

---

新华信托股份有限公司与湖州港城置业有限公司破产债权  
确认纠纷案

## 摘要

“名股实债”作为新型资本运作模式在房地产企业及信托行业间运用较为广泛。但基于“名股实债”中借贷协议的缺失以及股权投资的客观表象，司法实践中对“名股实债”的性质认定莫衷一是，甚至截然相反。公司股权价值在经营过程中发生变化后，投资人基于自身利益的考量，必然会作出对其有利的选择。股权价值增加，要求以股权投资对待；公司经营不善，出现资不抵债甚至面临破产情形，则会作出债权投资选择。本文拟通过剖析“名股实债”模式中当事人的真实意思表示，结合回购条款效力认定的标准，以探寻“名股实债”的司法裁判路径。

【关键词】 股权回购 外观主义 明股实债

IJSER

## Abstract

“Debt investment in the name of equity investment”(disguised debt) as a new capital operation model is widely used in real estate companies and trust industries. However, based on the lack of lending agreements in the "real debts of famous stocks" and the objective appearance of equity investment, there is no consensus on the nature of "real debts of famous stocks" in judicial practice, or even the opposite. After the value of the company's equity changes in the course of its operation, investors will inevitably make a favorable choice based on their own interests. The increase in the value of equity requires that it be treated as equity investment; if the company does not manage well, it is insolvent or even faces bankruptcy, it will make a choice of debt investment. This article intends to analyze the true intentions of the parties in the "real debts of famous stocks" model, combined with the criteria for determining the validity of repurchase clauses, to explore the path of judicial judgment for real debts of famous stocks.

**[Keywords]**share repurchase;Appearanceism;Debt investment in the name of equity investment

IJSER

## 目录

1. 研究背景.....	44
1.1 监管背景.....	44
1.2 案例背景.....	44
2. “名股实债”及其司法处境.....	45
2.1 “名股实债”的概念.....	45
2.2 “名股实债”实现固定收益的常见形式.....	46
2.3 “名股实债”的现行监管机制.....	46
2.4 “名股实债”司法裁判观点之争.....	47
2. “名股实债”问题探究.....	48
3.1 真实意思表示探究.....	48
3.1.1 合同联立下的真实意思表示.....	48
3.1.2 通谋的虚伪表示.....	49
3.2 回购条款的效力认定.....	50
3.1.1 回购条款有无违反禁止性规定.....	50
3.1.2 股权回购主体是否适当.....	51
4. 破产情景下“名股实债”的性质辨别.....	52
4.1 外观主义之于第三人.....	52
4.2 隐藏行为之于第三人.....	52
5. 担保行为的效力认定.....	53
5.1 坚持担保合同的从属本性.....	53
5.2 股权让与担保的效力.....	54
5.3 目标公司对内担保的效力.....	54
6. 总结.....	55
参考文献.....	56

## 1. 研究背景

### 1.1 监管背景

近年来，监管部门对房地产企业融资持审慎监管态度，房地产企业通过银行获得贷款资金的渠道日趋狭窄，这在某种程度上促使房地产企业转向信托行业进行融资，但与此同时，监管部门也对信托行业向房地产企业发放贷款进行了规制。

《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）明确规定：“信托公司严禁向未取得国有土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证‘四证’的房地产项目发放贷款……申请信托公司贷款（包括以投资附加回购承诺、商品房预售回购等方式的间接贷款）的房地产开发企业资质应不低于国家建设行政主管部门核发的二级房地产开发资质，开发项目资本金比例应不低于35%（经济适用房除外）。”该条款在业内被称为“四三二”要求（四即四证齐全，三即35%的资本金比例，二即二级房地产开发资质）。该通知还规定：“严禁向房地产开发企业发放流动资金贷款，严禁以购买房地产开发企业资产附回购承诺等方式变相发放流动资金贷款，不得向房地产开发企业发放用于缴交土地出让价款的贷款。”上述规定有其制定的特殊背景及实际意义，但也在客观上加大了房地产企业从信托渠道贷款融资的困难度，“名股实债”作为一种投资模式，应运而生。对于融资方来说，能够在融资渠道受限的情况下缓解燃眉之急，又可在不占用授信额度的前提下扩大账目上的股本金，降低资产负债率；对于投资方来说，则既可规避以放贷方式投资房地产企业的禁止性规定（如“四三二”要求），又能以相对较低的风险获得固定的收益，并在满足特定条件后被赎回股权或返还本金。恰恰是因为这种交易结构设计的“名股”和“实债”，引发了大量关于股权与债权性质的法律纠纷。

### 1.2 案例背景

港城置业是一家不具备二级房地产开发资质的房地产开发企业，未达到前文所述“四三二”要求，因此不具备向信托公司贷款的资格。2011年4月，港城置业召开股东会，决定向新华信托贷款2亿元-2.5亿元。

