

## 明股实债的司法审查:标准选择 与裁判逻辑的反思<sup>\*</sup>

黄维平<sup>\*\*</sup> 成卓玲<sup>\*\*\*</sup>

**摘要:**明股实债融资模式遭受了金融监管的层层阻力,面临司法裁判的重重困境,这深刻影响了对它的合法性认定和合同效力分析。要想在相关案件的审理中践行公平正义,就必须明确司法在明股实债纠纷中的地位,坚持谨慎介入、适时介入、能动介入;划清司法与监管的边界,二者各司其职,公共政策服务司法裁判必须经过充分严密的论证;在内部关系和外部关系两个维度,以当事人真意探寻和商事外观保护共同构筑明股实债商事裁判体系。

**关键词:**明股实债 金融监管 司法介入 裁判标准

股权与债权是资本市场法制中的两个基本概念,二者的区分不仅划定了股票与债券、股东与债权人的法律边界,还构成了公司融资及治理结构的基础,从根本上影响着资本市场法制的价值体系构

---

\* 本文系中国法学会部级法学研究课题“股债融合视域下公司司法贯通式改革研究”[CLS(2017)D97]的阶段性成果。

\*\* 武汉大学法学院博士研究生。

\*\*\* 武汉大学法学院硕士研究生。

造与具体规则设计。<sup>〔1〕</sup>但在活跃的资本市场上,趋利避害的市场主体为了融通资金以及规避监管,时常打破股与债的界限,设计出复杂新颖的交易模式,明股实债就是其中之一。<sup>〔2〕</sup>作为实务中广泛应用的创新型投资模式,明股实债本身并非规范性的法律术语,而是投资方将资金以股权投资的方式投入目标公司,取得固定投资收益,并约定在一定期限届满或特定条件成就的情况下由目标公司或第三方回购股权的融资方式的总称。自2016年新华信托诉港城置业破产债权确认纠纷案以来,明股实债纠纷不断增多,其法律定性时常陷入股权抑或债权的纠结,司法裁判也总是面临维系商业外观主义抑或坚守“实质重于形式”原则的两难选择。本文旨在厘清司法机关在明股实债案件中的目标定位、裁判标准和审理逻辑,以类案同判为目标导向,希冀为良好营商环境的营造和金融创新的稳步推进提供有力的司法支撑。

## 一、在自由与强制之间:明股实债纠纷司法介入的难题

### (一) 明股实债纠纷司法介入的实证检视

本文为充分明晰明股实债案件的现行裁判逻辑,通过在裁判文书网以“明股实债”“名股实债”为关键词,检索了400余个案例,整理了明股实债案例概览(见表1),由于涉及投资关系定性的案件基数较大,综合考虑案件价值、裁判年份、法院层级、地域等因素,表1仅展示了部分典型案件。

---

〔1〕 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》,载《环球法律评论》2019年第4期。

〔2〕 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》,载《法律适用》2020年第16期。

表 1 明股实债案例概览

界定	案号	交易模式	股权取得方式	退出机制	裁判要点
界定为股权投资关系	(2019)最高法民终355号	股权投资	增资入股	第三人回购	结合协议签订背景、目的、条款内容及交易模式、履行情况综合判断。增资入股、逐年退出及回购机制并非“明股实债”的特有模式；一定程度上参与了公司经营；固定收益远低于一般借款利息
	(2020)冀01民终1927	股权投资	增资入股	目标公司 + 股东回购	固定收益和股权回购属于股东和目标公司就投资收益和风险分担所做的内部约定,不影响交易目的和投资模式
	(2019)赣民终677号	股权投资	增资入股	目标公司 + 股东回购	明股实债的股权回购不与业绩挂钩,本案并非无条件适用强制回购条款,不符合明股实债构成要件
	(2019)沪民终295号	股权投资	股权代持	代持人向实际权利人支付股权折价款和利息	双方并无借款合同,退出方式的约定仅是股权代持的结算方式
	(2019)苏01民终7691号	股权投资	股权受让	股权转让	根据当事人的投资目的、实际权利义务等因素综合认定,投资人取得公司股权并参与经营管理,应当认定为股权投资
	(2019)浙0681民初1875号	股权投资	增资入股 + 股权转让	股东回购 + 股权转让	本案涉及股权流转,股东先后均实际成为公司股东;股权受让款若作为破产债权确认,将损害债权人利益

续表

界定	案号	交易模式	股权取得方式	退出机制	裁判要点
界定为股权投资关系	(2018)京0105民初45527号	股权投资	增资入股	目标公司法定代表人回购	非获取固定收益;是否履行回购义务具有或然性
	(2018)渝民初113号	股权投资	股权受让	处分股权、减资退出、向劣后受益人分配信托财产	综合协议约定的合作方式、资金的运用和管理方式、当事人的权利义务关系、资金的退出方式、实际履行情况判断
界定为债权投资关系	(2019)最高法民终1532号	股权投资	增资入股	股权对外转让、申请减资、处置涉案项目	各方履行合同中债权投资的意思表示;股权收益的相关约定同借款利息的约定一致;不参与公司日常经营;不违反信托行业规范
	(2018)最高法民终785号	股权投资	债权转股权	目标公司回购	投资方享有在先债权;系列协议的签署目的在于保障债权的实现;固定投资收益且不与经营业绩挂钩
	(2020)沪民终46号	股权投资	股权受让	控股股东回购	属于不违反金融管制强制性规定的临时性资金拆借行为;为各方当事人真实意思表示
	(2020)京03民终6130号	股权投资	投资入股	股东回购	法律关系应当综合当事人的行为及相关文件内容综合判断
	(2018)苏03民终4541号	股权投资	增资入股	股东回购	前后合同对照及固定收益、固定利息、回购条款的约定
	(2019)冀11民初60号	股权投资	投资入股	违约解除	未办理股权变更手续;每年收取固定收益;不违反民间借贷的强制性规定

续表

界定	案号	交易模式	股权取得方式	退出机制	裁判要点
界定为债权投资关系	(2019)鄂0102民初9550号	股权投资	投资入股	无偿返还	隐名股东只享有投资收益、不参与经营管理;投资款与股权占比不匹配
	(2019)浙0381民初13508号	股权投资	投资入股	撤资	未办理股权过户手续;投资款使用期限对应借款期限;投资方可随时撤资,与随时主张债权相对;收取固定分红但不共担亏损
	(2019)川0191民初8104号	股权投资	受让股权	未提及	未明确投资总额、出资比例、权利义务关系;未参与经营管理;收取收益不与项目盈亏挂钩
	(2019)京0101民初4729号	股权投资	增资入股	股东回购	内部纠纷应结合协议内容与行为目的等探求当事人真实意思表示从而判定交易性质
	(2018)鄂民初51号	股权投资+债权投资	增资入股	目标公司回购	履约过程中债权投资的意思表示;未参与公司经营管理,只取得固定回报;投资行为不违反信托行业规定
	(2018)苏1182民初849号	股权投资	增资入股	实际控制人+大股东回购	涉及对赌协议。股权回购条款未违反法律强制性规定;大股东或实际控制人回购不构成抽逃资本,未损害债权人利益;参与公司管理,以公司业绩对赌,不违背公平原则
	(2017)赣民初61号	股权投资	债权转股权	债权人回购	款项性质;其他相关协议中处理债权债务关系的合意

