

杠杆收购视角下财务资助豁免规则的解释

欧翰林

华东政法大学经济法学院, 上海

收稿日期: 2025年2月6日; 录用日期: 2025年3月1日; 发布日期: 2025年3月11日

摘要

新《公司法》引入财务资助制度对公司以提供贷款、担保等方式资助取得公司股份的行为予以原则性禁止, 同时辅以“公司利益”为由的豁免规则。该制度直接影响杠杆收购在公司资本运营中的实施路径, 杠杆收购在经济学领域被证明具有促进被收购公司业绩增长、提升公司价值的作用。作为一种特殊的财务资助, 其以取得目标公司控制权为目标, 现有财务资助豁免规则未针对杠杆收购进行区分, 故在适用时有解释的必要和空间。建议将“公司利益”概念落实为净资产维持规则和董事偿债能力申明规则, 将决议机构限缩解释为股东会, 以保障杠杆收购发挥正外部性。

关键词

财务资助, 杠杆收购, 豁免规则

Interpretation of Financial Assistance Exemption Rules from the Perspective of Leveraged Takeovers

Hanlin Ou

School of Economic Law, East China University of Political Science and Law, Shanghai

Received: Feb. 6th, 2025; accepted: Mar. 1st, 2025; published: Mar. 11th, 2025

Abstract

The new Company Law introduces a financial assistance system to prohibit companies from providing loans, guarantees, and other forms of assistance to acquire company shares in principle, supplemented by exemption rules based on “company interests”. This system directly affects the implementation path of leveraged buyouts in corporate capital operations. Leveraged buyouts have been proven in the field of economics to promote the performance growth of the acquired company and

enhance its value. As a special type of financial assistance aimed at obtaining control of the target company, the existing exemption rules for financial assistance do not differentiate between leveraged buyouts, so there is a need and space for interpretation when applied. It is suggested to implement the concept of “company interests” as rules for maintaining net assets and declaring the solvency of directors, and to limit the interpretation of the decision-making body to the shareholders’ meeting, in order to ensure the positive externalities of leveraged buyouts.

Keywords

Financial Support, Leveraged Buyout, Exemption System

Copyright © 2025 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

在财务资助制度的国际视野中，此前已采用禁止财务资助制度的国家不断扩展豁免的范围，放松对财务资助的限制，以支持杠杆收购的实现。对于是否要在我国《公司法》中引入财务资助制度，学界曾对其呈现出两极分化的态度。采肯定说的学者认为财务资助制度填补了我国公司法的一项空白，具有保障公司资本真实完整、保护债权人利益、维护市场交易秩序等功能[1]。采否定说的学者认为禁止财务制度诞生于近百年以前公司各项规则不完善之时，目前的用处大有可疑，这一制度不具有资本维持的功能，且禁止财务资助很可能关闭中国的杠杆收购之门，可谓是公司资本制度的倒退之举[2]。现财务资助制度已被我国正式引入，对实践中财务资助司法争议的解决具有正面意义，目前需要关注的重点在于如何正确解释财务资助制度的豁免规则，尤其是以“公司利益”为由的豁免，为杠杆收购留出合理的通道。

2. 财务资助制度的立法背景

财务资助一词在证券法领域指公司有偿或者无偿对外提供资金、委托贷款、有息或无息借款等资助行为，不须区分公司对外资助的目的如何，均须受到对应规则的监管。本文所讨论的财务规范仅指狭义概念，即公司财务资助的目的仅限于协助被资助方取得本公司股份，为拟购买公司股份的投资人提供借贷、担保等资助，符合公司法对财务资助的界定。此前，禁止财务资助仅在证监会对上市公司和非上市公司公众公司的监管规则中出现。¹新《公司法》首次在法律层面系统规范了这一制度，该制度以“原则禁止，例外允许”的模式，禁止公司对取得公司股票的行为进行资助，同时设置一般例外和特别例外条款，一般例外即“公司利益”型豁免，经股东会决议或授权董事会决议通过，以公司利益为目的且资助比例在公司股份总额 10% 之内的财务资助可以准许资助，特别例外包括为员工持股计划或金融机构正常经营业务而为之财务资助。²

