

定向增发保底协议效力的司法判定

李 燕^{*}

摘 要:在中国证券监督管理委员会 2020 年 2 月 14 日修订《上市公司非公开发行股票实施细则》前司法实践对定向增发保底协议效力的判定主要围绕协议签订主体、协议内容是否违反法律法规、是否构成公开劝诱与操纵股价等要素进行综合判定。修订后的《上市公司非公开发行股票实施细则》明确限制了上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东对发行对象作出保底保收益的承诺。在法律对此无明文规定、仅有部门规章有禁止性规定的情形下,法院在判断定向增发保底协议效力时,应当从保底协议法律适用的规则进行分析,进行意思自治与市场秩序的价值衡量,在坚持司法权力对私法自治的介入保有限度的前提下对保底协议效力进行综合判断。

关键词:定向增发 保底协议 效力判定 法律适用 利益衡量

一、问题之提出:无名合同效力之争的缘起与判定要素

定向增发是上市公司向少数特定投资者不公开发行股份的行为,其目的在于吸收优质资产、融入资金、提升上市公司持续盈利能力。根据上市公司在实施定向增发行为时价值取向的不同,定向增发可分为资产并购重组型、^①引入战略投资者型、^②财务投资者型三种类型。域外法对前两种类型定向增发中涉及的锁定期权^③协议效力问题讨论较多。定向增发是上市公司引进战略投资者的一种主要手段,但定向增发认购协议中锁定期权的安排很容易被上市公司控制者滥用作为抵制敌意收购、排挤异议股东的手段,因此如果采取此类措施不是为了股东最大利益,该协议可能违法,^④因为这类协议

* 西南政法大学中国金融与保险法律研究中心教授、博士生导师

① 上市公司通过向特定对象增发股份收购其所持资产,且多为非现金资产,该特定对象多为上市公司控股股东或其他关联方。以主营整体上市为目的的定向增发便是该类型的代表,能够解决上市公司与控股股东及关联方的关联交易和同业竞争问题,并通过引入优质资产改善公司的基本面。

② 目前市场上该类型的定向增发大多为引入境外战略投资者,投资者多为行业国际领先者。上市公司通过定向增发引入战略投资者不仅获得后者的资金,更重要的是获得后者所带来的管理经验、先进的技术以及广阔的市场前景。

③ 锁定期权(lock up option)是发行人赋予投资者按约定价格在某个约定时间认购发行人发行的一定数量有价证券或收购其资产的一种排他性权利。在美国,锁定期权是目标公司阻止敌意收购一种常见的反收购手段。

④ See Bryan A.G Arner, Black's Law Dictionary, Eighth Edition, West Publishing Co., 2004, p.959.

通常包含有禁售条款和违约支付“分手费”的规定。^①

相较于前两类定向增发的发行对象,第三种类型定向增发的发行对象多为与上市公司主营业务互不关联的机构或个人投资者。此类投资者大多不参与上市公司的决策和经营管理,且持有上市公司股份时间较短,发行价格折扣率高,增发门槛较低。^②这有利于上市公司比较便捷地实现定向增发,并抓住有利的产业投资机会。但是,该类发行对象并无意长期持有上市公司股份,其追求的是资金安全与类似借贷的固定收益。基于前述原因,我国定向增发保底协议常见于上市公司第三类定向增发行为中,也是顺理成章,这也是本文讨论的重点。

上市公司的定向增发往往由上市公司股东或实际控制人主导,因此实践中出现的定向增发保底协议一般由其对发行对象提供保底承诺。尽管中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)2020年2月14日修订后的《上市公司非公开发行股票实施细则》(以下简称《实施细则》)第29条明确限制了上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东对发行对象作出保底承诺,但一来该规定刚出台,实践中仍然存在类似协议;二来该规定仅针对上市公司;三来其效力层次仅为规章性规定;四来未明确规定保底协议无效,^③因此,对该协议效力的司法判定尚须多维度研究。事实上,从法律层面而言,《实施细则》出台之前的司法案例讨论定向增发保底协议效力的核心要素主要集中于三项:保底协议签订主体、保底协议签订时间和是否约定回购。签订主体分为发行对象与上市公司、发行对象与上市公司股东或实际控制人两项,签订主体直接决定保底协议的约束对象;签订时间分为与认购协议同时签订、不与认购协议同时签订两项,保底协议的签订时间暗含保底协议的直接目的。签订时间的不同,可成为法官在判定保底协议效力时的重要考虑因素。例如,有法官认为保底协议的签订时间为上市公司两次定向增发之间,该行为涉及操纵证券市场、扰乱市场秩序,从而认定保底协议无效。^④是否约定回购直接与发行对象实现收益的方式相关。因此,定向增发保底协议的形式无论如何改变,只有以上三个要素发生变化,才构成保底协议实质内容的改变。

司法者在适用法律时总会因为法律所固有的缺陷而找不到相应的实证规范,这在新类型案件以及涉伦理、情理和法理争议案件中更为典型。^⑤定向增发保底协议作为无名合同,应由《中华人民共和国合同法》(以下简称《合同法》)调整,因其还涉及证券发行等特别监管领域,还须受到《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)、《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)等的规制。目前在法律无明文规定、部门规章有禁止的情形下,司法裁判在法律适用时会面临诸多解释。解释包括理解、解释和应用三个要素,它们是不可分割的统一整体。^⑥关于保底条款效力的争论,主要有有效说、无效说、有限承认说三种观点。保底条款常见于联营合同、委托理财合同、股权投资合同、中外合作经营企业合同、因保底条款存在而名不副实的合同这五类合同之中。^⑦前述分类虽可借鉴,但并非毫无

^① See Edward E. Shea, The McGraw-Hill Guide to Acquiring and Divesting Business, MrGraw-Hill, 1998, pp.410-411.