2011年6月，新华信托与港城置业、纪阿生、丁林德签订《合作协议》，约定：由新华信托出资22478万元，并以其中的14400万元分别受让港城置业该两名股东即纪阿生、丁林德所持港城置业共计80%的股权，其余款项全部增入港城置业的资本公积金。股权转让后，新华信托共持有港城置业80%股份。《合作协议》同时约定港城置业有义务配合新华信托在信托期满时退出信托资金。为保证《合作协议》履行，新华信托与纪阿生、丁林德签订了股权质押合同，并办

理了质押登记手续，港城置业则以其土地使用权进行了抵押。

2011年7月至9月，新华信托向社会公众发布集资信托计划，并与资金提供人签署《信托合同》，约定退出信托资金的方式。

2011年9月，新华信托向港城置业汇入22478万元，其中股权转让款为14400万元，资本公积金为8078万元。随后新华信托向港城置业指派了两名董事，并形成新的港城置业章程。新章程明确了新华信托可委派董事2名，董事享有知情权、提案权、表决权和否决权等，当月，港城置业工商信息变更登记新华信托持有港城置业的80%股权。

2013年2月，新华信托接管港城置业的法人章、合同专用章、财务专用章、预售资金监管专户财务专用章等。期间，新华信托行使股东表决权，促成公司高管的变动。2015年8月，港城置业进入破产清算程序。破产管理人作出《债权审查通知书》，告知不予确认新华信托申报的债权，经申请复核未果后，新华信托向法院提起诉讼，请求确认其对港城置业享有前述债权。

湖州市吴兴区人民法院经审理认为，首先，新华信托与港城置业、纪阿生、丁林德各方均已分别按约履行《合作协议》及《股权转让合同》，且新华信托作为股东已进行了港城置业公司股东名册记载、公司登记机关登记，对外具有公示效力。其次，在名实股东的问题上要区分内部关系和外部关系，对内部关系产生的股权权益争议纠纷，可以当事人之间的约定为依据，或是隐名股东，或是名股实债；而对外部关系上不适用内部约定，应以当事人之间对外的公示为信赖依据。再次，本案不是一般的借款合同纠纷或股权转让纠纷，而是港城置业破产清算案中衍生的诉讼，本案的处理结果涉及港城置业破产清算案的所有债权人的利益，应适用公司的外观主义原则。新华信托作为一家具有金融许可资质的信托投资机构，应对此所产生的法律后果有清晰的认识，故法院对新华信托的主张不予支持。

[1]

新华信托不服一审判决提起上诉，二审期间港城置业管理人与新华信托达成和解协议，本案调解结案。[2]

## 2. “名股实债”及其司法处境

### 2.1 “名股实债”的概念

“名股实债”作为房地产行业经常用到的一种融资模式，通常是指投资方以股权投资的方式（包括受让股权收益权方式）对投资标的进行股权投资，同时约定投资期限、固定投资收益，在约定的条件出现时，由被投资标的或股东回购

[1] 参见（2016）浙0502民初1671号。

[2] 参见（2016）浙05民终1555号。

股权或股权收益权。<sup>[1]</sup>我国现行法律、行政法规层面对“名股实债”并无明文规定，因此“名股实债”并非严格意义上的法律术语，仅是民间或者实务中约定俗成的一种说法，其概念只是散见于银监会、中基协（中国证券投资基金业协会）等部门的文件及最高人民法院的有关会议纪要之中。从民商事法律关系上分析，通常是指股权持有人与其投资的公司之间名义上存在股权投资权利义务关系，实质上是债权债务关系。投资人取得目标公司的股权的模式主要有认缴增资和受让股权两种。

## 2.2 “名股实债”实现固定收益的常见形式

回购：即“股权投资附加回购”，各方约定由目标公司或目标公司的股东在固定期限届满后以本金和固定收益对投资人的股权进行溢价回购。

对赌：各方签订对赌协议，即如果融资方不能满足其中任一条款，则触发对赌，后果是需以固定溢价回购信托计划所持有的股权。回购方或约定为目标公司，或约定为目标公司股东或者目标公司的关联方。<sup>[2]</sup>对赌协议与回购协议的区别在于，对赌情形下的回购系附条件的，在签订合同时无法确定回购期限，而回购协议中的回购期限较为明确。

分红：约定在目标公司股权分红，以及相关收益不足以保证投资本金和固定收益时，由目标公司或其股东承担补足投资本金和固定收益的差额补足义务，并对差额补足承担约定担保责任。<sup>[3]</sup>

