

## 明股实债的一般认定标准及其在国资监管背景下的合规分析

作者：徐宇舟 | 赵伊

明股实债作为一种区别于单纯的股权投资或债权投资的特殊融资模式，因其交易结构和性质认定的复杂性，在实务中引发诸多法律风险，特别当该交易模式在国资监管背景下时，其性质的判断和法律后果的认定尤为特殊。本文将结合《民法典》《国有企业参股管理暂行办法》《企业国有资产交易操作规则》等规范与司法案例，分析明股实债的一般认定标准，并结合国资监管的视角，系统分析国有企业在明股实债中的角色与适用监管边界以及国有实控基金在明股实债安排中面临的法律限制与风险。

**关键词：**明股实债 回购条款 国资监管 国有企业 国有实控基金 私募基金

### 一、明股实债的一般认定标准

#### （一）定义

“明股实债”（也称“名股实债”）并非内涵明确的法律术语，而是对商业实践中一种特殊交易安排的概称，其形式通常为股东以增资扩股或者受让股权的形式投入资本，但通过约定固定收益回报、回购条款等设计，使投资实质上具有还本付息的债权特征。目前，我国法律法规尚未对“明股实债”作出明确定义，金融监管实践中对该交易形态的认定散见于监管规则、会议纪要等文件，例如：

《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——私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》及《证券期货经营机构私募资产管理计划备案办法》（中基协发〔2023〕15号）第六十四条第三项将明股实债界定为一种投资回报不与被投资企业的经营业绩挂钩，不是根据企业的投资收益或者亏损进行分配，而是向投资者提供保本保收益承诺，根据约定定期向投资者支付固定收益，并在满足特定条件后由被投资企业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。

《最高人民法院民二庭第5次法官会议纪要》指出，明股实债并无统一的交易模式，实践中，应根据当事人的投资目的、实际权利义务关系等因素综合认定其性质。投资人目的在于取得目标公司股权，且享有参与公司的经营管理权利的，应认定为股权投资。反之，投资人目的并非取得目标公司股权，而仅是为了获取固定收益，且不参与公司经营管理权利的，应认定为债权投资。

## （二）明股实债的认定与外部关系处理

司法实践中，明股实债的认定需采取“内外有别”的原则。对于内部关系，即投资方与融资方之间的权利义务，法院侧重于综合论证考量当事人的真实意思表示、交易金额、是否实质参与公司治理以及回购安排等方面；而涉及外部第三人时，则需兼顾商事外观主义，保护善意第三人的信赖利益。

### 1. 内部关系

在具体案件中，法院在认定“明股实债”时，通常会考量以下几个维度：

#### （1）真实交易背景和目的

在判断投资是否构成“明股实债”时，应根据合同条款所反映的当事人真实意思，并结合其签订合同真实目的以及合同履行情况等因素，进行综合认定<sup>1</sup>。

首先，从交易目的来看，若整体安排旨在强化债权保障而非实现真正的股权转让，如虽签订股权转让合同却未及时办理股权变更登记，则往往反映出当事人并无真正取得股权的意图，而更偏向于建立债权债务关系。实践中，法院亦通过对股权回购协议等一系列关联文件作整体考量评价，认定其性质实为约定期限届满后还本付息的交易安排，具有保障债权实现的目的<sup>2</sup>。

同时，结合我们实务经验判断，一般的明股实债往往其真实的目的在于短期融资或获得融资收益，所以常常会通过类似《融资框架协议》、《战略合作协议》等体现各方真实目的；或者通过类似抽屉协议、阴阳合同等方式掩盖真实目的。此时，就需要我们结合所有协议综合判断交易各方的真实目的了。

此外，从交易文件表述来看，若相关条款中出现发放贷款、享有债权等典型借贷表述，或者明确约定增资款即为债权，则通常可以作为认定当事人之间成立债权债务关系的重要依据。例如，在某借款合同纠纷案中，法院即基于各方在增资协议、借款合同等交易文件中有增资款系债权投资的表述，结合当事人当庭自认，最终认定案涉增资协议的真实意思表示仅仅是将股东身份作为偿还资金的一种担保<sup>3</sup>。

#### （2）交易金额的合理性以及和企业经营的关联性

交易金额是否公允合理也是“明股实债”的重要认定因素之一。若回购股权价格不以目标公司实际股权价值为依据，与目标公司经营业绩和实际盈利情况不挂钩，而是按照投资金额予以返还，相关到期还本的内容符合民间借贷的法律特征，据此，法院可认定有关交易行为不具备股权投资的法律特征，而实为借贷行为<sup>4</sup>。