^② 参见李姣姣:《对遏制上市公司不正当利益输送机制分析——以定向增发新股中制度环境为视角》,《西南政法大学学报》2017年第1期。

^③ 参见《上市公司非公开发行股票实施细则》第29条。

^④ 参见浙江省杭州市中级人民法院(2015)浙杭商终字第1546号民事判决书。

^⑤ 参见庄绪龙:《“法无明文规定”的基本类型与裁判规则》,《法制与社会发展》2018年第2期。

^⑥ 参见高鸿钧:《伽达默尔的解释学与中国法律解释》,《政法论坛》2015年第2期。

^⑦ 参见李若愚:《保底条款效力研究》,硕士学位论文,中国政法大学,2012年,第6~7页。

问题。在现代商业活动中联营模式日益减少,其合同效力最高人民法院已作出较为详尽的说明,原则上应确认为无效。^①在委托理财领域,禁止金融机构向投资人作出保底承诺已有法律禁止性规定,^②在实际运用中能够得到普遍遵循,也未产生不能回避的法律问题。在股权投资合同中,最主要的表现形式为对赌协议,最高人民法院先通过“海富案”^③初步形成了裁判规则,2019年11月8日又在第9次《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民会议纪要》)中具体明确了裁判要旨。定向增发保底协议与上述分类的特殊性在于两点,即产生领域的特殊性和参与主体的特殊性。定向增发保底协议产生于证券市场,是资本市场重要的融资方式,保底协议与定向增发相伴而生。而参与主体往往又具有丰富的投资经验与较强的风险承担能力。在定向增发保底协议签订时,协议主体双方法律地位平等,获取信息的能力大致相当,在其他方面也不存在明显的强弱悬殊。是故,本文立足定向增发保底协议的法律适用,探寻判定其效力的司法裁判路径。

二、实证之分析:定向增发保底协议的类案梳理与司法裁判解读

(一)司法裁判判定定向增发保底协议效力的考量因素及标准

在司法裁判中,定向增发保底协议效力引发的案例较少,^④且产生时间均在近几年内。换言之,即使定向增发保底协议本身不属于新鲜事物,但其效力争议在司法裁判中仍保有鲜度。法院对于类似案例并未形成统一的裁判规则,也未对该类案件背后隐含的利益冲突与法学理论形成统一的理解。从笔者收集整理的案例(《实施细则》修订之前)分析,法院在判定定向增发保底协议效力时,以下因素常被考量并成为最终的司法判断标准。

1. 保底协议签订的主体

司法裁判区分保底协议签订的主体,其主要目的在于保护交易之外相关方的利益。换言之,欲达到意思自治与相关方利益的衡平。在某种程度上,定向增发保底协议与对赌协议存在一定程度的一致性。最高人民法院在“海富案”中作出的判决,被解读为确立了对赌行为的“裁判规则”,即投资人与股东签订的对赌协议有效,与目标公司签订的对赌协议无效。法院在裁判定向增发保底协议时,不自觉地借用了所谓的对赌协议的“裁判规则”。只要发行对象不是与上市公司本身签订定向增发保底协议,即保底承诺主体不是上市公司本身,便认可其效力。

在“拓日新能案”^⑤中,宁波正业与拓日新能签订《非公开发行股票认购协议》,约定:宁波正业以每股21元的价格认购拓日新能公开发行的395万股股票,共计8295万元。宁波正业与嘉悦投资、陈五奎签订《协议书》约定:嘉悦投资须保证宁波正业认购成本8%的保底收益,陈五奎对嘉悦投资的补偿责任承担连带担保责任。法院判决此协议有效,裁判理由为“上市公司的股东及实际控制人

① 参见最高人民法院关于印发《关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》的通知。

② 参见《中华人民共和国证券法》第145条、《中华人民共和国证券投资基金法》第20条、《信托公司管理办法》第34条。

③ 参见“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。

④ 笔者通过北大法宝、威科先行、中国裁判文书网等工具,以“定向增发”“定增”“保底回购”“保底协议”“保底”为关键词进行了搜索并形成了本文的相关类案整理。

⑤ 指“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、陈五奎合同纠纷案”,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,为论述方便,笔者在本文中将其简称为“拓日新能案”。

在协议书中承诺保底收益,因《协议书》系双方真实意思表示,且保底补偿主体非上市公司本身,此种补偿并不损害上市公司、上市公司其他股东及其债权人的利益,并不违反法律、行政法规中的效力性强制性规定,应予支持”。^①

在贵阳工投系列案件^②中,明朝勇与工投公司签订《协议书》约定:明朝勇通过发行“资产管理计划”的方式,以不低于4.48元/股的价格,认购贵州轮胎公司发行不少于3000万股的股份;工投公司保证明朝勇认购金额的本金安全并获得年化8%的固定收益。法院判决此协议有效,裁判理由为“保底承诺的主体系贵阳轮胎公司的股东工投公司,该约定本质上系目标公司股东与投资者之间对投资风险及投资收益的判断与分配,属于当事人意思自治范畴,并不损害公司及债权人利益,没有明显增加证券市场风险、破坏证券市场稳定性,不违反法律、行政法规的禁止性规定”。^③

