

论不完全合同视角下的公司融资

陈克*

目次

一、引言	
二、公司融资中的股债区分与可转换性	
(一) 股债区分的妥当性争议	
(二) 股债类型的转换	
三、公司融资的实质——组织与契约的融合	
四、融资合同分析框架——不完全性解读	
(一) 公司融资的整体观察	
(二) 融资类不完全合同的内容要素考察	
(三) 对应的治理机制	
五、公司融资中的交易类型与条款梳理	
(一) 交易类型梳理	
(二) 条款类型梳理	
六、融资协议解释中经济逻辑的运用	
(一) 信息不对称调整条款中的经济逻辑	
(二) 资本专用性解决条款中的经济逻辑	
七、融资合同争议问题的解决	
(一) 公司融资协议的性质归属	
(二) 名股实债争议之处理规则	
八、结语	

摘要 以公司融资的不完全合同属性为分析框架,通过对公司融资活动诸要素的考察,以及对融资交易类型与合同条款的梳理,用以厘清融资中所存在的交易不确定性、资产专用性、信息不对称、投机主义等因素,以及与融资协议中常见的条件条款、声明与担保条款、互锁等条款之间形成的匹配性关系。同时,以此为分析范式,探求该匹配性关系中蕴含的“无形法律的秩序”,即商业理性,并明确裁判者应尊重市场主体对特定事项的商事安排。尤其在司法处理争议的具体法律适用之前,应强调经济逻辑在融资合同解释中的运用来探求真意。审判实践要从“融资不完全要素—治理对策—具体条款”的分析路径,拼接出商业安排的对策全景,以遵循融资安排之真意。以公司融资协议的性质归属、名股实债两个实务问题为例,重点从商业理性与合同解释衔接的视角进行研判。

关键词 公司融资 合同解释 交易成本 经济逻辑 名股实债

一、引言

法律发现是使法律规范与现实的生活事实调适,也即裁判者必须在法律规范所意涵的类型中

*上海市高级人民法院民一庭审判员、法学硕士。

掌握事物本质意义。而商事审判领域多涉及商主体的复杂商事安排,如何从该安排背后的经济逻辑出发探求“个别中的普遍”,进而正确适用法律的前提条件,已成获致正确裁判的关键之一。本文以公司融资为考察对象,尝试从交易成本角度解读融资安排中的条款真意,将案件事实推至事物正义,为下一步再从事实正义推至规范正义打下基础。

就公司融资而言,可分为内部融资与外部融资。内部融资是指借由公司盈余分配、利润保留、折旧操作等进行的资金融通,不涉及外部的市场交易,不属于本文讨论的范畴。本文所探讨的外部融资,是指公司(融资方)将对外筹措所得的债权、股权等融资,交由一定的治理机制予以管理、运营,并将其获利以本息返还、盈余分配、股权回购等方式回馈投资方。其事关公司的资金筹措,上承公司资本制度、中联公司治理、下启运营评价,是公司制度的重大命题。从整个社会经济构造来说,先有资金流入才有公司制度的启动、公司启动后运营获利,再有以利益分配等进行的资金输出,遂形成整个社会的资金融通流转。

近年来,公司法领域也积极回应公司融资的资本环境变化。先有 2013 年年末的“资本登记制度改革”,再继 2018 年《公司法》第 142 条对股份回购制度的扩容。^{〔1〕}但现代资本市场金融工具发展迅猛、融资手段多元,如何确立公司融资在公司制度中的应有地位,以及如何将公司融资裁判规则同步于市场经济发展,已成为公司法研究之重要课题。

有鉴于此,本文分三大部分探讨公司融资:首先,介绍金融资本驱动下公司融资化趋势,明确商事裁判应配合公司融资方式多元化,以实现资金配置的价值最大化。其次,依托法律经济学工具,确定融资协议的不完全合同属性;运用交易成本理论解析融资交易实务,探求“融资条款”背后融资方、投资方的商业目的及真实内涵。最后,在实定法的框架内进行融资交易合同解释,强调在合同解释先于法律适用的前提下,分析解释对融资关系调整之实际用途,以及在债股融资法律界分、法律效果确定中的应用。

本文中融资方或投资方包括直接或辅助参与融资交易的各关联方,如融资方就可能涉及标的公司以及该公司股东。同时强调资金对公司的实质输入,如表面是投资方与原股东进行股权转让,虽然一部分的股权转让款支付给原股东,而更大额转让款项进入标的公司资本公积金,甚至全部款项都进入公司账户。

二、公司融资中的股债区分与可转换性

传统公司法理论认为,债权与股权融资构成公司资产。前者通过向债权人借款完成,后者或由投资人直接认购增资,或由老股东认购之后向投资人转让,无论何种情况股权的对价都直接或间接地进入公司。^{〔2〕}虽然新的融资方式层出不穷,但无论是股权融资中的优先股、劣后股,债权融资中的可转债、永久性公司债、^{〔3〕}参与盈余分配公司债、指数型公司债^{〔4〕}等,即便扩展到名股实债,都逃不出外部融资的债权股权融资范畴,无非是两者作加减法,或作模糊化处理。因此区分

〔1〕 2018 年 10 月 26 日,全国人大常委会通过了《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定》,对《公司法》第 142 条进行了修改,增加了公司回购股份事由,简化回购“决定”程序,扩展回购资金,提高库存股份上限,延长持股期限,对上市公司回购股份制度进行了重大调整,在多个方面对股份回购制度进行了完善,更好地实现了股份回购制度的制度功能,充分地回应了社会经济发展的需要。

〔2〕 股权对价通常区分为“转让价+资本金”两个部分。

〔3〕 永久性公司债是指没有明确的偿还期限,只要公司存续就无需清偿,又称永续债。

〔4〕 指数型公司债是指债权利息并非固定不变,伴随股权指数连带变动。

债权与股权融资,是规范公司融资的工具性概念。

(一) 股债区分的妥当性争议

从概念上不难区分“债”与“股”。就股权而言,公司不仅被当作一个“人”和权利义务的主体,而且成为一件物品和权利义务的客体,股东不但可在公司中享有权利,而且可对公司主张权利。而债权仅以公司为相对人,永远不会成为以公司为客体的权利。^{〔5〕}上述差异导致的法律地位不同又造成两者利益冲突无法避免,如公司就股权采取红利分配、稀释请求权、资产置换^{〔6〕}等,可能损及债权优先性。而且股与债有助于衡量公司的资产负债比、确定公司破产界限、衡量公司收入进而决定公司分配,在特定场合就有了区分必要。但实践中股与债交叉现象比比皆是,像《日本公司法》第2条第22项还规定了附带新股预约权的公司债,^{〔7〕}根本不可能依靠概念简单界定两者。我国不断涌现的创新型金融产品也冲击着股债两分的传统思维,它们样态繁杂,亦难以抽象出典型类型。

就此问题,法院有时采取登记标准,登记为股权的就是股权,剩下的就是债权,坚持的是商事外观主义,如“新华信托诉港城置业案”。法院有时又采取实质判断标准,特别是近来对金融规制的支持,像所有权一样承担风险就归入股权,否则就是名股实债,如“新华信托诉江峰房地产公司合同纠纷案”。第一种做法遵循概念思维,但难以从概念要件来区分二者,且区分起来亦颇为生硬,与物权与债权所面临的问题相近;第二种做法则通过实质化判断,但不宜只采用“债股两分”的区分方法。

针对公司融资不断推陈出新、公司投融资方之间精巧的商事安排,裁判者不宜再过多依赖纯法学理论的推演,更应重视当事人在商业交易中的选择和规范,毕竟当事人是自己利益的最好设计者。是故,站在尊重当事人真意的立场,融资协议的合同解释应被视为确认融资权利义务内容的起点。

进言之,虽然按照莫迪利亚尼和米勒的MM定理,公司市值只依赖其利润流,与资本结构无关,即与债权和股权比例无关,^{〔8〕}但该理论预设前提是完全资本市场、税制不存在、股权投入与公司举债成本相同等。不过上述预设前提的确在实际经济生活中客观存在,成为公司融资不可忽视的影响因素。如信息不对称导致弱势市场中价格不能体现融资真实价值,外部融资就需付出更多交易成本,^{〔9〕}融资方就倾向内部融资,减少盈余发放获得更多自由现金流。在外部融资中,信息不对称可能将增资扩股误读为股价虚高,导致股价下滑,相比而言外部债权融资成本低于股权融资,还能通过债权人(投资方)强监管减少代理成本,由此就产生了“内部融资→外部债权融资→外部股权融资”的融资顺位理论。^{〔10〕}可见,公司融资需求才是决定融资类型的核心所在,融资投资方的不同权利义务关系是融资选择的结果。切合融资需求选择融资类型才是市场的实像,以后端