从实证中考察，我国司法实践中关于财务资助的纠纷并不鲜见。根据资助购买的标的将案件分为两

¹ 《上市公司收购管理办法》第八条：“被收购公司董事会针对收购所做出的决策及采取的措施，应当有利于维护公司及其股东的利益，不得滥用职权对收购设置不适当的障碍，不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助，不得损害公司及其股东的合法权益”。

² 《中华人民共和国公司法》第一百六十三条：“公司不得为他人取得本公司或者其母公司的股份提供赠与、借款、担保以及其他财务资助，公司实施员工持股计划的除外。为公司利益，经股东会决议，或者董事会按照公司章程或者股东会的授权作出决议，公司可以为他人取得本公司或者其母公司的股份提供财务资助，但财务资助的累计总额不得超过已发行股本总额的百分之十。董事会作出决议应当经全体董事的三分之二以上通过。违反前两款规定，给公司造成损失的，负有责任的董事、监事、高级管理人员应当承担赔偿责任”。

类，第一类是资助购买公司增发的新股的程序中，产生循环增资的问题，例如安邦保险集团为增加注册资本，将其持有的自有资金以投资的方式提供给潜在股东，由潜在股东使用该资金对安邦保险集团增资入股，达到虚增资本的目的，该案中财务资助以投资款的方式提供给被资助人，加速了保监会对行业内自我循环注资的问题的监管。第二类是资助购买既有股东持有的存量股份，在实践中集中于对赌协议案件，《九民纪要》要求对赌协议的履行遵守减资或利润分配规则，市场为规避这一复杂流程，转而由目标公司股东与投资人签订对赌协议，公司仅为股东的回购义务提供担保，绕过了减资程序的限制，实际上公司提供的担保间接实现了由公司为股份转移付款的效果，具有财务资助的特征。^[3]由此可以确认的是，实践中确实存在因财务资助这种行为模式产生的规则漏洞，且因其兼具资本分配属性和商业经营属性的复杂性，需要单独设立体系化的财务资助制度，这一制度修订有其积极意义，但需要关注的是，杠杆收购符合财务资助的各项要件，如果不能正确的解释适用财务资助的豁免制度，杠杆收购将被不合理的压制。

3. 杠杆收购的制度价值定位

与禁止财务资助初创时期认为杠杆收购违背商业道德的观念不同，现代经济理论认为杠杆收购具有更多的正外部性。经过数次收购的发展浪潮，如今的杠杆收购更多地发生在私募股权投资业务中，即收购人所负担的外部融资的最终来源是由目标公司的资产和现金流进行偿还，使得目标公司在收购完成后出现极高的资产负债率，以及极低的自由现金流^[4]。

3.1. 杠杆收购的商业价值

私募基金在收购完成后往往深度介入目标公司管理层，参与公司业务经营，以期促进公司尽快股价上升后出售股份退出公司，获取差价利润。这一过程中，伴随着自由现金流的由低到高，杠杆收购即可实现目标公司价值扩大的功能。法学研究在逻辑推理的基础上需要实证数据来验证理论观点，经济学家做出的定量实证研究通常更加值得信赖，而杠杆收购对于促进目标公司价值增长的正外部性已得到经济学的检验。

杠杆收购造成高负债、低现金流的财务状况，刺激收购方必须改善公司经营状况和盈利能力，恢复目标公司正常的负债率和现金流，实现去杠杆化，低负债率和高现金流代表公司盈利能力的提升，往往体现为公司股份市场价格的升高。杠杆收购先是为目标公司引进了一个迫切需要利润增长的收购人，并创造一个暂时不利的财务结构，再从杠杆化到去杠杆化的过程中，完成了市值增长。