在宁波A控股集团有限公司案件^④中,2011年2月25日由宁波公司作为甲方,上海公司作为乙方,陈某作为丙方签订《协议书》约定:乙方系G公司的股东,持有G公司6095.52万股股份;丙方系G公司实际控制人,担任G公司董事长。甲方须按协议约定的价格和股数认购本次G公司非公开发行的股票。乙方保证甲方8%的保底收益,若净收益低于保底收益,乙方承诺补足甲方净收益和保底收益之间的差价,丙方对此补足事宜承担连带责任。法院判决此协议有效,裁判理由为“从协议主体看,并非是认购人与发行人之间所签订的协议,承担赔偿责任的主体是G公司的股东及实际控制人。宁波公司通过私募股权投资成为上市公司G公司的限售股股东,仅是股东与股东及实际控制人之间补偿约定,不会损害到G公司利益或G公司债权人的利益,并不违反法律、行政法规中的效力性的强制性规定”。^⑤

在大东南系列案件^⑥中,李爱娟、大东南集团公司之间签订《协议书》约定:鉴于李爱娟认购了大东南股份公司非公开发行股票1500万股,李爱娟在股票锁定期解禁后六个月内减持,通过大宗交易平台转让的价格低于原认购价1.15倍的,大东南集团公司予以补偿。法院判决此协议有效,裁判理由为“双方约定了保底条款,因该损失的赔偿主体是大东南股份公司的股东,而非大东南股份公司本身,且不损害其他人的利益,故双方签订的协议合法有效”。^⑦

综合上述类案,保底协议签订主体是法院判定协议效力的主要因素。然而法院在未对上市公司本身能否作为保底协议签订主体以及是否构成担保、未对上市公司的股东或实际控制人向发行对象作出保底承诺的行为进行深入探究的情况下,简单适用对赌协议的裁判规则判定保底协议效力,或有不妥。如何确定交易主体之外的相关方,如何判断相关方利益是否受损,这些问题在法院作出的判决中均未涉及。

① 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。

② 指明朝勇等诉贵阳市工业投资(集团)有限公司证券交易合同纠纷案,参见最高人民法院(2017)最高法民终492号民事判决书。

③ 最高人民法院(2017)最高法民终492号民事判决书。

④ 指宁波A控股集团有限公司诉上海B投资发展有限公司等纠纷案,参见上海市闵行区人民法院(2012)闵行二(商)初字第1832号民事判决书。

⑤ 上海市闵行区人民法院(2012)闵行二(商)初字第1832号民事判决书。

⑥ 指李爱娟等诉浙江大东南集团有限公司合同纠纷案,参见浙江省高级人民法院(2015)浙商终字第144号民事判决书。

⑦ 浙江省高级人民法院(2015)浙商终字第144号民事判决书。

2. 保底协议内容是否违反法律法规

保底协议内容是否违反法律法规,本身属于法院在进行司法裁判时最基本的考量因素,似乎不值得单列。法院为证明某个裁判对象的正当性,在其进行论证说理但又无法具体言明其正当性时,常被迫采用此种手段。^① 这样是否公正虽存有疑问,但这无疑是最稳妥的方式。法院在司法裁判中,在找寻不到裁判对象的正当性时,只要其不违反法律法规即可认定是正当的。就逻辑而言,证明保底协议正当与否有两条路径:其一,是否违反法律法规;其二,正面分析其具体的正当或不正当为何。第二项工作本应由法院通过裁判文书的说理部分完成,然而已有的司法判决在此问题上仍显深入不够。

在贵阳工投系列案件中,工投公司与五矿信托签署《发行协议》约定:五矿信托拟通过发行定向资产管理计划的方式认购黔轮胎 A 非公开发行的股份,并承诺以不低于 4.48 元/股的价格,认购不少于 6 000 万股且不超过 12 000 万股;工投公司保证五矿信托认购金额的本金安全并获得年化 8% 的固定收益,同时约定如果五矿信托认购的全部股份的出售或处置所得(包括认购股份在持有期间的现金分红)超过五矿信托认购金额及固定收益,贵阳工投享有超额收益的 20%。法院认定协议有效,理由仅为“双方真实意思表示,内容不违反相关法律规定”。^②

笔者将保底协议内容是否违反法律法规这一因素单列,目的在于指明定向增发保底协议的正当与否存在进一步探讨的必要性。法律法规本身便不是一个精确的法律概念,法院在进行法律适用时必须进行法律解释。法律规范原本就是对生活秩序的抽象,故解释法律不应当继续抽象地利用文本解释文本,而应当与具体的法律事实相结合。^③ 既然如此,法院在做出裁判时,不仅需要找出可以适用的法律,更重要的在于查清案件事实并由此凝练出法律事实。目前由于修改后的《实施细则》明确禁止保底行为,然而其效力层级仅为部门规章,因此,保底协议本身是否违反法律法规,尚须法院在进行司法裁判时结合具体案情进行判断。

3. 保底协议内容是否构成公开劝诱与操纵股价

法院在判定定向增发保底协议效力时,保底协议是否构成公开劝诱与操纵股价也是考量因素之一,但并非主要因素。法院在判定定向增发保底协议效力时,“保底协议的签订主体”与“保底协议是否违反法律法规”优先于“保底协议是否构成公开劝诱与操纵股价”。其原因在于,在判定定向增发保底协议效力时,从协议内容本身出发最为直接有效。公开劝诱发生于定向增发保底协议签订之前,而操纵股价既可发生于定向增发保底协议签订之前,也可在签订之后发生。此两者与保底协议的有效与否构成充分关系而非必要关系。此外,证明公开劝诱与操纵股价的事实往往难度较大,并且一旦构成公开劝诱或操纵股价便将导致保底协议无效,这也有待商榷。上市公司借助发布利好或利空信息来影响公司股价,在证券市场早已不是新鲜事。在证券法信息披露规则的约束下,大部分能产生股价效应的信息,发行公司运作的可控度并不大。^④ 因此,在案件裁判中法院对这两项因素的考量较少。除此之外,涉及公开劝诱与操纵股价这样复杂案件的处理难度极大,或许也是该项因素不被法院作为主要考量因素的原因之一。