〔5〕 参见[英]戴维斯等:《英国公司法(下册)》,罗培新等译,法律出版社2016年版,第844—845页。

〔6〕 公司用方差大的项目取得低方差项目会增加经营风险,提升股权价值同时降低债权价值。

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

〔8〕 参见[美]莫迪利亚尼和米勒:《资本成本、公司财务和投资理论》,载卢俊编译:《资本结构理论研究译文集》,上海三联出版社等2003年版,第1—51页。

〔9〕 参见[美]罗曼诺编著:《公司法基础》,罗培新译,北京大学出版社2013年版,第57—61页。

〔10〕 Myers在1984年做的阐述中认为,在资本市场中,假若投资者拥有的关于公司资产价值的信息比公司管理者少,那么公司的股票价值将被市场错误估计。如果此时公司需要发行股票为新项目融资,市价的低估问题将十分严重,以至于新的投资者可以获取远大于新项目净现值NPV的价值,从而导致现有股东的净损失。因此在这种情况下,即使 $NPV > 0$,这一项目也应该被拒绝。但如果公司用不是被严重低估的债券来为新项目融资,则这种情况便可以避免。比如,内部基金或无风险债券就不存在价值低估问题,因而比发行股票更有利于公司。即使是低风险的债券,也会优于股票。他将这种情况称之为“Pecking Order Theory of Financing”。

的权利义务规范来规制融资,是“倒果为因”,不符合公司融资的实然状况。因此,在实践上也更应保持公司融资的自由度,不宜阻碍市场参与者创造新型的融资方式。

(二) 股债类型的转换

不管是股权融资还是债权融资,投融资方的目的都是实现公司价值最大化,公司现金流与控制权是双方降低风险、提高投资收益的重要因素。进一步来说,公司根据其现金流、控制权可分配的具体现状,可选择采取单纯的债权或股权融资,但也可采取按比例叠加或按条件转换方式,对应不同的现金流与控制权分配组合。可见,债权或股权融资并非二选一的关系。融资方式没有固定形态,基于效用最大化目标,在现金流量与控制权为两轴构成的坐标关系下,可组合出符合公司特定状况的融资模式。此时,重点要阐述的是债股转换的妥当性问题。

1. 债权向股权的可转换性

《公司法》第142条第1款第6项、第161条、第162条以及《可转换债券管理暂行办法》均明确债券可向股权转换,还规定了作为收购工具的可转换优先股。^[11]除“挤出”和“清算”因素外,公司债权向股权转换路径是通畅的;^[12]又因控制权不易进行市场定价,但对应的收益率“固定”程度却可轻易获得,以此为据,“债权融资→可转换债→可转换的优先股→股权融资”是从高级证券到低级证券。高级证券的含义在于,在持有者的选择之下,可依据特定比例转换成低级证券。

市场中所谓的高级与低级,本质是收益比较固定以及对公司利润的优先分配。^[13]当然低级与高级是因依据相对不同而言的,舍弃较多的固定收益,转换为控制权的更多证券。此处体现的是定价的难易度问题——低级证券(股权)的定价关涉控制权,但对公司内部机制的定价难度,远高于债权利息的市场的可确定性。换言之,低与高是“定价”市场度问题。

2. 股权向债权的可转换性

高级证券(债权)可向低级证券(股权)转换,反之,其能否实现相应的转换?资本化、证券化^[14]的概念说明,两者具有同质性就有可转换性。就股权而言,公司名下财产、权益通过公司人格进行形态变化,转换成公司股份,其过程就是将各种产权,有体物、无体物抑或权利,以及市场份额或销售渠道,整合成一体产权的“结合—加总”输入,并从另一方向输出“股份”——这就是资本化。资本市场再将该资本化权利以“证券”为基准载体,就从资本化完成了证券化,至少能在最低限度内增强权利的流通性。^[15]将所有的财产混合打碎是资本化,之后的格式化是证券化。

对于公司的债权,即便发行了债券,也不能改变传统债权的相对性,具有流通性实现了证券化,是价值的标准化。它是在法定资本之外的,不属于公司资本结构的部分,因不涉及公司资本化投资,虽然完成了证券化,^[16]却没有完成公司的资本化。

表面看来,两者就“资本化”似乎区隔明显,但还需考虑两个问题。首先,资本化是手段,而证

[11] 通常见于公司接管中的防御和风险投资,这里的转换权具有独立价值有衍生出期权等衍生证券。期权被视为一种权利,持有者可在特定阶段按特定价格买进或卖出,基于其源于其他金融产品的价值产生,故称为衍生证券。

[12] 见前注[5],[英]戴维斯等书,第1199页。

[13] 这里依据是发行公债、优先股合约、公司章程的规定。

[14] 指向发行股份或公司借贷为中心的直接金融,对于其中的资金募集与风险管控也不过分关注,而聚焦于通过机制、架构设计获得的“资产流动性”。证券化的终结目标,通过将“不动”之财产转变为“可动”之财产,加速资金流通性,进而公司以一定权益、财产为基础资产,发行证券进行直接融资。

[15] 参见[日]铃木竹雄:《票据法、支票法》,赵新华译,法律出版社2014年版,第21页。

[16] See Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, Foundation Press, 2002, p.64.

券化是目的。股东出资的多样性需要通过资本化打包处理,才能确定其权益比例,再行输出为格式化股份,以实现流动性。债权本身就体现为货币价值,并不需要资本化,通过证券化处理,就形成了流通性。因此缺乏资本化的环节并非两者区别所在。其次,只要放入公司这个框架里,再嵌入“期权”,两者就趋同了。比如债权融资的筹资条款约定投资者在某一天将债权转换为股权的权利条款,即“债权+认股权证→股权”,保障债权人获得分享公司资本增长的机会。^[17]那反向地,像可赎回的优先股,^[18]发行股票时就附有赎回条款,如股东在规定期限内不愿继续持有该股票,股份公司不得拒绝,即“股权+卖出期权→债权”,目的还在于对股票持有者的利益给予充分保障。在实践层面上传统的债权、股权二元公司融资结构被打破,兼顾债股特征的夹层资本出现并被允许,其比较优势显而易见,那么股权向债权的转换也水到渠成。

三、公司融资的实质——组织与契约的融合

基于股与债之间具有双向可转换性,公司融资就可据此设计出融合债股因素的融资模式,但要获得债股最优化结构,还要深刻理解公司背后所蕴藏的“组织与契约”之两分本质。

作为新制度经济学的代表人物威廉姆森教授(Oliver E. Williamson),将合同放在一个行为轴线上进行分析:第一类是偶发性或经常性合同,通过规范市场主体在商事活动中的权利义务,划定风险承担,实现市场交换的功能。与之相对应的就是个别性合同,其信息对称、权利义务明确具体,故属于完全合同。第二类是介于合同与公司之间的关系性合同,核心还是强调以持久合作为目的,规范参与人之间关系的合同,权利义务在内容上保持一定的开放度与适应性。实质是在交换功能之上再加一层治理结构,实现更广范围上的组织经济功能。^[19]又因其不能具体描述双方在所有可能情况下的权利义务状态,具有不完全性,本文统一将其表述为不完全合同。第三类是公司(组织),其作为一种纯粹的组织架构,通过纵向一体化模式,将销售、生产、原料供应整合为一体,把公司经营活动向前推至销售终端,向后延至原料供应环节,以垂直整合的形式节省缔约合同的履行成本,解决沉没成本问题,确立其在现代商事交易中的不可或缺地位。^[20]

		合同类型		
法社会学	个别性契约	关系性契约		
法经济学	市场治理: 合同	三方治理: 弹性合同	两方治理: 关系合同	统一治理: 公司
	完全合同	不完全合同		组织
法律	即时性合同	长期合同、持续性合同		

图 1

以上交易架构中完全合同、不完全合同、公司(组织)三者间的选择不存在孰优孰劣的判断,而是适合与否的问题,交易当事人视具体情况选择交易成本最低的治理架构。

对于公司融资,表面来看融资方的管理、技术与投资方的资金互补,看似应采取公司架构,而

[17] 参见[英] 费伦:《公司金融法律原理》,罗培新译,北京大学出版社 2012 年版,第 57 页。

[18] 股东享有是否要求股份公司赎回的选择权,若股东在规定期限内不愿继续持有该股票,股份公司不得拒绝按赎回条款购回。

[19] 参见[美] 哈特:《企业、合同与财务结构》,费方域译,格致出版社等 200 年版,第 7 页。

[20] 参见[德] 舍费尔等:《民法的经济分析》,江清云等译,法律出版社 2009 年版,第 619 页。

对于一个组织的权力行使者,资金的稀缺性由投资方掌握“公司权力”更似合理。然而,融资方在公司经营、技术上享有主导权,导致投资方对公司资产、经营项目的事前信息不对称。若完全让投资方控制标的公司,其在管理与技术信息上的缺陷势必会导致事后经营的低效率化,甚至容易引发经营失败。^[21] 据此,对公司债权性融资可理解为,从公司单纯的“垂直整合”演进到“垂直整合+融资分工”的纵横一体的公司与合同交融架构,相当于在公司组织架构中又嵌入一个不完全合同。其中,投资方与融资方间达成的融资协议是该关系的核心,其不仅具备合同的所有属性,要受到合同法的调整,同时因其与公司制度嵌入关系,亦不能违反公司法的原则性规范。