在典型的明股实债结构中，交易安排不仅涉及投资本金的注入与返还，通常还包含固定回报的约定，该等回报在实践中常以“期间收益费”、“权利维持费”等名义体现，其金额主要取决于本金数额、约定期限及双方事先确定的利率，与企业经营状况或股东分红机制无关，体现出明显的债权性特征。相较而言，在典型的股权投资关系中，一方面，股东在公司存续期间原则上不得抽回出资，除非依法完成减资程序；另一方面，股权投资回报具有不确定性，收益水平取决于公司经营成果及可分配利润，无法事先约定固定收益。

<sup>1</sup> 参见（2019）最高法民终1532号。

<sup>2</sup> 参见（2018）最高法民终785号。

<sup>3</sup> 参见（2019）最高法民终1532号。

<sup>4</sup> 参见（2021）京01民初730号。

例如，在北京市二中院审理的一起案件中，法院认为《入股协议书》中明确约定退股时按照年利率20%计算利息，该约定具有明显的固定收益特征，不符合股权投资共担风险的表现形式，因此认定双方之间不构成股权投资关系，实为借贷<sup>5</sup>。类似地，该院在另一起案件中也指出，当事人虽签订《股权收购合同》并约定股权转让与回购，但其交易实质为一方以股权投资为形式，在约定期限届满后收回本金并获取固定收益。法院认为，该安排中投资方目的在于获取固定回报，故整体交易性质应被认定为债权投资<sup>6</sup>。

### (3) 投资人是否有意愿或者实质关心与参与公司经营治理

尽管固定收益安排是识别明股实债的重要依据，需要注意的是，实践中交易结构复杂多样，仍需结合投资方是否真实行使股东权利、参与公司治理等因素进行整体判断。在某股权转让纠纷案<sup>7</sup>中，尽管相关协议约定了固定收益及股权回购条款，形式上符合明股实债的某些特征，但二审法院着重考察了以下事实：

- 投资方实际参与了股东会、董事会，并委派董事参与公司决策；
- 协议中明确约定了投资方作为股东所享有的表决权、信息知情权、分红权等股东权利；
- 交易已完成工商变更登记。

基于上述，可以看出法院在认定明股实债时，并不局限于协议中是否存在固定收益或回购安排，而是会综合审查各方在协议中约定的及履行中的实际权利义务，特别是投资方是否实质参与公司经营、是否实际行使股东权利等核心事实，从而对投资目的乃至交易性质作出整体判断。

这一裁判逻辑正体现了股权与债权的核心区别之一，即权利人是否实质参与公司的经营与治理。典型的股权投资通常伴有表决权、董事提名等经营管理权的行使，而明股实债中的投资方往往不实质参与日常经营，其派驻人员可能仅起监督作用，不承担企业经营风险。

值得进一步说明的是，实践中投资方的“参与”程度存在差异，并非所有管理行为均构成“实质经营”。若投资方仅通过审查、审批、通知等方式对特定事项（如资产处置、财务监管、人事安排等）行使监督权或一票否决权，而未介入公司日常运营，则此类安排通常不改变其债权属性。在某借款合同纠纷案中，法院指出，投资方派驻董事的目的主要是对公司重大事项进行监督，不参与或控制目标公司的经营管理，不承担实际经营风险，仅以获取固定回报为目的，故认定其增资行为应属债权投资<sup>8</sup>。这也进一步表明，是否“控制或实质参与”公司经营，是区分股债性质的关键标准。

### (4) 回购安排以及回购价格的合理性

需要注意的是，在一般性对赌机制中，回购条款亦属常见安排，其功能在于为股权投资提供一种退出路径。因此，不能仅因协议中存在回购约定即简单认定为“明股实债”，关键在于判断该约定是否实质上创设了一项必然发生的固定给付义务。例如，若交易中设定了融资方到期无条件回购义务，或出现如广西高院《关于审理公司纠纷案件若干问题的裁判指引》第46条所述之情形，即“若对赌目标在客观上不可能或几乎不可能达成，则实质上消除了所附条件的‘不确定性’，其约定的违约责任就成为必