续表

界定	案号	交易模式	股权取得方式	退出机制	裁判要点
未涉及关系认定	(2019)沪02民终10026号	股权投资	投资人股	股东回购	合同为各方当事人真实意思表示,合法有效,各方当事人应当按约履行
	(2018)川20民终192号	PPP模式	合同价款支付	固定投资回报+资金占用费	针对PPP模式的禁止性规定效力低于法律和行政法规;该PPP模式不存在违反法律、行政法规的强制性规定
	(2019)粤0106民初19710号	股权投资	增资入股	实际控制人回购	相关合同是各方的真实意思表示;内容不违反我国法律、行政法规的强制性规定,合法有效,并对缔约各方产生约束力;不存在损害社会公益的情形

在相关案件的裁判中,法官主要通过当事人的缔约背景、缔约目的、合同权利义务的安排、系列合同内容以及实际履约过程综合判断当事人的内心真意,将明股实债的定性或者认定为股权投资,或者认定为债权投资,或者进行了模糊处理,似乎无逻辑和规律可循,引发了“类案不同判”的困惑。

通览界定为股权投资的案件,大致可以分为两类:第一类为事实上的股权投资;第二类为涉及第三人时的认定为股权投资。事实上的股权投资的认定主要是从非收取固定收益回报和事实上参与公司经营两个要件展开。但也有法院认为固定收益和股权回购的安排仅为目标公司就投资收益和风险分担的内部约定,并不影响对于法律关系的认定。<sup>[3]</sup>涉及第三人时认定为股权投资主要是在公司解散或破产的情形下,对于当事人法律关系的定性将极大限度影响债权人的利益。而明股实债的模式通常是相关各方的内部约定,债权人并不知情,在当事方真意为债

[3] 参见(2020)冀01民终1927号民事判决书。

权投资关系的情况下,若如实定性,将有损债权人的利益,此时,法院并不会将当事人之间的关系认定为债权投资,而是以股权投资关系定性,以保护债权人的合理信赖。〔4〕

债权投资的认定较股权投资更为复杂,为了识别当事人的隐藏行为,除了固定投资回报和不参与公司经营外,法院往往还会考虑投资方是否办理了股权过户手续,其他合同中关于债权债务关系处理的意思表示,如投资款的数额、使用期限与在先债权相一致等。部分法院会在股权投资关系的基础上进一步论证是否违反民间借贷的强制性规定,是否违反相关行业规范。〔5〕对于回购条款效力的认定,主要是从是否违反法律、行政法规的强制性规定,是否构成抽逃出资,损害公司债权人利益的角度展开。〔6〕

此外,部分案件并未直接以股、债对当事人的法律关系进行界定。而仅从涉案合同的合法性认定出发,明确相关合同是各方真实意思表示,且不违反法律、行政法规的强制性规定,对缔约各方均具有约束力。在投资方已完成增资入股的义务之后,回购义务人也应当依约进行股权回购。〔7〕

梳理上述案例可以看出,无论将明股实债交易认定为何种法律关系,都是立足融资合同探究当事人的真实意思表示,如约定究竟体现了股权交易形式还是债权交易结构、合同对投资款项性质的确认、股权转让的价款设置是否合理等。区别在于认定为股权交易的案件中更强调“形式重于实质”,认为除合同之外,应当结合股东名册、工商登记、参与公司经营管理的情况等外部表现形式进行认定,即使股权转让的系列行为存在担保的可能,也不影响股权交易的性质认定。在涉及外部债权人的情况下,更强调外部债权人信赖利益的保护,通常不推翻股权投资的性质认定。认定为债权交易的案件,则更注重揭示当事人交易实质的证据的适用,如股东会决议、转让股权之上是否设有抵押、担保等。由于对明股实债案件债权性质的认定突破了股权投资的表象,对相关证据的证

---

〔4〕 参见(2019)浙0681民初1875号民事判决书。

〔5〕 参见(2019)冀11民初60号民事判决书;(2018)鄂民初51号民事判决书。

〔6〕 参见(2018)苏1182民初849号。

〔7〕 参见(2019)粤0106民初19710号民事判决书。

明力要求更高,法官的裁决也更为审慎。

综观 2017~2020 年的明股实债案件,涉及外部第三人的案件较少,通常情况下,在证据表明当事人的真实意思表示为债权投资时,若无合同无效的情形,一般依照当事人的内心真意认定。只有在当事人的债权投资主张与相关协议的约定、明股实债的要件不相印证时,才以股权投资关系定性。但是,由于法律、行政法规的缺位,法官并非严格以固定投资回报和不参与公司经营作为认定“明股实债”的依据,从而可能出现类似案件但裁判结果不同的情况。此外,也有部分案件的裁判抛弃了对股、债的区分,直接基于合同文本从合同效力角度展开分析,从某种意义上,这样的分析跳脱了股债二分的理论局限,但就目前的法律实践而言,这样的裁判逻辑更多表明了法官主动放弃了对案件涉及的错综复杂的交易模式、法律关系和利益纠葛的裁量和判断,有懈怠之嫌。当然,在行政监管的强势规范逻辑之下,法院也并未丧失其独立的裁判思维,如四川万和建设有限责任公司诉四川省安岳县教师进修学校项目投资合同纠纷一案中,在监管规范明确禁止 PPP 投资模式的情况下,法院并未依照有关禁止性规范否定 PPP 项目投资合同的效力,而是基于《合同法》第 52 条进行判断,认可了固定回报条款的有效性。<sup>[8]</sup>

综上,针对明股实债案件,司法裁判其实并无相对统一的裁判标准,这样:一来对法官的专业能力要求提高,法官个人专业素养对法律关系认定的影响加大;二来也降低了当事人对相关模式安排可能面临的司法后果的可预测性,当事人的权利义务处于相对不稳定的状态。对此,当务之急是厘清案件的裁判思路。