四、融资合同分析框架——不完全性解读

作为融资运作核心的融资合同,是组织纵向一体结构下所嵌入的不完全合同。由于经营信息的不透明以及融资运作本身的复杂性,导致融资合同在长期复杂交易中会夹杂过多的或然性事件,而交易各方的有限理性也会产生表述周延的困难。^[22] 以上所有因素都决定公司融资具备了以下四个特征:一、难以预测融资信息和融资过程中发生的各种情况;二、即便对信息、过程有所预判,也难以用语言或文字加以描述;三、即便了解各种可能发生的情况并进行了准确的描述,也会因可能发生的变量过多,而难以对其进行预先的规制;^[23]四、即便有了预先规制,第三方也难以理解。^[24]

据此,基于融资协议所面临的复杂交易环境背景,再加上融资各方的有限理性、机会主义产生的人为因素,缔结的不可能是“完整描述出未来所有可能的事件,与现有状态空间的”完全合同,^[25]而只能是“不完全”的。但此种“不完全”并不意味对重要合同内容的遗漏与缺陷,其“留白”是源于交易成本,在弹性条款确定参与方持久关系的同时,也利用控制权、激励、反逆向选择规则等确定“最优化变量”。换言之,融资类不完全合同,除规定交易各方基本权利义务内容,还要增加一层协调交易成本的激励、约束的“治理机制”。^[26]

(一) 公司融资的整体观察

以法院审理公司融资纠纷为例,融资方的债务水平相对较高,投资方资金充裕,需要利用融资方的管理、技术获得高额资本收益。在一个不完全契约中,各方更愿意通过协商来维持彼此间的长期合作关系。因此也决定了公司融资关系的三个面向:

面向一是效率共识。投融资方以合同明确彼此融资关系中的权利义务,建立兼具“合作与治理”的商事安排架构,实现各方整体利益最大化。面向二是治理共识。为实现融资目标,就需避免经营的无效率,应集中事权,防范行使决策权、控制权的机会主义,以治理机制降低代理成本。面向三是安全共识。公司融资达成效率的同时也要降低资金风险——前者通过资产分割实现投资方以自己名义持有资产,进行自主经营;后者以股债转让等形式进行资金输出的安排,保障融资方

[21] 参见[美]哈里斯等:《资本结构理论》,载卢俊编译:《资本结构理论研究译文集》,上海三联出版社等2003年版,第388—389页。

[22] 参见[美]哈特等:《不完全合同、产权和企业理论》,费方域等译,格致出版社等2011年版,第257—259页。

[23] 参见[美]博尔顿等:《合同理论》,费方域等译,格致出版社等2008年版,第5页。

[24] 参见[美]威廉姆森:《治理机制》,机械工业出版社2016版,第476—480页。

[25] 见前注[23],博尔顿书,第6页。

[26] 参见[美]威廉姆森:《资本主义经济制度》,段毅才等译,商务印书馆2004年版,第101—102页。

相对于投资方其他债权人的优先地位。这决定了公司融资的协调原则是：激励融资方努力提高业绩的同时，还需遏制各方过分的自利行为。

（二）融资类不完全合同的内容要素考察

共识不能覆盖不完全要素，融资交易缔结不完全合同的主要原因在于节省合同运行^[27]导致的交易成本。其中公司融资持续时间长、关系复杂、或然情况多，更凸显了不完全合同的典型内容要素。其中主要有人的因素中的有限理性（不是特有的）与机会主义；交易环境因素中资产专用性、不确定性及其发生的交易频率等。各项要素之间也会有交错和叠加。

有限理性因素，主要指人在处理信息时能力有限，源自环境和行为的不确定性，导致所有复杂的缔约活动的可能形式必然是不完全的，融资交易的复杂性、或然性更加剧了融资、投资各方意欲的理性而只能有限地做到。^[28]

不确定性，是指不完全合同中各类情况数量庞大、复杂多变。此与有限理性下融资各方不能安排足够多且正确的应对策略叠加，试图对所有不确定的情况进行考量。但这种全面的考量几无可能，最后得到的只有残缺的部分合意。从实质意义上，此种不确定性即经营风险，其原因在于交易双方无法形成一整套的对策机制。所以，交易主体能做的就是及时获知已发生的风险，并及时采取止损措施。^[29] 融资活动并不需要一定等到损失已达无可挽回程度才能结束，在交易之初就赋予投资方一定的终止选择权（sequential options），即可避免损失的扩大。^[30] 通常，在此种情形下还需匹配相应的回收分配补偿机制。

机会主义是指因人追求自利的天性所引发的逆向选择和道德危机。前者是指信息优势一方（比如公司融资中的融资方）在交易前不能充分揭示有关信息甚至歪曲信息，造成投资方做出不正确的选择，又被称为逆向选择。后者是指在交易中，一方为自己的利益伤害他方利益的风险，其本身不需为自己行为承担后果，又因为有信息优势，反而可以谋取更大利益。^[31] 比如融资方在经营融资项目时暗含的利益输送。就此产生的对策是：要么事前设计出防范措施，要么改换激励机制，消灭损害共同利益的动机。^[32]

资产专用性（又称之为沉没成本）是指在交易一方投资后，其成本是沉没的，因其很难再将资本转换到另一个交易关系中，相当于投资方被该交易关系套牢，导致其事后的谈判地位变弱。比如投资方获得融资方的股份后，因其流动性变弱。在融资方的机会主义行为的要挟下“投资套牢加剧”，且在融资方主导之下很有可能对投资进一步形成控制权，增加了交易成本，投机主义的收益增加必然与今后投资是负相关的。经济学上对该问题的最佳对策是把投资整合成纵向一体化，使投资者获得融资公司的控制权，进而获得这种投资创造价值的更多部分。^[33]

综上所述，融资关系中现实的不确定性被有限理性放大；投入的专用资产被机会主义绑架；公司融资协议的交易成本呈几何级数地增长。

[27] 见前注[26]，威廉姆森书，第31页。

[28] 认知假设的不健全性。

[29] 见前注[22]，哈特等书，第480页。

[30] 一系列的选择权借以防止投资的损失扩大，在大型药厂与CRO的委托外包合同中较为常见，再配以回收分配的补偿机制。

[31] 参见王文宇：《商事契约的解释》，载《中外法学》2014年第5期，第152—171页。

[32] 见前注[26]，威廉姆森书，第72—74页。

[33] 参见[美]法里斯：《不完全契约和治理结构：不完全契约理论和新制度经济学是替代还是互补？》，载科斯等著：《制度、契约与组织》，刘刚等译，经济科学出版社2002版，第465—489页。

（三）对应的治理机制

上述各项因素叠加引发交易成本的剧增，导致合同总表现为不完全状态，各方对“不完全”约束的努力则表现为融资协议中的“治理机制条款”。此类条款看似不公平，却产生于融资各方的节约交易成本的合意；此类条款看似模糊，但可能是故意对许多要素未作说明，以避免法院强制的机械释法。^{〔34〕}而合同真意正是为了解商事安排，进而解决争议的基础问题。了解治理机制与不完全要素的对应性是必须的。

诸多公司融资有“不完全”因素，并随着融资的进行而“变幻无常”，那么融资安排应具有开放性，应赋予投、融资者更大的选择权利，以便其可自由设计出各种不同的融资类型，适用于不同的公司运营需要，^{〔35〕}以减少交易成本，实现高收益、低风险。就相关变量可有以下对策安排：

首先，应树立不确定导致的信息不对称安排信号甄别规范。^{〔36〕}事前信息不对称的问题，随着融资推进，融资方的信息优势随时间推移而消减，伴随资金运行的结果会昭示天下。先由不占有信息的投资方提供附高估价、高风险的菜单式合同，再赋予占有信息一方讨价还价能力。融资方在个人理性约束下权衡投资方期望收益的可行性，通过投资方的选择，以此甄别“投资方发送信号”的可信度。^{〔37〕}至于融资到位后的资金运行阶段中存在的问题，多源于信息占有方的隐藏行动等投机行为，以就该行为进行规制。

