法学研究 Chinese Journal of Law
Vol.41，No.2（2019）

公司融资语境下股与债的界分

许德风 *

内容提要：虽然股与债具有不同的法律地位，且公司法与合同法确立了关于股与债的不同规则，但在企业融资的经济现实中，股与债常常被混合使用。就经济实质而言，普通债权人的权利不过是一种相对于担保债权人的买入期权，而股权是一种股东对普通债权人的买入期权。在此意义上，股与债不过是公司融资交易中的两个有名合同。在这两个有名合同之间，存在数量众多、类型丰富的无名合同。在不违反借贷管制、利息管制、公司资本管制的前提下，这些无名合同不应被认定为无效。在定性上，是否参与全部利润的按比例分配，是区别股与债的关键要素。而单纯拥有组织法上的投票权、董事委派权、利润分配权甚至有名义上的股东资格，都不宜作为将债权认定为股权的充分依据。现行法僵硬地区分股与债的做法，往往会导致对当事人真实意思的错误解释，并不恰当地破坏当事人之间原来自愿设定的风险分配。尊重当事人关于股债安排的自由约定，不仅适用于公司融资交易，也适用于非公司法下的各类合同，如担保交易和具有分担风险属性的借款交易。

关键词：股权　债权　企业融资　明股实债　公司重整

导　言

企业的资产虽然在形式上归属于企业这一主体，但透过企业的虚拟本质，在伦理、经济实质上，企业的资产归属于企业外部的各类权利主体。以权利内容为分类标准，外部主体对企业资产所享有的权利，可以分为所有权（如房屋出租人，其权利及于特定财产）、债权（如借款人，其权利及于企业的一般财产）和股权（如出资人，其权利及于企业的一般财产，且顺位后于债权）三种。实践中，与对企业特定资产享有所有权的权利人相比（此类权利人往往受到较强的法律保护，如在企业破产时可以通过取回权实现权利），债权人与股东的保护及其相互关系问题更为突出，这为偏好确定性的法律人制造了许多民法、公司

* 北京大学法学院教授。

法、破产法乃至税法层面的难题。[1] 例如，2016 年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”），[2] 就因触及对“名股实债”交易性质的破产检验而引发了业界、学术界的广泛讨论。实践中层出不穷的“对赌协议”效力纠纷、[3] 因股东退出而引发的“股转债”纠纷、[4] 因股权让与担保而引发的借款合同纠纷，[5] 其争议的焦点往往也在于股与债的关系。以下先分析股与债的一般关系，再结合企业的各类融资交易分别讨论其中的股债界分原理。

一、作为有名合同的股与债

在公司金融的语境下，股权与债权在法律上均有确定的含义，其区别也较为清楚：（1）就财产属性而言，股权是投资人对企业资产所享有的权利（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（股息与固定利息有所不同）；债权则是权利人基于资金使用权的让渡而对企业享有的请求返还本金与支付利息的权利。（2）就清偿顺位而言，股权人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。[6]（3）就成员权属性而言，债权主要是财产权利，原则上不包含投票权；而股权则包含身份性权利，如投票权等。

与理论上的清晰区分相对，在交易实践中，股债交融的现象非常普遍。在公司金融领域，人们对投资形式的“混合性”早就习以为常。[7] 尤其在期权这一强大的分析工具面前，股与债的关系更为直观。[8] 公司的债权融资意味着股东与债权人达成了一项期权安排：债权人因提供借款而在经济意义上“取得”公司的股权，股东取得股权则相当于“买入看涨期权”，其行权价为相应债权的“本金 + 利息”——当公司价值小于债权额时，股东不会行权，此时公司的权益归属于债权人；而当公司价值高于债权额时，股东将行使买入期权，清偿全部债权本息并取得公司的全部权益（在这一过程中，在先权利人如债权人无

---

〔1〕 See Alexander Lewitt, *The Debt-Equity Labyrinth: A Case for the New Section 385 Regulations*, 74 Wash. & Lee L. Rev. 2281 (2017)；汤洁茵：《新型投资工具的税法属性辨析——基于美国的经验与借鉴》，《交大法学》2014 年第 1 期，第 88 页及相关引注。

〔2〕 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。

〔3〕 如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、香港迪亚有限公司、陆波增资纠纷案，最高人民法院（2012）民提字第 11 号民事判决书（下称“海富案”）。

〔4〕 如王伟俊诉上海金力达机械科技有限公司其他与公司有关的纠纷案，上海市普陀区人民法院（2011）普民二（商）初字第 1185 号民事判决书。

〔5〕 如新华信托股份有限公司诉诸城市江峰房地产开发有限公司借款合同纠纷案，重庆市高级人民法院（2014）渝高法民初字第 00010 号民事判决书。

〔6〕 我国公司法第 186 条第 2 款规定：“公司财产在分别支付清算费用、职工的工资、社会保险费用和法定补偿金，缴纳所欠税款，清偿公司债务后的剩余财产，有限责任公司按照股东的出资比例分配，股份有限公司按照股东持有的股份比例分配。”

〔7〕 “我们将贷款协议理解为关于利润如何分享的合约。在利润为 0 或 R 的两种水平下，放贷者的索取权既可以看成债务，也可以看成股权，换句话说，在这里，有风险的债务和股权并没有什么区别。”参见［法］梯若尔：《公司金融理论》上，王永钦等译，中国人民大学出版社 2014 年版，第 183 页。其他研究见 Clifford Smith *et al.*, *Financial Engineering: An Overview*, in *The Handbook of Financial Engineering*, HarperCollins Publishers, 1990, pp. 10 – 12.

〔8〕 See Merton H. Miller, *The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years*, 2 The Journal of Economic Perspectives 99, 110 (1988).

权在其权利完全实现的情况下，拒绝股东的购买要约）。[9] 若进一步将债权区分为普通债权和担保债权，则依期权理论，可对公司中“股—债”关系作出如下解读：公司中的普通债权人取得针对担保债权人的买入期权，行权价格为担保债权的价值，行权后可取得对公司的“所有权”；普通债权人向股权投资者卖出买入期权，后者取得公司“所有权”的行权价格为担保债权的总额加上普通债权的总额。在这一视角下，公司股东推动公司债务清偿的根本动力，不仅在于法律责任的规定，更在于利益权衡——若公司不偿债，则股东将失去公司；若偿债，则股东可取得剩余财产。

期权视角下股与债相通的理论，源于经济上、会计上对公司进行估值的需要。但这并不意味着这种理论对法律的理解无益。事实上，许多法律制度或法律问题本质上就是期权问题，如霍姆斯关于普通法上合同允诺中包含实际履行或损害赔偿选择权的见解，便是一种典型的期权观念。[10] 期权理论准确地反映了现实中交易安排杂糅股与债两类权利的特征，其关于权利内容的贯通性解释，有助于加深对法律制度的理解。即使不考虑期权工具，我们也可以借助诸如物与债的区分来理解股与债的关系：在物与债的区分中，所有权人享有包括占有、使用、收益、处分在内的全部权利，而债权则仅仅限于请求为特定的履行。但此种区分只是出于法典编纂、学术乃至教育目的而被简化（尽管极透彻）的描述，在交易实践中，物债相融的情形比比皆是。

法律应当尊重股债杂糅的交易安排。[11] 欲评价其效力，应遵循合同无效、合同内容控制等合同法一般规则，而不能仅仅因为股债杂糅的形式本身而否定其效力，或者强行将其归入股或债。实践中，人们不仅通过一般的合同安排实现股与债的混用，还通过证券这一更具标准化的“合同”来实现股与债的并存。若将民商法规则视为对交易现实的“临摹”，则股债广泛交融的现象本身即可表明此种交易安排的一般合法性。以下的研究表明，只有在涉及第三人利益或公共利益时，对股与债相互关系的特别约定进行限制才有其合理性。另外，如同其他类型的强制性规范，此种限制往往同时具有时空局限性，应根据相关因素的变化及时对法律作出调整。

二、借款交易中的股债区分

（一）借贷管制与利息管制

1. 以股为债

在我国法上，股与债的紧张关系部分地源于借贷管制，即由于法律对借贷的限制，导致当事人不得不以股的形式实现债的目的。例如，从 1990 年前后开始，我国法院即将“企业法人、事业法人作为联营一方向联营体投资，但不参加共同经营，也不承担联营的风险责任，不论盈亏均按期收回本息，或者按期收取固定利润”的情形，认定为“名为联营，实为借贷，违反了有关金融法规”，进而不承认合同的效力。在此类争议中，“除本金可以

〔9〕 See Douglas G. Baird, *Priority Matters*, 165 U. Penn. L. Rev. 8 – 9 (2016); Alan Schwartz, *Bankruptcy Contracting Reviewed*, 109 Yale L. J. 343, 356 (1999).

〔10〕 See Ian Ayres, *Optional Law: The Structure of Legal Entitlements*, University of Chicago Press, 2005, p. 3.

〔11〕 See Paul Davies, *Introduction to Company Law*, 2nd ed., Oxford University Press, 2010, Chapter 9 (Fn. 9).