① 常见的表述方式有“不违反法律、行政法规中的禁止性规定”“不违反法律、行政法规的效力性强制性规定”“不违反相关法律规定”等,笔者在此将其合并表述为“不违反法律法规”。在拓日新能案件、贵阳工投系列案件、宁波 A 控股集团有限公司案件中,法院便如此表述。

② 参见最高人民法院(2017)最高法民终 33 号民事判决书。

③ 参见邹海林:《指导性案例的规范性研究——以涉商事指导性案例为例》,《清华法学》2017 年第 6 期。

④ 参见朱庆:《论股份回购与操纵市场的关联及其规则》,《法律科学》2012 年第 3 期。

我国法律关于公开劝诱除《证券法》第9条的规定之外,散见于部门规章与行业规定之中。其概念及构成要件并无明确的法律界定,学界也鲜有研究。其或许更应归属于审判实务,由法官在个案中进行具体判断。在前述明朝勇诉贵阳工投案件中,在当事人主动提出存在公开劝诱致使保底协议无效的情形下,法院才对是否构成公开劝诱进行界定,在判决理由中表述为“工投公司与明朝勇之间的内部约定,并非针对不特定多数人所作,不属于证券法上的公开劝诱形式”。^①

在大东南系列案件中,大东南集团公司要求沈利祥或通过第三人买入总数不超过1 000万股的大东南股票,以稳定和维护大东南股份公司的股价。大东南集团公司承诺到2012年4月15日前,如大东南股份公司股价低于每股11.1元,大东南集团公司将补偿卖出价与11.1元之间的差价;期间如有其他损失,由大东南集团公司负责补偿。法院判决此保底协议无效,理由为“协议签订处于大东南股份公司第一次定向增发限售期届满、第二次定向增发筹划期间,大东南集团公司要求沈利祥持续买入大东南股票以拉升股价,从而使大东南股份公司能以较高的股价进行第二次定向增发的行为涉及操纵证券市场,扰乱证券市场秩序,侵害投资者的合法权益,应认定为无效”。^②大东南系列案件中的保底协议与定向增发保底协议存在本质区别,因此被法院认定为操纵股价从而否定其合同效力。其本质区别在于,上市公司、上市公司股东或实际控制人与发行对象签订定向增发保底协议的目的在于,促使上市公司实施的定向增发行为更为顺利地进行;而大东南系列案件中大东南集团公司与沈利祥签订保底协议的目的在于提升股价操控定向增发的股票交易均价。合同目的的不同直接导致了法院对合同效力的不同判定。

4.其他考量因素

在合肥彩象公司系列案件^③中,苍新(乙方)与彩象公司(甲方)、丙方(薛士凯、谢路、方金亮)签订《协议书》,约定乙方认购甲方非公开定向增发股权,锁定期满乙方可以选择继续持有或行使甲方、丙方股权回购权,回购金额为乙方股权认购金额的一倍进行回购兑付(即回购股权款不低于认购股款的200%,不含投资期间年化收益分红);在乙方股权锁定期内甲方、丙方以自愿担保的方式担保,乙方每年年化收益率不低于认购股权款的15%。法院认为此保底协议无效,理由为“各方形成的是民间借贷法律关系,协议相关内容属‘保证本息固定回报的保底条款’,不符合投资风险性的本质特征”。^④在此系列案件中,尽管承诺回购的主体为发行人本身,但法院并未从签订主体角度否认协议效力,其判决理由值得斟酌。合肥彩象信息科技有限公司为有限责任公司,但其2014年已在安徽省股权托管交易中心挂牌,案件涉及合同均于2014年至2015年期间签订。虽然其并非传统上的上市公司,但其已在区域性股权交易市场“上市”,其案件对上市公司定向增发领域仍具有借鉴意义。

(二)司法裁判面临的主要问题

① 最高人民法院(2017)最高法民终492号民事判决书。

② 浙江省杭州市中级人民法院(2014)浙杭商初字第46号民事判决书。

③ 指谢路、苍新、合肥彩象信息科技有限公司合同纠纷案件,该系列案件还包括:谢路、薛模虎合同纠纷案[安徽省合肥市中级人民法院(2017)皖01民终5351号民事判决书];谢路、张宏刚合同纠纷案[安徽省合肥市中级人民法院(2017)皖01民终5352号民事判决书];谢路、杨松合同纠纷案[安徽省合肥市中级人民法院(2017)皖01民终5353号民事判决书];谢路、薛模兵合同纠纷案[安徽省合肥市中级人民法院(2017)皖01民终5354号民事判决书];谢路、毕勉合同纠纷案[安徽省合肥市中级人民法院(2017)皖01民终5355号民事判决书];谢路、毕磊合同纠纷案[安徽省合肥市中级人民法院(2017)皖01民终5356号民事判决书]这6起案件,由于案件事实大致相同,裁判理由几乎一致,故不一一列举。

④ 安徽省合肥市中级人民法院(2017)皖01民终5350号民事判决书。

由于现行法律规范没有对定向增发保底协议效力做出明确规定,《实施细则》修改后仅有部门规章对相关主体的保底承诺与财务补偿行为进行禁止。因此,综合上述类案的判决思路及理由,结合当下规则适用的变化,笔者认为以下几点值得深入讨论:

1. 保底协议内容与部门规章冲突的效力判定

根据《合同法》的相关规定,合同违反部门规章并非当然无效。但是,也不能因为其直接违反的是部门规章而简单认定其有效。关于效力的判定,还有赖于结合具体情况进一步分析,查清其是否存在违背公序良俗等法律原则的情况。最高人民法院在《九民会议纪要》中也阐明了违反规章合同效力的识别路径,即一般情况效力不受影响,但规章内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的除外。此外,还进一步对如何认定规章涉及公序良俗原则的考量因素进行了说明,并要求司法裁判进行详细说理。就定向增发保底协议而言,法院在判定协议效力时,应当对《实施细则》内容是否涉及公序良俗原则进行详细说明。

以定向增发保底回购协议及锁定期的规定为例,定向增发保底回购协议与定向增发保底协议最为突出的区别在于发行对象实现收益的方式有所不同。前者指与上市公司股东或实际控制人签订定向增发保底协议的发行对象,在锁定期届满后通过向二级市场出售股票获利;后者指签订了定向增发保底回购协议的发行对象获取收益的方式为在锁定期届满后由上市公司股东或实际控制人以固定价格回购股份。上述两种方式,哪一种更有可能涉及对公序良俗的破坏便需法院在具体案例中进行判断。此外,在定向增发实践中,已经发生发行对象与上市公司股东或实际控制人在保底回购协议中约定的回购时间点早于锁定期届满时限的情况。锁定期来源于《实施细则》第7条、第8条的规定,该规定由中国证监会制定,属于部门规章。而根据《合同法》第52条的规定,法院确认合同无效只能依据法律与行政法规。由于《实施细则》属于部门规章,保底回购协议违反其规定并不当然导致协议无效的法律后果,但法院也不能简单判定约定在锁定期内进行回购的保底回购协议有效。此问题不仅涉及司法裁判,更与商业判断有关。在中国,由政府机构进行商业判断是一种常态。^①但是,法院在进行司法裁判时如何对待商业判断,值得深思。有学者已对此问题提出了简要的看法,即“商业的归商人,法律的归法官”,^②这是公司私法自治理念的延伸。

2. 适用法条时的刚需裁判说理

在民事案件审判中,说理不足是一大通病。长期以来,民事诉讼裁判文书说理规则缺失和说理对象不明确的问题一直没有得到根本改变,这其实就是民事诉讼判决说理不够的主要原因之一。^③裁判文书的说理部分直接与裁判文书的正当性、可接受性以及司法的公信力相关,恰当的判决说理可以实现法律效果和社会效果的有机统一。^④有学者将判决说理解构为事实说理、证据说理、法律适用三部分,将事实、证据、法律适用均无争议的说理界定为“弱需说理”;将事实、证据、法律适用任何一处存在争议的说理界定为“刚需说理”。^⑤固然简单案件可以弱需说理,不需长篇大论。但是,对由定向增

① 参见蒋大兴:《隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与证券监管权之重整》,《法学评论》2014年第2期。

② 参见赵万一、张长健:《后立法时代的中国公司法可诉性》,《北方法学》2014年第1期。

③ 参见杨凯:《论民事诉讼文书样式实例评注研究的引领功用》,《中国法学》2018年第2期。

④ 最高人民法院日益重视判决说理的作用,在2018年6月1日印发了《关于加强和规范裁判文书释法说理的指导意见》的通知。该通知阐明了释法说理的目的、方式,并明确区分了应当强化释法说理与可以简化释法说理的案件。

⑤ 参见李滇、樊华中:《刚弱两需分野下我国判决说理模式探析——以S市F区法院判决书为样本的研究》,《法制与社会发展》2015年第3期。

发保底协议引起的纠纷,即使事实、证据无争议,在法律适用上仍是存在争议的,因此必须采用“刚需说理”的方式,短短数行无法道尽其背后隐含的法理。再则,定向增发保底协议所涉及的事实、证据,较之于普通案件也更为复杂。此外,法院还须就《实施细则》是否涉及公序良俗原则进行详细说明。这些情况均对裁判文书的说理部分提出更高的要求。美国法院在对定向增发锁定期权合法性进行司法审查时,考虑要素相对复杂,也在于其判例法对判决的说理要求,通常会考虑董事会决定是否越权、^①定价是否公平合理、是否有专业机构对定价进行评估、^②独立董事在知情基础上是否进行了独立判断、作出决定过程是否经过充分酝酿、时间是否很仓促等。^③

3.定向增发保底协议背后的利益冲突

对定向增发保底协议背后的利益冲突,法院重点关注的是定向增发保底协议的签订是否损害相关方的利益。法院简单地认为只要承担保底义务的不是实施定向增发行为的上市公司,便不会影响相关方利益。法官要更多地注意为它们之间的将来做准备,而不仅仅是对过去进行清算。^④诚然限于篇幅,法院作出的裁判文书并非能够完全体现法官的思维过程。法官在撰写裁判文书时,也会受到修辞方法的制约。^⑤但是,这并不意味着进一步讨论这些裁判文书中未能呈现的问题没有意义。例如,意思自治与相关方利益的保护如何平衡?当意思自治损害了相关方利益时,仅仅只有认定定向增发保底协议无效这一救济方式?相关方如何确定?相关方利益具体有哪些?殊值探讨。

三、规则之探寻:定向增发保底协议效力的裁判路径

(一)保底协议效力判定的法律适用分析

法律对存在瑕疵的合同最为严厉的评价为否定其合同效力,此类合同可统称为违法的合同。定向增发保底协议是意思自治的产物,会涉及违反公序良俗原则及《合同法》第52条关于合同无效的规定。以上市公司向发行对象作出保底回购承诺为例,首先分析其是否违反《公司法》第142条关于公司不得收购本公司股份的规定。从条文文义本身可以看出,公司原则上不得实施收购本公司股份的行为,该条文的规制对象为合同履行行为而非合同缔约行为本身。一方面上市公司与发行对象签订定向增发保底回购协议的合同缔约行为,不属于《公司法》第142条的规制对象。另一方面,即使定向增发保底回购协议实际履行,其也并不当然无效。《公司法》第142条也规定了公司得以收购本公司股份的4种情形及具体操作程序。在上市公司与发行对象约定的回购条件达成必须履行协议约定的回购义务时,上市公司完全可以依照法律允许的回购方式履行定向增发保底回购协议。因此,很难说上市公司作出保底回购承诺违反《公司法》第142条的规定。更何况《合同法》第52条及《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条改变了合同违法即无效的认识,将违法之“法”限缩于法律、行政法规上的强制性规定,因此很难据此判定其无效。

^① See Dennis Campbell, Christian T. Campbell, Liability of Corporate Directors, Lloyd's of London Press Ltd. 1993, p.698.