其次，动态事权调整规范吸纳激励机制，实现投资共赢与防“资产专用性”侵占兼顾之功能。公司融资以实现投融资利益共赢为最大目标，如果没有投资方的资金投入，自不会产生投资收益。^{〔38〕}若没有融资方努力，投资项目也不能获得高收益的回报。共赢须依靠金钱资本与人力资本的结合，并各取所长，投资资金的所有权与控制权应当适度分离。通常为满足投资者的个人理性与收益保障，投资者对投资项目的现金流拥有优先权，并主导资金的流入、输出条件与方式。而融资方基于其信息、管理优势，应享有项目控制权（经营权）的优先权，以及现金流的实际使用权。

为避免投资方可能存在的追求个人效用最大化，多采取多元化激励条款抑制投资者偏离共赢动机的同时，也应利用监督性条款，监控履约情况以督促融资者尽职尽责。另外，投资专用性也容易产生投资方以敲竹杠来获得更多潜在利益的倾向，对此采取公司纵向一体化整合，不失为较优选择项。但应明确，公司融资中融资方“人力资本”与投资方“金钱资本”同样是整合对象，且后者对投资收益成败关系重大，而人力资本又不能为他人拥有，任何组织类的安排都可能因利益驱动，无法消除敲竹杠，还不如以强监管减少此类情况发生。通常而言，不完全合同的治理结构成本明显较低。对于反复发生的大额交易，其建立专用治理结构比较容易获得补偿，故多采取公司治理模式。而公司融资中，交易频率低但涉及金钱巨大，需要把独特性交易结构放在一个专门性的治理结构下，对此更可能的解决方式就是不完全合同。^{〔39〕}

公司融资强调共赢，蛋糕做大了皆大欢喜，若蛋糕做不出来，不仅应采取措施扭转颓势，而且在防范投资资产到位后，融资方利用控制权优势，对丧失流通性的专用性投资敲竹杠来侵占“租金”。“控制权转换条款”具备双重功能，既要通过控制权动态移转机制降低代理成本，最终实现共

〔34〕 参见[美] 克莱因：《作为组织所有权的纵向一体化：费雪车身公司于通用汽车公司关系的再考察》，载威廉姆森等编：《企业的性质起源、演变和发展》，姚海鑫等译，商务印书馆 2007 年版。

〔35〕 见前注〔26〕，[美] 威廉姆森书，第 99—118 页。

〔36〕 见前注〔22〕，[美] 哈特等书，第 463 页。

〔37〕 见前注〔23〕，[美] 博尔顿等书，第 64—66 页。

〔38〕 更关注事后行为的做法更有效率，事前效率实质是通过后端行为效率予以控制，不作为论述重点。

〔39〕 偶一为之的、交易数额不大的公司融资，也不需长期维持，一般通过市场价格机制，即普通合同来调整。

益共赢,又要防控投资产生的“资产专用化”被最大化地侵占。^[40]

在具体的条款设计上,宜协调安排激励条款与控制权动态转移条款。可以通过现金激励条款的构造,给予投资者对投资项目现金流的优先权,而给予融资方基于业绩所享有的剩余收益索取权。如此安排不仅降低了投资者的回报风险,而且通过对融资方的事前激励,减少其逆向选择的可能性。另外,控制权是左右公司业绩的主要因素,而业绩又决定了事后的现金流,故控制权应成为保护融投资各方的动态工具,亦即应允许控制权伴随着业绩优劣在融资方与投资方之间进行转换。若在投资方主导下经营不佳,抑或发生事后自利和道德风险的投机主义行为,就要走马换将。总而言之,两类条款一并发挥激励作用,以实现两者利益的最大化。

最后是资金安全配置风险防控机制,包括分阶段投资条款、退出条款、反套牢条款、补偿条款以及转换条款等,它们多用于保护投资方。但随着投资市场的供求平衡,融资交易的双方利益状态也将更趋均衡性,增强对一方的保护同时也应加强对另一方的保护。对投资方的保护多见于控制投资风险,主要是通过补偿、回赎、止损,再辅之以保证条款。补偿多见于股权、现金作为补偿对价,采取现金补偿直接影响融资方的发展资金,实质接近投资人回赎型退出,实践中现金补偿也多于回赎同时出现。^[41]回赎型退出就是退出通道的安排,由融资方溢价回购,投资方全身而退。也许投资成败不需要等到补偿、回赎约定的期日,败局已定时投资方即要撤退走人或及时止损,如多轮投资条款,主要区分为分阶段的多轮投资,并根据业绩的好坏区分每轮投资额的多寡。如果公司业绩很糟糕,可以根据退出条款进行项目结算以减少投资损失。类似的还有反套牢条款,主要用于融资早期阶段,以缓解投资方离开融资项目的风险。

实践中还存在大量为确保投资资金安全而设计的保证条款。^[42]其反复地穿插出现于融资协议的各个部分,通常内容丰富,可将之归纳成三个层级:第一层级是将高顺位投资人与低顺位投资人、股东隔离开来,明确低顺位债权在高顺位债权未获得清偿前不得接受债务人与担保人的还款,^[43]并进一步明确股东借款债权更是清偿序位最后的次级债。第二层级是组合担保协议。其中包括投资项目提供的人保和在投资项目资产上设定的物保,既包括有形或无形资产,也包括生产资料与存货,乃至银行账户、将来形成的产品等,体现了担保的纵深性和多样性。第三层级是类担保条款,此种条款可能与退出、结算条款存有交错,如出现违约事由时的投资撤销权和加速偿还款请求权等。^[44]

还有逐渐出现的具有保护投资人功能的“pay to play”,即“购票上车”。它是指,融资经营趋好时,投资方只有在后续融资中继续追加投资才能享有反摊薄、清算参与等权利。在该类条款的升级版中,对“购票上车”的投资方给予更为优惠的转换价格。^[45]

值得注意的是,上述条款都是依存于“可度量”的业绩状态。所谓可度量,是指信息甄别度高。

[40] 传统公司治理理论中,在公司尚处于资能抵债阶段,即现金流充分、业绩优时,往往股权主导公司治理。一旦资不抵债,即业绩劣时,公司将随之进入破产程序。此时依据破产法规定将由债权人会议替代董事会接管公司,公司控制权就实现了由股权到债权的移转。此种情形在 Venture Business 发展过程中就比较多见。倘若偿债能力不确定或者存疑,即现金流与控制权呈“负相关”关系时,风险投资方与融资方可针对每年盈收情况就董事比例做出相应调整。甚至可约定在某一阶段若没有实现营收目标,风险投资方将依约收回投资资金。笔者认为,此弹性化的融资设计在公司融资中应当获得借鉴。

[41] 参见张巍:《硅谷无对赌》,载张巍:《资本的规则》,中国法制出版社2017年版。

[42] 可能就投资项目产生的不得以兑现的保证、因交易基础发生变化的不适应成本的保证、因合同履行逐渐偏离合同目的导致交易双方都互不适应的情况下的保证。

[43] 包含低顺位债权的担保也像债权一样降低顺位。

[44] 参见[英]伍德:《国家金融的法律与实务》,姜丽勇等译,法律出版社2011年版,第256页。

[45] 参见张巍:《硅谷风投:那些有和没的》,载张巍:《资本的规则》,中国法制出版社2017年版。

公司融资都采取“业绩衡量”，以特定条件提高其确定性，并尽量减少信息的噪音。^{〔46〕}其中包括金融业绩，如利润、项目的净现值等，也包括非金融业绩的，像上市、获得某些许可证等。一旦投资项目业绩趋好，投资方将放弃大多数的控制权、清算权等，而只保留他们的现金权，同时还把融资方不可观察的努力与业绩联系起来，以实现激励功能。毕竟公司融资是为了获利，应尽量避免直接介入项目管理的行动。虽然此类不完全合同无法预测过程和结果，但重要的决策制订又须以此为基础。故可进行以下机制设计：控制权、现金流权利是主要工具，止损权（及时清算）是辅助工具。这些工具的适用需依据“一方发送信号，另一方甄别信号”被确认的不同事件而实施。值得注意的是，此种机制也只能是动态的风险控制。

上述三类规则类型的区分不具绝对性，交错、混同、兼具也属多见，最典型也最具争议的是股债转换条款，主要是赋予投资方在股权与债权之间的转换权利、清偿序位上优先融资方的其他债权人，用以实现风险控制、激励业绩两方面的功能。

上述各类条款均应给予足够重视，不仅因其在实践中颇为多见，更重要的是交易双方隐藏其中的对风险的恐惧和对财富的贪婪。他们希望通过条款间的组合设计实现财富列车得以在风险中颠簸前行。

五、公司融资中的交易类型与条款梳理

立法主要将公司融资区分为债权与股权融资两大类，希望通过公司法对融资类型的明确化来影响社会成员行为选择，使得资源利用更具效率；同时就已选择的融资类型，透过法律制度的规制，用以落实立法之目标。^{〔47〕}而融资当事人仍作混用债股之安排，是为实现特定的商业目的，以便均沾股债益处——发展好就当股东，不好就是债权人；也可能为摆脱监管部门的投资管控或借贷管控。^{〔48〕}融资参与者无非是基于真实世界不断变动状况而设计多种融资类型并辅之以不同的条款类型，以图最佳化当事人利益。故还需将前节确定的分析框架回归至实然的环境下，对交易类型与条款类型梳理，并探究融资交易的真实意思。

