“附回售条款的股权投资”会计处理辨析

◎ 文/ 郝 博 韩芳芳 李文贵

一、问题的提出与概念辨析

(一)问题的提出

“当今世界正经历百年未有之大变局,科技创新是其中一个关键变量”[①],国际竞争和战略博弈越发体现为大国间科技实力的竞争。面对国内外发展环境发生的深刻复杂变化,中国要走一条更高水平的自力更生之路,大力发展战略新兴产业,着力改善科技创新生态,激发市场主体创新创造活力,以科技创新之刃破国际竞争之局。

金融是科技发展的重要支撑力量,是技术进步转化为现实生产力的催化剂,金融体系能否有效支持技术创新是中国经济转型与产业升级的关键。张一林等(2016)提出:现有的以银行为主导的金融体系难以对技术创新提供高效支持;股权融资是更适合为技术创新提供金融支持的路径,对于处于初创及成长期的科技创新型企业[②]而言,其以新技术新产品的潜在高额回报吸引投资机构,具有研发投入大、融资需求强的特征,这与一级市场股权投资机构追求高回报、承担高风险的特征相匹配。一级市场股权融资作为科技创新型企业获取有效金融支持的重要方式,对其持续发展至关重要。

在上述背景下,中国一级市场股权投资机构迅速发展,投融资规模快速扩张,大量的科技创新型企业通过一级市场股权融资来获取金融支持并实现高速成长。在一级市场股权投资中,投资机构为了控制投资风险、保障投资利益,倾向于与被投资企业签订对赌协议,对未来不确定情况进行约定。股权回售条款(也可称为“股权回购条款”)是对赌协议中的常见条款之一,实践中通常会将“被投资企业能够在特定时点完成相应业绩指标(包括收入、利润等财务业绩指标或实现合格IPO等综合业绩指标)”作为主要约定条件,当事先约定的触发情形出现,由被投资企业或其大股东/实际控制人按约定价格回购投资方所持股权,以此作为一项兜底性的退出保障安排。

在当前的注册制改革下,科创板是中国优秀科技创新型企业的聚集地。本文对科创板注册制下截至2022年6月30日238家注册生效的企业进行统计分析[③],现有92%的企业在上市前完成过PE/VC融资,在完成过PE/VC融资的企业中,有近60%的企业与投资机构签署过对赌协议,且其中近90%的对赌协议约定了股权回售条款,在约定了股权回售条款的企业中,有近一半(47%)的企业约定由被投资企业自身承担回购义务。据此可知,一级市场股权融资是科技创新型企业普遍依赖的融资方式,对赌协议及股权回售条款约定是融资中的常见情形。就承担回购义务的主体而言,约定由实际控制人、控股股东或其他股东承担回购义务与约定由被投资企业自身承担回购义务的情形大约各占一半。整体而言,约每五家科技创新型企业里就有一家出现过本文拟探讨的“附回售条款的股权投资”,因此这一情形具有实务上的重要性与普遍性[④]。科创企业作为被投企业,应当如何对“附回售条款的股权投资”进行会计处理,应确认为金融负债还是权益工具,成为重要的理论和实务问题。

(二)概念辨析

本文探讨的“附回售条款的股权投资”,特指投资机构与被投资企业明确约定,若未来被投资企业未达到双方约定的条件,则被投资企业需要按照约定价格回购投资机构所持有的公司股权这一特定情形[⑤]。其只包括被投资企业承担回购义务的情形,不包括大股东、实际控制人或其他第三方承担回购义务的情形[⑥]。“附回售条款的股权投资”这一概念由证监会在2020年11月13日发布的《监管规则适用指引——会计类第1号》中予以明确并使用,本文与其保持一致。本文探讨的“附回售条款的股权投资”具有三个显著特征:从目的上看,投资机构主要是为了获取企业未来成长带来的股权增值收益,回售条款仅为风险控制手段而非最终目的;从程序上看,其严格遵守增资入股的法律规定与流程,且投资机构可正常行使股东权利,参与被投资方经营管理,其退出的法律路径遵循减资程序;从结果上看,投资机构未来收益与企业成长紧密相关,其最