返还外，对出资方已经取得或者约定取得的利息应予收缴，对另一方则应处以相当于银行利息的罚款”。[12] 可以看出，在上述司法政策中，一些当事人在原初参与交易时所期待的股的关系被否定，并改变为债的关系，进而需接受法律关于借贷交易的管制。

至 2005 年，司法上仍持类似思路，如《最高人民法院关于审理涉及国有土地使用权合同纠纷案件适用法律问题的解释》（法释〔2005〕5 号）规定，合作开发房地产合同约定提供资金的当事人不承担经营风险，只收取固定数额货币的，应当认定为借款合同（第 26 条）；约定只分配固定数量房屋的，应当认定为房屋买卖合同（第 25 条）；约定以租赁或者其他形式使用房屋的，应当认定为房屋租赁合同（第 27 条）。该解释以收益形式决定股或债的地位，仅仅因收益形式为“收取固定数额货币”，就将其定性为债，很可能忽视了当事人的约定与交易当时的市场状况。值得注意的是，在司法实践中，法院并不会由于“固定数额货币”支付义务人的不同，而放松其改股为债的管制态度——无论是投资人从项目公司中获得资金补偿，还是当事人共同投资某一个项目，约定由其他投资人提供利润补偿。在夏仲文与高和权等协议纠纷再审案（下称“夏仲文案”）中，[13] 乙方出资 2000 万与甲方合作开发房地产，约定甲方到期返还 2000 万，且无论盈亏，甲方均须支付投资收益 2000 万元，若日后销售价格较高，甲方还应奖励乙方。一审、二审法院均支持了“投资人”乙方的请求，认为双方所签协议并非前述法释〔2005〕5 号规定的“合作开发房地产合同”，而是一种“商业经营活动”，故应尊重当事人的意思自治。再审法院则认为，甲乙双方虽在名义上合作开发房地产，但并不共同经营，亦不共担风险，不具有合作的基本特征，而与借贷法律关系更为接近。在此基础上，本案所涉合同约定的利息明显过高，故不支持乙方的诉讼请求。一审、二审法院的判决尊重了当事人之间关于利益分配的约定，将当事人之间的法律关系作为股来看待，而再审裁判将当事人之间的法律关系解释为债，进而引入利息管制的规则。

对于“名为联营，实为借贷”的规则，应当结合当时的社会经济状况进行分析。在 20 世纪 80、90 年代，当事人采取较为简单的“兜底”约定主要有两方面原因：其一是规避投资管控或借贷管控，如法律禁止企业间借贷、禁止某些主体参与特定类型投资的规定（此种情况在当前的一些投资安排中依然存在，如在“新华信托案”中，当时的法律禁止信托公司发放房地产贷款）。其二是对交易工具的认识不足。在这一时期，我国理论与实务上对于公司这一组织形式及投资、股票、债券等相关交易制度尚无系统性认知。结合当时在全面计划经济体制中谨慎探索市场经济的背景来看，法律、政策为避免由计划向市场转型失控而禁止或限制部分主体从事商业经营活动，是必要的，至少是可以理解的。[14] 但在市场机制有了长足进步，此类短期刚性管制逐渐淡出之后，法律也应当适时作出相应调整。从后续发展来看，即便法律上并未明确废止“名为联营，实为借贷”的规则，也并未影响人们通过更为丰富的交易工具实现类似的交易目标。例如，对于当下广泛运用的“对赌”安

〔12〕 参见《关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》（最高人民法院法（经）发〔1990〕27 号，下称“联营合同纠纷解答”）。

〔13〕 参见扬州市中级人民法院（2012）扬商再终字第 0004 号民事判决书。

〔14〕 如《中共中央、国务院关于严禁党政机关和党政干部经商、办企业的决定》（中发〔1984〕27 号）及《中共中央、国务院关于进一步制止党政机关和党政干部经商、办企业的规定》（中发〔1986〕6 号）。

排，尤其是与股东的“对赌”，即便约定较高的回报率，法律也往往不会干预，而这些“对赌”安排不过就是以前联营关系中的“保底”而已。

实践中，比“对赌”更为专业的投资工具是可转债和优先股。[15] 二者都是介于股债之间的投融资工具，我国现行法逐步予以认可。[16] 可以说，在可转债及优先股制度得到广泛认同与应用后，大多数原来以单纯合同约定形式进行的“对赌”安排，都可以通过可转债或优先股来实现。[17] 除认可特殊的、定型化的新式交易工具外，司法实践对人们自愿达成的其他投资约定也日益宽容，如浙江省宁波正业控股集团有限公司与上海嘉悦投资发展有限公司与公司有关的纠纷上诉案（下称“嘉悦投资案”）。[18] 该案与“夏仲文案”在表现形式上的差异，并不能完全掩盖二者内在交易结构上的共通性。虽然“夏仲文案”的双方当事人并未明确约定，但亦可被视为以共同持有项目公司股份的方式共同投资。“嘉悦投资案”中原告和被告同为目标公司的股东，本质上也是一种合作经营的关系，若支持“嘉悦投资案”中股东的投资保底主张，则在逻辑上也不应否定“夏仲文案”中当事人关于投资收益担保（具有保底性质）的交易安排，将后者认定为因借贷而生的债权。

“名为联营，实为借贷”等制度背后的考量，是“联营 + 保底”的安排让出资一方当事人获得了过多的好处：既能够获得债权投资的本息保障，又可以获得类似于股权投资的高额回报，而后一回报若计算为利息，将会推高利息总额，进而违反法律对借贷合同施加利息管制的价值选择。那么，在投资安排中，法律是否应当管制利息呢？在典型的借款交易中，出借人不承担经营风险，其所承担的充其量是债务人破产的风险。在这个背景下的借贷利息管制，实际上是一种基于分配正义的考量，旨在实现债务人、债权人风险与收益的平衡。但若投资人在投资安排中承担额外的风险（如事先约定以房屋还贷），则有关安排便不再是通常所说的借款，也就不能简单地以利息管制规则进行评价。[19] 另外，与当事人将资金出借给既存之企业法人并约定法人到期还款付息不同，在许多联营交易中，资金提供方并不是简单地将资金“出借”给联营体，而是在联营体尚未存在时“出资”，使其可以成功设立并展开经营，即出借人要承担比借款给成熟企业更高的破产风险，因此仍应宽容对待有关利息的约定。在这一背景下，若仔细审视“联营合同纠纷解答”，会发现该解答一方面否认保底条款的效力（“联营企业发生亏损的，联营一方依保底条款收取的固定利润，

〔15〕 See Julie Steinberg *et al.*, *Chinese Tech Unicorns Try a Different Approach to Raising Cash: Selling Convertible Securities Allows Companies to Raise Capital with Less Dilution to Existing Shareholders*, The Wall Street Journal, May 22, 2018.

〔16〕 对于前者，《上市公司证券发行管理办法》第21—24条详细规定了可转换债券制度，2018年公司法第142条的修改进一步增进了该制度的可行性；对于后者，可见《国务院关于开展优先股试点的指导意见》（国发〔2013〕46号）、《优先股试点管理办法》及上海证券交易所和深圳证券交易所相应的“业务试点管理办法”、“业务实施细则”。

〔17〕 在我国法上，相当于优先股的制度安排其实很早就存在。例如，1988年中外合作经营企业法第22条便规定，在合作合同约定企业的固定资产全部归中国合作者所有的情况下，外方合作者可以先行回收投资。这表明，相对于中方投资者，外方投资者享有优先股股东的地位（而中方股东获得了针对企业剩余财产的权利，相当于普通股股东）。当然，外方投资者对企业资产的权益仍应位列债权人之后（财政部《关于中外合作经营企业外方合作者先行回收投资有关问题的通知》（财企〔2008〕159号）中强调，在企业亏损未弥补前，外国合作者不得先行回收投资）。

〔18〕 参见上海市第一中级人民法院（2013）沪一中民四（商）终字第574号民事判决书。

〔19〕 参见许德风：《论利息的法律管制——兼议私法中的社会化考量》，《北大法律评论》2010年第11卷第1辑，第204页。

应当如数退出，用于补偿联营的亏损”），将投资人的权益定性为股；另一方面又以存在保底条款为由，否定当事人此前基于股的关系作出的利润分配约定，不承认投资人股的地位，要求当事人重新商定分配规则（“如无亏损，或补偿后仍有剩余的，剩余部分可作为联营的盈余，由双方重新商定合理分配或按联营各方的投资比例重新分配”），结果是既不承认债，又不承认股，既制造了逻辑矛盾，也不当地限制了投资人的权益。

2．以债为股

在股债关系中，除了存在以股为债的做法外，还会发生以债为股的争议，即投资人自认为具有债权人的身份，而债务人尤其是债务人的其他债权人认为投资人具有股东（或合伙人）的身份，进而要求其承担股东（或合伙人）的义务。前文引述的“新华信托案”是一个典型例证，比较法上也不乏其例。如在美国法上涉及股（合伙）与债（借款）认定的典型案例 Martin v. Peyton 中，[20] 法院认为，债权人虽然分享合伙的利润，但有关合同的主要目的仍是促使债务人归还本金与利息，故不足以使其成为合伙人；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。类比而言，某些劳动合同也约定受雇人除固定报酬外，可按一定比例分享企业净利润，但这种安排仍不足以成立合伙，仅旨在调动受雇人积极性而已。在这个案件中，债权人尽管取得了利润分享权，但其权利是有上限的（比例为 40%，且上限不超过 50 万美元），这与通常理解的股权中的利润分配权仍有所差别。

如同部分参与分配利润并不必然具有股东资格一样，参与决策也不是将投资者认定为股东的充分条件。作为默认规则，各国公司法通常规定，公司债权人无权干涉公司的经营管理——除了通过限制性条款来限制企业的特定行为外，债权人并不能参与股东会议并直接行使投票权。这一安排从企业所有权结构乃至资本结构理论的角度来看是合理的，毕竟债权人与股东各有偏好——债权人更趋保守，关心自己本金与利息的清偿，而股东则更加激进，试图（利用有限责任屏障、运用债权人的资金）获取更多收益，因而二者难以共同作出有效率的投资选择。[21] 不过，在仔细考察现行商事组织规范后，我们会发现，在公司经营现实中，债权人并非完全不享有任何表决权。美国特拉华州公司法（DGCL）第 221 条便允许公司章程赋予债权人（债券持有人）以投票权，乃至与投票权相关的辅助权利，如知情权等。这意味着，投票权并非股权的“专利”，公司完全可以根据融资等需要，赋予债权人投票权。

3．小结

在引入期权这一分析工具后，困扰法律人的“联营 + 保底”及“对赌”安排便可相应简化为“股权投资 + 卖出期权”的组合。例如，对于前述“嘉悦投资案”所涉及的交易可作出如下解构：原告投资 8295 万元取得股权及针对被告（目标公司股东）的卖出期权（即以“8295 万元 + 8% 收益”的价格将股权出让给被告的权利）；而在所谓“与公司对赌”的交易中，仅仅是期权交易的对手方由公司股东或外部担保人变成公司自身而已。从期权合同的角度来看，目前裁判上将交易中附有“联营 + 保底”安排的投资等同于“借贷”的思路，本质上是以有名合同规则强行“解释”当事人意思。这很可能超越了当事人原有的交

〔20〕 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).