## 2.3 “名股实债”的现行监管机制

“名股实债”这一资本运作模式，其最显著的特征一是享受固定收益，二是可实现资本退出。现行法律法规并未对“名股实债”的交易模式作出规制，只是有关国家部委以及金融监管机构对附加回购承诺及附加保本收益承诺的投资模式是持审慎监管态度，甚至是明令禁止的。如前文提及的银监办发[2008]265号通知即明令禁止信托公司通过附加回购承诺的方式变相向房地产开发企业发放流动资金贷款。再如保监资金〔2017〕282号文《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》规定：“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……”与此同时，保监发〔2018〕9号文《打赢保险业防范化解重大风险攻坚战总体方案》则直接表明：“坚决制止名股实债等变相增加实体经济成本的违规行为”。由此可见，监管机构对“名

<sup>[1]</sup> 贾杰：“明股实债：形式与实质之争——兼论新华信托与湖州港城置业破产债权确认纠纷案”，载《广西政法管理干部学院学报》2017年5月第32卷第3期。

<sup>[2]</sup> 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——追寻裁判背后的法理》，人民法院出版社2018年版，第65页。

<sup>[3]</sup> 同前注〔2〕。

股实债”的限制措施可谓多管齐下，究其动因，系监管机构基于维护良好金融秩序以降低实体经济运营成本的初衷。也正因受监管政策不同程度的限制，“名股实债”所涉投、融资双方债的法律关系往往无法直接设定，故“名股实债”在面世之初便自然带着争论。

## 2.4 “名股实债”司法裁判观点之争

本案开篇提到的案例并非新华信托遭遇的唯一一次“名股实债”纠纷，在此前及之后，新华信托均遇到过类似案件，但最终的裁判结果却各不相同，不同的法院针对投资人究竟是享有股权还是债权大致有以下观点：

1、认定为债权投资关系。新华信托与诸城市江峰房地产开发公司合同纠纷一案 [(2014)渝高法民初字第 00010 号]。该案中重庆高院认为新华信托与江峰房地产公司签订的《合作协议》和《收益权转让合同》的实质均为借款合同。主要裁判理由如下：(1) 双方在签订《合作协议》之前的磋商过程中由江峰房地产公司出具了借款申请、还款计划，通过了股东会决议，并表达了提供抵押财产进行借款的意愿。(2) 新华信托以 1 元为对价收购 90% 的股权显然与股权的实际市场价值不符，不符合常理。3. 双方当事人签订《合作协议》并办理相关担保财产的抵押、质押手续，这与江峰房地产公司主张双方是股权转让相矛盾。该案中，法院除对当事人书面约定进行形式审查外，还进行实质审查，进一步探究了合同掩盖下的当事人真实意思表示。

2、认定为股权投资关系。新华信托与陈惠芬、佛山市南海区吉鸿房地产开发有限公司（以下简称吉鸿公司）债权人撤销权纠纷一案 [(2017)粤民终 2334 号]。该案一审法院认为新华信托向吉鸿公司划付款项的性质属于股权投资款。理由如下：(1) 从双方约定看，双方签订的合同中约定融资款以增资扩股的形式划付，并约定吉鸿公司需以支付股权回购款的方式向新华信托偿还该部分信托融资款项的本息，故双方对款项性质明确为增资款。此种方式与借款存在明显的区别。(2) 从当事人的履行情况来，新华信托投资后，吉鸿公司注册资本发生了变更，而新华信托也成为了吉鸿公司大股东，故该履行情况与双方合同约定相符，即新华信托确已通过增资扩股的方式成为了吉鸿公司的股东。二审法院对此观点予以支持。本案从外部表现形式进行审查，当事人签订合同后的履行行为与合同相符，故依照合同约定对当事人之间的投资性质作出了认定。

3、对投资性质不作认定。北京时光房地产开发有限公司（以下简称北京时光公司）与新华信托、兴安盟时光房地产开发有限公司（以下简称兴安盟公司）合同纠纷一案 [(2014)民二终字第 261 号]。该案历经一审、二审、再审，三次审理中法院均未对双方之间是股权还是债权作出认定。一审法院认为新华信托与北京时光公司、兴安盟时光公司签订的一系列协议均为各方当事人的真实意思表

示，内容亦不违反法律规定，为有效合同，应受法律保护，并据此支持信托公司按照约定要求北京时光公司继续履行合同义务以实现其信托资金退出的权利。二审及再审均对一审判决予以支持。唯再审法院认为新华信托在依约履行协议后，成为兴安盟时光公司的唯一股东，并且依照法律规定有权选择管理者，故新华信托重新任命法定代表人，符合法律规定。再审法院虽未对新华信托的投资性质进行明确认定，但其裁判理由认为新华信托成为公司股东后有权行使管理权参与公司管理，故该认定实际有认可新华信托为股权投资之意。