China Social Science Excellence .All rights reserved. https://www.rdfybk.com/

终收益存在较大不确定性。

二、现行会计处理及相关研究

本文探讨的核心问题为，针对上述“附回售条款的股权投资”，被投资企业应当如何对该项股权投资进行会计处理，应确认为金融负债还是权益工具。

财政部2017年颁布的《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》(简称“金融工具准则”)对金融负债的定义进行了明确，约定企业符合四种情形⑦之一的，应将相关合同义务确认为负债。同时《企业会计准则第37号——金融工具列报》应用指南中对金融负债和权益工具的区分原则进行了明确。吴辉(2017)将区分原则总结为两点：一是企业作为金融工具的发行方是否能够无条件避免交付现金或其他金融资产的合同义务，如果不能，应确认为金融负债；二是企业是否通过交付固定数量的自身权益工具进行结算，如果不满足“固定换固定”，应确认为金融负债。

基于前述会计准则规定，证监会于2020年发布了《监管规则适用指引——会计类第1号》，基于“是否能够无条件避免交付现金或其他金融资产的合同义务”的区分原则，对“附回售条款的股权投资”的会计处理进行了明确，一是指出“该回售条款导致被投资方存在无法避免向投资方交付现金的合同义务”，二是指出“从被投资方角度看，由于被投资方存在无法避免地向投资方交付现金的合同义务，应分类为金融负债进行会计处理”。

虽然证监会已就“附回售条款的股权投资”的会计处理进行了明确，但部分学者对该问题提出了不同观点。任玲(2021)认为在金融工具准则下，由于对赌条款的存在，使得经工商登记的注册资本计入金融负债，造成了会计处理与法律认定的分离，给报表使用者带来困惑；陈柔兵(2021)从法律视角提出应当分阶段看待股权回购型对赌协议的性质，在磋商和投融资阶段该股权投资不应当被认定为负债；王海燕(2014)认为其经济实质是增发及出售以现金结算的看跌期权的组合，应将增资事项确认为权益投资，将出售的看跌期权确认为衍生工具。但以上研究均未对“附回售条款的股权投资”的会计处理这一重要特定问题进行深入解析与探讨。基于此，本文针对“附回售条款的股权投资”的会计处理问题，追溯至会计准则理论源头，并与实践充分结合，在金融工具准则实施背景下，从会计、法律、税务、资本市场等多个维度出发，对其现行会计处理进行全面深入的解析，并提出改进思路和优化建议。本文的研究将为“附回售条款的股权投资”会计处理问题的解答提供一定参考。

三、现行会计处理的问题解析

本文认为，“附回售条款的股权投资”具有理论和实务的复杂性，不宜被直接认定为金融负债。

(一)与经济实质相背离，与法律、税务等领域的认定存在不一致

1. 直接认定为金融负债，不符合该经济行为的内在逻辑。如前所述，“附回售条款的股权投资”是科技创新型企业股权融资中的普遍情形。从动机上看，投资机构是为了分享企业成长所带来的股权增值收益，被投资企业则是为了获取资金或资源而让渡股权利益，双方是基于对未来成长的共同预期达成合作，并以股权为纽带进行深入绑定。近年来，一级市场股权投资机构逐步将投后管理与服务能力提升作为其核心竞争力，凸显了投资机构作为股东参与被资投企业经营发展的需求，进一步印证了其核心目标是作为股东获取未来的增值收益而非固定收益。

股权投资中的回售条款，作为对赌协议中的常见内容，目的是为私募股权投资交易提供一种风险控制工具，在一定程度上缓解因投融资双方信息不对称可能带来的严重偏离投资预期的风险，促进交易的达成。此外，从金融工程的角度看，股权投资中的回售条款本质上是股东间的利益安排而非公司与债权人之间的利益安排。具体而言，现阶段股权回售需要通过定向减资方式实现，而定向减资的最终经济效果等同于“公司全体股东同比例减资，再由其他股东向有回售需求的特定股东转移减资收益”，其本质是股东之间的利益安排，且该安排在股权投资交易达成时就已完成了股东之间的博弈和利益均衡。