<sup>5</sup> 参见（2019）京02民终1418号。

<sup>6</sup> 参见（2019）京02民初583号。

<sup>7</sup> 参见（2021）辽民终2233号。

<sup>8</sup> 参见（2019）最高法民终1532号。

然发生的结果，该部分收益即为投资方获得的固定收益，该内容已不再符合‘对赌’的性质，对此人民法院可以根据个案情况认定为借贷关系”。

准确界定交易中回购条款的法律性质，关键在于厘清“明股实债”与一般性对赌安排在交易目的、触发机制及投资回报等方面的本质差异：

- 在交易目的方面，从投资方的角度，其目的在于获得固定收益与本金安全退出，且收益不与业绩挂钩；而对赌中，投资方的核心目的在于实现股权增值，其作为股东需共担商业风险，但可通过估值调整机制（如触发现金补偿、股权回购等条款）平衡风险。
- 在触发机制方面，明股实债多为期限届满或合同约定的非业绩条件成就，具有刚性兑付特征；而对赌往往以目标达标与否为触发前提，未达标才产生回购或补偿义务，如对赌目标设定为客观上不可能或者几乎不可能达成，性质也可能认定为借贷。
- 在投资回报方面，明股实债通常以“投资本金+按固定溢价率/利率计算的收益”作为基本回报模式，具有收益确定性，且不与目标公司的经营情况挂钩；而对赌机制下的约定的业绩补偿和股权回购能否成就取决于目标公司的经营，在签订对赌协议时是不确定的，具备风险收益的特征。

## 2. 外部关系

外部关系的认定则强调对第三人信赖利益的保护。在投资方已完成工商登记成为名义股东的情形下，该权利外观可能使善意第三人（如普通债权人）产生合理信赖。因此，司法实践通常遵循内外区分原则：如案涉争议本身不涉及第三方利益，通过考察当事人的投资目的以及实际权利义务安排等因素予以判定；如果案涉争议牵涉第三方，则应在考察双方真实意思表示的基础上还应考虑合法合理的外部利益<sup>9</sup>。

在目标公司破产或解散的情况下，基于维护交易安全和债权人公平受偿考量，对外应遵循商事外观主义，优先保护其他债权人的合法利益<sup>10</sup>。以某破产债权确认纠纷案为例，法院指出，对外部关系上不适用内部约定，该案处理结果涉及到破产清算案所有债权人的利益，应适用公司的外观主义原则，即应基于股东名册记载、工商登记所公示的内容，保护第三人对投资人股东身份的合理信赖，因此未支持投资人在破产程序中获得债权人资格并行使相关优先权利的主张<sup>11</sup>。如该案所示，即便在破产程序中投资被认定为债权，法院也可能将其认定为“劣后债权”，即在清偿顺序上劣后于普通债权，须待其清偿完毕后才能获得分配。

此外，当监管规定限制或禁止与交易相对方的股东或实际控制人开展交易时，对于该股东系“明股实债”投资人的情形，其是否受到此类监管约束，目前尚无明确的法律规范或监管指引。在此种情况下，建议结合具体监管条款的文本、制定背景及规制目的，“明股实债”投资人在特定交易中的实际角色与功能，同时考虑是否涉及外部第三人利益来综合判断。

<sup>9</sup> 参见（2021）最高法民终 35 号。

<sup>10</sup> 参见（2018）最高法民终 785 号。

<sup>11</sup> 参见（2016）浙 0502 民初 1671 号。

## 二、国资在明股实债中的角色与监管边界

在涉及企业国有资产的交易中，判断“明股实债”交易可行性，重点在于厘清参与主体性质和在交易结构中扮演的角色。具体分为两种典型情形，一是国有企业或国有基金作为投资方，二是国有企业作为被投资方。

### （一）国有企业直接投资

根据我们的检索，目前限制或者禁止国有企业对外投资时采用“明股实债”方式的国资监管规定不多。我们在《国有企业参股管理暂行办法》（国资改改革规〔2023〕41号，下称“**41号文**”）中找到相关的限制性规定，“国有企业不得以股权代持、‘名为参股合作、实为借贷融资’的名股实债方式开展参股合作”<sup>12</sup>。从相关监管规定来看，当投资方为国有企业时，其以“明股实债”方式对外投资，因涉及国有资产的流转与配置，须遵循保障国有资产安全、防止国有资产流失的基本原则，受到国资监管规则的严格约束。虽然41号文限制的是国有企业对外参股投资，但我们理解，如果国有企业对外投资是采用全资或者控股的方式，考虑到对国有企业投资的合规要求以及国有企业资金借贷合规要求，更需要避免采用“明股实债”这种变相对外借贷的情况。