## 2. “名股实债”问题探究

### 3.1 真实意思表示探究

#### 3.1.1 合同联立下的真实意思表示

在“名股实债”案件中，从合意达成 -- 资金募集 -- 资金投放 -- 财产管理 -- 资金退出，这一流程中往往有多份协议，且多份协议看似相互独立又彼此结合，这在一定程度上构成了合同联立。所谓合同联立是指数个合同不失其个性而相结合的法律事实，此时数个合同能够保持其个性的原因在于它们各自有独立的“设立、变更或终止民事权利义务关系”的功能，而能够结合的原因在于该数个合同生成经济上一体的交易功能。<sup>[1]</sup>也即，在合同联立的情况下，应从数个合同所能实现的整体交易目标来认定真正的合同目的。如“新华信托 -- 港城置业”一案中，因港城置业不具备二级房地产开发资质，根据监管政策系禁止新华信托向港城置业发放贷款的，故新华信托在投资港城置业时，双方并未签订借贷协议，且为了避免矛盾条款（即合同中的某一条款与合同整体内容相冲突），新华信托与港城置业在《合作协议》中亦未约定案涉资金系债权属性，而是约定“港城置业有义务配合新华信托在信托期满时，采取信托文件提及的方式安全退出信托资金。”而《资金信托合同》约定“采取以下方式安全退出信托资金：获取项目公司的分红和减资；转让项目公司股权；转让信托收益权。”从法律关系上看，《合作协议》与《资金信托合同》构成合同联立，该两份协议均有提及资金退出，但《资金信托合同》对资金退出的方式作了明确约定，因此《资金信托合同》更适宜作为评价整体交易行为目的的依据。根据《资金信托合同》，信托资金以股权收益的直接收取退出，或者以股本减少、股权处分的方式，或者以解散和清算公司实现剩余财产分配等方式退出，这些机制都是股权模式的退出而非债权模式的退出，即不是以港城置业归还信托资金的方式退出。<sup>[2]</sup>从这一角度分析，“新华信托 -

<sup>[1]</sup> 陆青：“合同联立问题研究”，载《政治与法律》2014年第5期。

<sup>[2]</sup> 任一民：“破产语境下的房地产信托投资问题研究——以新华信托破产债权确认案未样本”，收录于韩长印、许多奇主编：《公司经营风险的商法回应》，上海三联书店2017年版，第315-316页。

- 港城置业”一案的实质是股权投资，而不是债权投资。

### 3.1.2 通谋的虚伪表示

通谋的虚伪表示，是指当事人之间合意以一虚假行为隐藏另一民事法律行为，系当事人之间通谋的虚伪意思表示。我国《民法总则》第 146 条为此种行为的认定提供了法律依据。根据该规定：“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。”究其法理，即双方意思表示所指向的法律效果并非双方当事人的内心真意，双方对此相互知晓，如果认定其为有效，有悖于意思自治原则。<sup>[1]</sup>故对于虚假意思表示下的隐藏行为，应当依据被隐藏行为的法律性质来认定其法律适用，并决定其是否具有民事法律行为的效力。“名股实债”即是在股权投资的行为表象下隐藏债权投资之实质，是一个双方通谋的虚假行为，其隐藏的真实民事法律行为就是借贷。如经审理当事人是以股权转让之名行资金借贷之实，则该行为适用法律的原则是，依据借贷关系的有关法律规定，来认定这一民间借贷行为是否符合法律的要求。

此处需注意的是，“名股实债”被确认为债权投资情形下的企业间借贷的效力认定问题。根据《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 条之规定：“法人之间、其他组织之间以及它们相互之间为生产、经营需要订立的民间借贷合同……当事人主张民间借贷合同有效的，人民法院应予支持。”该条规定在很大程度上将企业间的借贷合法化，其立法本意是为缓解企业“融资难”、“融资贵”等顽疾，以满足企业自身经营的需要。但《规定》第 1 条规定了民间借贷行为主体的适用范围，金融机构被排除在外。金融机构包括银行业金融机构，如商业银行城市信用合作社、农村信用合作社等吸收公众存款的金融机构以及政策性银行，也包括非金融机构，如经监管部门批准设立的信托公司、财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司等非银行业金融机构。如投资方系金融机构，一般来说，其投资行为是以放贷来获取固定收益，并非为了生产、经营之需而相互拆借资金，所以从用途上说，应作肯定性评价。假使投资方系未取得贷款业务资格的金融机构，如参照上述《规定》将其放贷行为认定为有效，则无异于变相使得不具备放贷资质的金融机构从事放贷业务。故如一律参照《规定》将“名股实债”模式下企业间的借贷合法化，则有悖《规定》之立法本意，亦不利于维护金融秩序及防范金融风险。对此，应当根据《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 条有关“当事人超越经营范围订立合同，人民法院不因此认定合同无效。但违反国家限制经营、特许经营以及法律、行政法规禁止性经营规定的除外”的规定，认