因此，仅因回售条款的存在而否认股权投资行为的本质，否认投资机构作为股东的身份属性，否认投资机构积极行使股东权利参与企业决策的行为意义，是片面、不合理的，无法真实反映投融资双方的合作意愿以及该行为的内在经济实质，与事实相悖。

2. 直接认定为金融负债，与司法实践中的认定相背离。2019年发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(简称《九民纪要》)对对赌协议进行了明确定义，即“投资方与融资方在达成股权性融资协议时，为解决交易双方对目标公司未来发展的

China Social Science Excellence .All rights reserved. https://www.rdfybk.com/

不确定性、信息不对称以及代理成本而设计的包含了股权回购、金钱补偿等对未来目标公司的估值进行调整的协议”。《九民纪要》对该经济行为性质的认定与本文前述内在逻辑是一致的。在“附回售条款的股权投资”的司法裁判实践中,尽管具体裁判结果有差异,但钱玉文和余学亮(2021)经研究认为,司法界较为一致的观点仍为对赌协议应当受到《合同法》与《公司法》的双重复合调整,不能脱离《公司法》的强制语境,股权回购的安排使公司财产逆行流向股东,进而落入资本维持原则的作用域。因此,“附回售条款的股权投资”的会计处理必须考量和接受法律上特别是《公司法》资本维持原则的规制。

从形式要件的角度看,在“附回售条款的股权投资”中,投资机构的投资入股流程均遵循《公司法》及公司章程约定,以股东身份完成增资审批、验资、工商登记等各个法定环节,且依法享有对被投资公司的表决权、分红权等,享有完整有效的股东权益及义务。同时,根据《九民纪要》,被投资企业在完成减资程序或符合利润分配标准前不得履行相应的对赌义务[⑧]。而上述减资程序的履行意味着对债权人利益的保护,符合利润分配标准才能分红,体现了维持公司持续运营能力的需要,表明投资机构必须在满足债权人利益及公司发展的前提下才能退出,印证了投资机构的股东身份及其相较于债权人的次级要求权地位,体现了其非债属性。因此,在司法实践中,无论形式要件还是内在权利义务关系,均认可“附回售条款的股权投资”属于股权投资而非金融负债。李洪(2013)认为,在现行法律法规框架下,将“附回售条款的股权投资”确认为金融负债缺乏可操作性,不符合投融资双方资本运作的实际情况,增加了财务信息的管理成本。在会计处理上将其直接片面地确认为金融负债,会导致会计信息与司法实践严重脱节,降低会计信息的可理解性。

3.直接认定为金融负债,与税收规范的判定方法相背离。税法对股权融资和债权融资采取了截然不同的税收处理方法,对投融资双方均有较大影响。为更好地厘清在税务领域如何对股债结合型融资进行区分并进行相应的税务处理,2013年国家税务总局发布《关于企业混合性投资业务企业所得税处理问题的公告》(国家税务总局公告2013年第41号,简称“41号公告”),明确了应当按照债权融资方式进行税务处理的混合性投资业务的特征,主要包括:需要按照约定定期支付利息;有明确的投资期限或特定条件,满足后必须偿还本金;对被投资企业净资产不拥有所有权;不拥有选举权与被选举权;不参与被投资企业的日常经营活动。虽然郭昌盛(2017)认为前述税务总局文件对债权融资特征的约定存在过于严格且部分条款定义模糊不清等缺陷,但其提及的特征本身对于区分股债属性仍具有较大的参考意义。

“附回售条款的股权投资”显然不属于41号公告所规定的具有债权融资特征的混合性投资业务,不应当按照债权融资方式进行税务处理,例如将支付的股息作为利息费用在税前扣除等,在实务中其仍按照权益工具属性进行税务处理并受到税务机关认可。“附回售条款的股权投资”在税务上的处理方式与将其确认为金融负债的会计处理存在显著背离。