〔21〕 参见［美］汉斯曼：《企业所有权论》，于静译，中国政法大学出版社 2001 年版，第 64 页。

易架构，背离了当事人的原意。

（二）流质流押管制

担保是与债这种信用安排相伴而生的交易需求。与债权投资安排会面临“重新定性”的风险一样，一些非典型担保也要面对定性问题。[22] 例如，在以所有权为载体进行交易时，当事人所取得的究竟是所有权（属本文所述广义的股的范畴）还是担保权（债），便常常引起争议。

1．以所有权为媒介的担保交易

出卖人将标的物卖给买受人以获得价款，同时约定出卖人在一定期限后以特定价格买回，表面上看这是两个交易，但该交易背后往往隐含着一项由买受人放款，出卖人到期还款并支付利息（即回购价格与原始价格之间的差额）的（债的性质的）借款担保目的。[23] 对这种约定，究竟应当以“卖出 + 回购”，还是应当以“借款 + 担保”的法律架构来调整？这两种路径的差异，主要体现为处置有关“买卖”标的物的不同方式：前一种模式分别执行两个买卖合同，而不考虑两项交易之间的可能价差（若出卖人不行使回购权，则标的物归属于买受人），体现了（无名）合同实际履行的思路；后一种模式根据交易实质定性并规制，以借款合同为主，在此基础上对标的物进行评估或变现，以其变现所得偿债后，剩余部分归于债务人。[24] 对比来看，是否承认回购合同执行力的核心仍是如何确定股与债的关系：以借款合同为中心并进行清算，是债的思路；而尊重当事人的交易设计，则是股的思路。与所有权类似，股权也可以基于其归属性而用于“卖出 + 回购”交易。与股权质押担保不同，此类交易多通过事先约定回购权的方式保障出卖人日后回复其股东身份的选项；与股权转让不同，此时受让人虽然成为名义上的股东，甚至遵守有限责任公司股权转让时询问其他股东行使优先购买权的程序，且可以在作为“股东”期间享有部分股东权，但其股东身份仍要受到出让人买回权的限制。[25]

在当事人约定“卖出 + 回购”且债务人回购权已消灭的情况下，对于债务人事后试图通过还款而请求返还（其业已放弃回购之）股权的主张，裁判上不予支持的做法，是尊重当事人意思及股与债界分的妥当选择。在联大集团有限公司与安徽省高速公路控股集团有限公司股权转让纠纷上诉案中，[26] 终审判决未支持联大的请求，认为“股权协议转让、股权回购等作为企业之间资本运作形式，已成为企业之间常见的融资方式，其合法性应予承

〔22〕 在美国法实践中不乏类似的处理，如有的案件中融资租赁安排被重新定性为借款，以讨论其中的高利贷问题。See Golden State Lanes v. Fox, 42 Cal. Rptr. 568 (Cal. Ct. App. 1965).

〔23〕 在某种意义上，“卖出 + 回购”交易甚至是抵押制度的前身。参见 Barry E. Adler *et al.*, *Bankruptcy: Cases, Problems, and Materials*, 4th ed., 2007, p. 13。让与担保与所有权保留的共通原理“都是基于契约自由的方式，根据所有权的变动，以达到债权担保的经济目的。让与担保本身并未创设新的物权类型，也未新设物权的内容，与物权法定原则并不冲突。”参见庄加园：《“买卖型担保”与流押条款的效力——〈民间借贷规定〉第 24 条的解读》，《清华法学》2016 年第 3 期，第 76 页。

〔24〕 参见陈永强：《以买卖合同担保借贷的解释路径与法效果》，《中国法学》2018 年第 2 期，第 247 页。目前相关的法律规定，见《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》（法释〔2015〕18 号）第 24 条。

〔25〕 对此，有学者认为，在对内关系上，受让人对股权的行使要受到合同约定或诚实信用原则的限制；在对外关系上，受让人对其享有的股权的处分虽也受限制，但善意第三人可基于公司法第 32 条第 3 款主张股权外观的信赖保护。参见蔡立东：《股权让与担保纠纷裁判逻辑的实证研究》，《中国法学》2018 年第 6 期，第 255 页。

〔26〕 参见最高人民法院（2013）民二终字第 33 号民事判决书。

认”。这一裁判值得肯定。在“卖出 + 回购”的交易中，若回购权人已放弃回购权，则即便双方具有借款担保的交易目的，有关股权转让交易也不因此无效。否则，会使出让人不公平地获得超出合同约定的权利。需要注意的是，在判断是否构成显失公平时，必须结合回购权到期时的市场状况（变价可能性）等考察可能的变现价格。当然，法律既应按照买卖合同的范式调整双方之间的交易，也同样不能忽视此种“买卖”的特殊性，比如通常买卖交易所涉及的瑕疵担保责任很可能需置于“卖出 + 回购”安排的大背景下加以处理。

2．以买卖合同担保借贷

近来讨论较多的以买卖合同“担保”借贷的问题，也可以参酌“卖出 + 回购”的框架分析。对于此类交易，有观点认为，从性质上看，以买卖合同担保合同履行的安排更接近让与担保，而让与担保权人在债务人破产时并无取回权，只享有别除权，表明在制度设计上，法律并未赋予让与担保权人真正的“所有权”。因此，对于以买卖合同担保合同履行的约定，应按照担保的规则加以处理。〔27〕

然而，债权人在买卖合同“担保”和让与担保中所负风险是有重大差异的：其一，在让与担保中，标的物的价值通常相对确定、可预期且可评估，而在买卖合同订立时，标的物（以房屋为例）常常尚未建成，因而在价值上有较强的不确定性。其二，在让与担保中，债权人取得了标的物（至少是形式上）的所有权，受债务人破产的影响小，而以买卖合同为“担保”时，债权人即买受人仍要承担诸如有关标的物被其他债权人扣押及债务人即出卖人破产的风险。因此，对于以买卖合同担保债务履行的约定，裁判上更合适的判断是尊重买卖合同的内容以及当事人缔约时达成的一致意思，而非径直套用“名为买卖，实为借贷”的外部定性来对有关交易作定型化处理。换言之，在此种交易安排中，当事人究竟是否有担保的意思，本身就是需要通过合同解释加以探究的。甚至即便等同于担保，也不等于就应当否定“借款 + 买卖”的约定。以陈俊峰等与营口丽湖地产有限公司等民间借贷纠纷上诉案为例，〔28〕最高人民法院关于当事人之间的交易并非典型买卖的认定显然是正确的，但问题在于，当事人之间的交易并非买卖就当然构成担保么？从逻辑上看，认定某一个法律关系不是买卖后，其属性还存在租赁、互易、赠与等多种可能性，本案合同完全可以理解为一种因迟延还款而承担违约责任的约定。无论有关裁判结果是否达到了实质公平，至少在论证逻辑上，该判决以及与之类似的其他判决无视股债区分而直接套用有名合同的做法，是不足取的。

3．流质流押管制

各种利用所有权制度（包括买卖合同）实现担保效果的交易，可能还面临的一个重要挑战是流质流押禁止制度。根据物权法第 186 条和担保法第 40 条等，若当事人在债权尚未到期时约定，抵押物或质押物所有权在债务不履行时直接移转于债权人，则该约定无效。这一制度的目的，是保护债务人免受暴利盘剥或陷入不公平的交易。只不过在防范对象上，流质流押禁止制度并非针对已经发生的具体危险（如高利贷），而是针对缔约时尚未发生的

〔27〕 主要案例如：朱俊芳与山西嘉和泰房地产开发有限公司商品房买卖合同纠纷案（最高人民法院（2011）民提字第 344 号民事判决书）、广西嘉美房地产开发有限责任公司与杨伟鹏商品房买卖合同纠纷申请案”（最高人民法院（2013）民提字第 135 号民事判决书）和吴俊妮诉安华房地产开发有限公司商品房买卖纠纷案（参见最高人民法院民事审判第一庭编：《民事审判指导与参考》（总第 58 辑），人民法院出版社 2014 年版，第 264 页以下）等。论文可见前引〔24〕，陈永强文，第 228 页以下。

〔28〕 参见最高人民法院（2018）民终 234 号民事裁定书。

“抽象的威胁”（因欠债不还而损失担保品）。[29]

在技术手段上，流质流押禁止制度是一种形式检验：只要有流质流押的外形，便推定有关交易存在盘剥或有失公平的因素，从而直接认定为无效。这种制度设计固然简便易行，但在个别案件中可能会因过于刚性而有失偏颇，而且忽略了流质流押约定中变现成本低的优势。促使流质流押禁止制度产生的一个重要因素，是担保品的变现耗时费力且难以充分变价，从而使担保人无法在担保物价值高于债权额时，以变现所得清偿担保债务后保留担保物价值的剩余部分。但随着社会经济的发展，在（资本）市场高度发达的今天，担保物的变现日益便捷，因变现困难且担保物的价值与担保债权的数额相差过大而使担保人受损的情形将不容易出现。