3.2. 债权人保护不足以成为禁止杠杆收购的理由

如前所述，杠杆收购需要公司为收购方提供收购所需的借款或担保，而公司往往通过向银行等第三方借贷的方式筹集该资金，在收购后产生高负债率和低现金流，财务安全性下降，导致公司信用评级在短期内下降^[5]。对于在杠杆收购发生前即对公司享有债权的债权人来说，其债权价值因公司信用评级下降而降低，直接体现为公司债券的市场价值降低和流通性减弱，据此，为维护公司在杠杆收购前的债权人利益成为历史上公司法禁止财务资助的重要理由。但如今的债权人有机会在贷款和债券合约中，针对债务人被杠杆收购的情况设定自我保护机制，包括限制收购的消极承诺，或者控制权变更条款。再结合杠杆收购的披露规则，债权人利益在杠杆收购流程中足以得到保护。至于财务资助可能产生的资本减少，导致债权人利益受损问题在下一节进行讨论。

在杠杆收购成为被广泛接受且发展成熟的融资方式后，足以推动债务合约相关条款的进化，对债权人公司可能发生的杠杆收购进行预防性约定，明确赋予债权人在杠杆收购发生时提前收回贷款或要求追

加担保的权利。即便没有特别约定，债权人也可援引合同法制度中的不安抗辩权或类似银行标准贷款合同中的财务状况恶化条款，要求提前终止合同，当然前提是杠杆收购交易框架对公司财务的安排及其不合理，风险敞口巨大。在杠杆收购发展迅速的美国，创设了为防范杠杆收购风险的“有毒卖出”标准化条款，当债务人公司因杠杆收购导致财务状况极度恶化，被债券评级机构降低信用等级后，则债券持有人有权以债券面值价格或以一个固定收益回报将债券回售给债务人。在杠杆收购发生后，因业务往来或认购目标公司债券而对公司产生债权的新债务人，需通过披露制度予以保护，被收购公司对杠杆收购行为进行登记和公示，新债务人可以了解公司股权重组情况、未来一段时间内的资金支付义务。故现行商业条件下，有多种手段可以降低杠杆收购对公司债权人的负面影响，探讨杠杆收购的在“公司利益”下的豁免条件极为必要。

4. 杠杆收购视角下“公司利益”型豁免规则的解释路径

在营商环境逐渐开放的趋势下，我国的杠杆收购必然走入规范化和常态化的进程。满足企业不断扩展的融资渠道的需求，降低公司通过杠杆收购获取资金的制度成本，也是公司法律制度应当发挥的重要功能，此前英国公司法中复杂的财务资助制度已经被证明产生了巨大的交易成本，企业在杠杆收购前不得不支付昂贵的法律咨询和交易设计费用，以避免违反禁令。“公司利益”型豁免规则即为公司利益，经股东会决议，或者董事会按照公司章程或者股东会的授权作出决议，公司可以为他人取得本公司或者其母公司的股份提供财务资助，但财务资助的累计总额不得超过已发行股本总额的百分之十。杠杆收购可以说是一种特殊的财务资助，但针对杠杆收购的适用仍存在匹配不当的问题。

4.1. “公司利益”的解释和保障

公司利益属于商业判断的范畴，实证研究发现，杠杆收购后扣除行业因素的营业利润率、企业价值均出现上升的趋势，且这种业绩提升在收购方获利退出目标公司后仍具有持续性^[6]。故可以确定的是，在监管得当的基础上，杠杆收购应当属于增加“公司利益”的范畴。