（一）交易类型梳理

实践中名股实债按债权属性由强至弱区分为强名股实债、次强名股实债、弱名股实债三类，相关条款安排见图 2。

	资金进入	资金输出	收 益	担 保	股权属性
强名股实债	增资或股权转让	一定期限内退出	本金+固定收益	收益作增信条款	有股权名册、工商登记等形式记载；不行使股东权利
次强名股实债	同上	同上	同上	同上	行使部分约定股东权利，收益与公司经营无关
弱名股实债	同上	附条件补偿、回赎	依条件成就与否或本息或经营收益	同上	行使股东权利

图 2

〔46〕 见前注〔23〕，〔美〕博尔顿等书，第 6、7 页。

〔47〕 体现的是法律的行为规范、裁判规范的双重属性。

〔48〕 “新华信托案”中，纠纷的缘起是 2006 年银监会《关于进一步加强房地产信贷管理的通知》，禁止房地产信托中实质的房地产贷款。

上述三类名股实债,看似债权属性从强至弱,再从中抽象价款数额、退出约定、收益状况、股利行使等要素情况,不难做出股或债的判定。但不应否认,它们都是融资上的商业安排。若不存在效力瑕疵的情形,又不涉及第三人利益的,裁判者不必拘泥于股债区分,更应尊重融投资方的双方约定的权利义务。

但从类型梳理中透露出的关键信息都指向了不完全合同的弹性安排,而弹性安排背后还是经济原理的运用,就此按图索骥,不难把融资协议的“不完全”转换为“准完全”。弹性控制权中的资产专用性理论、条件回购中对缔约方利己动机的缓和、激励条款对帕累托最优的追求,^[49]比比皆是,这都可从具体条款安排的字里行间洞窥一二。

(二) 条款类型梳理

实践中公司融资条款较为复杂,主要的特色条款可梳理为以下几类:

首先是以条件条款实现投资风险分配与控制。此类条款多属于法律行为的附款,使得该行为效力发生或消灭,系于将来不确定的事实。通过拟定妥善条件,将原本由交易一方因不确定事实负担的风险,移转至对方承担。如以项目特定利润收入作为投资方股权回赎的条件,鉴于融资方控制项目其行为不可掌握,通过设定条件来确定收益与回赎的状态依存关系,更简单更直接。^[50]还如设定收益止损点,来进行投资项目的投资方与融资方的控制权配置,以防止融资方的事后机会主义损害融资方利益。

其次是以声明与担保条款实现陈述真实。相对于投资方,融资方掌握更多项目信息,特别是直接决定投资方是否投资和如何投资的特定信息。但获得真实信息须费时费力,要求融资方客观陈述项目情况,并就陈述真实性进行担保,若有违反,轻微的涉及损害赔偿,严重的融资提前终止。是故,实务中多以实质条款中纳入适当罚则来创造据实陈述的条件,如融资协议中多出现“就投资方支付对价受让的股权,融资方担保其出资已到位且未予抵押,否则投资终止”的条款内容。

最后还有互锁条款维持融投资方合作的现有条件而不被后来者超越。^[51]如投资方不得再就现有资产设定担保、不得于其他融资中赋予其他投资方更优越的标的公司控制权。进言之,投资者投入资金后即被锁定,融资方与其他人的融资协商后,后来的投资人获得更为优惠的条件,不仅是投资风险更有“资产套牢后投机主义”导致的后来者获利,长远来看将导致投资方怯于投资、反复谈判,增加整体社会成本。故通过“互锁条款”固定缔约结果,以节省社会资源。

上述三类条款主要是解决事前信息不对称、事后投机主义带来的投资风险。例如,通俗地说,“激励相容”就是,做得好就继续做,做得不好就由别人来做。此时,在存在道德风险的情况下,如何保证优势掌控者与契约的另一方的协调意愿,从而实现双方效用最大化?再如老老实实陈述情况顶多是不缔约合同,但虚假陈述导致对方徒增损失,那就要为投资失败承担责任,是以“最低成本避免者原理”,将民事风险分配给能以较低成本避免错误发生的一方来承担,从而解决信息不确定问题。还有锁定谈判结果限制投资方投机动机的安排。可见,上述条款安排都遵循了经济逻辑,由此摆脱法条中心主义的局限,回归“事实基本面—经济逻辑”,并以此回溯事物本质。^[52]

[49] 通过保证投资为正时投融资各方在合同下的正回报,即最优(至少是次优)的合同安排。

[50] 见前注[23],[美]博尔顿等书,第365、367页。

[51] 参见杨良宜:《合约的解释规则与应用》,法律出版社2015年版,第73页。

[52] 参见王文宇:《不完整契约理论对契约法与组织法的启示》,载龙卫球等主编:《两岸民商法前沿》(第七辑),中国法制出版社2018年版。

六、融资协议解释中经济逻辑的运用

如何解释作为不完全合同的融资交易是颇费思量的问题,但无论是哪类合同,都必须遵循合同法所确定的解释原则,同时也应考虑合同属性的解释视角。

公司融资协议的解释始终应受投融资方共同接受的评价基准之拘束,裁判者不可以自己的评价标准取代当事人的决定。特别是融资合同的不完全性背后又有彼此相歧的利益,歧义发生时可能导致双方在事后不可避免会采取利己的合同解释立场。^[53]对意思不明合同文本的解释,以及对被隐藏合意的补充性解释,^[54]更要求裁判者作彻底思考,依当时情境可以理解的意义来掌握当事人在合同中确定的合意。^[55]而面对融资纠纷,裁判者动辄以“名为……实为……”确定融资属性,继而适用该类别下的法律规范——系以价值判定替代事实判定,也是以法律适用先于事实查明。相反,对融资交易各方的真意探寻较为欠缺。融资是商业交易,商事交易就是建立在一定商业目的之上的,无论是文本解释还是补充性解释,本身都属于对合同意思的“事实查明”,此时,应参酌“经济学—经济逻辑”获取真意,相较于纯粹类推适用法律条文,此种方法更利于了解交易安排和处理纠纷。

(一) 信息不对称调整条款中的经济逻辑

阿克洛夫教授曾以柠檬市场理论揭示:信息不对称导致标的物质量不确定,可能使得商业运行遇到困难。^[56]公司融资中,投资方无论是以债还是股的形式进行投资,因公司经营状况的不透明会使融资结果存在不确定,最终导致融资方怯于融资,造成融资中的柠檬市场。本文选取融资交易中反映突出的“机会主义”可能增加交易成本的要素,尝试通过“融资不完全要素—治理对策—具体条款”的分析路径,拼接出该商业对策安排的全景。

融资交易进入履行阶段后,如果经营不如人意,利益分歧加剧,偏好规避风险一方往往利用信息优势来谋取自己最大利益。本质上,此系公司融资中融资方与投资方的代理成本问题,不完全合同背景下采取的商业安排时,^[57]在明确信息优势一方承担披露义务同时,其宜正向设计共益性条款以分享投资利益,从而达到激励投资方诚信行为的目的,并反向安排惩罚性条款规制投机,由此构成三层次的防范道德风险机制。具体来说,细分如下:第一层次对应的是共保条款、自负条款等,设定损害归责条件,由产生道德风险之人负担损失,用以威慑、减少此类风险发生。^[58]第二层次是根据相应的信息声明条款安排建立真实情况披露机制,让融资方主动承担信息披露义务,并就投资方的质询进行点对点的回应。有时为加强惩罚性,通过与该声明条款的结合赋予未及时通报信息条件下控制权的转换,甚至融资方的退出机制,能更好地降低投资风险。第三层次,其宜采取事后激励条款。通过让投融资方获得分割利润的方式,实现均衡性的利益安排,防止附条件退出条款导致的投资方激励不足,以实现融资方投资方的较高共同期望收益。^[59]

[53] 参见燕志雄:《不完全合同、控制权与企业融资》,经济科学出版社,第10、21、31页。

[54] 是指将表示的含义延伸至没有得到直接表达的事实的方式,详见[德]拉伦茨:《法律行为解释之方法—兼论意思表示理论》,范雪飞等译,法律出版社2018年版,第91页。