^② See Edward E. Shea, The McGraw-Hill Guide to Acquiring and Divesting Business, McGraw-Hill, 1998, p.410-411.

^③ See Jay M. Zitter, Lockup Option Defense to hostile corporate takeover, <http://international.westlaw.com>, 2019-08-10.

^④ 参见樊涛:《我国商事审判制度的反思与重构》,《河北法学》2010年第2期。

^⑤ 参见沈寨:《修辞方法对司法的贡献与制约》,《法学论坛》2013年第1期。

其次,暂且不谈《实施细则》第29条的限制性规定,分析定向增发保底回购协议将回购时间点设定在锁定期届满之前,是否违反《实施细则》第7条、第8条的规定。合同是当事人双方意思表示的合意,无效应当指的是合同双方当事人的合意无效,否定了合同预期产生的两个请求权的效力。^①从尊重私法自治的角度看,对以合同为形式的“私人立法”似应采推定有效的模式,违反强制性规范而无效的评价则属例外处理。^②法院在司法裁判中判定合同效力时,须有明确的法律依据。就现行法律而言,不外乎《合同法》第52条的规定。简言之,违反《实施细则》第7条、第8条的定向增发保底回购协议并不当然违反《合同法》第52条的规定,也不当然构成对公序良俗原则的违反。在定向增发保底回购协议未违反法律、行政法规强制性规定的情况下,欲否定其效力,其依据还可能指向恶意串通、合法形式掩盖非法目的、损害社会公共利益。但是,违反《实施细则》第7条、第8条的定向增发保底回购协议很难构成对《合同法》第52条的适用。原因在于,发行对象认购的股份在锁定期内根本无法转让。^③换言之,该定向增发保底回购协议无法实际履行,无法履行便无法构成恶意串通、合法形式掩盖非法目的、损害社会公共利益等,法院便无法否定其效力。更何况无法履行本身也不否定合同效力。判定商事合同效力时,法官需要考察合同在社会中发生的频率以及作用的明显程度。^④2004年修订的《国际商事合同通则》改变了合同无法履行便无维持其效力必要的传统理论,确立了合同订立时即无法履行的事实并不影响其效力的原则。

(二)效力判定中意思自治与市场秩序的价值衡量

在现有法律规范没有直接否定保底协议效力的情形下,法院要么在规章层面找寻裁判依据,要么从定向增发制度功能、合同自由、公序良俗等方面进行利益衡量,分析保底协议的效力。前文已述及,违反规章一般情况下不影响协议效力,法院判断保底协议效力应围绕《实施细则》并结合《九民会议纪要》对规则适用路径进行说明。金融监管对定向增发保底协议的否定态度,并不能据此简单认定只要是政府规制行为均具有天然的正当性。金融监管的评价侧重考量交易行为对整个金融秩序的影响,而司法裁判的评价重点关注交易行为是否违反现行的法秩序。由于法律不完备,任何监管制度和规则均存在漏洞和不完善之处,它不仅为有利于经济发展的金融创新留下了足够的合理空间,也在一定程度上便利了规避法律监管的套利行为。^⑤换言之,即使金融监管对交易行为作出否定性评价,也无法据此判定该行为违法即存在不正当性。虽然按《九民会议纪要》的规定,合同违反内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的规章即告无效,但规章是否涉及公序良俗还应从监管强度、交易安全以及社会影响等方面进行慎重考量。欲否定保底协议之效力,当证明其有违公序良俗。从直观而言,定向增发保底行为很难直接认定其影响金融安全,也难以直接认定其明显违背国家宏观政策。而是否破坏市场秩序,则应侧重考量由意思自治产生的该行为对市场相关方利益产生的影响,且需要进行刚需说理。若定向增发保底协议未对相关方利益造成实质损害,则不宜直接认定其破坏市场秩序。

法院在司法裁判中,不可避免地会使用三段论法,这或许时常使他们陷入概念法学的窠臼。那种

① 参见李文涛:《合同的绝对无效和相对无效——一种技术化的合同效力评价规则解说》,《法学家》2011年第3期。

② 参见姚明斌:《“效力性”强制规范裁判之考察与检讨——以〈合同法解释二〉第14条的实务进展为中心》,《中外法学》2016年第5期。

③ 通过定向增发认购的股份,在中国证券登记结算有限责任公司系统中,会被登记为限制出售,从而无法转让。

④ 参见杨珊:《新型商事合同效力认定的裁判思维——以融资合同为中心》,《法学》2017年第8期。

⑤ 参见彭岳:《互联网金融监管理论争议的方法论考察》,《中外法学》2016年第6期。

认为仅从法律条文就可以得出唯一的正确结论的说法,只是一种幻想。此时便需要实质判断与利益衡量。当以“准立法者”的立场考察和权衡各种相互冲突的法律价值做出抉择。定向增发保底协议的本质为合同,属私法范畴。然其与传统私法上的买卖、租赁等有名合同有别。由于其发生于公开的证券市场,其合同效果时常突破签订主体产生溢出效应,会影响相关方利益,甚至影响到整个证券市场秩序。在依据法律条文无法直接对其合同效力得出结论时,须结合利益衡量的方法进行分析。