在上述背景下，缓和流质流押禁止制度或限制其应用是必要的，甚至是急迫的。[30] 即便认为流质流押禁止制度有助于防止暴利盘剥或不公平的交易，法院也应努力控制形式检验规则的适用，而在更多的情况下采实质判断，考察流质流押是否会造成债权人和债务人之间利益失衡。如果债务人借款并非出于窘困，甚至掌握着主动权，或在担保物价值高昂时可以通过“借新还旧”的方式履行债务以回赎担保物，则法院应将此类案件排除在流质流押禁止制度的适用范围之外，尊重当事人的意思自治。[31] 另外，即便不改变既有规则，也至少应当将流质流押禁止制度的适用范围限制于典型的抵押与质押担保，而不宜再扩大应用在包括“卖出 + 回购”在内的其他形式的交易之中。类似约定是否应予禁止，不应仅通过流质流押制度，而应通过实质考察有关约定的内容是否有悖公序良俗（无效）或是否构成显失公平（可撤销）来加以判断。

比较而言，在德国法上，对于以买卖合同“担保”借款以及那些并非基于抵押、质押等担保安排而作出的所有权移转的约定，虽然学术界有观点认为应类推适用流质流押禁止制度，[32] 但德国联邦最高法院（BGH）并未采取这一裁判思路。BGH 在一个判决中指出：“那些批评 BGH 此种立场的意见，错误地以为德国民法典第 1149 条禁止流押的制度，目的在于让债务人免受此种危险的影响，即债务人因没有经验或因限于窘境，而将其不动产用于抵偿在数额上可能远低于担保物价值的债务。事实上，这并不是第 1149 条的立法目的。此种情形可以通过第 138 条（关于公序良俗的规定），或者，在有关约定有效时，通过第 343 条（即有关调低违约金数额的规则）保护债务人。……第 1149 条只是物权法上规范担保物变现方式的工具而已。”[33] BGH 上述关于第 1149 条立法目的的分析虽然未必成立，但对类似案件的裁判态度值得借鉴。其采取这种裁判思路的原因，很可能就在于担心过于普遍地适用形式化的、刚性的流质流押禁止制度会干扰交易秩序，破坏当事人的预期。

---

〔29〕 参见前引〔23〕，庄加园文，第 82 页。

〔30〕 参见高圣平：《论流质契约的相对禁止》，《政法论丛》2018 年第 1 期，第 73 页。

〔31〕 参见前引〔25〕，蔡立东文，第 255 页。

〔32〕 Vgl. Staudinger/Wolfsteiner, 2015, Rn. 26; Hans Friedhelm Gaul, Lex commissoria und Sicherungsübereignung, AcP 168 (1968), 351 (368, 374).

〔33〕 BGH DNotZ 2003, 127, 128 f. ZIP 1995, 1322; Palandt/Bassenge, § 1149 Rn. 1 (Keine entsprechende Anwendung auf nicht durch Hzpothek gesicherte Forderung); MüKoBGB/Lieder, 7. Aufl. 2017, BGB § 1149 Rn. 12. 中文的介绍，参见前引〔23〕，庄加园文，第 81 页。但该文仅引述了上诉法院而非 BGH 的裁判观点。实际上，在此案和此后 BGH 的裁判中，都承认有关移转所有权条款的效力（BGH NJW 2003, 1041）。

4. 小结

在以所有权为媒介的融资或借款交易中，原则上，在无违法因素时，应尊重当事人自己设计的交易安排，按照“卖出 + 回购”的思路处理，并以公序良俗、显失公平等制度控制合同效力。

在当事人明确约定担保目的的情况下，应赋予债务人请求清算的权利。[34] 但是，此种权利仍应受到两重限制：其一，清算即确定有关标的物价值的时点应当为回购到期日。若债务人逾期清偿，由于债权人承担了标的物在逾期清偿期间内贬值的风险，因此，标的物在回购权到期后的增值收益应归属于债权人即受让人。其二，回购权的行使期限仍然要受到诚实信用原则的限制，即债务人不能无限期地享有回购权，以维护债权人的利益及法律关系的稳定。

如果当事人明确约定了让与担保，则尽管其采取了移转所有权的交易形式，也还是应尊重商事习惯及相关法律中的既有规范：除了应当进行清算外，在债权人破产时，允许债务人通过清偿债务的方式取回其担保物；[35] 在债务人破产时，有关担保物则由破产管理人变现，并由债权人就变现所得受偿。[36] 另外，在融资租赁纠纷中，也存在用以判断有关交易究竟是以租赁还是以融资为目的的规则，进而确定破产、会计、税收等规范的适用。[37]

反观前述“新华信托案”，可知新华信托与目标公司之间的交易，既采用了以股权回购形式为主导的担保机制，又融合了优先股等安排。投资人虽然部分地采用了股权让与的交易结构，但有关款项直接支付给公司，同时双方明确约定投资人有权要求公司予以清偿，因此，法律仍应尊重双方达成的关于债务清偿的约定，不宜完全依交易形式而将新华信托归为股东，方能真实地还原当事人之间的融资交易安排。

以上所述借款交易中股与债的界分更多着眼于公司与外部人的债权债务安排，这类交易通常采取债的形式，虽不涉及资本管制制度，但会触及利息管制、第三人信赖保护等公司债权人利益的保护问题。比较而言，以下讨论的“名债实股”（如股东债权衡平居次制度）或“名股实债”（如附有回购权的股权）问题，其焦点均在于有关交易如何与公司资本管制规范相协调。这些交易虽然本质上也是借款交易，但大多发生在公司内部，权利人往往具有形式上或实质上的股东身份。

三、资本制度背景下的股与债

（一）出资义务的履行与替代

公司资本制度的初始设定，是股东应出资以获取公司的股权，为公司提供用于经营的

〔34〕 参见高圣平、曹明哲：《股权让与担保效力的解释论》，《人民司法（应用）》2018 年第 28 期，第 16 页以下。

〔35〕 参见高圣平：《动产让与担保的立法论》，《中外法学》2017 年第 5 期，第 1202 页。

〔36〕 Vgl. Jaeger-Henckel，§ 51 Rn. 10 ff. 结合破产法来看，对于让与担保，标的物究竟应当如何处置，当事人的约定其实并不重要（如约定为清算型担保或流质型担保），重要的是有关担保物是否由债务人控制。若有关担保物由债务人控制（这也是让与担保的通常表现形式），则其变现只能由破产管理人完成。换言之，即便是所谓流质型的让与担保，债权人也只能获得与其债权相当的变现所得，而不得高于债权额。也就是说，至少在破产的背景下，“流质型”或“清算型”让与担保的区分并不重要。Vgl. Reinhard Bork，Einführung in das Insolvenzrecht，6. Aufl.，Mohr Siebeck，2012，Rn. 254 – 255.

〔37〕 参见金海：《判定融资租赁法律性质的经济实质分析法——以承租人破产时租赁物归属为例》，《华东政法大学学报》2013 年第 2 期，第 43 页以下。

原始资本，并以此保护债权人的利益。[38] 然而，实践中常常存在股东以借款替代其对公司的出资义务，以便获取更优受偿地位和更优税收待遇的情况。若过度宽容这种以债代股的做法，就会破坏股东与债权人之间围绕有限责任作出的伦理上、经济上的约定，使公司过度依赖外部借款展开经营，降低股东与公司的利益关联，进而损害其他债权人的利益。[39] 为此，我国也逐渐确立了应对“名债实股”的规则。1995 年，最高人民法院在《关于破产债权能否与未到位的注册资金抵销问题的复函》（法函［1995］）32 号）中，便提及具有股东身份的债权人对公司的破产债权不得与其对公司的出资义务相抵销（该规定后被《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（二）》进一步具体化），确立了破产情境下出资义务的特殊性（应如实履行）。除了出资义务不得与股东债权相抵销外，近年来，司法裁判上更进一步，判定股东对公司的债权应当后位于其他债权人的债权。[40]

考虑到股东规避出资义务损害公司利益的可能性，很多国家都对股东以借款替代出资的行为加以限制。如德国破产法（§ 39 I Nr. 5 InsO）承继了其有限责任公司法（§ 32a I GmbHG）和商法典（§ 129a，172a HGB）的规则，规定股东对公司的一切借贷或与其类似的其他债权，在公司破产时只能后于普通债权受偿，且那些为确保此类债权实现而设置于破产债务人财产之上的担保物权（包括法定担保物权）也一并丧失其破产别除权的法律地位。[41] 当然，为了保护股东救助行将破产之企业的积极性，德国破产法第 39 条还做了一些缓和性规定：若某一借款人在企业具有破产原因时，为克服公司危机而购入公司股份，则其此后向公司提供的新借款将不再适用替代资本的股东借贷规则（第 4 款）；后顺位债权的规则不适用于持有 10% 或 10% 以下股份的非业务执行人股东（第 5 款）。

美国法上的类似制度肇始于 Taylor v. Standard Gas & Electric Co. 一案的裁判。[42] 经过此后数年的演进，该案所确立的“深石原则”逐渐定型，包含以下三项要件：（1）股东/债权人实施了不公平行为；（2）该不公平行为给企业的其他债权人造成了损害；（3）衡平居次原则的适用不违反破产法有关条款的规定。[43] 1978 年，美国破产法正式在其第 510（c）条中规定了由判例法发展而来的“衡平居次”原则。[44] 与德国法上的刚性规则不同，在美国法上，基于衡平考虑，只在股东从事了不公平行为且损害债权人利益时，股东的债权才会被视为后顺位债权，即尽管债权人是股东，其债权也并非一般性地劣后于一切普通债权人。[45] 衡平居次原则非常灵活。在判例法中，股东即便未从事损害公司利益的行为，若其向公司借贷的行为导致公司的负债率过高，其债权也可能被破产法官认定为后顺位债权。[46]

---

〔38〕 See Paul Davies, *Introduction to Company Law*, Clarendon Press, 2d ed., 2010, p. 74.