41号文适用于“各级国有资产监督管理机构履行出资人职责的企业及其子企业”。如参照国资委关于《企业国有资产评估管理暂行办法》（国资委令第12号，下称“**12号令**”）第二条中相近表述“各级国有资产监督管理机构履行出资人职责的企业及其各级子企业”的适用范围的公开答复——即该范围“包括国有全资、控股以及实际控制企业”。因此，从保护国有资产以及国有资产投资合规的角度来看，投资方为国有企业的，除了国有参股企业之外，在实践中开展“明股实债”投资，还是要受41号文禁止性规定的约束。

### （二）国有基金投资

国有基金的监管框架，主要体现为国资监管与私募基金监管两条主线的交叉与融合，在此框架下，监管对于“明股实债”类交易安排普遍采取限制、禁止的鲜明立场。

#### 1. 国资监管规定

在中央层面，《中央企业基金业务管理暂行办法》第二十三条规定，“中央企业基金应当严格按照基金章程或合伙协议约定的投资方向和要求开展投资，按规定履行资产评估或估值程序，不得开展明股实债以及违规借贷、担保业务”。《政府投资基金布局规划和投向工作指引（公开征求意见稿）》第九项亦规定“政府投资基金不得通过明股实债等方式变相增加地方政府隐性债务”。

在地方层面，以上海市为例，根据上海市国资委《市国资委监管企业私募股权投资基金业务管理办法》（沪国资委金融〔2024〕167号）第二十八条的规定，实控基金不得开展明股实债以及违规借贷、担保业务。在监管实践方面，上海市国资委也积极采取措施落实上述政策，在整治整改监管企业历史遗留明股实债问题的同时，核查投资中是否存在此类情况，一经发现立即督促整改<sup>13</sup>。

<sup>12</sup> 《国有企业参股管理暂行办法》第八条 结合经营发展需要，合理确定持股比例和股权结构。达到一定持股比例的参股投资，原则上应当享有提名董事的权利。不得以股权代持、“名为参股合作、实为借贷融资”的名股实债方式开展参股合作。

<sup>13</sup> 见《关于对市政协十四届二次会议第1030号提案的答复函》（沪国资委函〔2024〕106号），网址见：<https://www.shanghai.gov.cn/gwk/search/content/7cad9ae077ff45869a5d3fd9d97516d7>。

## 2. 私募基金的监管规定

在私募基金层面,《私募投资基金监督管理条例》《私募投资基金登记备案办法》《私募投资基金备案指引第2号—私募股权、创业投资基金》《关于加强私募投资基金监管的若干规定》(中国证券监督管理委员会公告(2020)71号)等一系列监管文件已明确禁止其通过各类安排变相从事借贷业务或开展明股实债等非私募基金投资活动<sup>14</sup>。

从更广泛的监管趋势来看,私募基金借道“明股实债”以股权投资加回购方式完成债权投资的行为,已被明确界定为违规行为。近年来,山东、湖北、重庆等各地证监局也陆续公布了对私募基金违法违规从事“明股实债”活动采取监督管理措施的案例<sup>15</sup>,通过连续的执法行动表明对此类交易清理整改、严格查处的监管态度。

### (三) 国有企业作为被投资方

#### 1. 监管规定

根据《企业国有资产交易操作规则》(国资发产权规(2025)17号,下称“17号文”)第二条、第三十条及第六十九条规定,在依法设立的产权交易机构公开进行的企业国有资产交易行为,交易双方不得在产权交易合同或增资协议中或以其他方式约定股权回购、利益补偿、股权代持、名股实债等内容<sup>16</sup>。结合《企业国有资产交易监督管理办法》(国资委、财政部令第32号,下称“32号令”)的规定,除法定例外情形外,国有及国有控股企业、国有实际控制企业的转让股权和增资行为,均应通过产权交易机构公开进行,因此适用前述17号文的禁止性规定。

实践中,若被投资企业属于上述国有及国有控股企业、国有实际控制企业时,其通过转让股权或者以增资方式引入投资并约定回购的安排,因须履行进场交易程序,不得在相关协议中设置刚性回购条款。若被投资方为国有参股企业,其增资或转让股权通常不属于32号令强制规范的范围,无需进场交易,因此也不直接受17号文的约束。