由于定向增发保底协议存在溢出效应,将会影响相关方利益。此外合同的相对性也存在例外,这在我国《合同法》立法中已有体现。^① 这成为第三人得以介入合同双方权利义务体系的正当依据。例如,代位权、撤销权的行使。第三人得以介入,其本质要求在于其与合同当事人具有紧密的利益关联性。在定向增发保底协议这一类合同之中,与协议签署主体之间可能产生利益关联性的相关方可归纳为:(1)在定向增发领域,相关方为未获保底承诺的发行对象;(2)在债权人领域,相关方为上市公司^②的债权人、上市公司股东的债权人、实际控制人的债权人;(3)在市场领域,相关方为上市公司其他股东、证券市场潜在投资者^③、证券市场一般投资者。

在进行利益衡量之前,当明确前述可能产生利益关联性的相关主体,是否有权介入定向增发保底协议的权利义务体系,关键的考量因素有两个。其一,是否有相关利益存在;其二,相关利益是否值得法律保护。其中应予以重点关注的利益为相关主体的经济利益,这是源于在商事交易中最核心的要素便是经济利益。同时,经济利益是否受损也是判断是否应当由法律进行保护的重要标准。

就定向增发领域而言,定向增发保底承诺与未获保底承诺的发行对象利益不必然具有相关性。定向增发中的发行对象,也可分为资产并购重组型发行对象、战略投资者型发行对象、财务投资者型发行对象。前两类发行对象,由于其目的在于参与上市公司经营决策,自身利益已与上市公司绑定,其根本利益所在为上市公司的持续盈利能力。只要上市公司的持续盈利能力不受损害,其利益便不受损害。定向增发保底协议是否会对上市公司的持续盈利能力产生损害,以及能够产生多大的损害,这看似毫无关联也无法准确判断。质言之,即使存在利益关联性,也因联系不够紧密而不应对其过度保护。对在定向增发中未获保底承诺的财务投资者型发行对象,表面上看似未获同等待遇,但实质上并无不公平。首先,上市公司定向增发中的保底承诺并非法定义务,属于当事人意思自治之下的产物。其次,保底承诺本身并不会直接给未获保底承诺的发行对象带来利益上的损害。即使未获保底承诺的发行对象,在锁定期届满后转让股份未获利益或受损,这均是源于自身的商业决策,与保底承诺无直接关联。只要不存在上市公司或实际控制人与其他发行对象恶意串通等情形,便能很能说对未获保底承诺的发行对象的权利造成了损害,致使其经济利益受损。

就债权人领域而言,债权人的利益保护与定向增发保底承诺相关性微乎其微。公司实施的任何一项行为,无论是经营行为或是非经营行为,其均会对债权人债权的实现产生影响。因此,必须在公司行为与债权人债权保护之间进行平衡。不能因为保护债权人利益便因噎废食,从而影响公司实施正常的经营行为。对债权人债权的保护应当寄希望于其他方式。基础性的债权人保护机制主要包括公司资本制度和合同法或契约机制。^④ 定向增发保底协议的签订并不会对债权人债权的实现产生决

① 参见《中华人民共和国合同法》第73、74、229、272、313条。

② 此处的上市公司单指进行定向增发的上市公司。

③ 此处的潜在投资者单指打算购买上市公司股票的投资者。

④ 参见黄辉:《公司资本制度改革的正当性:基于债权人保护功能的法经济学分析》,《中国法学》2015年第6期。

定性影响。在实际操作中,判定债务人的行为是否对债权的实现产生影响,其考量的因素十分复杂。例如,资产状况、债权金额、债务期限、担保情况、利息高低等因素。公司资本制度改革后债权人保护观念也发生了转化。^①但是,无论是上市公司的债权人还是上市公司股东的债权人,或是实际控制人的债权人,与其债权实现最密切的因素为前述三类主体的偿债能力与债权担保情况。前述三类主体是否作出保底承诺,并非影响债权人实现债权的决定性因素。此外,定向增发保底协议最终是否得以履行,还须根据当时上市公司的股价情况。这便进一步降低了保底承诺与债权人利益的相关性。

就市场领域而言,定向增发保底协议与上市公司其他股东、证券市场潜在投资者、证券市场一般投资者的相关性因《实施细则》限制性规定的出现,可能会出现说理上的争议。在前述贵阳工投系列案件中,法院判决保底协议有效,直接认为目标公司股东与投资者之间对投资风险及投资收益的判断与分配,属于当事人意思自治范畴,并不损害公司及债权人利益,没有明显增加证券市场风险、破坏证券市场稳定性,不违反法律、行政法规的禁止性规定。也就是确认了与上述主体利益的弱相关性,那么现在仅因为规章的限制性规定是否就能直接认定其相关性?此外如果认定上市公司作出的保底承诺行为属于担保,上市公司对外作出保底承诺时,便须按照《公司法》第16条、第104条的规定执行。在此种假设下,上市公司其他股东不仅享有知情权还有表决权;证券市场潜在投资者及证券市场一般投资者也可通过信息披露得知这一情况,不能说其合法利益受到了损害。此外,即使上市公司对发行对象作出保底承诺的行为不为上市公司其他股东所知晓,也不当然构成对股东知情权的侵犯。股东知情权在我国法律上的直接体现为《公司法》第33条,其规制的重点为保障股东享有查阅、复制公司章程、股东会会议记录、董事会会议记录、监事会会议记录、财务会计报告和会计账簿等书面材料的权利。股东查阅权在一定程度上也与公司的经营权产生冲突,因为公司为了保障股东行使查阅权,必然需要承担支持股东行使权利的附加成本。^②换言之,股东知情权重在保护股东事后了解公司经营情况的权利,而非扩大股东干预公司经营行为的权限。股东知情权案件的裁判要遵循强化公司信息披露义务的公司透明治理理念。^③上市公司对发行对象作出保底承诺属于以公司名义实施的行为,其与股东知情权并不必然发生冲突。