〔39〕 参见许德风：《论公司债权人的体系保护》，《中国人民大学学报》2017 年第 2 期，第 26 页。

〔40〕 如最高人民法院发布的典型案例——沙港公司诉开天公司执行分配方案异议案（下称“沙港案”）。

〔41〕 Vgl. BGHZ 75, 334, 339; Jaeger-Henckel, § 39 Rn. 44.

〔42〕 See 306 U. S. 307, 618 (1939).

〔43〕 See Pepper v. Litton, 308 U. S. 295 (1939)；李丽萍：《美国衡平居次原则的演变及其启示》，《金融法苑》2017 年第 1 期，第 173 页以下。

〔44〕 See *Report of the Commission on the Bankruptcy Laws of the United States*, H. R. Doc. 93 – 137, Part II, 93d Cong., 1. Sess. 115 (1973).

〔45〕 Vgl. David A. Skeel *et al.*, *Recharacterization and the Nonhindrance of Creditors*, 7 Eur. Bus. Org. L. Rev. 259, 268 (2006).

〔46〕 See James D. Cox *et al.*, *Treatise on the Law of Corporation*, Thomson West, 2017, § 18:2 (Fn. 4).

仔细分析限制股东债权制度的原理并参酌比较法上的制度，可以看出，“沙港案”裁判的问题有二：其一，对于为什么股东不得以其对公司的债权抵销公司对该股东的出资债权，法院并未充分论述，只是抽象地以“不公平”带过。比较而言，最高人民法院在将其选为典型案例时的理由（“在该类案件的审判实践中，若允许出资不实的问题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，也与公司法对于出资不实股东课以的法律责任相悖”）则更为具体，更有确立规则的效果。其二，本案中股东债权究竟应否“居次”，裁判中并未加以论述，以至于使人形成股东债权当然居次的印象，很可能过分扩大了该制度的适用范围，进而影响股东向公司提供借款的积极性。[47]

除了股东债权衡平居次制度以外，美国法上还存在相对独立的“债权重新定性”（debt recharacterization）制度。该制度确立了一系列区分股与债的标准，以解决实践中普遍存在的名债实股问题，更好地保护其他债权人（这一制度在适用范围上并不限于股东对公司的债权）。具体而言，有可能影响股或债定性的因素包括：（1）交易文件的名称（借款协议还是股权协议，在未使用“借款协议”的情况下，更倾向于将有关交易认定为股权投资）；（2）是否存在确定的到期日或还款计划（在没有到期日或还款计划时，更倾向于认定为股权）；（3）是否存在关于利率的约定及利率支付情况、支付来源、资本充实程度（若公司资本不足，则有关借款尤其是股东的借款将更倾向于被认定为股权）；（4）债权人与股东的身份及其相关性（如果股东们向公司的借款是按相应投资比例作出的，则该借款更容易被认定为股权；若股东们对公司的借款与股东持股比例迥异，则更可能被认为是债权）；（5）是否有担保（若无担保，则可能被认定为股权）及公司获取外部机构借款的能力（若公司没有能力从外部获取借款，则有关股东对公司的借款更容易被认定为股权）；（6）有关后位于外部债权人受偿的约定（若与债权人约定其债权后于债权人受偿，则该债权更可能被认定为股权）；（7）有关款项被用于购置资本或资产的情况（若有关借款被投入日常经营而非企业投资，则将更可能被认定为债权）；（8）是否存在偿债基金（在没有偿债基金的情况下，有关借款将更倾向于被认定为股权）。[48]

作为一种将名义上的债定性为实质意义上的股的做法，上述股东债权制度更有助于保护公司的其他债权人。尽管其在方向上与下述保护“股东”股份回购请求权的制度相反，但二者在原理上却是相同的，即都旨在维持公司经营的必要资本，故应一体地加以理解。总体而言，在刚性规则难以准确反映现实需求的背景下，较为灵活的综合判断标准反而可以更好地处理股与债的认定问题。在性质上，这些判断标准（standard）与民法上进行意思表示解释时的考量因素相近，虽不及刚性规则（rule）清晰易用，却可以更好地适用于区分

〔47〕 参见潘林：《论出资不实股东债权的受偿顺位——对最高人民法院典型案例“沙港案”的反思》，《法商研究》2018 年第 4 期，第 150 页。

〔48〕 上述因素最早来源于针对这一问题作出的税法裁判，即 Roth Steel Tube Co. v. Commissioner of Internal Revenue。此后，在其他类似判例中，也有关于判断基准的讨论，如 Cohen v. KB Mezzanine Fund II, LP (In re SubMicron Sys. Corp.), 432 F. 3d 448, 456 (3d Cir. 2006); Paul Wallace, *Simplifying the Muddled Doctrine of Debt Recharacterization*, 86 Miss. L. J. 183 (2017)。需要说明的是，就逻辑顺序而言，税法上的判断应当后于私法上的判断，换言之，私法中的判断标准不应反过来借鉴税法中的规则。但法官在税法案件中建立起来的判断标准，在很大程度上仍是基于对私法问题的整理与分析，二者在内容、目的上并无本质差异。因此，上述规则对私法中的判断仍有重要的借鉴意义。Vgl. Wolfgang Schön, Eigenkapital und Fremdkapital-eine steuerpolitische Analyse, in Schöe (hrsg.), Eigenkapital und Fremdkapital, Springer, 2013, S. 6 ff.

股与债的复杂判断。

（二）资本维持与股份回购

除了前述明债实股的交易安排外，明股实债在商事实践中也被广泛应用。例如，在我国司法实践中，曾一度存在“投资者与公司‘对赌’无效”的认识。[49] 这本质上就是一个如何处理股债关系的问题。

与收购其他公司股份不同，公司购买自己的股份并不能为自己带来任何有助于实现债权人利益的真实财产价值，故长期以来，各国对公司购买自己股份的行为均持严格禁止的态度。[50] 但随着对公司制度理解的加深，人们逐渐认识到，回购自身股份是公司用以调整股本结构的手段之一，对此一概加以禁止并不妥当。[51] 以美国法为例，目前各州较为统一的做法是允许股权回购，但有关回购安排要受制于债权人保护及其他股东保护规则。[52] 具体而言，20 世纪 80 年代以后，在《美国标准商事公司法》（MBCA）的倡导下，各州基本确立了将股份回购与盈余分配相等同，从而使其受与分配类似的资本管制、破产限制的规则：原则上，只要公司有溢余，[53] 即只要公司净资产大于股本，且回购股份所需资金不超过该溢余，法院通常便不会认定该回购削弱了公司资本而对其加以限制。

当然，在具体执行层面，在特拉华州的一些判例中，法院对有关回购条款的审查采取了较严格的标准，尽管没有否认溢余这一股权回购的底线，但对实务中广泛使用的“合法可用资金”条款的含义提出了质疑。[54] 不过，后续的判例和研究表明，即便如此，也不能认为特拉华州采取了严格限制回购条款的态度。如一些实务观察认为，若在优先股文件中不使用以“合法可用资金”条款为回购基础，而是使用“除非法律禁止”的表述，或许就可以避开 ThoughtWorks 案的限制。[55]

不仅如此，在面对新型投融资方式时，法院还会着眼于交易的实质，判断有关回购安排是否应受到资本管制规则的限制，如认为权证即于到期日将有关股权出卖给公司的权利，并不属于股份，公司基于权证而实施的回购不受 DGCL 第 160 条有关资本管制规则的限

---

〔49〕 在“海富案”中，最高人民法院认为，投资人要求公司给予补偿的约定损害了公司利益和公司债权人的利益。至于这类约定是如何给债权人利益造成损害的，法院并未详细说明。类似地，在美国法的历史上，也运用诸如回购“不得损害债权人利益”的表达来否定回购协议的效力。See Note, *Stock Repurchase Abuses and the No Prejudice Rule*, 59 Yale L. J. 1177 (1950).

〔50〕 See Trevor v. Whitworth, 12 App. Cas. 409 (1887); Barbara Black, *Corporate Dividends and Stock Repurchases*, 2017, § 6:1; Arthur Nussbaum, *Acquisition by a Corporation of Its Own Stock*, 35 Colum. L. Rev. 971, 978 – 981 (1935).

〔51〕 See Erwin Esser Nemmers, *The Power of a Corporation to Purchase Its Own Stock*, 1942 Wis. L. Rev. 161; 前引〔46〕, James D. Cox 等书，第 21 章第 2 节脚注 1。

〔52〕 See N. Y. Bus. Corp. Law § 514 (b); Cal. Corp. Code § 166 (West Supp. 2009); Del. Code Ann. tit. 8, § 160 (2001); 前引〔46〕, James D. Cox 等书，第 21 章第 4 节。

〔53〕 大致包括所有者权益下“资本公积”“盈余公积”“未分配利润”三部分。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 148 页。

〔54〕 See SV Inv. Partners, LLC v. ThoughtWorks, Inc., 7 A. 3d 973, 987 (Del. Ch. 2010); Brevan Howard Credit Catalyst Master Fund Ltd. v. Spanish Broad. Sys., Inc., No. CIV. A. 9209 – VCG, 2014 WL 2943570 (Del. Ch. June 27, 2014); William N. Lay, *Preferred Stock Redemptions: Limiting Liability under DGCL Sec. 160*, 18 Transactions: Tenn. J. Bus. L. 697 (2017).