4.与“明股实债”显著不同,忽视了两者之间的本质区别。将“附回售条款的股权投资”作为金融负债处理,等同于在会计上将该种情形判定为“明股实债”,但其与典型的明股实债存在本质区别。郭昌盛(2017)认为,在典型的明股实债中,投资机构虽以入股方式投资于被投资企业,但其交易实质是与借贷类似的债权债务关系,具有刚性兑付的保本约定。2017年2月,中基协发布的管理规范中对明股实债进行了定义[⑨],提炼为以下几点关键特征:投资回报不与被投资企业的经营业绩挂钩;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;在满足特定条件后由被投资企业赎回股权或者偿还本息;一般不参与被投资企业的经营管理。

祝琨璘(2018)提出,定期定额还本付息是债权融资工具的必要条件,若收益分配时间和金额不固定,投资机构享有的是可变回报,则不属于债权融资工具。而股权回售条款往往与企业的经营业绩挂钩,最终投资方是否退出取决于被投资企业业绩是否达标,其退出结果也与被投资企业经营情况密切相关,其与明股实债“不与业绩挂钩”“保本保收益退出”的特点不相符,具体对比分析见表1。

表1　　附回售条款的股权投资与明股实债对比

特征	附回售条款的股权投资	明股实债
是否要求回购	是	是
是否必须定期支付固定收益	否	是
是否参与企业管理	是	否
是否与企业经营业绩挂钩、承担企业经营风险	是	否
结论	两者存在显著差异	

China Social Science Excellence .All rights reserved. https://www.rdfybk.com/

如前述分析,“附回售条款的股权投资”的经济本质仍在“股权投资”而非“回售条款”。若将“附回售条款的股权投资”均作为金融负债进行会计处理,对信息接收方而言,会导致其对该项经济行为产生误解,需辅以更多额外信息对该项会计处理背后的经济行为做进一步探究,这弱化了会计信息的价值。

(二)金融负债与权益工具的划分原则存在争议

对金融负债与权益工具的定义和划分是会计的重要基础问题,直接影响企业的资本结构、经营成果、财务指标评估及融资可得性等。随着全球金融市场的发展,复杂的资本交易与金融工具的创设不断涌现,创新金融工具往往兼具股权与债权的双重特征,负债与权益之间的关系交错融合,在不同层面上呈现不同的属性,利益相关方关注的重点也各不相同,具有较大的中间地带和解读空间,给金融负债与权益工具的区分问题带来挑战。

当前国际和中国会计准则对负债与权益的区分仍以传统的二分法为基础,其在应对创新金融工具确认问题时常显得“力不从心”。国际会计准则理事会(IASB)提供的区分方法,以所有权理论和剩余权益理论作为理论基础,遵循“权益=资产-负债”的逻辑,即先定义和区分负债,权益的定义依赖于负债与资产的定义。对实务中二分法无法解决的具体问题,则通过增加例外原则来进行调整。Fargher等(2019)认为例外原则与传统二分法的理论基础并不统一,导致会计处理结果的矛盾性,并遭到广泛批评。王守海等(2021)提出,美国会计准则委员会(FASB)一直在探讨负债与权益定义问题,但仍未取得共识,导致与金融工具相关的美国通用会计准则仍然存在前后矛盾,影响其在实务中的理解和应用。

在此背景下,我国于2017年发布了《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》以及《企业会计准则第37号——金融工具列报》,明确了金融负债与权益工具的区分方法,这一区分方法参考了IASB以“义务”为基础[9]的二分法区分原则,并参照了《国际会计准则第32号——金融工具:披露和列报》(IAS32)的相关内容。我国会计准则对负债和权益的区分继承了国际会计准则的逻辑和不足。

(三)会计准则内部就金融负债的界定存在矛盾

我国会计准则关于股份支付的相关规定主要借鉴《国际财务报告准则第2号——以股份为基础的支付》(IFRS 2)制定。针对同样存在无法无条件避免回购义务的股权激励情形,国际和我国的股份支付准则均直接将其作为权益工具处理,未有是否涉及金融负债的相关解释。