因此,定向增发保底行为破坏证券市场秩序的刚需说理需对未获保底承诺的发行对象、债权人、上市公司其他股东、证券市场潜在投资者、证券市场一般投资者的利益相关性做出具体分析。上市公司在定向增发中,由上市公司本身、上市公司股东或实际控制人向发行对象作出保底承诺并非一定会对前述主体的合法利益造成损害。虽然《实施细则》明令禁止上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东的保底承诺行为,但其旨在减少上市公司关联交易、避免同业竞争、防止证券操纵与提高上市公司资产质量、改善财务状况、增强持续盈利能力。换言之,只要保底协议未违背上市公司非公开发行股票的制度初衷,则法院在司法裁判时便不可仅凭其违反规章而认定其无效。此外,需要注意的是在上市公司做出保底承诺的情况下,保底协议很可能会被认定为具有担保性质的文件。若保底协议并未经过董事会或股东大会决议通过,则构成上市公司违规担保,其担保效力存疑。按照《九民会议纪要》的规定,债权人根据上市公司公开披露的关于担保事项已经董事会或者股东大会决议通过的信

① 参见黄耀文:《认缴资本制度下的债权人利益保护》,《政法论坛》2015年第1期。

② 参见彭真明、方妙:《股东知情权的限制与保障——以股东查阅权为例》,《法商研究》2010年第3期。

③ 参见刘俊海:《公司自治与司法干预的平衡艺术:〈公司法解释四〉的创新、缺憾与再解释》,《法学杂志》2017年第12期。

息订立的担保合同,人民法院应当认定有效。该规定暗含未经法定程序而形成的担保无效,但从逻辑上并不能得出“上市公司未经法定程序通过的担保合同无效”的结论。此时,仍建议从意思自治与相关方利益保护的路径进行识别。

(三)司法权力对私法自治的介入应保有限度

认为定向增发保底协议有效的,大多从商事主体意思自治、风险自负的角度论之;而否定其效力的大多认为保底协议交易双方的交易行为对市场其他相关主体的利益造成了损害,需要司法权力介入进行矫正与平衡。但是,司法者本人不是市场经济之商事主体,如其因纯粹理性利益平衡之需要轻易否定商事交易之效力,也无异于越俎代庖,置商业实践自身逻辑秩序之不顾,故司法权力之介入也应保有限度。利益衡量应与法律条文结合。不认真学习注重论理的概念法学的思考方法,就难以超越概念法学。^① 法律作为实践科学,“实然”的把握无疑应当优先于“应然”的设计。^② 司法实践中,法院对定向增发保底协议的效力进行判定,本质上属于司法权力对私法自治的介入。作为司法机关的法院,在当事人将纠纷诉至法院之后,始有机会介入私法自治。法院介入私法自治的依据,自不待言。关键在于,法院介入的限度为何。欲确定其限度,须先确定其介入的标准。介入的标准有两项,形式标准与实质标准。所谓形式标准,指的是当事人须将其纠纷诉至法院;而实质标准指的是法院裁判纠纷的依据。法院在判定合同效力时,所谓的实质标准指的是法院判定合同效力的法律依据。法院找寻法律依据,不仅是在找寻介入私法自治的依据,也不自觉地进行了司法权力介入私法自治限度的界定。就定向增发保底协议而言,法院对其介入有当然的正当性,但其限度在何处,司法权力介入的后果为何,则须进一步结合法律条文进行利益衡量。

四、结语

定向增发保底协议作为一种商业实践中产生的合同类型,属于私法自治。法院在司法裁判中判定合同的效力,其裁判对象为具体的合同,并非一种合同类型。从修改后的《实施细则》及《九民会议纪要》的规定可以看出,在部门规章层面虽然对保底行为持否定态度,但法院在判定保底协议效力时仍应尊重意思自治,结合公序良俗分析其违法性是否足以否定其合同效力。对法院来说,只有在特定的时机下才能回应社会的需求而通过司法进行立法和创制公共政策。^③ 就一般发展规律而言,总是先有新型合同后出台配套法规。这便要求掌握司法权力的法院在判定合同效力之时,不能简单适用法律,须找寻出背后隐含的法理进行详尽说理。司法权力虽有保守的特性,但这是出于维护法律安定性的考量。保守也不意味着对新生事物作出否定评价。当然商业实践中商事主体本身也应当守法合规经营,在《实施细则》有明确限制性规定的情况下,应避免签署具有较大法律风险的保底协议,避免不必要的法律纠纷。法学对法律事务的意义不应仅止于对司法裁判提供助力,其最重要的任务之一是:发现一些现行法迄今尚未解决的法律问题,借此促成司法裁判或立法的改变。^④

责任编辑 翟中鞠

① 参见梁慧星:《民法解释学》,法律出版社2015年版,第338页。

② 参见叶名怡:《我国违法合同无效制度的实证研究》,《法律科学》2015年第6期。

③ 参见李清伟:《司法克制抑或司法能动——兼论公共政策导向下的中国司法能动》,《法商研究》2012年第3期。

④ 参见[德]卡尔·拉伦茨:《法学方法论》,陈爱娥译,商务印书馆2003年版,第47页。