<sup>[1]</sup> 参见张荣顺主编：《中华人民共和国民法总则解读》，中国法制出版社 2017 年版，第 487 页。

定未取得贷款业务资格的金融机构从事的放贷行为无效。<sup>[1]</sup>3. 履约行为折射出的真实意思表示。认定到底是债权投资还是股权投资，除了剖析协议中各方真实意思之外，还需通过分析投资方获得股份之后的权益来认定。

一是有无行使股东权利。作为股东最基本的权利首先便是确认身份的权利，如在工商部门和股东名册中进行相应注册资本、股东、股权比例等的变更，以使其在外观形式上具备股东资格；其次便是行使诸如决策权、知情权、收益分配权等股东权利；再次，在“名股实债”中，投资人是否实际参与目标公司的经营管理亦是认定股权的重要依据。如“新华信托 — 港城置业”一案中，新华信托在取得股份后，向港城置业指派了两名董事，参与公司经理选聘等事项的表决，且对公司重大事项享有一票否决权，其已实际参与公司经营管理。故新华信托投资港城置业的当为股权投资。

二是有无享受固定收益。“名股实债”中，股权投资情境下，投资人的目的在于获取股东身份，并通过参与公司经营管理行使股东权利，其从公司获取投资回报主要是基于其享有的股权分红，且分红只在公司经营状况良好存在利润的情形下产生，普通股东并不直接享受固定利益。而债权投资情境下，投资人目的在于获取固定收益，并确保资本可安全退出。但此处需要注意的是即使约定了固定收益条款，亦不能必然论证出债权投资的本意。因为根据公司法法理，股权不仅有普通股，还有优先股，而优先股股东的股利分配，约定的往往正是固定分红。<sup>[2]</sup>我国现行法律虽未对优先股作出明文规定，但在司法实践中得到了最高人民法院的认可。<sup>[3]</sup>如前文提到的“新华信托 — 北京时光”一案中，最高法院在判决书中论述到：“优先股不同于普通股的特别之处在于：……第二，股息偿付的优先权。即企业在股票分红时，优先股股东具有先获得固定分红的权利。第三，通常优先股股东不参与企业的管理决策……因此，在信托资金以谋求资金收益为目的进入融资公司后，公司也可以在不违反公司法法理的基础上给与其优先固定利益回报。”故优先股作为股权的例外情形，其本质仍属于股权，而非债权。

## 3.2 回购条款的效力认定

### 3.1.1 回购条款有无违反禁止性规定

如前文所述，尽管国家各部委以及各金融监管机构针对“名股实债”曾颁布了一些禁止性规定，但根据《合同法》第 52 条第 5 项及《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（二）》第 14 条的规定，人民

<sup>[1]</sup> 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— 追寻裁判背后的法理》，人民法院出版社 2018 年 12 月第 1 版，第 68-69 页。

<sup>[2]</sup> 参见古世英：《优先股法律制度研究》，法律出版社 2015 年版，第 35-45 页；转引自韩长印、许多奇主编：《公司经营风险的商法回应》，上海三联书店 2017 年版，第 316 页。

<sup>[3]</sup> 张雪樾：“以股权转让形式退出信托资金的效力认定及相关法律问题”，载《商事审判指导》总第 40 辑。

法院确认合同无效，应当以法律、行政法规的效力性强制性规定为依据，故上述禁止性规定不能作为确认合同无效的依据。在认定合同效力时，应遵循契约自由原则及诚实信用原则，在该民事行为未违反《合同法》第 52 条之情形时，便不宜轻易将其认定为无效。

### 3.1.2 股权回购主体是否适当

通常而言，回购条款轻易不会违反法律、行政法规的禁止性规定，只要该回购条款系当事人真实意思表示即应确认其有效。此处需要注意的是，在认定回购条款的效力时，应对股权回购的主体进行区分，不同主体对股权的回购产生的法律效果截然不同。关于目标公司可否作为股权回购主体，颇具争议，主要争议在于公司回购行为带来的减资后果对债权人的影响。根据《公司法》第 142 条之规定，除特定的六种情形外，公司不得收购本公司股份。“名股实债”的交易模式下，目标公司回购股份显然不属于减少公司注册资本外的任何一种情形，而根据合同安排，在约定的条件成就时目标公司必须进行股份回购，也难以认定是公司正常意义上的减资。由此，在此种情况下目标公司的股份回购行为往往成为投资人抽逃出资的手段，进而影响公司其他股东、债权人利益，故回购条款约定由目标公司承担回购义务的情形下，认定回购条款效力应重点审查有无损害公司股东及其他债权人利益。另外，关于约定公司作为回购主体的回购条款之效力认定，一方面需辨别公司是否确因投资行为而受益；另一方面则需严格依照《公司法》有关公司回购股权的规定。如投资方以增资入股的形式进入目标公司，则目标公司显然以获得资金的方式受益；如投资方以股权受让形式进入目标公司，但股权转让款实际用于目标公司生产经营的，亦可认定公司因此获益。但若投资方以股权受让形式进入目标公司，且股权转让款并未用于公司，则难以认定公司因该投资行为受益。“名股实债”中股权回购是确保投资方实现资本退出的重要途径，投资方因股权回购而获利益，系基于其使公司受益的投资行为，如因坚持公司资本维持原则而否定公司作为回购主体的效力，则显失公允。故在公司确因投资行为而受益的情形下，且符合《公司法》有关公司回购股权的规定时，约定公司作为回购主体的回购条款之效力应当予以认可。