〔55〕 See C. Stephen Bigler *et al.*, *Drafting a Mandatory Put Provision for Preferred Stock after ThoughtWorks*, 2012 Bus. L. Today 1 (2012); Ben Walther, *The Peril and Promise of Preferred Stock*, 39 Del. J. Corp. L. 161, 188 (2014).

制。[56] 对于那些未采取标准形式，只是在发行时做了回购约定的“持有人选择权股”（holder option stock），美国法上的另一些裁判认为，持有人的权利行使不受上述资本管制规则的限制，理由是：此类合同本质上是“附回购义务”（sale and return）的合同，故公司并未将全部股权转让给认购人，或者说股权并未被真正地出售。此时若否定公司买回义务的效力，则公司持有相应购买资金也无充分依据。[57] 换言之，此类投资被认为是债而非股。

比较而言，我国的公司法理论与司法实务对公司的形式本身常存有迷信式的崇拜和片面僵化的理解，往往忽略了当事人的真实意思。从公司法的发展历史来看，自公司产生以来，人们就担心其会过度实体化并超出预先设定的目的范围，进而在没有充分管制的情况下失去约束，异化为少数人控制世界的“怪物”。[58] 实际上，公司法不过是一套用于协调各方利益关系的机制，过分强调公司人格或资产的独立性而忽略其背后真实的利益关系，恰恰是立法及司法裁判应当努力避免的。例如，在比较法上，封闭公司中许多原本应当通过派生诉讼解决的争议，可以通过直接诉讼来完成，如公司控制股东侵吞公司财产，进而（间接）损害其他股东的利益，则其他股东常常可以直接对该股东提起诉讼。“在利益相关的（双方）当事人是一个控制公司和一个不享有控制权的个人或股东时，直接诉讼与间接诉讼的区分并无实益。”[59]

在上述背景下，认为公司回购安排会损害公司利益的观点，是很难成立的。公司自愿地与投资人约定在特定条件下返还出资，更多是一种等价交易，何谈损害公司利益？在这个意义上，最高人民法院在“海富案”中关于“公司履行补偿义务会损害公司及债权人利益”的抽象认定，可以说一半（关于损害债权人利益的部分）是未得证明的，另一半则是完全错误的（关于损害公司利益的认定）。

实践中，随着对公司估值机制中回购安排认识的加深，我国法院日益采取较为宽容的态度，承认并支持投资者（股东）与公司关于回购相应股份之约定的效力，这体现了司法裁判对股债关系认识上的深化。如在“海富案”之后的强静延与曹务波等股权转让纠纷再审案中，[60] 法院便肯定了投资人对目标公司的权利主张，认为目标公司向投资人提供股权回购担保“有利于自身经营发展需要，并不损害公司及公司中小股东权益，应当认定案涉担保条款合法有效”。虽然该案中所涉的交易是用公司对外担保的形式来达到类似公司回购的效果，与“海富案”的交易结构仍有所差异，但最高人民法院或许在结果上接受了学理上对“海富案”的批评，在个案中作出了相应的调整。

（三）破产法视角下的资本管制

在约定了股份回购的实践中，由于回购义务的约定与履行之间往往存在一段时间间隔，

---

〔56〕 See RFE Capital Partners, L. P. v. Weskar, Inc. , 652 A. 2d 1093, 1095 – 1096 (Del. Super. Ct. 1994).

〔57〕 See Ophir Consol. Mines Co. v. Brynteson, 143 F. 829, 833 (7th Cir. 1906); Schulte v. Boulevard Garden Land Co. , 129 P. 582 (Cal. 1913).

〔58〕 Brandeis 大法官曾将“公司体系”描述为各州通过其公司法创造的“弗兰肯斯坦怪物”（Frankenstein monster). See Louis K. Liggett Co. v. Lee, 288 U. S. 517, 567 (1933). 在这一背景下，历史学者 Hurst 详细讨论了公司法逐渐取消公司目的限制规则，允许控股公司，赋予管理层自治权等方面的发展。See James Willard Hurst, *The Legitimacy of the Business Corporation in the Law of the United States, 1780 – 1970*, The University of Virginia Press, 1970.

〔59〕 F. Hodge O' Neal, *O' Neal and Thompson' s Close Corporations and LLCs*, Thomson West, 2004, § 9:22.

〔60〕 参见最高人民法院（2016）民再 128 号民事判决书。

加上当事人还可能约定以分期付款的形式履约，故可能存在这样一种情况：当事人约定回购时公司的资产尚大于负债，而在实施回购时（或回购了几期以后），公司陷入破产境地。面对这种情形，有关股东能否请求公司回购股份？溢余检验乃至破产检验究竟应以约定回购交易时为准，还是以实际回购或分配时为准？在破产程序中，股东还能否行使回购权？

按照破产撤销权的原理，决定是否构成无偿转让财产的时点，应当是负担行为成立时（如合同订立），而非处分行为作出时（如实际交付财产）。正如学者所指出的，在一定程度上，也可以认为股东在股权回购协议成立那一刻取得了价款，而后再将该款项出借给公司。[61] 按此种理解，此后该股东的法律地位显然与债权人无异。不过，鉴于回购交易中利益关系的特殊性，很多国家仍然坚持以回购当时而不是订立回购协议时公司的资信状况为依据，来判断回购权人的回购权可否行使。[62] 如在美国法上具有较大影响力的 Robinson v. Wangemann 案中，[63] 法院认为，尽管在达成回购约定且股东已将其股票换为债券时，公司的溢余尚大于履行回购义务所应支付的价款，但鉴于公司在兑现债券时已资不抵债，此时公司其他债权人的权益应优先保护（insolvency cutoff rule），若强制公司履行义务，则公司为此所进行的支付可能构成欺诈性转让，进而被破产撤销。类似地，在 Mountain State Steel Foundry v. Commissioner 案中，[64] 法院也认为，分期回购约定的效力不受公司签订回购协议时财务状态的影响，只要履行支付义务时公司有溢余即可（surplus cutoff rule）。当然，根据学者的总结，在很多裁判中，只要股东行权不会损害任何其他债权人的利益，股东就可以行使其权利，至于该权利行使是否会将公司推入破产的境地，均不予考虑。[65] 在判例法上，美国也有裁判采取双重考察的规则，在订立有关回购协议时考察公司是否存在溢余，而在履行有关回购协议时考察公司是否陷于破产。[66]

若有关回购交易采取了其他担保安排，如在投资者购买股票时，公司提供了担保或非担保债券或承担了其他义务，则根据美国特拉华州的规定，只要在设置有关回购安排的时点上公司可以通过溢余检验即可。此后，在权利实现时，有关债券的兑现或有关义务的履行不再受资本维持原则的限制。[67] 类似地，在判例法上，一些州的法院认为，若公司以本票回购股份，而出票当时公司资产大于负债，则即便此后公司资不抵债，也不导致股东的回购债权后位于普通债权。[68] 即便是坚持在执行回购时公司资产应当大于负债的纽约

---

〔61〕 See David R. Herwitz, *Installment Repurchase of Stock: Surplus Limitations*, 79 Harv. L. Rev. 303, 307 (1965).

〔62〕 同上文，第 303 页，第 308 页。

〔63〕 75 F. 2d 756, 758 (5th Cir. 1935). See E. Merrick Dodd, Jr., *Purchase and Redemption by a Corporation of its Own Shares: The Substantive Law*, 89 U. Pa. L. Rev. 697, 701 (1941).

〔64〕 See 284 F. 2d 737 (4th Cir. 1960).

〔65〕 See Schneider v. Foster-Thronburg Hardware Co., 33 F. Supp. 271 (S. D. W. Va. 1940); Westerfield Bonte Co. v. Burnett, 195 S. W. 477 (Ky. 1917); Palmar Millinery Co. v. Spar, 487 F. 2d 503 (2d Cir. 1973); In re Trimble Co., 339 F. 2d 838 (3d Cir. 1964); 前引〔46〕, James D. Cox 等书，第 21 章第 5 节。

〔66〕 See Walsh v. Paterna, 537 F. 2d 329 (9th Cir. 1976); Niemark v. Mel Kramer Sales, Inc., 306 N. W. 2d 279 (Wis. 1981).