杠杆收购的目标公司一般选择那些因经营不善而利润增长缓慢甚至停滞或倒退的公司，经营成本居高不下，原有股东出售股份摆脱亏损的意愿强烈。而私募基金公司作为收购方，对其真实价值以及隐藏价值进行详尽的评估，或者说，杠杆收购从选择目标公司开始就是一个价值发现的过程，同时利用私募基金在同行业内的规模优势进行业务整合，亦有可能使目标公司的估值获得增加，从而获利退出^[7]。杠杆收购毕竟是一种资产形式的置换，目标公司使用自有优质资金提供借贷或担保，作为对价的是具有一定风险的债权。这个过程中，若目标公司的原股东获取收购对价顺利退出，为收购资金提供借贷的银行可以获得公司资产的担保，目标公司财务风险的最终受害者，便是并无能力参与到杠杆收购议价过程中的无担保债权人^[8]。一旦杠杆收购后，公司经营业绩未能达到预期，公司本就不稳定的财务机构将更加恶化，维护偿债能力成为财务资助制度必须要解决的问题。对此，在司法裁判中，可以有以下两方面规则可以保障“公司利益”的实现。

一是净资产维持规则。这一规则可以解释为杠杆收购是否有益于公司利益，即公司净资产是公司现值的体现，可以理解为所有者权益，在财务会计上表示为公司总资产减去公司总负债，净资产包括公司股本、公积金、未分配利润等项目，在公司刚刚成立之时，公司净资产数额等同于公司股本。公司净资产表明公司可以用来偿还债务的全部资金，通过要求财务资助不可导致公司净资产减少，即可在一定程度上保障公司的偿债能力不会降低，否则不符合公司利益的标准。

二是董事的偿债能力申明规则。应当注意的是，公司净资产总量的稳定对偿债能力的保障具有局限性，在净资产总量不变的情况下，净资产的内部结构可能发生变化，即风险资助如债权的增多，无风险

资产如银行存款的减少，结构的变化对债权人实现债务的可能性和难度有相当大的影响。故亦可引入英国公司法中公司董事的偿债能力申明制度，申明公司不会因此次财务资助而无法偿债。董事对出具该声明具有审慎核查的信义义务，与安排董事会对杠杆收购进行最终决议的设置不同，董事基于职务地位本应当对公司资产财务状况、杠杆收购的交易安排、资助金额的数额和期限有更清晰的了解和更专业的判断，并进行充分和专业的评估，以确保收购交易条款不合理、杠杆率巨大的资助不能通过豁免。当然，出具偿债能力申明的董事应当承担对应责任，除非其在该董事会议上以书面形式明确表明反对出具偿债能力申明，则可免于担责。

4.2. 决议机构的限缩解释

为公司利益的财务资助须股东会决议通过，股东会或公司章程可授权董事会决议，这一权利配置在现代杠杆收购模式有限缩解释的必要。杠杆收购的具体交易框架可以简要概况为：收购方在拟收购目标公司前仅须持有少量自有资金，通过投资银行向收购人提供一笔短期贷款用于收购目标公司的股权，收购完成后，收购人为偿还先前投资银行的短期贷款，此时已作为目标公司股东的收购人以自己名义再次进行贷款和发行债券，同时利用目标公司的资产和未来现金流为该贷款或债权提供担保。然后目标公司和收购人合并，收购人的债务最终由目标公司承担[9]。这个过程中，需要目标公司通过决议机关审议的流程是：已经成为目标公司股东的收购人控制了大部分股权，其通过公司决议适用公司资产为股东自身的债务提供担保，该担保在性质上不同于一般意义上的公司为股东提供的担保，其目的是协助收购方完成对公司股权的购买，涉及财务资助的核心。