根据金融工具准则及证监会的相关规定,“附回售条款的股权投资”被认定为金融负债的关键原因在于“该回售条款导致被投资方存在无法避免向投资方交付现金的合同义务”,即企业不能无条件地避免交付现金或其他金融资产来履行一项合同义务。但是对于存在类似情形的员工股权激励,如附业绩考核条件的限制性股票,股份支付准则却未适用前述关于负债的定义将员工股权确认为一项金融负债,而是作为权益工具确认股份支付,这导致会计准则体系内部不同准则之间关于负债与权益的区分存在不一致。具体对比分析见表2。

此外,在实务中,向员工授予的限制性股票往往不具有参与企业经营的投票表决权,而在“附回售条款的股权投资”中,投资机构具有投票表决权,并能够以股东身份参与企业重大事项的决策,“附回售条款的股权投资”比限制性股票的股权激励更强调股东权利行使,这与依据会计准则的认定结果截然相反。

(四)干扰财务会计信息的决策有用性

财务会计的基本目标是能够反映企业财务、经营及现金流等情况,为投资者、债权人和管理者等信息使用者提供有效信息。李心合(2012)指出决策有用性被公认是财务会计的最高目标,但是普遍存在的“失真、混

表2　　附回售条款的股权投资与附业绩考核条件的限制性股票会计处理对比

特征	附回售条款的股权投资	附业绩考核条件的限制性股票(以定向发行方式)	是否一致
形式上均为企业向第三方发行股权	向投资机构发行	向员工发行	是
设置了回购触发条件	当企业未达到约定条件时需以现金或其他金融资产回购	当企业业绩及个人业绩未达到约定条件时需以现金回购	是
触发条件非企业单方可无条件避免的条件	一般约定企业业绩或完成合格IPO,企业单方无法无条件避免	一般约定企业业绩或个人业绩,企业单方无法无条件避免	是
存在企业无法无条件避免交付现金及其他金融资产的合同义务	存在,认定为金融负债	存在,认定为权益工具	否

China Social Science Excellence .All rights reserved. https://www.rdfybk.com/

淆、形式化、负相关”严重削弱了财务会计信息对决策的相关性和有用性。

目前，将“附回售条款的股权投资”认定为金融负债进行会计处理，在实务中面临两难境地：一是难以普遍推广用于实际操作；二是其应用无法体现会计相关性原则，甚至削弱了会计信息的决策有用性。本文具体分析如下：

其一，初创企业出现“附回售条款的股权投资”时，通常均属于非上市非公众公司，在无相关监管机构对其会计信息披露进行强制要求的情况下，绝大部分初创企业未在财务报表中按会计准则要求将“附回售条款的股权投资”确认为金融负债，而是确认为权益工具在资产负债表中列报。但这并未对投资者、债权人及管理者的相关决策产生根本影响，因而将其确认为金融负债的会计处理对于决策有用性的作用并未体现。其二，拟上市企业历史沿革中存在“附回售条款的股权投资”时，其在上市前会基于IPO监管要求，对股权回售条款进行彻底清理以保证发行人股权结构的清晰稳定，清理后拟上市企业无须再考虑是否应计入金融负债的会计处理问题。对于清理之前的会计处理，绝大部分拟上市企业未做会计调整仍将其确认为权益工具。在本文统计出的51家存在“附回售条款的股权投资”的企业中，仅思林杰一家严格按照会计准则将“附回售条款的股权投资”计入金融负债并在回售条款终止时转入权益工具；在股改审计基准日这一重要时点，有22家企业在审计基准日时点存在未终止的“附回售条款的股权投资”，但除思林杰外，其余仍全部将其确认为权益工具。

以上两种实务现状均避开了将“附回售条款的股权投资”计入金融负债的会计处理。若假设非上市企业主动规范地适用该会计处理，是否能够产生积极效果，显著增强会计信息的决策有用性?结果可能相反。为更好地阐述该问题，本文选取注册制下的拟上市企业的典型案例予以说明。

云从科技是一家从事人工智能算法研究及应用，面向客户提供人机协同操作系统和人工智能解决方案的企业，处于战略新兴产业新一代信息技术行业中的人工智能领域，是资本市场注册制改革重点关注的科技创新型企业的代表之一。