## (二) 司法介入的尺度把握:能动主义与形式主义的平衡

国家强制和私法自治的尺度把握是一项难题,司法裁量和公司自治作为公私界分的两大代表,司法介入公司治理的合理性实现亦未明朗化。<sup>[9]</sup> 明股实债作为公司的投融资模式,属于公司自治的范畴,司法介入的立场问题亟待明确。

[8] 参见(2018)川 20 民终 192 号民事判决书。

[9] 参见邓辉:《公司法中国家强制》,中国政法大学出版社 2004 年版,序言。

### 1. 司法介入的原则:司法谦抑

明股实债作为公司的私人秩序结构,体现的是公司和投资者的自主意志,运行自有公司内部机制保障。因其引发纠纷时,公司往往也可根据公司章程中的内部争议机制予以解决。司法应当对公司章程保持谦抑的态度,尊重公司章程对争端解决的具体安排。尤其是在纠纷并不涉及外部关系时,在各方主体已确定了解决纠纷的治理结构时,司法不应介入。<sup>[10]</sup>同时,法官对明股实债的商业判断并不具有经验和知识上的优势,许多情况下法官对其中复杂的商业判断、精细的结构设计采取了简单粗野的业余方法。<sup>[11]</sup>破解这一问题,就需要司法对公司商业判断的尊重,不可以市场机制和公司治理的缺陷为司法介入合理性的获得背书。当然,若明股实债安排违反法律强制性义务或法定义务,毋庸置疑,司法有权介入争端解决。

### 2. 司法介入的前提:穷尽内部救济

司法介入公司治理应自内而外,穷尽公司内部救济手段。<sup>[12]</sup>明股实债纠纷解决机制的建构也应自内而外。如果说司法谦抑使得公司内部争端解决机制在纠纷解决中取得了优先地位,那么,内部机制无法发挥作用之时,即司法介入的正当之时。只有当内部解决机制失灵,各方利益对立和矛盾冲突超出可控范围之外,甚至造成公司僵局时,司法才能以明股实债的合同规范为基准介入。即便是在涉及外部债权人的破产纠纷中,也应以《破产法》下的债权人会议为厘清剩余财产分配的首要选择。这样一方面可以充分灵活地发挥公司内部各项治理机制的作用,使内部机制在不断地实践运用中自我完善,实现内部机制的良性循环,避免公司治理的僵化。另一方面也可以降低法院的诉讼压力,节约司法资源、提升司法能效。对于公众公司,穷尽内部救济不仅包括公司内部治理机制,还囊括了公司自律管理手段、行政监管手段。在明股实

---

[10] 参见管欣荣:《我国司法介入公司治理的迷惑及对策——华尔街金融危机背景下的新思考》,载《政法论坛》2009年第4期。

[11] 参见[加]布莱恩·R·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347页。

[12] 参见马俊彦:《“公司自治”与“司法强制”关系辨析》,载《宁波大学学报》(人文社会科学版)2019年第3期。

债监管政策盛行的当下,司法介入更应慎之又慎。

### 3. 司法介入的要求:能动、灵活

司法作为公平正义的最后一道屏障,当公司自我调节机制、金融监管机制失灵之时,司法理应以强势的地位矫正混乱失序的市场环境。司法能动主义倡导司法应当积极回应社会现实,发挥司法推动社会进步、实现社会公正的积极作用,对司法作用的最优发挥意义重大。<sup>[13]</sup> 将司法能动主义应用于明股实债纠纷处理之中,包含以司法能动激发该模式积极影响的美好愿景。具体而言,即便司法不得不介入,法官也应基于能动司法的考量,发挥对案件管理、控制的权力,在当事人之间积极协调,促成各方当事人的和解,以降低诉讼成本,促使当事人重建互信、重新实现合作发展,实现良好的社会效果。在具体的案件审理过程中,由于明股实债纠纷可能涉及多方法律关系,对其的处理应当从团体法的性质出发寻求解决之道。面对纠纷中可能出现的个体私益和公共利益的冲突,司法也应坚持能动、灵活处理,认真行使自由裁量权。回归明股实债的本质,作为利益各方自发自生的秩序安排,<sup>[14]</sup> 法官在依法裁判的过程中应给予充分的尊重,在尊重市场规律的前提下以司法的强制性、可预测性、能动性推进公司自治、服务金融创新。

## 二、明股实债的司法审查:公共政策衡量与标准选择

明股实债作为典型的商事投资法律行为,具有极高的专业性和创新活力,对其的管制一般通过司法介入和金融监管实现。理论上,二者各司其职,在各自的边界范围内实现对明股实债的规范和管控。但事实上,基于我国当前的法制现状和政策环境,政策热情很大程度上侵蚀了司法理性,干扰了司法的中立性和独立性。为此,必须厘清金融监管和金融审判的关系,明确相关政策在司法审判中的地位和角色,在二者的

---

[13] 参见季金华:《司法能动与司法公信的应有关系模式》,载《甘肃政法学院学报》2014年第2期。

[14] 参见[英]哈耶克:《法律、立法与自由》(第1卷),邓正来等译,中国大百科全书出版社2000年版,第184页。

协调配合中实现最优的政策效果和裁判结果。

### (一) 明股实债的金融监管政策立场

当前我国的法律法规并未对明股实债这一投融资模式进行规制,仅在国家部委和金融监管机构层面明确了审慎监管的基本态度。比如,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《资管新规》)明确了资产管理业务是金融机构的表外业务,不得承诺保本保收益,打破刚性兑付,强调消除多层嵌套,抑制通道业务。证监会出台的《上市公司证券发行管理办法》、《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》和《上市公司非公开发行股票实施细则》(以下简称《再融资新规》)明令禁止保底保收益或变相保底保收益的承诺。2008年银监办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》明确了对以投资附加回购承诺的方式发放房地产贷款的禁止性规定。在保险领域,原保监会《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》更是直接指明严防以明股实债的方式进行企业股权投资。财政部、发改委出台的系列通知、办法也对PPP项目资本金的来源提出了要求,明确反对以注入明股实债模式股权资金的方式增加地方政府的债务风险,国有金融企业也不得对存在明股实债融资安排的PPP项目提供融资。<sup>[15]</sup>对于非金融企业投资金融机构,明股实债也被排除在合规的资金来源之外。<sup>[16]</sup>

综合上述监管政策可知,对于明股实债这一融资模式,整体上是有限制为主。究其缘由主要有以下几点:首先,从明股实债的本质上来说,其对投融资的安排虽然具有股权投资的外观,但却违背了股权投资“利益共享,风险共担”的基本属性。为了确保回购条款的实现、保障投资安