如以股东为回购主体，则相当于股东以股权受让形式获得更多股份，这并不影响公司资本，仅是股东的持股比例发生变化，并不损害债权人利益。且法律禁止股东抽回出资，并不反对转让出资，股东对于股东间关系以及股东与公司间关系，可以依其自身意思进行调整，司法机关不应强行干涉。<sup>[1]</sup>故约定以目标公司为回购主体的回购条款应以投资行为是否使公司受益来确定其效力，而约定以股东为回购主体的回购条款原则上应认定为有效。

<sup>[1]</sup> 参见蒋大兴著：《公司法的观念与解释 II》，法律出版社 2009 年版，第 14 页。

## 4. 破产情景下“名股实债”的性质辨别

通常情况下“名股实债”纠纷的当事人是投资方与融资方，双方争议的基础在于其之间签订的一系列协议，就案件本身而言当事人仅系合同相对方，与合同外的他人无涉。但在破产情境下，若投资方身份是破产企业的股东，则无权在债权人获得清偿前就破产财产主张权利，因此，破产情境下对投资性质是股权还是债权的认定，不仅涉及到投、融资双方的内部关系，而且涉及到破产企业所有债权人利益。

### 4.1 外观主义之于第三人

商事活动中公示主义与外观主义要求商主体将与交易有关的重要事实、财产状况、营业情况等以法定的形式予以公开，善意第三人基于该公示内容形成的信赖利益应当予以保护。商事外观主义原则是处理实际权利人与善意第三人之间利益冲突应当遵循的基本原则，即对善意第三人信赖交易相对人权利外观而实施的法律行为效力予以认可，对善意第三人上述法律行为取得的权利予以保护，实际权利人由此而产生的损失只能在内部关系中予以解决，<sup>[1]</sup>否则将不利于信赖利益的保护和交易安全的维护。“新华信托——港城置业”一案中，新华信托以其作为港城置业股东的外观事实予以公示，这在不同程度上对与港城置业发生交易的不特定善意第三人传递了“信赖讯息”。这其中的“信赖”如：港城置业的控股股东新华信托系一家具有良好企业信用、具备一定风控能力及财务管理能力的知名金融机构；港城置业在新华信托的控股下，能够维持稳定的公司资本及规范的运营模式等，继而促使第三人基于信赖而加大与港城置业发生交易的可能性。在企业经营状况良好，债权人的交易有保障的情形下，该份“信赖”并无不妥。但在企业破产的情境下，债权人的交易无法保障，如让引发信赖的一方全身而退，而让其他债权人难以实现清偿，显失公允。

### 4.2 隐藏行为之于第三人

通常情况下，根据合同相对性原则，隐藏行为的效力仅局限于通谋的当事人之间，并不波及第三人，且对于通谋虚假意思表示下发生的隐藏行为，应依据被隐藏行为的法律性质来认定相关法律适用。但若该隐藏行为致使第三人权益受损时，其效力该如何认定，《民法总则》并未直接给出答案。从其他国家就隐藏行为效力的法律规定来看，不得对抗善意第三人系其基本规则。如《德国民法典》第 117 条规定：“双方当事人通谋而为虚假行为，不得对抗善意第三人。”<sup>[2]</sup>《日