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

[56] 参见[美]阿克洛夫:《柠檬市场:质量不确定与市场机制》,载罗卫东编选:《经济学基础文献选读》,浙江大学出版社2007年版,第149—162页。

[57] 考虑到融资协议中人力资源的不可整合性不采取“纵向整合”的公司架构。

[58] 参见王文宇:《商业交易的智能商业交易智能》,载《会计研究月刊》2009年总287期。

[59] 此处并未考虑融资方的初始财富问题,一般情况下,初始财富越多越有益于减弱融资方无效效率行为。

（二）资本专用性解决条款中的经济逻辑

资产专用性又称为沉没成本，^{〔60〕}是指合同执行期间一方的某些投资一旦投入就被锁定，导致该类资产不能另作他用或另作他用的贬值率高，故对方可借此“敲竹杠”提高自己一方私益。^{〔61〕}公司融资一开始，投资者挟资金优势议价能力远高于融资方，一旦资金投入后转变为股或债，固化为公司资本，其流通受限使得无法轻易脱身，且在融资方主导公司的情况下，缔约之后交易履行中的议价能力就发生逆转。

上述问题的解决途径主要是用统一的所有权（纵向一体化）代替双方间的自主交易，以组织替代契约。但有些情况下因考虑到组织（公司）设立成本、运行的高度技术性，再加上人力资本、规模以及管理成本因素，使得相较于设立公司，长期的不完全合同成为解决沉没成本更适宜的选择。^{〔62〕}由于公司融资中因标的公司现金流多变、经营业绩的不确定性，此类合同的不完全性又被进一步加剧，故投资方通过获取对标的公司的控制权而保证信息权，但公司运营的专业性可能造成事后效率的损失，进而无法保证投资者的期望回报。^{〔63〕}

笔者认为，解决问题的关键在于正视“投资的获取和控制权依赖于融资方的经营业绩”。这又分为三项措施：一是让投资方获得股权、享有知情权，甚至进入董事会从而获得更完整的信息权，用以实现对投资的监管。二是均衡的控制权安排。当业绩差时，投资方获得标的公司控制权；而当业绩好时，融资方能获得公司的控制权，甚至融资协议可规定，待特定业绩出现时投资方就可就公司资金使用事项行使否决权。三是通过调节投资资金来防止沉没成本的放大，避免因融资方一方无效率的活动导致损失扩大，可将之理解为止损设计，比如美国式的分期投入资本设计（staged financing）。上述三项措施均可转换为具体的条款设计，用以达到一方面遏制融资方的机会主义行为，另一方面达到激励投资方努力工作的目的。此种在公司架构之外另行设计控制权、资金的调整机制，还能起到提高事后效率的作用。

需要进一步指出的是，虽然公司的纵向一体化整合能降低融资的交易成本，但公司本身存在的层级过多、信息交流不畅等官僚主义弊病会产生负面的低效率作用，此时莫不如嵌入市场的高效率刺激。^{〔64〕}由此更好地符合融资要求，与市场竞赛的新型组织形态相匹配，在“长期融资合同+公司纵向组织”中形成放松资产专用性、加强刺激的高效率，以控制权动态转换机制降低监督成本，如此共化投融资各方对利益最大化的追求及特别注意义务、职责的履行。^{〔65〕}方能实现对融资方的监督、激励，实现最小化机会主义，最大化投资收益之目的。

七、融资合同争议问题的解决

此处尝试以商业理性与合同解释的衔接为视角，就公司融资的性质归属、名股实债的处理两个实务问题，进行研判。

（一）公司融资协议的性质归属

融资交易是商业安排，通过合同解释明确当事人采取的交易流程亦是重点，因为不同的交易流程

〔60〕 此为新制度经济学与其他理论相区别的重要基点，但也不意味否定不确定性、发生频率的重要性。

〔61〕 见前注〔26〕，〔美〕威廉姆森书，第78—80页。

〔62〕 参见〔美〕德姆塞茨：《所有权、控制与企业》，段毅才等译，经济科学出版社1999年版，第250—256页。

〔63〕 见前注〔53〕，燕志雄书，第134页。

〔64〕 参见〔美〕迪屈奇：《交易成本经济学》，王铁生等译，经济科学出版社1999年版，第142—143页。

〔65〕 参见〔德〕卡纳里斯：《德国商法》，杨继译，法律出版社2006年版，第9页。

会对之后的法律判断产生影响。若是忽视合同解释对交易安排交易流程的厘清，直接进行法律评价，必然会把裁判者的成见引入法律适用中，此时不是依据合同来查明事实，而是按照价值判断来拟制事实了。一个融资交易模式的商业安排，只需以“经济的观察方式”取向于相关的社会事实足可有确实可靠的判定，这也是法律公平性的前提。“查明—评价”是个循序渐进的流程，不应被超越和替代。

1. 融资协议中的交易流程安排

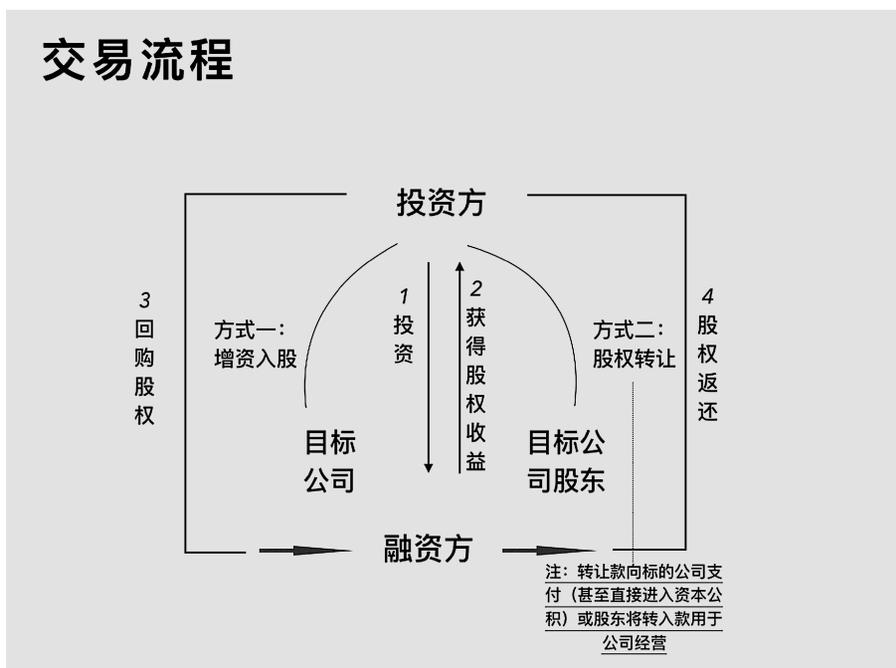


图 3

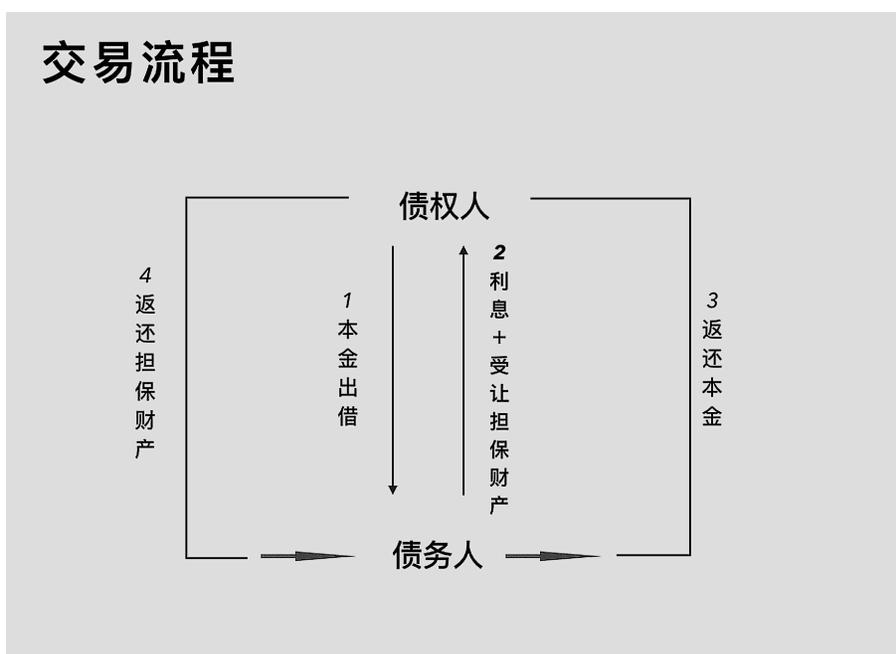


图 4

从两图所示的股权类与债权类融资交易模式来看,前端资金注入、后端资金返还,二者无实质差异,股权抑或其他财产作为担保都是融资安全措施。在《合同法》中,融资参与人可就融资做灵活安排;《公司法》层面上区分股债,也规定了债转股,相关法律法规亦允许股转债,股债夹层融资三种融资方式鼎足而立。实践中也不拘泥于股债区分,尊重融投资方约定来处理各方的权利义务的情况并不鲜见。如“北京时光与新华信托合同纠纷案”中,^[66]法院不纠结于融资属性的认定,而关注合同的履行情况,认为信托公司依照合同履行了信托资金的募集,完成了对时光公司的增资后获得股权,在约定期满后时光公司没有依约回购股权,就应承担违约责任。还有“东阳建筑股权转让纠纷案”中,^[67]虽然案由为股权转让,但一、二审法院均认为当事人明知协议目的是以股权转让方式进行融资,还是回归到合同本身来确定责任承担。