---

[15] 具体规范包括:2015年中华人民共和国财政部《政府投资基金暂行管理办法》、2015年中华人民共和国财政部《关于进一步做好政府和社会资本合作项目示范工作的通知》、2017年中华人民共和国财政部、发展改革委、司法部、人民银行、证监会、银监会《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》、2018年中华人民共和国财政部《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》。

[16] 中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》规定,“企业投资金融机构应当以自有资金出资,资金来源真实合法,不得以委托资金、负债资金、‘名股实债’等非自有资金投资金融机构”。

全,投资方往往会在回购条款之外附加对控制权、融资方收益的特殊约定。投融资协议中对投资方介入公司经营管理程度的规定,影响了企业的治理,也存在损害公司及其他债权人利益的风险。其次,明股实债模式的适用意味着监管套利的滋生。以银行业为例,当前我国商业银行向企业进行股权投资受到《商业银行法》的限制,银行资金利用需求难以满足,加之商业银行贷款进入相关领域的管控和阻碍,银行向有关项目、企业注资需要借助第三方通道。这就为私募基金、信托计划发挥通道作用、收取通道费,分取投资收益提供了契机。最后,明股实债活跃在资本市场的各个领域还意味着系统性风险的潜滋暗长。一方面,若采用明股实债融资模式的企业的会计审计和信息披露不到位,债权人可能无法准确把握企业的债务状况,企业存在债务融资过度、偿债能力弱化的风险。另一方面,明股实债内涵债务属性,若企业无法在其存续期间内消解其带来的债务风险,很可能造成实体经济财务杠杆系数增大。在经济下行的总体趋势下,极易诱发系统性风险。

## (二)“强监管,弱司法”权力配置的现实审视

在“防范化解重大金融风险”的公共政策背景下,目前的资本市场正处于“强监管”的政策周期。无论是以《资管新规》为代表的管制型规范文件的密集出台,还是以穿透式监管为主轴的执法实践,均映射出强监管的制度逻辑,这种政策背景无疑对明股实债的司法裁判产生了深刻影响。

### 1. 立法空白下的金融政策主导格局

资本市场瞬息万变,相较于法律法规,更具有及时性、灵活性的金融政策成为更具有现实指导意义的规范性文件,在某种程度上,其地位甚至取代了法律法规。纵览我国的《公司法》《证券法》《商业银行法》等效力层级较高的法律规范,不难发现,其中对明股实债融资模式并无直接着墨。在行政法规层面,仅有国务院的有关通知对这一问题有所涉及。<sup>[17]</sup> 其缘由在于高位阶的法律规范内容抽象、修订程序烦琐,很多时

---

[17] 例如,国务院《关于开展第四次大督查的通知》(国发明电〔2017〕1号)明确要“严控‘明股实债’等变相举债行为情况”;国务院办公厅《关于印发互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》强调“股权众筹平台不得发布虚假标的,不得自筹,不得‘明股实债’或变相乱集资”。

候无法准确、及时地回应灵活多变的市场需求,这就使明股实债处于法律法规的真空地带。然而,审慎监管的要求使金融监管机构无法无视其潜在风险,放任此种模式横行市场。由此,证监会、银保监会、原保监会等金融监管机构出台了大量政策文件,就PPP项目、证券发行、非金融企业投资金融机构等投融资行为中的明股实债问题有针对性地设置了禁止性规范。<sup>[18]</sup>证监会《关于加强私募投资基金监管的若干规定》就明确指出“严禁使用基金财产从事借(存)贷、担保、明股实债等非私募基金投资活动”。此外,以上海证券交易所、证券投资基金业协会为代表的行业规范也明确反对通过明股实债模式进行变相融资。<sup>[19]</sup>当立法的空白遇上强监管,法官的纠纷处理也面临极大的挑战,若无视监管政策,则可能削弱政策的权威性和执行力,自由裁量权也可能由于缺乏法律依据而失控;若配合监管政策,则可能由于政策的反复而出现裁判标准的反复。

## 2. 司法僵化下的裁判规范供给

作为深受大陆法系影响的国家,我国司法裁判恪守成文法思维,依法裁判原则的践行较为僵化,创造性适用法律的空间十分有限,叠加法律滞后、立法缺失的现状,法官对金融创新的理解和认知十分有限,往往难以作出准确公正的裁断。此时,及时快速又顺应时势的监管政策就成为法官裁判依据的重要来源。就目前看来,司法监管化,以监管政策作为审理案件的标准和依据是主要趋势。<sup>[20]</sup>例如,依据原《合同法》第52条第4款的规定,将社会公共利益与政策目标相结合,导向对保底收益、刚性兑付的否定态度,最终得出明股实债的合同安排由于会危害金融安

---

[18] 例如,中国证券监督管理委员会《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定(2020年)》指出要加强对明股实债行为的监管;中国银保监会《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》禁止以各类“明股实债”、收(受)益权或其他“伪创新”规避监管规定。

[19] 例如,上海证券交易所《政府和社会资本合作(PPP)项目资产支持证券信息披露指南》要求管理人和律师事务所核查PPP项目是否存在政府方采用固定回报、回购安排、明股实债等方式进行变相债务融资的情形,并在相关发行文件中发表明确意见;中国证券投资基金业协会《关于发布〈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〉的通知》把以“名股实债”的方式受让房地产开发企业股权作为不予备案的情形之一。

[20] 参见黄韬:《公共政策法院——中国金融法制变迁的司法维度》,法律出版社2013年版,第109页。

全、破坏金融秩序,进而损害社会公共利益而无效的结论。这样虽然统一了司法审判和金融监管对于该融资模式的基本态度,实现了防范化解金融风险的力量叠加,但也蕴含法律效力位阶的争议和司法独立受损的问题。<sup>[21]</sup> 伴随 2019 年《全国法院民商事审判工作会议纪要》的出台,法院以违反监管规章为由否认合同效力的障碍也在逐步清除,<sup>[22]</sup> 但需综合监管强度、交易安全保护及社会影响对规章是否涉及公序良俗进行谨慎衡量并充分说理论证。结合《民法典》第 153 条第 2 款的规定,监管规范、公序良俗、合同无效三者实现了规范连接。以证监会出台的《再融资新规》为例,<sup>[23]</sup> 根据该规则,若上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东向发行对象作出保底保收益或变相保底保收益承诺或直接或间接向发行对象提供财务资助或者补偿,基于对明股实债行为监管的需要,法院可以通过论证该行为违反监管规范,危及金融安全、破坏市场秩序进而违背公序良俗来否定相关合同的效力。