云从科技于2022年5月正式在科创板上市，其从2018年开始进行了多次一级市场股权融资，以满足高强度研发投入的需要。在多次股权融资中，其均与投资机构签署了对赌协议并约定了公司回购等特殊权利条款，构成了本文所讨论的“附回售条款的股权投资”。云从科技与相关投资机构在2020年11月15日签署了终止协议，约定包括公司回购在内的特殊权利条款于IPO申报材料受理之日起全部解除。但在签署终止协议约定正式解除之前，云从科技并未将“附回售条款的股权投资”在会计处理时计入金融负债，经分析发现，若其严格按照会计准则将2018～2020年发生的“附回售条款的股权投资”计入金融负债，其资本结构及资产负债率将发生剧烈变化，具体分析见表3。

由表3可发现，若将“附回售条款的股权投资”计入金融负债，云从科技在2018～2020年的资产负债率显著上升，并出现资不抵债且持续处于资不抵债状态，在该种情况下，云从科技资产负债表用于偿债评估的有效性及决策有用性均将受到严重影响。除云从科技外，实务中还有益方生物、格灵深瞳、青云科技、之江生物等科技创新型企业也存在类似情况。

因此，若将“附回售条款的股权投资”认定为金融负债，会对科创企业报表带来剧烈变化，而外部利益相关者及监管机构已经建立的成熟的评价体系，如银行信贷评价体系、债券发行及投资标准等，其适用性

表3　　云从科技资本结构及资产负债率变化　　金额单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年
当年发生的附回售条款的股权投资金额	63400	144075	60989
附回售条款的股权投资累计金额	63400	207475(63400+144075)	268464(207475+60989)
资产总额(计入权益工具)	142447	236431	249113
负债总额(计入权益工具)	95368	81023	99089
权益总额(计入权益工具)	47079	155408	150024
资产负债率(计入权益工具)	67%	34%	40%
调整后的负债总额(计入金融负债)	158768	288498	367553
调整后的权益总额(计入金融负债)	−16321	−52067	−118440
调整后的资产负债率(计入金融负债)	111%	122%	148%

China Social Science Excellence .All rights reserved. https://www.rdfybk.com/

也将因此受到严重挑战甚至失去现有意义[11]。张先治和晏超(2015)提出,会计准则作为一种制度安排具有外部性,准则的应用和具体的会计处理应当有助于缓解信息不对称,提高资源配置效率。若忽视对“附回售条款的股权投资”经济实质的判断,简单而直接地将其认定为金融负债,将对被投资企业偿债能力等相关信息的决策有用性产生负面影响,也降低了科技创新型企业股权融资的可得性,阻碍其借助一级市场实现持续融资与创新发展。该会计处理导致的经济后果,与支持科创企业股权融资、鼓励科创企业发展、建设创新型国家的政策相悖,其作为一项制度安排呈现出负外部性,亟待优化改进。

四、改进思路与优化建议

(一)改进思路

本文认为,对于“附回售条款的股权投资”在会计处理方面所涉及的股债区分问题[12],不应仅着眼于孤立的部分交易条款,简单依据字面意思直接认定其股债属性,而应当遵循第一性原理,追本溯源,分析投融资活动的交易目的,揭示其商业逻辑,抓住其经济实质,并验证其交易程序,而后再分析特定的交易条款。若依据交易条款所进行的会计处理结果与交易的经济实质出现明显背离,应综合评估该会计处理的恰当性,优化会计处理方法。具体改进思路如下:

1.分析交易目的与商业逻辑。基于理性经济人假设,投融资双方对于自身交易目的及拟获取的收益和对应的风险均有清晰明确的认识,双方基于对合作目的的共识和利益的平衡而达成交易。对于投资机构而言,整体上可将其投资目的划分为“为获取未来股权增值收益”与“为获取保本的固定收益”两类;对于被投资企业而言,其获取投资的目的可划分为“为获取持久且共担风险的资源绑定”与“为获取一定期限且成本机制固定的资金”两类。基于交易目的,可将交易类型划分为股权投资与债权投资。