#### 2. 回购的程序性要求

17号文虽已明确禁止在需进场交易的产权转让、增资协议中或以其他方式约定股权回购,但根据

<sup>14</sup> 根据《私募投资基金监督管理条例》(国务院令第762号)第二十四条的规定,私募基金财产不得用于经营或者变相经营资金拆借、贷款等业务。相关规范性文件进行了进一步明确和细化。《私募投资基金登记备案办法》(下称“《登记备案办法》”)第四十一条规定,“有下列情形之一的,协会不予办理私募基金备案,并说明理由:……(三)私募基金通过设置无条件刚性回购安排变相从事借贷活动,基金收益不与投资标的的经营业绩或者收益挂钩”。同时,《私募投资基金备案指引第2号—私募股权、创业投资基金》明确私募股权基金“投资未上市企业股权的,应当符合《登记备案办法》第四十一条的规定,不得变相从事信贷业务、经营性民间借贷活动”。此外,《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第八条亦规定“私募基金管理人不得直接或者间接将私募基金财产用于下列投资活动:(一)借(存)贷、担保、明股实债等非私募基金投资活动,但是私募基金以股权投资为目的,按照合同约定为被投资企业提供1年期限以内借款、担保除外”。

<sup>15</sup> 网址见:  
<https://www.csrc.gov.cn/shandong/c104218/c7515784/content.shtml>  
<https://www.csrc.gov.cn/hubei/c104408/c7547066/content.shtml>  
<https://www.csrc.gov.cn/chongqing/c104814/c7573137/content.shtml>。

<sup>16</sup> 《企业国有资产交易操作规则》第二条 在依法设立的产权交易机构公开进行的企业国有资产交易行为,适用本规则。  
 第三十条 交易双方不得在产权交易合同中或以其他方式约定股权回购、利益补偿等内容,不得以交易期间标的企业经营性损益等理由对已达成的交易条件和交易价格进行调整。  
 第六十九条 交易各方不得在增资协议中或以其他方式约定股权回购、股权代持、名股实债等内容,不得以交易期间企业经营性损益等理由对已达成的交易条件和交易价格进行调整。除另有规定外,国家出资企业及其子企业参与增资活动的,不得为其他股东提供借款、担保等资金支持。

该文第九十九条及国务院国资委的公开答复<sup>17</sup>，17号文自2025年2月18日起施行，且对施行后的交易行为具有约束力<sup>18</sup>。因此，对于该日期前已合法订立的、以及施行后订立但因属非公开协议转让等法定情形而合法合规设置的回购安排，投资方可通过以下路径实现退出：由作为回购义务人的国有企业受让其股权，或由标的公司通过定向减资程序回购其股权。

无论采用何种路径，相关操作均需严格遵循国资监管的特别程序要求。根据12号令第六条的规定，涉及非上市公司国有股东股权比例变动的交易，必须依法进行评估<sup>19</sup>；然而，在明股实债交易中，相关方约定的回购价款主要基于投资本金与固定收益，与标的股权的市场价值或标的公司的实际经营情况无直接关联，由此产生的问题是，当事先协议中明确约定的回购价格与后续法定评估程序得出的金额不一致时，最终执行价格应如何确定。

在约定价格与法定评估价格不一致的情况下，实践中存在支持以约定价格执行的裁判观点，即若相关约定不违反国资监管的强制性规定，且按照约定价格执行不会造成国有资产流失，作为回购义务人的国有企业可按照约定价格履行回购义务<sup>20</sup>。然而，若协议中约定的固定收益折算后的“利率”明显高于市场合理水平，则可能被认定为变相侵害国有资产，回购价款约定仍存在被认定无效的法律风险。在此情况下，如交易被认定实质为借贷关系，我们理解，退出对价的确定应回归债务清偿的本质，基于相关方约定的股权转让价格以及评估价格，并参照市场合理利率水平，审慎予以确定。

此外，若国有企业拟通过减资方式回购股权，则除依法进行评估外，还应根据《公司法》、国资监管规定、公司章程及内部管理制度，履行必要的内部决策与外部审批或备案手续、并依法进行债权人通知及对外公告等法定程序。

#### （四）小结

综上，国有主体参与明股实债交易的合规边界，主要取决于其交易角色和身份属性：对于国有及国有控股企业、国有实际控制企业，无论作为投资方还是被投资方，公开进场交易不得约定股权回购；国有基金作为投资方，亦受到国资与私募双重监管的限制；而国有参股企业则不直接受17号文、41号文等文件的约束。因此，整体来看，涉及国有主体的明股实债交易整体上面临严格的合规审查与较高的法律风险，实践中建议审慎评估并尽量避免参与此类交易安排。