### 3. 权能分配体制下的司法监管化

司法监管化是在强监管的背景下,司法逐渐向金融监管政策靠拢,将金融监管的政策目标作为司法裁判的重要考量的一种司法裁判趋势。<sup>[24]</sup> 以上海市高级人民法院 2018 年发布的《关于落实金融风险防范工作的实施意见》(以下简称《意见》)为例,《意见》指出,要“密切与行业监管等部门的沟通联系,推进完善金融纠纷多元化解决机制建设”,同时要“审慎处理金融创新产品引发的金融纠纷案件。对不符合金融监管规定和监管精神的金融创新交易模式,或以金融创新为名掩盖金融风

[21] 参见沈伟、李术平:《迈向统一监管的资管新规:逻辑、工具和边界》,载《财经法学》2019 年第 5 期。

[22] 《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 31 条明确规定:“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。”

[23] 为加强对明股实债行为的监管,《再融资新规》规定:“上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东不得向发行对象作出保底保收益或变相保底保收益承诺,且不得直接或间接向发行对象提供财务资助或者补偿。”

[24] 参见赵尧:《金融司法监管化的逻辑审视》,载《华中科技大学学报》(社会科学版)2020 年第 5 期。

险、规避金融监管、进行制度套利的金融违规行为,及时否定其法律效力,并以其实际构成的法律关系确定其效力和各方的权利义务”。在具体的司法实践中,也已有以证监会规定为基础,推理得出协议违背公序良俗、损害公共利益而无效的案例。佳晔苕清公司诉铁龙公司委托理财合同纠纷案中,上海市金融法院就曾指出,虽然《中国证监会通报证券公司融资融券业务开展情况》非行政法规,不符合原《合同法》第52条第5项关于合同无效情形的规定,但这一规定是在2015年股市特定背景下出于强监管的需求出台的,对于控制金融风险,维护经济秩序意义重大,当事双方通过通道业务规避监管的行为扰乱了市场秩序、增加了金融风险,损害了社会公益,属于原《合同法》第52条第4项规定的合同无效情形。<sup>[25]</sup>

由此可知,监管规范对于明股实债的否定态度,可能会成为法院否定其合同效力,探寻实际法律关系的重要依据。这样虽然确保了二者在法政策上的一致性,实现了以司法规制手段强化金融风险化解的目标,但也带来了负面影响。一方面,司法的可预测性受到冲击。统一裁判标准,提高法律适用的可预测性是司法的应有之义。<sup>[26]</sup>可预测性意味着该交易模式下各方主体可以根据已有案例形成内心的裁判预期并化为自身交易结构设计的指导。但司法监管化下,判决结构处于相对不稳定的状态。在这种不稳定的状态之下,当事人的信赖若被频繁打破,不仅会危害诉讼各方的权利,还可能使市场主体之间整体性的信任关系被破坏,道德风险随之滋生。另一方面,金融创新活动遭受压制。明股实债作为投资各方当事人针对公司融资构建的创新性安排,诚然触及了金融监管的底线,触发了诸多金融风险,但以金融监管为标尺,严格否认其合同安排的效力,将大大压缩市场主体意思自治的范畴,金融创新也将由于不符合司法监管化下的秩序要求受到阻碍。

### (三) 金融监管与司法裁判的角色定位厘清

随着社会经济的发展,我国社会异质化的进程也在逐步加快,异质

[25] 参见(2019)沪74民终233号民事判决书。

[26] 参见申鸣阳:《强监管背景下的金融司法——以金融合同效力裁判为视角》,载《北方金融》2019年第12期。

化的体现之一就是社会系统功能的分层化,如实现社会治理和政策目标的政府系统、适用法律法规、维护社会公平正义的法律系统,促进市场经济发展、维护资本市场秩序的经济系统等。<sup>[27]</sup>金融监管与司法裁判作为不同社会系统的重要组成,理应基于各自的功能定位发挥应有的作用。

### 1. 监管政策与司法的内在差异:多变性与稳定性

金融监管政策的态度与社会经济的发展密切相关,并随着实体经济的发展变化不断进行调整。相反,司法基于其权威性和导向性,始终处于一个较为稳定的状态。今日为监管明令禁止的明股实债,其价值可能在未来得到认可。加之其交易结构的存续期间可能长达数年之久,若在这期间出现政策的反复而司法又以政策为导向,不同时期的合法性认定不同,前后案件的裁判很可能出现巨大差异,由此造成当事人之间不稳定的预期,很可能加剧违约风险和道德风险。因此,在相关案件中,司法应当与监管保持适当的距离,尊重彼此的功能定位。<sup>[28]</sup>就监管而言,应当及时、灵活地对经济形势做出反应,促进信息披露落实、强化监管科技的适用、加强监管协作,尽可能避免“穿透式”监管下的公私冲突调整;对司法来说,则应稳定、克制,克服多变的监管政策给审判带来的压力和挑战。

### 2. 金融行业视野下的合法与合规

传统行业中,合法与合规的概念似乎并无太大的差别。但在金融业下,却是属于不同领域的两个问题。合法主要指符合法律、法规的强制性规定,合规则是在有关法律规范之外,强调金融机构对于监管规定、经营规则、行业准则和职业道德的遵守。<sup>[29]</sup>合法与合规的侧重差异同时也体现了监管与审判的关系定位。当前银保监会等金融监管机构针对保底条款和刚性兑付的不认同反映出了监管对明股实债模式的反对态度。基于稳定金融秩序、营造安全资本市场环境而言,监管政策的此种设计无可非议。但立足于司法角度,是否有必要为了维护金融稳定这一公共利益而模糊合法和合规之间的界限呢?答案显然是否定的。一方

---

[27] 参见郑智航:《最高人民法院如何执行公共政策——以应对金融危机的司法意见为分析对象》,载《法律科学》2014年第3期。

[28] 参见马荣伟:《金融监管与金融审判的冲突与合作》,载《银行家》2010年第2期。

[29] 参见陈瑞华:《中国金融监管机构确立的合规体系》,载《中国律师》2019年第8期。

面,金融监管基于审慎监管的考量,制定的监管政策往往远高于《公司法》等法律、法规的要求,客观上存在违反《公司法》的情形,审判中对各类金融监管政策性文件的适用很可能背离《公司法》的立法宗旨和具体规则。明股实债中固定收益的安排固然违反了监管规范,但若未突破“风险共享、利益共担”原则,未违背公序良俗,法院在裁判时便应根据《公司法》的基本规定,严守公平、自愿原则,合理确定各方权利义务,尊重当事人之间的意思自治。另一方面,若明股实债纠纷可通过监管机构的合规监管解决,司法也无须越俎代庖,过分干预。即便司法不得不介入其中,也应当在辨析金融秩序和意思自治的关系的基础上构建出合理的裁判体系。若金融监管和司法裁判逻辑趋同、目的趋同,那么,行政与司法的相互制约作用也就无法有效发挥。<sup>[30]</sup>