但更多裁判者还是区分股债融资,如(2017)鄂01民中3367号、(2016)浙0502民初1671号案等,^[68]理由在于争议多见于回购条款的履行或效力争议。而银监发〔2006〕54号对投资附加回购承诺发放房地产贷款的监管、以及银监发〔2008〕265号对54号的进一步细化,在法院近阶段强化对“监管”的效力背书环境下,是债还是股进而是否因违反监管而导致回购安排无效,就成为此类纠纷无法绕开的争点。

2. 融资协议的性质归入探讨

对监管进行背书需求,促使裁判者会优先考虑是债权融资还是股权融资,或者更直接地,判断系争公司融资属于何种典型(有名)合同,是股权转让还是借款合同,只有排除上述可能之后才会考虑是否为与有名合同结合的混合合同,像“股权转让(投资)+股权回购”“借款+股权让与担保”,抑或是纯粹的非典型合同。无法避免的是,裁判者可能关注于“股权转让(投资)+股权回购”中的资金输入,进而界定为“借款”,就否定了投融资方的属性安排,也导致对前者提供的担保归于无效。从中不难透露出裁判者普遍存有尽可能利用典型契约处理当事人间合同争议的倾向,^[69]主要原因在于希望将案件事实涵摄到法律大前提之下,以获得法之安定性。^[70]

上述法律方法论上的观察,公司融资被以“名不符实”或“存在类似性”为由归入到股权转让、借款中,体现了以“相似性衡量”为中介,将有名契约扩展适用于已超出其本来界限的融资交易,此系有名的“类推适用”之运用。^[71]关于类推适用,笔者接受的是阿列克西教授的观点,^[72]即类推适用兼具逻辑与价值两个面向,逻辑是案件事实与法律要件的类似性认证,价值是事物本质的同质性判断,且两者相互影响。由此,“类推适用”既存在于语义范围内的种类,也可扩张适用至语义范围外的类型。^[73]不过类推适用关涉事实、法律、争议、类似性四个要素,其核心是“相似性衡量”,故只能是模拟推理而非严谨的形式逻辑。^[74]公司融资争议处理中大量出现的“名为……实

[66] 北京时光与新华信托合同纠纷案,(2014)民二终字第261号民事判决书。

[67] 东阳建筑、戴小平与昆山纯高公司、戴美锦股权转让纠纷案,(2017)沪02民终435号民事判决书。

[68] 前者认定为股权转让,进而确认违反公司法第71条规定而无效,后者荣恩为属于明实固定的纠纷,应按形式认定为股东,以保护其他破产债权人利益。

[69] 参见黄茂荣:《法学方法与现代民法》,法律出版社2007年版,第286页。

[70] 见前注[55],[德]拉伦茨书,第181、183页。

[71] 参见王军:《法律规避行为及其裁判方法》,载《中外法学》2015年第3期,第70—90页。

[72] 拉伦茨教授的观点,类推适用作为法律漏洞填补方式的“相似性推理”;考夫曼教授提出的是诠释学路径,类推适用系争事实与法律规范的衡量过程中的法律实现。

[73] 参见[德]阿列克西:《法律论证理论》,舒国滢译,中国法制出版社2002年版,第352—359页。

[74] 参见克莱默:《法律方法论》,周万里译,法律出版社2019年版,第172、174页。

为……”，包含了裁判者在不同事物相似性判断时的自身价值判断。可以说，解决此类争议多数类推适用更多的是表明结论的论断，而非获致结论的方式，这种方法永远满足不了以内容为取向的司法裁判。^{〔75〕}更重要的是，将已知事物的认识扩张到未知事物上，是或然性的推论不是必然性演绎，更宜慎重。

我国合同法以信息对称的、无不确定性的纯粹的交换合同为立法模型，系完全理性环境下的均衡合同。^{〔76〕}而公司融资是具备经济组织功能的商业安排，是交易过程的结构性的框架设计，很多情况下是非典型合同。如果一味将其纳入有名合同，对纠纷解决是弊大于利。

融资协议更应关注交易本质，重视其背后的商事判断。比如“股权转让(投资)+股权回购”的融资安排，是以“条件退出条款”实现确定性的收益，进而平衡交易间双方的不确定性；同时，采取股权进入的方式是为了获得部分项目信息权、部分控制权，进而解决信息不对称的弊端。如果断然将之认定为借款，则可能会消解投资方在契约安排时所付出的努力，导致投资方无法通过控制权的交换而产生单方承担风险的后果，最终使得其对投资望而却步，间接加剧中小企业的融资难问题。

从经济学角度分析，合同亦属于治理机制，通过合同设计用以解决交易中的信息不对称、专用性资产问题，推进合同的执行效率。在公司融资过程中，信息的不对称、未来的不确定、资产专有化都会带来套牢风险，进而导致双方只能采取不完全合同，且必须兼具组织契约功能以便协调交易各方利益。这就决定了直接类推适用有名合同存有一定的困难，不如采取尊重非典型合同属性的态度，通过研究合同背后的经济逻辑、商业目的了解当事人的真意，遵循其鼓励交易、提高效率的商业安排，此不失为理性解决争议的途径。

3. 有名合同规定与商事安排

进言之，裁判者对融资协议或借款或买卖合同的归入，已从合同解释的事实查明阶段进入了法律适用阶段。虽然法律适用包含从生活事实调适规范，规范调适生活事实两个面向，^{〔77〕}不过相较于直接运用法律规范得出定性结论，更宜先行对融资合同背后的商事安排作更充分的梳理、分析、判断后，再从事实查明跃入法律适用。更应引起注意的是，裁判者无视交易现实，在无法把握商业理性的情况下，就拟制一个自己有能力处置的模式，^{〔78〕}这无疑是对事实的裁剪切割。此种试图把资金输入端的资金投入、资金输出端的“股权回购”“回购担保”，从整体融资行为中分拆出来，忽视融资交易“获得资金”的缔约目的，将整体融资切割为一个个交易片段的做法，实质上混淆了目的与手段，有悖公司融资交易实践，应予摒弃。

有名合同本身不是概念定性而是类型区分。对某个概念所界定的类别，只能有是或否的答案。但类型化的观察，即某个融资契约的某些内容属于债权融资，在另外角度上则属于股权融资，不同的内容以特殊的方式结合成一个新的合同类型。就该合同类型，究竟应适用何种规定，实质是在该融资交易中某个特定给付义务应归入何种契约类型的问题，而不关涉整个融资交易存续与否，^{〔79〕}也可能导致对商业安排整体观察的丧失。莫不如在排除无效事由的前提下，尊重当事人缔

〔75〕 参见〔德〕考夫曼：《后现代法哲学—告别演讲》，米健译，法律出版社2000年版，第57页。

〔76〕 见前注〔23〕，〔美〕博尔顿等书，第2、3页。

〔77〕 参见〔德〕考夫曼：《类推与事物本质—兼论类型理论》，吴从周译，新学林出版股份有限公司1999年版，第91页。

〔78〕 See Ronald Coase, *The Nature of the Firm: Meaning*, 4 *Journal of Law, Economics, and Organization* 24 (1998).

〔79〕 见前注〔55〕，〔德〕拉伦茨书，第182—183页。

约时的商业安排,侧重合同履行以及违约后的救济,以回归当事人的意思自治。

(二) 名股实债争议之处理规则

名股实债作为市场交易主体对特定事项的商事安排,裁判者也应在洞悉该商事安排背后的商业选择与经济逻辑基础上,妥善置放此类争议的裁判规制。

1. 名股实债的定义与处理现状

所谓“名股实债”,指投资回报不是根据融资项目盈亏进行分配,而是向投资方提供保本保收益的承诺,根据约定期间向投资方支付固定收益,并在满足特定条件后由融资方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。^{〔80〕}其特征是“名义上的股权融资”与“实质上的债权融资”的结合,涉及公司融资的大部分争议,以及债股转换、回购与对赌条款保证条款效力等内容。司法实践中,既有“新华信托诉港城置业案”“股权的认定”对商事外观主义的坚持,也有“新华信托与江峰房产公司合同纠纷案”“债权的认定”中对交易实质的追求,还有“北京时光与新华信托合同纠纷案”中,不拘泥于股债区分,尊重融投资方约定来处理各方的权利义务。

就此没有统一裁判思路,恰体现了公司融资中交易结构的复杂性与多元性,相对于公司融资的金融创新手段,法律永远是滞后的。案件处理需要结合具体个案中融资安排做出判断,不能机械适用法律。