〔67〕 See § 160 (a) (1) DGCL; 前引〔50〕, Barbara Black 书，第 6 章第 24 节。

〔68〕 See Del. Code Ann. tit. 8, § 160 (a); In re Reliable Mfg. Corp., 703 F. 2d 996, 1002 – 1003, 35 U. C. C. Rep. Serv. 1294 (7th Cir. 1983); 前引〔50〕, Barbara Black 书，第 6 章第 24 节；Williams v. Nevelow, 513 S. W. 2d 535 (Tex. 1974); 前引〔46〕, James D. Cox 等书，第 21 章第 5 节。

州，[69] 也设有例外，如其他债权人知悉有关回购安排的存在，便是同等对待回购请求权人与债权人的一项依据。当然，若在订立有关回购协议时公司没有充分的溢余，而在履行时有充分的溢余，即回购不会导致破产，则仍应支持有关股东的回购请求权。[70]

关于破产中回购权人能否行使权利的问题，公司红利分配的规则或可资参照。一般认为，以公司分红决议的作出为分界点，股东的红利分配请求权可分为两部分：在公司作出分红决议之前，股东的分红权是“抽象”的，仅限于向公司提出作出分红决议的建议权（提案权）；在公司作出分红决议之后，股东的分红权得以“具体化”，股东取得了对公司的债权，只要公司在作出有关分红决议时并未违反任何强制性规定（有盈余且已弥补亏损等），该债权将不会再受到后续公司资产不足乃至破产的影响。[71] 换言之，股东的具体利润分配请求权自利润分配方案被批准的那一刻起产生，此时股东取得与公司其他债权人相同的地位，只要不违反前述衡平居次原则，其便有权在公司破产的情况下，与其他普通破产债权人一同按照债权比例分配破产财产。[72] 这一分配顺序上的安排与破产中股东劣后分配的原则并不冲突，因为此时股东具有股与债的双重身份，并基于不同身份、按照不同顺序获取相应的分配。[73] 总之，在公司决定分红时其资产大于负债，但之后（尤其是公司陷入迟延给付后）其资信状况发生变化的情况下，只要不违反股东债权衡平居次原则，还是宜将股东的具体分红权作为债而非股加以保护。

同理，对于股东通过行使回购权而取得的债权，只要不符合破产撤销的条件，便应给予保护。而在股东行使回购权之前，其仍然（至少在形式上）具有股东的身份，其请求回购的权利，在性质上与抽象分红权类似。因此，若股东行使回购权时公司已陷入破产或溢余不足的状态（或者虽然股东行使回购权时公司尚未破产，但双方约定了公司支付回购款的期限，而该期限届至时公司陷入破产境地），则其权利便应受到相应限制。而若股东取得股票的同时也取得了针对未来回购权而设定的担保权，这在性质上属于为附条件债权提供了担保，在条件成就时，有关担保的效力不应受公司事后破产的影响。[74]

（四）小结

一般认为，如实出资和资本维持是资合公司法中的核心原则，也是资合公司赖以存在的基石，前者规范资本流入，后者则规范资本流出。[75] 作为向公司提供资金的不同主体，股东与债权人的关系也应在上述原则之下加以探讨。公司股东为了免受“股东最后分得公司剩余财产”规则（公司法第 186 条）的限制，以借款替代出资义务的履行，从而违反出资真实缴纳原则的行为需加以限制；而为规避禁止撤回股本规则（公司法第 209 条），股东通过回购、分红或其他形式来实现自身权利，从而违反资本维持原则的行为也需加以限制。

---

〔69〕 See N. Y. Bus. Corp. Law § 513 (a) (2012).

〔70〕 参见前引〔50〕，Barbara Black 书，第 6 章第 23 节。

〔71〕 参见前引〔46〕，James D. Cox 等书，第 20 章第 8 节；Bryan v. Welch, 74 F. 2d 964 (10th Cir. 1935)；Fidelity & Columbia Trust Co. v. Louisville R. R. , 97 S. W. 2d 825 (Ky. 1936)。

〔72〕 See § 6.40 (f) MBCA.

〔73〕 参见前引〔46〕，James D. Cox 等书，第 20 章第 8 节；Bryan v. Welch, 74 F. 2d 964 (10th Cir. 1935)；Fidelity & Columbia Trust Co. v. Louisville R. R. , 97 S. W. 2d 825 (Ky. 1936)。

〔74〕 See Note, *Bankruptcy Treatment of Secured Stock Repurchase Agreements*: *In re Flying Mailmen Service*, *Inc.* , 90 Harv. L. Rev. 1540 (1977).

〔75〕 参见白江：《论资本维持原则和公司资产的保护》，《社会科学》2007 年第 12 期，第 94 页。

也就是说，若债权被用于逃避股东固有的义务，则该债权将被强制定性为后顺位债权乃至股权，置于普通债权之后；但若无损其他债权人的合法权益，即便股东和债权人在身份上有所重合，股与债的区分也仍应予以尊重。此外，股与债的互动还体现在债权人获取投票权、董事任免权进而间接取得股东成员权的情形中。在当前的商事实践中，投票权等股东身份权并非总是与股权相捆绑，而某个债权人取得投票权等权利也并不当然意味着其在地位或身份上向股东转换。

四、股债转换及组织法视角下的债

股权在内容上包括分红权、表决权等主要权利以及知情权、诉讼权等辅助权利。如果把这一框架移用到债权上，债权也有以请求返还本金、支付利息等为表现形式的“分红权”，有代位权、撤销权等诉讼权及通过强制执行程序、破产程序来实现的知情权。不仅如此，如前所述，法律赋予债权人在公司组织法层面的权利，也并非异数且已有成例。在这个意义上，股权与债权可以说都是分红权、表决权及辅助权的组合，只不过在具体排列方式上各有侧重，此消彼长而已。在公司法的框架下，股与债还会随着公司经营状况的变化而变化，乃至相互转换，具体的途径有初始的交易设计，也有自愿的交易和法律的强制。

（一）债权人与优先股股东的投票权

在传统公司法的框架下，债权人并无投票权，不享有选举董事或决定公司重大事项的权利，如我国公司法将公司的决策权交给股东而非债权人等其他主体来行使，《公司债券发行与交易管理办法》等也未赋予债权人参与公司决策的权利。类似地，MBCA 第 7.21 条明确规定，只有股东享有表决权，债券持有人不享有表决权。[76] 不过，需要注意的是，债券持有人等债权人不享有表决权的规定，只是公司法上的默认规则，并非强制性规定，并不限制人们作出不同的设计。例如，起草者在前述 MBCA 第 7.21 条的官方评论中便指出，公司可以通过授予债券持有人以投票权股（只享有投票权而无分红权的股份）等方式赋予其表决权。[77] 而美国特拉华州公司法第 221 条进一步规定，既可以通过公司章程或公司注册证明赋予债券持有人以投票权并明确投票事项范围，也可以在该注册证明中规定债权人知情权及其他权利。

优先股持有人在法律地位上“很像儿童，被看见而不被倾听”。[78] 当然，这不意味着优先股股东没有任何组织法意义上的权利。除了可以在公司章程中约定优先股股东的表决权外，在允许优先股的国家，法律还会强制性规定优先股股东于权益受到不利影响时享有投票权。[79] 另外，如优先股股东在一段时间内不能获得按期的股息支付，其可以重新获得

〔76〕 See Durkee v. People, 155 Ill 354; William Meade Fletcher *et al.*, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, Thomson West, 2018, § 2042 (Fn. 2).

〔77〕 如发行可赎回投票权股（redeemable voting share），设立投票权信托并赋予债权人任命受托人的权力，授予债权人以可撤销或不可撤销投票代理权等。See Model Bus Corp Act § 7.21 (a), Official Comment.

〔78〕 前引〔46〕，James D. Cox 等书，第 18 章第 12 节。

〔79〕 See lliott Assoc. v. Avatex Corp., 715 A.2d 843 (Del. 1998). 我国《优先股试点管理办法》第 10 条规定，以下事项须经出席会议的优先股股东（不含表决权恢复的优先股股东）所持表决权的三分之二以上通过：修改公司章程中与优先股相关的内容；一次或累计减少公司注册资本超过 10%；公司合并、分立、解散或变更公司形式；发行优先股。

表决权或者获得其他形式的保护。[80]

从上述规则可以看出，对于债权及优先股权，虽然法律不禁止通过约定设定表决权，但法律的默认规则及强制性规范只提供较低限度的保护。权利人若想谋求更好的“待遇”，如同债权人要求额外担保一样，只能通过合同协商争取，并将其写入公司章程。总体而言，表决权等组织法属性的权利在保护债权人及优先股股东方面的应用是有限的：一方面，表决权并不能转化为财产权，债权人或优先股股东的权益仍限于本金及利息（或股息）；另一方面，将表决权让渡给债权人、优先股股东等，对普通股股东造成的影响是巨大的，意味着公司在决策上很可能更加保守，而这与股东经营公司的期待相悖。这些都使得股东和公司倾向于谨慎赋予债权人及优先股股东投票权。可以说，在存在其他保护投资人权益机制的情况下，投票权等组织法上的权利并不真正受市场的青睐。只有在公司陷入困境乃至破产时，组织法上的权益即对公司的控制权对债权人及优先股股东的重要性才凸显出来。

（二）破产程序中股与债的自愿交易

破产法视角的分析将有助于穿透制度外表窥其实质，从而更加深入地探究股与债的关系。通常认为，重整是指破产企业的重整，而不是破产企业所有者的重整，即企业经过重整获得了新生，而企业原有的股东常常要“出局”。但在我国上市公司乃至其他普通公司的重整实践中，尽管债权人通常无法获得足额清偿，股东或其他利益相关人却仍可通过持有股份等形式保留其在公司中的权益。如前所述，股东在向公司财产主张权利的顺位上居于最末，但其又为何能在破产程序中保留股份进而客观上分享公司的财产？[81] 该现象是为我国破产实务所独有，还是广泛存在于各国法律理论及实践之中？

运用股债自愿交易的思路，或许可以较好地解释这一现象。[82] 假设某项目中有两个投资人各出资 100，投资人一的权利是在项目结束之后获得 150 的清偿，投资人二的权利则是获得项目的所有剩余财产。现因法律或政策的调整，公司必须清偿其全部债务，以便继续开展项目。在此种情况下，投资人一和投资人二应该各自分得多少财产份额？如果必须确定该项目的归属，这个项目又应该属于谁？

	项目的可能进展	
可能性	50%	50%
投资回报	0	200
期待价值	0	100

第一种思路是基于项目开展之前期待价值的预测来分配财产。由于该项目有 50% 的可能性收益为 0，另外 50% 的可能性收益为 200，故其期待价值是 100。若将该项目视为公司，则该公司的价值为 100，其中获取 150 固定回报的投资人一相当于公司债权人/担保债权人，而获得项目剩余财产的投资人二则相当于公司股东/普通债权人。鉴于投资人一有权获得 150 的清偿，从经济效果上看，公司应当归属于投资人一而不再归属于投资人二。

但是，若从另一种思路切入，该项目的归属将有所不同。假设两个投资人都坚持认为

〔80〕 前者可参见《优先股试点管理办法》第 11 条，后者可参见 NYSE Listed Company Manual § 313.00 (e) (C); American Stock Exchange Guide Original Listing Requirement § 124。

〔81〕 参见齐明：《我国上市公司重整中出资人权益强制调整的误区与出路》，《法学》2017 年第 7 期，第 164 页以下。

〔82〕 See Douglas G. Baird, *Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy*, 165 U. Pa. L. Rev. 785, 791 ff. (2017).