### 3. 明股实债司法裁判标准的理性选择

一方面,要合理界分监管与司法,保证司法独立。“监管的归监管,司法的归司法”,这是进行明股实债司法裁判的重要前提。若纠纷可在金融监管纠纷解决体系中解决,则由其处理。若司法不得不介入,也应处理好监管和司法的关系,不可使司法成为监管的附庸。司法独立性是司法权威维护的内在动力,在进行司法裁判时,应当有统一而稳定的价值判断和裁量标准,保持定力。首先,综合利用多种法律解释、法律推理的手段,从监管政策中提取出蕴含的可适用于案件裁判的法律规则。<sup>[31]</sup>其次,在审理中尽可能地平衡当事人意思自治和金融监管之间的关系,以司法裁判助力金融创新实践,维护市场秩序。最后,若要在裁判中适用“社会公共利益”“诚实信用”等较为抽象、笼统的法律原则时,更应格外谨慎,重视说理和论证,确保裁判结果既符合法律体系内部的规范要求又不颠覆大众基于一般理性人的认知。当然,若能通过法律、法规的出台,统一金融监管标准,不仅能实现各部门的监管合作,更好地协调金融政策与产业政策、财政政策的关系,共同助力社会主义市场经济发展,还可以减轻司法裁判的压力,发挥司法对金融体系的保障作用。

[30] 参见王玥:《认真对待“刚性兑付”——资管新规与“刚性兑付”效力认定的裁判思维》,载《经济法论坛》2019年第1期。

[31] 参见马荣伟:《金融监管与司法审查的边界》,载《中国金融》2018年第20期。

另一方面,在涉及公共政策时,在裁判说理中应强调比例原则的运用。公共政策若可以先行转化为立法再适用于司法固然是上佳政策,但基于立法成本、体系协调、系统分工等考量,许多政策并不适合立法转化。此时,法院进行司法裁判若想适用公共政策,就应当优化裁判技术,进行充分的说理、论证。<sup>[32]</sup> 具体而言,应从政策本身出发,依据比例原则,根据合宪性、合目的性、均衡性三个维度来确定公共政策是否适用于明股实债案件。合宪性是公共政策得以成为司法裁判依据的首要前提,只有公共政策具有合宪性,法官才能通过法律的符码将其转换适用。<sup>[33]</sup> 同时,可以适用的公共政策应当与法律、行政法规等上位法具有一致性,以合法性获得法理上的正当性,不可违反《公司法》《证券法》等上位法的规范,损害当事人权利、增加当事人义务。就合目的性而言,监管政策规范是否可以实现其政策目标,政策目标与基本法益是否一致,是能否适用于司法裁判的重要参照。具体到明股实债纠纷,则要考虑政策是否平等考量了各方利益,是否统筹兼顾了内部关系与外部关系,是否有效协调了金融创新保护与金融秩序维护之间的关系,是否有助于资本市场的良好运行。目前看来,监管规范中“明股实债”之前的谓语往往是简单的“严控”“不得”“制止”,对该类规范的直接适用将跳过上述全部考量,法官说理论证中只有结合具体交易架构补齐这一环,才能使政策规范服务于法益实现。均衡性维度主要强调适用公共政策是否可以达到最优的司法效果。如不适用公共政策,仅依靠现有法律规范,很可能造成不公正合理的裁判结果。存在相互冲突的多项法益时,若要为了保护其中一项法益而侵害另一法益时,也不可超过必要的限度。<sup>[34]</sup> 法官裁判之时固然可以基于维护金融秩序、社会公益的考量以违背公序良俗为由否认合同效力,但必须论证除此手段之外无其他路径可以实现公共利益维护,且对当事人意思自治和金融创新的侵害在合理范围内,不会过度损害当事人权益,也不会造成其他负面传导效应。而事实上,金融审判对明股实债合同效力的否定是把“双刃剑”,并不必然有助于金融安

[32] 参见苏盼:《司法对金融监管的介入及其权力边界——以金融贷款利率规范为例》,载《上海财经大学学报》(哲学社会科学版)2019年第3期。

[33] 参见前注[27]。

[34] 参见谭清值:《公共政策决定的司法审查》,载《清华法学》2017年第1期。

全维护,也可能导致金融风险的爆发,在金融活动外部性特征的作用下快速传递到金融市场的其他领域。

### 三、“类案同判”与明股实债案件裁判的体系化

#### (一)深化司法体制改革进程中的“类案同判”

深化司法体制改革,建设社会主义法治国家,是推进国家治理体系和治理能力现代化的重要举措。司法体制改革的持续推进应当以公正为标尺,实现“努力让人民群众在每一个司法案件中都感受到公平正义”的价值目标。“类案同判”为人民群众理解司法公正提供了最为直观的评判标准,也对司法裁判形成了强有力的约束。<sup>[35]</sup>

##### 1. 形式正义实现的内在要求

将后案沿袭相类似的前案的裁判思路是基于“类案同判”自身所具有的内在的善的价值考量,“类案同判”所遵循的“类似案件类似处理,不同案情不同处理”的内在逻辑对于形式正义的实现意义重大。司法裁判的核心在于依法裁判,但在具体案件中适用时依然需要将抽象的法律条文具体化。具体化的实现离不开类型化的推理方式,通过对先例所蕴含的逻辑进路、推理方法、基本程序的沿袭实现同类型案件的审理,是司法特有的方法、程序和过程。<sup>[36]</sup>这一具体化的路径体现了“类案同判”所追求的形式正义并不在于追求两个不可能完全相同的案件的统一结论,而在于案件审理过程中裁判逻辑、方法、程序一致性的实现。形式正义这一核心价值,作为沟通“类案同判”和司法性质的内在纽带,一方面在“类案同判”的践行中得到彰显,另一方面也为“类案同判”成为司法解释基本遵循和司法的构成性义务提供了价值依托和地位保障。

##### 2. 司法效能与公信力的提升手段

“类案同判”具有提升可预测性、限制法官自由裁量权的工具性价值,有助于司法规范化和公众合理信赖的实现。“类案同判”的审理思

[35] 参见孙海波:《“同案同判”:并非虚构的法治神话》,载《法学家》2019年第5期。

[36] 参见泮伟江:《论指导性案例的效力》,载《清华法学》2016年第1期。

维使得法官无法依据自己的主观认知随意裁判,而需依循在同类案件的审理过程中基于反复适用而形成的共识性规则和基本逻辑进行事实认定和价值判断,这样一来约束了法官的裁判行为,避免了法官裁判的专断性和随意性;二来法官处理同类案件的效率有效提升,司法资源的配置也更为合理。“类案同判”的裁判规则之下,案件审理的可预测性也得到了提高,基于同类案件先例的存在,人们可以根据过去的裁判实践推测自己所处诉争中的权利义务状况和纠纷解决趋势,且拥有充分的理由信赖在先的裁判规则会一以贯之得适用到本案中。基于此,公众的合理信赖将促使法官“诚信裁判”。<sup>[37]</sup>同时,判决的可预测性也使得人们有了裁判指引。“类案同判”原则之下,当事人采取明股实债这一投融资模式时将基于可能产生的裁判后果进行更为审慎和规范化的设计。