将决议机关设定为股东会和董事会的选择性规范是否合适须仔细考量。现行《公司法》规定公司为股东提供担保的，必须经股东会决议，且不得授权董事会。而杠杆收购中的担保不仅是为股东提供担保，而且目的是收购公司自身股份，按规定审议层级可以授权至董事会，这种制度安排如何体现财务资助的特殊性，一定程度上也造成公司法治理决策体系规则的不融洽。域外法中，董事会或股东会作为决议机构均有相应立法例，但在我国语境下，应该考虑到：中国大量公司的董事会是否有能力和独立性进行判断，董事会的组成是否向英美法系国家拥有成熟的职业经理人制度作为资源支撑；以及公司法是否提供了完善的董事责任诉讼制度。法律规则本身的极易复制性使得可以极为便利地借鉴，但须发掘制度背后的经济原因和本土资源条件，否则将为司法适用带来解释上的困难[10]。此外，在收购人取得控制性的股权后，往往会更新董事会成员，再由董事会决议为收购人的债务提供担保则会流于形式，缺乏正当性。在现今公司运作的商业土壤下，至少在杠杆收购事项上由董事会独立决议缺乏现实基础。

故杠杆收购的决议权应由股东会行使，在实质上杠杆收购是关乎公司控制权变更的事项，由股东会决议可以减少公司股东与董事间的代理成本。在经济学意义上，股东是公司的所有者，如果股东同意公司为他人取得本公司股份，则基于公司自治的基本精神，公司法允许公司提供财务资助[11]。同时仿照《公司法》关联担保规则引入回避制度，即参与杠杆收购中股权买卖的当事人股东，应当回避股东会关于杠杆收购的决议，以充分保护中小股东。在表决通过的比例上，因杠杆收购涉及公司重大股权重组，采用三分之二的特别表决程序较为合适。

5. 小结

禁止财务资助制度对我国公司法制度起到了填补法律空白的作用，其制度设计应能够准确识别恶意的财务资助行为，同时对于不会损害公司资本和债权人利益的财务资助，给予清晰的豁免规则。杠杆收购的核心业务流程符合财务资助的表征，其作为现代企业收购的主要途径，肩负扩大企业融资渠道、以金融手段支持实体经济的重大使命，有足够的理由为杠杆收购设立安全的豁免规则，保证其不会被扼杀

在财务资助规则当中，故在剩余控制权理论指导下应将杠杆收购的决议权赋予股东会，在债权人保护的利益取向向下设置公司偿债能力保障制度。后续仍有探讨空间的问题是，禁止财务资助制度如何与回购、利润分配等资本维持制度衔接，避免利用财务资助的豁免程序滥用公司资金或抽逃出资。

参考文献

- [1] 葛伟军. 英国公司法改革及其对我国的启示[J]. 财经法学, 2022(2): 35-53.
- [2] 张巍. 一进一退的公司资本制度[EB/OL]. <https://mp.weixin.qq.com/s/mUageRUwIJ7VJLLoCYntFQ>, 2024-12-14.
- [3] 皮正德. 禁止财务资助规则的公司法建构[J]. 法学研究, 2023, 45(1): 143-161.
- [4] 王几高. 我国杠杆收购中规制财务资助的制度逻辑和规则重构——以降低代理成本为视角[J]. 上海金融, 2018(8): 36-41.
- [5] 王几高. 公司法中禁止财务资助制度研究[D]: [博士学位论文]. 上海: 华东政法大学经济法学院, 2014.
- [6] 李曜. 私募股权投资浪潮及其前沿研究问题[J]. 证券市场导报, 2010(6): 4-13.
- [7] 刘松. 杠杆收购的投资增值机制——价值放大与价值创造[J]. 科学管理研究, 2011, 29(1): 87-91.
- [8] 金晓文. 杠杆收购风险转移中的利益平衡机制建构[J]. 经济问题, 2022(6): 41-47.
- [9] 岳振宇. 我国杠杆收购融资的法律困境与出路[J]. 甘肃政法学院学报, 2010(3): 149-156.
- [10] 罗培新. 揭开特拉华州“公司法神话”的面纱兼及对我国公司立法的启示[J]. 中外法学, 2004, 16(1): 117-126.
- [11] 沈朝晖. 财务资助行为的体系化规制——兼评释 2021《公司法(修订草案)》第 174 条[J]. 中国政法大学学报, 2022(5): 104-117.