2. 名股实债的两个阶段和三个环节

名股实债类融资可区分为获取股权的资金进入阶段与回购股权的资金退出阶段,同时给予投资方与经营无关的保底收益,此由交付股权资金到位、股权回购资金返还、支付保底收益三个环节构成。

为实现三个环节的法律效果,名股实债类公司融资中设计了主要的四类合同条款,见图5。

资金进入	资金返还	保底收益	增信措施
从目标公司增资入股,从股东受让入股条款	到期回购和附条件回购条款	分期或一期固定收益价款确定条款	对资金返还及收益支付的担保条款

图5

3. 三类主要争议与处理思路

公司融资纠纷中体现的主要争议有:第一,融资协议效力与性质认定;第二,回购条款的效力与性质认定;第三,回购及收益的担保条款效力与履行。其中第一类争议最为重要,回购条款为融资合同主要条款,融资协议的性质和效力处理是关键。

主要处理思路为:若否定融资协议效力,回购条款并非结算清理条款,应一并作无效处理。若肯定该协议效力,情况一即融资性质确定为夹层融资或股权融资,还涉及公司回购情形下是否有悖资本制度的效力审查。情况二确定为股权融资,回购条款结合增信条款,视为用让与担保进行处理。

4. 处理规则具体展开

首先,应尊重投、融资方商业安排,从经济逻辑角度来探析投、融资方的真实合意。其次,应区分融资交易中的法律规避与虚伪意思表示。对于法律规避,实践中多采取“名为……实为……”笼统处理,商事领域过分强调实质重于形式,不了解“规避行为”背后商业安排经济逻辑的前提下,直

〔80〕 参见中国证券投资基金业协会关于《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》的起草说明。

接由裁判者进行价值判断,将不利于整个社会资源的有效配置,故不宜就此角度轻易否定融资效力。应明晰被规避的法律条文之规定应坚持监管标准与裁判标准两分的原则,谨慎否定融资协议效力。如存在无效事由,该融资协议自始当然绝对无效。因增信条款系对回购义务的担保,不是对整个融资协议的担保,没有担保法解释第8条担保人承担不能清偿债务1/3民事责任的余地。

再次,若肯定法律规避行为的效力,还要再行判定是否存在虚伪意思表示。若是融资协议系虚伪意思表示,否定该表面行为效力后,还应判断是否关涉善意第三人保护。名股实债投资完成之后产生的债权人,对于投资方股权受让、股权转让款的支付,形成对“股权融资”合理信赖的,该善意第三人(债权人)的信赖利益应被予以保护。即便投资方已经完成股权退出,该债权人仍可主张投资方存在抽逃出资行为。^[81]

复次,经上述审查后该融资协议效力不受法律规避、虚伪意思表示影响的,投融资方之间应按协议内容、履行情况确定各方权利义务关系。一般而言,应尊重“名股实债”的交易安排,虽真实意图为债权投资,回购条款、增信条款都是为规避融资限制、控制资金风险,按约定来确定权利,是对投融资方更为公平的处理方式。但现阶段名股实债都是监管部门明令禁止的行为,^[82]如果从规范目的、监管强度、法律后果等方面考虑,又同时违反公共秩序的,按《全国法院民商事审判工作会议纪要》第29条,^[83]可依据《合同法》第52条第4项的规定认定“名股实债”的公司融资行为无效。^[84]

最后,公司融资协议有效处理背景下可再区分两个方向处理。其一,“新设或增资股权”型名股实债按股权融资处理,投资方向目标公司注资,获得新设或增资股权,直接变动公司注册资本,即便进行回购亦有公司法第142条、第166条、第177条规定限制,增资减资程序明确。若视为债权,也与公司会计、税务规定明显不符,^[85]不如径自作为股权融资,并参照优先股适当尊重融资协议的约定。

其二,股权受让型名股实债按“债权融资+股权转让与担保”处理。投资方资金注入获得股权,融资方承诺稳定收益,到期融资方股权回购,资金返还投资方。资金输入输出与股权的让与返还一一对应。其与“转让股权→所有权转移给债权人→债务人还款,赎回股权→借款关系消灭”的让与担保并无二致。按交易安排、履行内容将增信条款作为债权融资的担保处理并无不当。

^[81] (2017)吉07民终1218号案否定了该情况下的商事外观保护,从执行异议之诉的角度否定债权人排除执行行为的主张具有一定合理性,但断然否定商事外观的适用,还应从合理信赖以及法律上利害关系上再作斟酌。

^[82] 无论是《关于加强信托公司房地产、证券业务监管有关问题的通知》还是《政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法》都是如此。

^[83] 《九民会议纪要》(最高人民法院民二庭向社会公开征求意见稿)第29条。

^[84] 参见张雪樾等:《名股实债的性质与效力》,载《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2019年版,第64—71页。

^[85] 国家税务总局出台的41号公告[530]对“混合性投资”的税务处理做出规定。尽管其效力仅及于税务处理,但其反映了“名股实债”中债权认定的重要因素,对“名股实债”股债区分的裁判具有参考价值。该规则第1条列举了应当按债权投资进行处理的五项条件:1. 固定收益:被投资企业对所接受的投资,需按约定的利率定期支付利息。绝大多数“名股实债”均满足该条件。2. 投资期限:明确的投资期限,且到期由融资方赎回投资。该条规定有两个重点:一是投资退出的必然性,二是赎回投资的对象限定为融资方(即被投资企业)。3. 投资方对被投资企业净资产不拥有所有权。该条存在论证逻辑问题,投资方是否享有净资产所有权取决于该笔投资的法律性质;而不应作为判断该笔投资法律性质的依据。4. 投资方不具有选举权和被选举权。结合国税总局对“41号公告”的解读,国税总局将该条解读为“不能按持股比例进行表决”,因此可以推测,类似委派少数董事的参与治理的安排仍可认定为债权。5. 投资方不参与被投资企业日常生产经营活动。结合对公告[530]的解读,国税总局将“允许投资方监督专门用途资金的运用情况”排除在外,如此,大多数“名股实债”中参与经营的行为都被涵盖在内。税务机关遵循税务处理的“实质课税原则”,对混合型投资的股债区分首先出台规范性文件,尽管前述区分仍有一定问题,但从实质层面对“名股实债”的性质判断,有较大的参考价值。

八、结 语

本文的基本观点是现代商事交易安排已超越立法者预设,且建立在一定商业目的与经济逻辑之上,故应慎重考虑交易体系运行对社会、对司法体制的影响。^[86]宜先运用经济分析方法解释当事人利益安排,再运用任意条款填补意思漏洞,此间先后序位不能倒置,且不宜动辄通过强制性规定予以规制。由此,本文尝试回溯至合同缔约时事实之基本面,通过厘清经济人之商事交易中的真意,进而明晰法律与经济学两者之交叉融合的关系,并尝试导入体现商业逻辑的经济学观点,特别是交易成本的理念,直击交易本质,洞悉公司融资背后的动机与运作模式。

聚焦其特殊的利益安排与风险分配是法律运用之前的应用思考,法律人不仅应是法律规范的运用者,也应是商事交易模式的设计师,更应是威廉姆森教授眼中的交易成本的工程师,以求实现社会资源利用之更大化。也唯有此,才能由偏安于法律条文一隅的法律人,真正成为全观的法律人。希望本文能为此作些许努力。

Abstract This paper takes the incomplete contractual nature of corporate financing as the analysis framework, through the investigation of various elements of corporate financing activities, as well as the sorting out of the types of financing transactions and contract terms, in order to clarify the transaction's uncertainty, the asset's specificity, information asymmetry, opportunism and other factors in financing, as well as common conditions, statements, guarantee terms, etc. in financing agreements. At the same time, taking this as the analysis paradigm, this paper explores the "invisible legal order" contained in the matching relationship, that is, commercial rationality, and makes it clear that the referee should respect the commercial arrangement of the market subject on specific matters. In particular, before the application of specific laws in the judicial settlement of disputes, we should emphasize the application of economic logic in the interpretation of financing contracts to explore the true meaning. In order to follow the true meaning of financing arrangement, we should combine the analysis path of "financing incompleteness factor — governance countermeasure — specific terms" to form the panorama of countermeasure business arrangement. Finally, this paper takes two practical issues of the nature of corporate financing agreement, namely, the ownership of famous shares and real debts as examples, focusing on the study and judgment from the perspective of the convergence between commercial rationality and contract interpretation.

Keywords Company Financing, Contract Interpretation, Transaction Costs, Economic Logic, the Creditor's Right in the Name of the Equity

(责任编辑:黄韬)

^[86] 这里的政治考量不是应当不应当的问题,而是不可避免的,法官首先是依法,还必须考量办事与治国。参见[美]波斯纳:《法官如何思考》,苏力译,法律出版社2009年版,第10—12页。