## (二) 明股实债案件裁判体系的构建

2019年出台的《全国法院民商事审判工作会议纪要》中对民商事审判中正确审判理念的树立明确了方向,强调了对契约自由、意思自治、诚实信用、公序良俗等基本审判原则的辩证理解,认可了以同案同判思维统一裁判尺度的基本路径。其中对于民商事审判与行政监管的关系、外观主义的适用的表述更是为明股实债案件统一裁判体系的构建指明了方向。

### 1. 穿透式审判思维下的当事人真意探寻

“穿透式”条款源自美国《1940年投资公司法》和《1940年投资顾问法》中的“穿透规则”,指的是探求本质,实现规范目的的法律条款。<sup>[38]</sup>同理,穿透式审判思维强调的是在“实质重于形式”原则的指导下,在司法裁判中尽可能“发现事实”,确认当事人的真实意思表示和真实法律关系。

#### (1) 真实法律关系探求

在明股实债投融资模式下,投资方认购、投资入股、退出的过程当中,当事人之间存在数份合同,这些合同体现了当事人的合意,蕴含当事

---

[37] 参见孙海波:《“同案同判”与司法的本质——为依法裁判立场再辩护》,载《中国法律评论》2020年第2期。

[38] 参见王妍、赵杰:《“金融的法律理论”视域下的“穿透式”监管研究》,载《南方金融》2019年第5期。

人的真实意思表示。对当事人真实法律关系的认定,也应当从合同着手。在港城置业与新华信托的破产债权确认纠纷中,双方《合作协议》中约定的投资方式为投资入股,属于股权投资的范畴。关于退出机制,双方并未直接在《合作协议》中约定,而是在《信托资金合同》中明确资金以获得分红或减资、股权转让、收益权转让的方式退出。这些方式明显不属于债权投资的退出途径,而恰恰符合股权投资的退出要求。综合合意达成、资金进入、资金运行、资金退出的全过程判断,本案应当为股权投资。<sup>[39]</sup>相反,在新华信托与江峰房产合同纠纷中,《合作协议》不仅约定的投资入股的款项严重不合理,相关内容还被置于《借款合同》项下,且在《收益权转让合同》中,双方约定的退出模式为由江峰地产回购收益权。综上,法院有理由认定双方的真实意图为债权投资。<sup>[40]</sup>

上述过程是法院平衡双方当事人权利的一个过程,不同的性质认定将会直接影响双方当事人的权利、义务状态。当事人出于维护自身利益的考虑,必然会将事实和证据导向有利于己方的立场,甚至歪曲交易目的。因此,法官必须从数份合同中梳理出当事人合同订立时的真意,实现双方当事人的利益平衡。具体来说,可以根据主合同具体条款、是否行使股东权利、股权转让价款、是否设有固定收益回报、抵押担保设置情况等客观证据综合认定。

在具体的案件中,股东权利行使的意义也存在争议。当事人可能会主张实际行使股东权利、介入公司经营管理是为了确保公司债权的实现,但这种主张的合法性和合理性有待商榷。因为无论是股东权利的行使,还是公司经营管理的参与,都不是传统意义上外部债权人担保债权实现的正当形式,若法院肯定这种主张,那么,首先应当赋予一般外部债权人以参与公司经营等方式监督债权实现的权利,再将其作为明股实债模式下债权投资关系成立的论据。既然目前此项权利未及于一般外部债权人,那么当事人的主张就不应得到认可。此外,混合型投资工具的出现,股债融合的兴起,<sup>[41]</sup>也为案件审理中股与债的界分造成了阻碍。

[39] 参见(2016)浙0505民初1671号民事判决书。

[40] 参见(2014)渝高法民初字第00010号民事判决书。

[41] 参见李安安:《股债融合视域下的公司治理:现实检讨与法制回应》,载《西南民族大学学报》(人文社会科学版)2020年第4期。

在司法实践中,应当注意区分股权投资表象下的债权投资和优先股,避免二者混淆下错误的法律关系认定。对于这一点,应当注意公司股权结构的信息披露,明确优先股的具体安排。

## (2) 虚伪表示下隐藏行为的合法性分析

根据《民法典》第146条的规定,<sup>[42]</sup>双方的表示若不符合内心,而是合谋捏造出的虚假表示,那么,虚假表示所指向的民事法律行为无效。但基于其虚假表象下隐藏着的真实合意实施的法律行为的效力则应根据法律对相应的法律行为的规定处理。明股实债模式便是在股权投资虚伪表示下隐藏的债权投资模式,其真实的法律关系为借贷法律关系。因此,对其合同效力的认定本质上是对当事人借贷关系是否合法有效的认定。在“宝云公司诉植享公司”一案中,法院在认定原告的投资行为属于明股实债后,便依据最高人民法院《关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》(以下简称《规定》)第11条对《投资协议书》的效力进行判断,确认双方存在企业间的民间借贷法律关系。<sup>[43]</sup>总之,当非金融机构作为放贷主体时,《规定》是认定当事人之间债权投资行为是否合法的主要依据。从用途来看,明股实债的资金应用于企业的生产经营而非基于其他目的。从来源上看,资金不得为投资方套取金融机构信贷资金又高利转贷给目标公司,不得为目标公司知情或应当知情的情况下,由投资方向其他企业借贷或本单位职工集资又转贷给目标公司。此外,还应考虑利率限制、公序良俗、国家限制经营或特许经营及其他违反法律、行政法规效力性强制性规定等要素,综合判断明股实债合同的效力。<sup>[44]</sup>当金融机构作为放贷主体时,则应关注关于金融借贷的特殊规定。<sup>[45]</sup>

[42] 《民法典》第146条规定:“行为人与相对人以虚假的意思表示实施的民事法律行为无效。以虚假的意思表示隐藏的民事法律行为的效力,依照有关法律规定处理。”

[43] 参见(2019)冀11民初60号民事判决书。

[44] 参见杨立新:《民间借贷关系法律调整新时期的法律适用尺度——〈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〉解读》,载《法律适用》2015年第11期。