他们在项目中有权享有份额，并使该项目得以运行直至结束，则最终的结果有二：其一，两人均颗粒无收；其二，项目获得200的收益，投资人一分得其中的150，投资人二分得剩下的50。这意味着，项目结束后投资人一将有50%的可能性获得150，而投资人二亦有50%的可能性取得50，所以投资人一的期待价值应为75，投资人二的期待价值则是25。因此，在项目未实际开展即清理负债时，企业应归属于投资人一；而在项目取得进展之后再计算企业的价值时，投资人二也有权主张公司财产。那么，在第二种情况下，若允许当事人事前自愿进行交易，双方将会达成怎样的约定？显然，相比于将项目回报拱手相让，投资人二更可能在75至100的区间内出价，以期购买投资人一的权利；而投资人一也知道，如果坚持保留其在项目中的地位，他最终将获得75。然而，实践中该项目进展的结果如何、项目完成后盈利的可能性是多少、盈利的数额是多少等问题是无法准确预见的，故投资人一将可能接受超过75的各种报价（或者反过来，投资人一以0—25之间的出价购买投资人二的权益）。

从以上分析中可以看出，不确定性的存在，是股与债在破产重整程序中进行交易的根本原因。比如，在破产重整计划中，某普通债权人的债权总额是100万，并可期待在两年之内获得20%的清偿。在这种情况下，债权人依然愿意进行股债交易的原因，是重整计划能否顺利执行、企业能否成功经营、债权能否最终实现等问题背后巨大的不确定性。

在企业破产时，债权人之间不仅存在争抢财物的公地悲剧问题，也会因相互阻挠而产生反公地悲剧问题。[83] 若要减少破产债权人之间的相互制约，允许债权交易不失为一项有效对策（甚至是必然选择）。对于债权交易，除前文提及的内在限制（即债权人权利实现后，应当放弃该权利）外，还需设置外在限制，即不得通过交易损害其他债权人的利益。比如，当某宗债权交易致使特定债权人最终取得少于他本应得到的清算价值时，该交易就应当受到限制。总之，现实的破产债权交易可能存在许多其他形式，但大多依循上述基本框架展开。

（三）破产程序中股与债的强制交易

在破产实践中，无论是强制剥夺股权（出资人权益强制调整）还是以破产债务人公司股权清偿债权（债转股），都或多或少涉及股与债的强制交易问题。这些交易安排是否妥当或合法，可做如下分析。

1．出资人权益的调整

出资人权益强制调整是重整理论与实践的难题。承继前文的论述，应当认为，法院对破产案件的受理，便是对公司处于资不抵债状态本身的认定，或者至少是推定（在以不能清偿到期债务等原因开始破产程序的情况下），而这也相当于对股东股权价值为零的认定或推定。如果股东不能在破产程序中证伪上述认定或推定，便只能接受股东权益被归零的后果。在这个意义上，我国企业破产法第85条关于出资人投票决定自己的权益调整计划的规

〔83〕 See Micheal Heller, *The Gridlock Economy: How Too Much Ownership Wrecks Markets, Stops Innovation and Cost Lives*, Basic Books, 2008; Micheal Heller, *The Tragedy of the Anticommons: Property in the Transition from Marx to Markets*, 111 Harv. L. Rev. 621 (1998).

定，便是不妥的，而调整出资人的权益也不构成对私人财产的剥夺（或构成违宪）。[84] 正确的选择是，出资人的权益在破产开始后自动归零，若出资人无力在破产程序中提供新资金或其他资源（包括人力资本），或有债权人愿意与其交易，则无权再对公司主张股权。

2．破产程序中的“债转股”

对于破产程序中的“债转股”，有学者认为，“在企业已陷于清偿危机的情况下，债转股将债权转为权利顺位劣后的股权，可能加重当事人的风险，所以必须经过每一个转股债权人的单独同意。”[85] 这是值得商榷的。债权人在“债转股”安排中所取得的股权，并不是破产债务人公司的股权，而是重整后公司的股权，因此并不存在学者所提及的“将债权转为权利顺位劣后的股权”的问题。就其性质而言，“债转股”安排是一种破产财产的分配方式，应当在确定破产财产分配方案的框架中考察。根据我国企业破产法第 61 条第 10 项，审查“破产财产分配方案”是债权人会议的职权，债权人会议应当在多数决的框架下作出决议。在这个意义上，下述观点值得肯定，即破产程序的概括性决定了“每一个体债权人的意愿并不需要都给予尊重，相关权利的代物清偿在逻辑上也未必需要得到每一个体债权人的完全同意”。[86] 实践中强制债权人接受债转股的安排，问题可能并不在于这种分配机制本身，而在于未严格遵守法律关于破产财产分配的表决规则。

（四）小结

股东所享有的各项权利之间会相互影响。例如，若减少对股东新股认购权的保护，便需在退出权或转让权方面加以“补偿”。与此类似，债权人的各项权利之间也存在相互影响和妥当平衡的问题，主要体现在债权人本息权利之外的退出权与参与决策等组织性权利的配置上。在中国法上，债权人的这些组织法权利应当在公司章程中确立。从股东的角度来说，这些权利会很大程度上制约股东的经营选择，因此其并无充分动力让渡投票权；而从债权人的角度来说，组织法上的权利并不能直接救济债权本身，因此其有效性仍有不足。总之，在公司未陷入困境时，股与债的界分并不构成突出的问题。如果公司有充足的资源兑现其对各类投资人的承诺，关于权利定性的讨论充其量只是未雨绸缪。就具体配置而言，可转换优先股的组织法属性要比可转债更强，但要弱于带有股权回购约定的投资安排。[87]

结　论

在社会经济实践中，公司融资交易的形式多样。在设计有关融资交易的制度框架时，应尊重股权、债权内在的相通性，鼓励自主选择和自愿交易。现行法上影响公司融资交易合同效力的制度，主要是借款交易中的利息管制、借贷主体资格管制、流质流押管制和公

〔84〕 有学者认为，“对上市公司出资人权益进行强制调整，其本质是剥夺股东财产权的行为，这种财产权的剥夺没有法律依据，是非法剥夺。”参见前引〔81〕，齐明文，第 168 页。

〔85〕 王欣新：《论企业重整中的商业银行债转股》，《中国人民大学学报》2017 年第 2 期，第 7 页。

〔86〕 韩长印：《破产法视角下的商业银行债转股问题——兼与王欣新教授商榷》，《法学》2017 年第 11 期，第 54 页。

〔87〕 经验研究表明，优先股股东并不会仅关注投资回报而不参与公司治理。在最青睐优先股的风险投资交易中，优先股股东通常会在股东协议中就董事会席位或否决权作出有利于己方的安排，积极参与公司治理甚至在多轮融资后实现对公司的控制。See William W. Bratton *et al.*, *A Theory of Preferred Stock*, 161 U. Penn. L. Rev. 1815, 1874 – 1875 (2013); Charles Korsmo, *Venture Capital and Preferred Stock*, 78 Brooklyn L. Rev. 1172 – 75 (2013).

司资本制度中限制撤回出资、保护债权人等规则。有关融资安排是否有效，应结合这些制度的管制目的加以判断。总体而言，历史上借款交易中的借贷主体管制，当前已不复存在，影响融资安排效力的，一个是隐藏在利息管制及流质流押管制背后的弱者保护考量，一个是公司资本制度中债权人保护的考量。在司法实务中，对前者的判断误区体现在以形式替代实质的倾向上，如只要有丧失所有权的约定，就认为是流质流押，只要利息高，就认为是高利贷，其问题是忽略了交易背后真实的风险分配安排；对后者的判断误区体现在以抽象替代具体的倾向上，不去考察是否真实存在受损害的债权人，而以抽象的“债权人利益”乃至“公司利益”作为否定诸如股权回购等义务的主要标准。

Abstract: The legal status of equity is different from that of debt. Corporation law and contract law offer different default rules for debt-holders and equity-holders accordingly. However, in the economic reality, debt and equity are often combined to acquire necessary investment. In its economic essence, the claim of a junior creditor is the equivalent of a call option against a senior creditor, and the right of the equity holder a call option against the junior creditor. Equity and debt arrangements are thus merely two typical contracts in corporate finance transactions. Between these two types of contracts, there are a large number of “untypical” contracts, i. e. contracts that have been not “nominated” by laws. Under the precondition of not violating capital maintenance and interest control rules, these “unnamed” contracts should be considered valid and enforceable. In qualitative terms, a key element to distinguish between equity and creditor rights lies in the parties’ ability to participate in the distribution of all profits according to the proportion of their capital contribution. Correspondingly, having the right to vote, to appoint a director, to distribute part of the profits, or even to nominate directors alone should not be sufficient for characterizing the claims as equity. Chinese law and courts tend to make rigid distinction between debt and equity, thus misinterpreting the intent of the parties and sometimes misallocating the commercial risk between the transecting parties. The principle of respecting the parties’ freedom in the arrangement of mixing debt and equity applies not only to corporate financing transactions, but also to various types of contractual arrangements under non-corporate law, such as secured transactions and borrowing-lending transactions with risk-sharing attributes.

Key Words: equity, debt, corporate finance, Mezzanine financing, corporate reorganization