上市企业的决策权利过于分散不利于企业上市的推进，但这些投资项目从商业角度而言是市场上比较公认的股权投资。如果以“真股权的投资人会谋求更多的公司治理权利，而明股实债的投资人则较少参与公司治理”的笼统结论出发，单纯从投资协议中关于公司治理权利的约定的多少来区分股权投资和债权投资，也可能会失于片面。

在部分商业场景中，专业视角、金融监管视角与商业判断的存在较大的差异，导致出现非常尴尬的结果。例如，融资企业往往存在多轮次股权融资活动，融资企业及其股东/关联方可能会与多种类型的投资人签署投资协议，在其他投资人都享有附条件对赌回购等保护性条款给与的保障时，金融机构投资人出于金融监管等原因而主动放弃对其有利的保护性条款显然违背商业逻辑。尤其当金融机构是国有机构的时候，其为了满足监管部门关于明股实债的要求，而刻意主动要求放弃融资方本愿意给与全部投资人的保障承诺，如未来该笔投资出现风险，其他投资人可以通过行使保障权利而获得退出，而该机构可能损失惨重，甚至存在因主动放弃融资方原本可以给与的保障权利而被追究国有资产管理的风险。这在金融资产投资公司参与的不良债权债转股项目中尤为明显，目前大量破产重整企业的重整方案中都涉及战略投资人入股及存量债权转股权的安排。在许多此类债转股项目中，重整标的的经营情况严重恶化，债权债务、资产情况比较复杂，银行等金融机构债权人在重整标的资产尽调、处置、重整投资人的选定、重整方案的制定过程中实质参与度和话语权并不高，战略投资人一般以产业投资人为主，战略投资人与存量债权人之间往往存在严重的信息不对称，因此破产管理人在制定重整方案时，在赋予重整投资人以其满意的价格、方案主导重整的机会的同时，也往往要求其对于转股债权人的股权退出给与一定的保障，否则债权人难以对重整方案投赞成票。这类重整模式大量出现，在当下确实有其深层次的商业逻辑，战略投资人给与转股债权人的退出保障，实际是解决从重整方案拟定到执行这个复杂过程的信息不对称、平衡战略投资人和存量债权人利益、赢得债权人利益已经严重受损的存量债权人对重整方案认可的核心砝码。但如果金融债权人出于监管部门对于明股实债问题的严格限制，可能会不敢于参与此类重整投资，或者不能对重整方案投赞成票，导致重整难以推进，不利于让困境企业重生，也不利于化解金融风险。

综合以上，对于明股实债的效力及合规性评价主要出于法律、会计、监管的视角，但是在商业视角下明股实债问题呈现出不同的面貌，甚至在特定场景下与专业视角的认定结果大相径庭。相对而言，会计角度对于股与债的认定规则相对更为明确、严格，法律法规和监管规则层面对于明股实债并无统一的界定，而实践中的裁量尺度又有差异。

六. 明股实债问题的深层困境和出路

明股实债问题虽可抽象为法律问题、会计问题、金融合规问题，并由司法机关、会计机构、监管部门给与评价。但投资活动终归是商业活动，背后实质是商业角力的结果，无论是监管部门还是司法部门，最终目的也是促进真实股权投资市场的发展。商业场景本就复杂多样，股权投资方案的形成更是投融资双方基于复杂商业因素反复博弈的结果。融资方希望以更低的代价获得投资，投资方希望能够在风险可控的前提下获得股权投资的回报。单纯从商业角度而言，市场主体博弈的结果本身就具有无形的正当性。当然市场的无形之手并不总是有效的，需要法律和监管部门适当发挥作用以防范利益失衡、投融资体系过分扭曲从而损害社会整体利益。不过介入的深度该如何把握，确实值得根据实际情况慎重权衡。

回到商业角度，到底是“股”还是“债”，关键在于投融资双方关于某笔投资的风险属性和回报逻辑的内心真意，难以通过交易结构和协议条款对“股”与“债”进行简单甄别。随着司法部门和监管机构对于明股实债关注度的加深，出现了裁判机构试图通过多方面的因素综合判断“股”“债”属性，并运用“穿透式审判思维”对交易结构和法律文件的效力和“真实意思”进行评判的倾向，在部分案例中如果发现公司股东通过业绩补偿、对赌回购承诺等方式对投资方的投资回报给予了保障，则认定投资方对于标的公司不享有股权投资的利益和股东权利，这样的裁判有其合理性，但是也不排除在部分案件中会导致对投资方利益的明显不公以及与投融资双方缔结协议时内心真意并不相符。监管机构则试图通过对明股实债在交易结构、协议约定、利润分配、投后管理等多个维度对股权投资业务提出要求，以期实现禁止明股实债、督促金融机构开展真实股权投资业务的目的。这种裁判导向和监管导向都发端于引导金融机构合规经营、化解金融风险、防范企业杠杆率失真失控的合理目的，最终的目标其实还是落脚在商业实践和业务发展上。