[45] 例如,根据最高人民法院《关于进一步加强金融审判工作的若干意见》(法发[2017]22号)精神,金融借款合同的借款人以贷款人同时主张的利息、复利、罚息、违约金和其他费用过高,显著背离实际损失为由,请求对总计超过年利率24%的部分予以调减的,应予支持。

### (3) 股权回购条款的效力认定

一般来说,回购条款的设置不会违反法律、行政法规效力性的强制性规定,但对于回购义务人的选择依然需要慎重。目标公司和股东都是常见的回购主体,受《公司法》第142条规定的限制,目标公司回购所受争议颇多。对此,需要明确的首要问题是对股权回购进行限制的目的是什么?目标公司进行的回购是否会损害此项法益?针对股权回购的限制的根本目的在于确保资本维持,保护债权人利益。股权回购损害债权人利益的构成要件:一是通过股份所得向股东返还了财产;二是返还财产的行为减损了公司资本。<sup>[46]</sup>对于明股实债中的股权回购而言,只要股权回购不损及公司资本,债权人即无法以利益受损为由否认回购条款的效力。若回购条款中还附有确保偿债能力和持续经营能力的证据和内容来佐证回购后依然能保障债权人债权的实现,则可更为灵活、弹性地认定回购条款对债权人权利的影响。至于股东回购,则相当于股东间的股权转让,不影响公司资本维持原则,不侵害债权人利益,原则上应认定其有效。<sup>[47]</sup>

## 2. 交易安全保护下外观主义的审慎适用

### (1) 第三人合理信赖保护

外观主义作为商事审判中重要的裁判原则,主要指第三人由于信赖某项与真实情况相悖的权利或法律关系的虚假外观而为法律行为时,应当对其善意的信赖予以保护,核心在于以保护第三人的信赖利益实现交易的便捷、安全。在涉及第三人的情形下,明股实债的纠纷应当优先适用外观主义原则。在具体的认定中,一方面,需要有权利外观的存在,即投资方已作为目标公司的股东被记载于股东名册、公司章程,办理了工商登记;另一方面,第三人基于对权利外观善意的合理信赖进行投资或处分。<sup>[48]</sup>在新华信托与港城置业的破产债权纠纷中,新华信托成为港城置业股东的外观向外部不特定的第三人传达了积极信号,即港城置业

[46] 参见张保华:《债权人保护:股份回购资金来源限制的法律漏洞及其填补》,载《证券市场导报》2020年5月号。

[47] 参见吴潇敏、孙美华、郑扬:《“名股实债”的司法裁判路径探析——以“新华信托—港城置业”案为例》,载《法律适用》2019年第12期。

[48] 参见刘胜军:《论商事外观主义》,载《河北法学》2016年第8期。

是一个具有良好市场发展前景和风险控制能力的企业。基于这一信号,外部第三人显然更乐于与港城置业发生交易。若企业发展良好,这份信赖将会持续存在,但一旦企业破产,导致其他债权人产生错误信赖的新华信托却可以基于当事人意思自治的原则而作为债权人受偿,这样的结果对其他外部债权人显然极为不公平。在确认属于外观主义原则适用的情境后,就应当优先保护善意第三人的利益,依照商事外观显示的权利义务关系对案件进行裁判,至于隐藏事实当事人权利的冲突、利益的损失,则由其双方在内部关系中处理。当然,第三人的投资、处分行为主观上不得为故意或重大过失。这是因为,若赋予商事外观主义以绝对的权威,很可能导致该原则适用的僵化。对于涉及外部关系的明股实债纠纷,应当在以外观主义原则为基础的情况下,综合考虑公平正义、静态安全等法益。<sup>[49]</sup>若有确实、充分的证据可以证明当事人的主观恶意或重大过失,则不应适用商事外观主义原则。总之,无论是当事人意思自治原则还是商事外观主义原则,其适用都不应绝对化,而应通过尽可能多的有效事实、证据,结合解释和推理技术,在全面综合的判断后根据利益平衡原则进行选择。

## (2) 合同无效条款适用

在明股实债模式下,不仅对权利外观下的错误信赖会对第三人的权利造成损害,当事人隐藏的债权投资关系也可能损害当事人的合法权利。此时,对于债权投资关系效力的认定可以结合《民法典》第154条的规定展开。<sup>[50]</sup>就构成要件而言,首先,从文本上看,“第三人”属于合法权益因恶意串通受到侵害的“他人”之列。其次,当事人主观上应当具有侵害他人合法权益的主观恶意。<sup>[51]</sup>对于“恶意”的证明既可以依据法律规定实现对恶意的推定,也可以依据交易习惯、商事惯例等事实经验进行认定。<sup>[52]</sup>在明股实债纠纷中,当事人的“恶意”可表现为应当向其

[49] 参见郭富青:《外观主义思维模式与商事裁判方法》,载《西部法学评论》2015年第2期。

[50] 《民法典》第154条规定:“行为人与相对人恶意串通,损害他人合法权益的民事法律行为无效。”

[51] 参见茅少伟:《论恶意串通》,载《中外法学》2017年第1期。

[52] 参见张平华:《恶意串通法律规范的合理性》,载《中国法学》2017年第4期。

他债权人及时披露明股实债投资关系但未披露。最后,当事人的恶意串通行为应当造成了第三人合法权益受到侵害的后果。在破产情形下,将明股实债投资关系认定为债权投资,将直接影响其他债权人的债权受偿状况,尤其是在其对明股实债投资关系并不知悉的情况下,合法权益受侵害的事实表现得更为明显。综上,在破产情形下,若明股实债投资关系的当事人未及时披露双方真实的债权关系,则双方债权表示的合同无效,融资方不得基于债权人身份与其他债权人同等受偿。此外,若当事人隐藏的债权投资关系违反法律、行政法规的强制性规定的,自然也属于无效的民事法律行为。至于明股实债投资关系是否需要纳入“违背公序良俗”的法律行为效力判断程序,基于鼓励商事交易和商事创新,避免规则滥用的考虑,应尽可能避免以“违背公序良俗”为由否定当事人的债权投资关系。

## 结 语

明股实债模式作为金融创新的典型安排,监管实践与司法裁判的态度不仅对该模式的未来发展影响重大,还间接折射出了国家层面对于金融创新的态度到底是审慎抵触还是包容试错。因此,对于明股实债纠纷的裁判问题,司法必须在充分发挥公司内部机制和金融监管的积极作用的基础上保持谦抑,在具体法律条文缺失的现实和司法金融化的趋势下保持公正,在穿透式审判思维和商事外观主义原则的博弈中保持平衡,助力金融创新和金融安全的协同发展。

(编辑:吴紫君)