### 三、明股实债交易项下相关协议效力的认定

#### （一）合同效力认定的法律原则

根据《民法典》第一百四十六条、第一百五十三条的规定，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。违反法律、行政法规的强制性规定或违背公序良俗的民事法律行为无效。

在明股实债交易中，若法院认定当事人是以股权转让之名行资金借贷之实，则表面的股权交易可因

<sup>17</sup> “《企业国有资产交易操作规则》仅对其施行后的交易行为进行规范。企业应评判历史回购条款履约风险与责任，防止国有权益受到损失”，网址见：  
[http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/new\\_wdxd\\_wz\\_index.html?MZ=u1g3ximYPVsszPHNVt77XA%3D%3D](http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/new_wdxd_wz_index.html?MZ=u1g3ximYPVsszPHNVt77XA%3D%3D)。

<sup>18</sup> 提示需关注监管部门是否有针对历史遗留问题的具体清理整改要求。

<sup>19</sup> 企业国有资产评估管理暂行办法 第六条 企业有下列行为之一的，应当对相关资产进行评估：（四）非上市公司国有股东股权比例变动。

<sup>20</sup> 参见（2020）京0105民初16267号。

属“虚假意思表示”而归于无效，隐藏的债权债务关系是否有效，则需另行审查其是否存在法定无效事由。需注意的是，明股实债交易框架下，股权外观与债权实质通常同时体现在系列交易文件中，此种情况下，法院仍可对协议中反映真实借贷意图的相关条款或履行行为进行效力审查和认定。

## （二）审查框架与司法立场

最高院民二庭《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解适用》<sup>21</sup>中明确，“违反规章、监管政策等规范性文件的合同，不应作为认定无效的依据。但因违反规章、监管政策导致违反公序良俗的，人民法院则应当认定合同无效”，就司法实践中案涉协议效力的审查，我们理解要点有二：其一是所涉规定是否属于效力性强制性规定，若仅为管理性强制性规定，则一般不因此否定合同效力<sup>22</sup>；其二是如当事人仅以违反部门规章或者规范性文件主张合同无效，一般难以获得支持<sup>23</sup>。

然而，若触及社会公共利益，相关协议仍可能被认定为无效。如最高院在某再审案件中指出，转让方未按《企业国有资产法》第五十四条规定通过产权交易机构对外披露产权转让信息并公开征集受让方，而是先行与特定公司私下达成《备忘录》《意向协议》，再以公开挂牌形式掩盖这一直接交易，实质上侵害了不特定主体同等条件下参与竞买的权利，损害了社会公共利益，并据此支持原审法院认定相关意向协议无效的结论<sup>24</sup>。

值得关注的是，我们在相关的案例分析中发现，在国有主体参与的明股实债案件中，特别是国有背景的基金参与的案例中，由于同时牵涉国资监管的特殊要求，法院在对相关交易性质进行认定以及协议效力作出判断时，除法律条文和合同约定外，也会综合考量地方营商环境、相关主体责任、国资监管体系的衔接等多重现实因素。因此，最终的裁判倾向，通常是法律适用、监管政策与实务情景相互调适平衡的结果。

<sup>21</sup> 参见《全国法院民商事审判工作会议纪要》理解与适用/最高人民法院民事审判第二庭编著，北京：人民法院出版社，2019.12。

<sup>22</sup> 参见（2021）辽民终 1648 号，辽宁省高院指出，虽然《政府出资产业投资基金管理暂行办法》仅规定政府出资的产业投资基金不允许向第三方提供贷款，并未禁止对所投资企业进行融资扶持，况且该规定不属于效力性强制性规定。由此，即使交易结构被认定为“明股实债”并违反了该部门规章，也不会直接认定无效。

<sup>23</sup> 参见（2021）最高法民申 4878 号，最高院认为《政府出资产业投资基金管理暂行办法》和《政府投资基金暂行管理办法》属于部门规章，当事人以此为由申请确认合同无效的理由不能成立。

<sup>24</sup> 参见（2021）最高法民申 89 号。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 徐宇舟

电话： +86 21 6080 0307

Email: [yuzhou.xu@hankunlaw.com](mailto:yuzhou.xu@hankunlaw.com)