但前已述及，商业实践中的明股实债认定本就是有很强的主观色彩，对于不同的交易主体、不同的企业发展阶段、不同的行业、不同的融资环境，同样的交易结构或者条款安排的商业意义可能大相径庭。从既有案例中简单的抽象出评判标准然后适用于新的案件，可能导致不公平的认定结果，而过度考虑不同案例中的商业要素，可能导致法律评判尺度失于随意。股权投资本就是复杂的活动，从最理想、最纯净的“股权投资”范式中抽象出股权投资业务各个环节中更具有“股权投资特征”的要素而后将所有的反面因素都作为认定明股实债的标准，实际是按照一个内心中股权投资的“理想型”来要求每一笔业务的每个环节，也可能与商业实践不相契合。

如果不考虑所处外部环境的实际情况和特定金融市场的发展阶段，过高的要求反倒可能导致潜在的股权投资方的投资意愿进一步减弱，从而导致股权投资在整个投融资市场中的占比降低。

从司法裁判、会计认定、金融监管的角度，明股实债当然应当根据不同的规则受到应有的评价和约束。但是作为一个商业现象，该如何约束明股实债，以实现司法裁判和监管部门心目中的长远目标，值得深思。明股实债问题广受关注，有其阶段性的成因，过去“经济繁荣+金融创新频繁+监管宽容”转入当下“经济下行+金融风险释放+监管趋严”，导致具有明股实债特征的各类投资业务进入司法裁判

和监管视野。在化解金融风险、降低企业杠杆的方针指导下，明股实债自然成为各方有意遏制的投资模式。

抛开阶段性因素，明股实债在我国金融交易中的多发也有其历史原因和特定社会基础，我国公司法律制度建立较晚，实践中对公司法的执行并不理想，即便企业财产独立这一公司法最底线、最基本的强制性规则也常常被击穿，近年来大量企业破产重整时因关联企业财产、经营严重混同而需要合并破产重整即是明证。即便是许多大型国有企业，关联企业之间的交易、资金归集、资产划转也常常与公司法关于公司财产独立的规则相违背。少数股东本就难以参与公司的经营决策和管理，在公司股东/实控人/关联方之间的财产、资金、信用的边界并不明晰的背景下，公司少数股东的权利保护成为难题，而在公司董事责任制度尚不完备、中介机构责任追究机制无法压实的情况下，让公司股东/实控人为投资方的退出提供更多保障自然成为一种选择，不唯金融机构如此。与此同时，股权投资市场并不成熟，多数金融机构更擅长债权投资，尤其是国有金融机构，因内部追责机制及相关制度约束，开展股权投资存在诸多掣肘，通过设置对赌机制以进行风险控制成为共同的选择。在这种大背景下，要求投资机构放弃一切对赌安排确实存在难度，否则可能导致投资机构进一步降低股权投资意愿。

不过短期看，无论是从司法裁判的角度还是金融监管的角度，对明股实债问题维持较强监管态势的基调不会改变，过去盛行的部分明股实债交易结构确实对金融监管秩序造成了一定的损害，导致企业杠杆率失真甚至失控，增加了金融风险，监管部门阶段性的予以强力遏制确有必要，在监管强度提高的阶段，司法机关在化解金融风险的重要方针指导下发挥本职、配合金融监管部门落实监管政策、引导金融机构合规经营也有正当性。除了金融监管部门、司法部门，审计部门、国资监管部门、财政部门也都从各自本职出发对明股实债问题有所回应。无形之中，已经形成各部门协同发力、同步趋严，不同专业视角多维共振的局面，相关金融机构均已深刻体验。

但长期看，投资活动本质上还是一个市场化的商业活动，投资方案是投融资双方根据市场情况和自身需求、偏好反复博弈的结果。无论是金融监管还是司法裁判，对市场行为的引导、干预总有限度，也有其局限。当然，监管政策天然具有更高的灵活性，而且金融监管部门出于维护金融秩序和落实现阶段化解金融风险重大任务和需要，对金融活动从严管控并对特定金融活动、金融业态给予适度的强力约束，具有相当的正当性。在司法裁判领域，恪守于既有规则已然无法应对复杂的金融业务引发的纠纷，恪守于个案公平而无视个案裁判对未来的引导作用，也不利于充分发挥司法机关的社会价值，不符合能动司法的导向。不过值得警惕的是，如果法院过度的介入商业判断，过度的希望通过裁判结果来引导商业机构的未来行为，可能会导致司法尺度的不稳定甚至由于司法人员自身知识背景的局限而导致裁判结果无法发挥预期的约束、引导作用。商业机构作为理性的决策主体，终究是趋利避害，反应逻辑非常复杂。所以，阶段性的从严管控，确实是在当下阶段所需要的，但是长远看，在不违背法律法规和监管规定已经明确做出的禁止性规定的情况下，是否应对市场主体自身的博弈留下更多的空间，对具有特定历史背景和社会基础的交易模式给予一定的容忍空间，是值得深思的问题。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



柏钦涛
+86 10 5081 3877
qintao.bai@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求, 请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2023