<sup>[1]</sup> 参见郑云瑞著：《公司法》，北京大学出版社 2016 年 6 月版，第 280 页。

<sup>[2]</sup> 参见杜景林、卢谌译：《德国民法典—全条文注释》上册，中国政法大学出版社 2014 年版，第 89 页。

本民法典》第 94 条规定：“（一）与相对人通谋所为的虚伪意思表示，无效。（二）前款规定的意思表示无效，不能对抗善意第三人。”<sup>[1]</sup>《奥地利普通民法典》第 916 条规定：“……（2）基于通谋虚伪行为而发生的抗辩权，不得对抗因信赖其意思表示而取得权利的第三人。”<sup>[2]</sup>我国现行法律、法规虽未就隐藏行为之于第三人的效力认定作出直接规定，但《民法总则》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。”《民法通则》第 58 条和《合同法》第 52 条均规定“恶意串通，损害国家、集体或者第三人利益”及“以合法形式掩盖非法目的”之行为无效的裁判规则。故可参照上述规定对破产情境下的隐藏行为进行判定。需说明的是，笔者认为此处应对第三人作扩大解释，即第三人为目标公司的债权人。如前文所述，当遇目标企业破产，如将其认定为债权，则势必损害第三人（破产债权人）之利益。而毫无疑问，“名股实债”的资本运作方式系投、融资双方“通谋”之下运行的。至于该串通行为是否属于“恶意”，笔者认为，当事人应当向第三人披露信息而未予以披露的，即为“恶意”。故破产情境下，如投、融资双方未向第三人真实披露“名股实债”系债权本质的，不应将其认定为债权。关于“以合法形式掩盖非法目的”，监管部门对“名股实债”的资本运作模式系审慎的，甚至是禁止的。为保护交易，在不损害国家、集体或者第三人利益时，不宜对“非法目的”中的“法”作扩大解释，即应将此处的“非法”之“法”认定为法律、法规。但在目标企业破产时，投、融资双方掩盖真实目的的行为已损害第三人利益，故该掩盖行为不应受保护。

## 5. 担保行为的效力认定

在“名股实债”交易模式中，投资方为了保证资本退出，通常会要求融资方提供担保，且融资方为了能够获得充分融资，亦往往会向投资方提供担保。但该担保行为的法律效力如何，需要结合主合同的性质予以认定。

### 5.1 坚持担保合同的从属本性

担保合同系从合同，无论何种类型的担保均无法突破担保的从属本性。该从属性至少包含以下含义：一是主合同无效，担保合同无效。担保合同作为从合同，应以主合同的有效成立为前提，其必须依附主债权债务的存在而存在。如“名股实债”被认定为股权，则其所担保的债权并未有效存在。既无担保之债发生，那么担保自然也就不存在。故“新华信托 —— 港城置业”一案中，“名股实债”被认定为股权后，新华信托便无法行使抵押权。二是担保物权的设立，并不影响主

---

<sup>[1]</sup> 参见刘士国等译：《日本民法典》，中国法制出版社 2018 年版，第 15 页。

<sup>[2]</sup> 参见戴永盛译：《奥地利普通民法典》，中国政法大学出版社 2016 年版，第 174 页。

合同法律性质的认定。也即不可因抵押、质押等担保物权的设立而倒推担保之债的成立。故本文所探讨之担保，系以“名股实债”被认定为债权为前提的。

## 5.2 股权让与担保的效力

在债权成立的“名股实债”模式中，当事人就股权转让的行为达成合意，但该股权转让的设计重点并非为了实现股权的转让，而是为了实现股权的回购。也即，债权成立的模式下，股权转让条款的设计，是为了确保投资人实现资本退出而设立的担保，这一担保与让与担保的情形相吻合。让与担保，是指债务人或第三人为担保债务的履行，将担保物的所有权移转于债权人，债务清偿后，担保物应返还于债务人或第三人；债务不获清偿时，债权人得就该担保物受偿的一种担保形式。<sup>[1]</sup>在让与担保中，外观上看债权人取得了标的物的所有权，但当事人之间转移所有权的目的并非为了实现买卖交易，而是为了实现担保债权。我国法律中并没有就让与担保进行明文规定。但《规定》第 24 条：“当事人以签订买卖合同作为民间借贷合同的担保，借款到期后借款人不能还款……按照民间借贷法律关系审理作出的判决生效后，借款人不履行生效判决确定的金钱债务，出借人可以申请拍卖买卖合同标的物，以偿还债务。……”该条规定在一定程度上认可了让与担保的法律效力。让与担保作为一种非典型的担保类型，能够在商事活动中弥补传统典型担保类型的不足，有其存在的特殊意义，在未违反法律、法规禁止性规定的前提下，股权让与担保的效力应予以肯定，此处的禁止性规定，是指流质流押等成文法禁止性法律规范。我国《物权法》第 186 条规定：“抵押权人在债务履行期届满前，不得与抵押人约定债务人不履行到期债务时抵押财产归债权人所有。”因此，需要注意的是，股权让与担保，其重点在于担保，而非在于让与。如在认定为债权的“名股实债”模式中，在融资方或相应债务人无法支付回购对价时，债权人实现债权的方式是申请拍卖股权，对拍卖所得价款享有优先受偿权，而非直接获取股权或直接由债权人处分股权，否则与流质无异，当属无效。当然，如融资方或相应债务人已经支付了回购对价，债权人即应返还股权，在股权让与担保中，债权人仅为名义股东，转让人仍享有股东权利。

## 5.3 目标公司对内担保的效力

关于公司对股东提供担保，我国《公司法》第 16 条规定：“为公司股东或者实际控制人提供担保的，必须经股东会或者股东大会决议。”可见，公司对股东提供担保是可行的。就目标公司对作为股权回购主体的股东为股权回购之债进行担保的情形，该担保行为的性质在一定程度上有别于上述“公司为公司股东或者实际控制人提供担保”的情形。《公司法》第 16 条规定的对内担保情形所涉及

---

<sup>[1]</sup> 参见王利明著：《物权法研究》（第四版），中国人民大学出版社 2016 年版，第 1267 页。

的主债务往往是股东的个人债务,该债务的产生与公司并无直接利害关系。而“名股实债”交易中,公司所担保的主债务系基于公司的融资行为,且该行为已实际让公司受益,故不能因在股权回购时公司承担担保责任可能致使公司减资而否定目标公司对内担保的效力。

## 6. 总结

综上所述,“股”“债”之争原则上需坚持意思自治原则。所谓意思自治,需以真实的意思表示为基础,并就投资方是否享有固定的收益、是否承担企业的经营风险、是否实际参与经营管理、是否有约定资金退出机制(如回购条款)等多项因素进行衡量,剖析多份合同所指向的缔约目的,结合实际履约情况予以认定。具体到“名股实债”性质认定,还需重点审查回购条款的效力。如:投资人为金融机构时,其作为合同主体是否已取得贷款业务资质;当公司作为回购主体时,公司是否确因投资行为而受益,且符合《公司法》关于公司回购股权的规定情形;回购条款有无损害国家、集体、第三人利益或社会公共利益等。此外,如遇目标公司破产,还需从保护信赖利益的角度出发,坚持商事外观主义。现归纳如下:

(一)投、融资双方确有真实的借贷意思表示,应当认定为债权;(二)如以公司为回购主体,确保“债权”成立且可履行的必要条件是,投资资金的确使公司受益。如投资人以增资形式进入公司,或虽以股权受让形式进入公司,但相应股权转让款实际用于公司的情形;(三)如投资方已通过足额出资或合理对价支付股权转让款,并已进行股东名册及工商变更登记,外观上已取得公司股权并拥有股东身份,但并未行使股东权利,而是以一定形式获取固定收益,且投、融资双方有明确的资本退出计划,原则上应认定为债权投资;(四)当前述情形下恰逢目标公司破产,且投、融资双方或目标公司已经就债权投资的实质对第三人(此处的第三人应作扩大解释,理解为目标公司的债权人)进行披露,则不影响债权投资之定性;如隐瞒债权投资实质的,需从保护信赖利益及否定通谋虚伪表示的法理出发,依据商事外观主义认定为股权投资;(五)如投资方实际参与了公司的经营管理,或已派出董事或参加选举,并对重大事项具有决定权,则即使当事人签订的合同足以体现债权投资之意愿,亦更适宜将其认定为股权投资;(六)如投资方以畸低的对价获得股权,则债权投资的意图更为明显,但若投资方在该意图下行使前述股东权利,则亦更适宜认定为股权投资。

## 参考文献

- [1]高璐祎.名股实债的法律适用研究[D].四川:四川师范大学,2018.
- [2]满孝国.名股实债信托受益权交易模式探析[J].金融发展研究,2016(11):85-86.
- [3]龚鹏程,贾若欣.私募股权投资中对赌协议效力辨析——以契约理论为视角.西部法学评论,2018(05):31-39.
- [4]宋毅,王苗苗.对赌协议的效力认定[J].人民司法(应用),2018(16):69-73+106.
- [5]赵育才.名股实债司法裁判实务的总结与反思[J].金融法苑,2018(96):30-44.
- [6]高远.新华信托投资湖州港城置业失败案例分析[D].乌鲁木齐:新疆财经大学,2018.
- [7]黄华珍.最严新政如何影响 PPP 项目资本金融资[J].新理财(政府理财),2017(12):58-61.
- [8]李瑶.名股实债法律性质的司法实践研究[D].湖南:湖南大学,2018.
- [9]高长久,符望,吴峻雪.信托法律关系的司法认定——以资产收益权信托的纠纷与困境为例[J].证券法苑,2014,11(02):90-104.
- [10]蔡慧永.有限责任公司股权转让效力研究[D].北京:中国政法大学,2019.
- [11]吴穹.“名股实债”融资及风险的法律分析[D].上海:华东政法大学,2018.
- [12]羊解戈.“明股实债”的裁判路径探析[D].上海:华东政法大学,2019.
- [13]许德风.公司融资语境下股与债的界分[J].法学研究,2019(2).
- [14]张婉璐.衡平居次原则适用问题研究——从“沙港公司诉开天公司案”切入[D].上海:华东政法大学,2016.
- [15]张小燕.名股实债问题法律研究[D].重庆:西南政法大学,2019.
- [16]聂华.“明股实债”的法律分析——以契约条款设计为视角[D].上海:华东政法大学,2018.
- [17]江满情.中国近代股份有限公司形态的演变——刘鸿生企业组织发展史研究[D].上海:华东师范大学,2003.
- [18]陈醇.论金融法中的违约预防制度[J].环球法律评论,2019(2).