股权投资强调投资机构的投资目的是获取未来股权增值收益,而被投资企业的融资目的是为获取持久且共担风险的资源绑定,但不排除双方可能通过设置回售条款作为风控措施来促成交易等特殊情形的存在,并以此有别于典型股权投资;债权投资强调投资机构的投资目的是获取保本的固定收益,而被投资企业的融资目的是获取一定期限且成本机制固定的资金,但不排除金融工具可能具有名义上(指尽管根据交易条款,发行人具有不限次数展期的权利,但商业逻辑上能够合理预见其不会无限次展期)期限永续等特征,并以此有别于典型的债权投资。具体关系见图1。

对交易目的的判断,一方面可基于投资机构属性,结合商业常识初步分析。如祝琨璘(2018)提出,对于银行、保险等投资机构,基于投资风险偏好,其更偏向于固定收益的债权类投资,对于产业基金、VC/PE投资机构,其更偏向于获取未来增值收益的股权类投资。另一方面,利益相关方和中介机构应当通过尽调、访谈等形式了解投资机构的实际主张与被投资企业的实际诉求,对双方的交易动机有更加直接准确的判断。

在实务中,对交易目的的判断应充分结合对交易商业逻辑的探究。例如,在“附回售条款的股权投资”情形中,股权投资应当具备以下基本商业逻辑——投资机构不是以向被投资企业回售为主要利益诉求和退出路径,即基于商业逻辑能够推断,投资机构在做出投资决策时完全无法预见将向被资投企业回售;同样地,被投资企业不是以提供固定收益获取临时性资金为主要利益诉求,基于商业逻辑其在做出融资决策时完全无法预见自身将进行回购,而债权投资则相反。

2.验证交易程序。部分研究指出,金融创新导致具有权益特征金融工具的法律形式与经济实质往往不一致(王守海和徐晓彤,2021)。本文认为,在交易双方权利义务界定方面,交易活动的法律形式和经济实质是趋于一致的,司法实践中不存在投资路径唯一而拥有唯一路径以外权利义务的情况,即使是典型的明股实债,其交易活动必然存在股权和债权两种法律形式和路径,

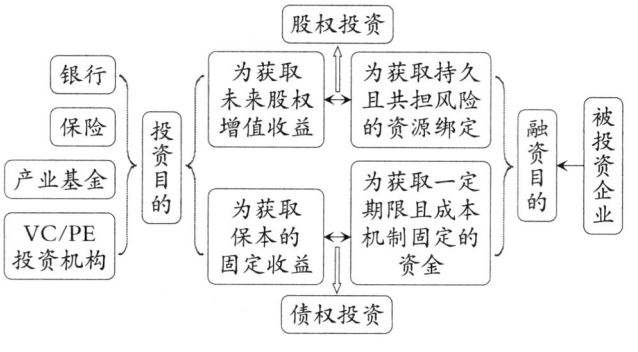

图1 股权投资与债权投资

China Social Science Excellence .All rights reserved. https://www.rdfybk.com/

且由于股权登记的公示效力，投资机构对善意第三方不能以债权关系抗辩，对被投企业的债权关系主张能否得到支持在司法实践中也无定论。可见，问题主要在会计处理方面，而在权益负债区分方面上，会计处理与经济实质往往不一致。因此，本文将交易程序(法律形式和路径)作为区分股权投资和债权投资的辅助验证。投资机构进入和退出被投资企业的法律路径主要有两种，即遵循“公司—股东”关系的投资入股路径和减资路径，以及遵循“公司—债权人”关系的借贷路径。股权投资强调投资进入和退出按照“公司—股东”关系处理且作为唯一路径；债权投资强调投资进入和退出按照“公司—债权人”关系处理且作为唯一路径。上述交易程序能够对交易目的及商业逻辑进行辅助验证，利益相关方在验证交易程序时应开展充分的尽调以取得关键信息，包括公示信息和非公示信息。若就一项交易行为，投资机构与被投资企业约定的进入和退出路径不唯一[13]，其交易目的与交易程序不一致[14]，应当回归到第一步，从交易目的与商业逻辑分析交易的经济实质，即对交易目的与商业逻辑的分析是关键。鉴于本文讨论的是被投资企业的会计处理，因此，对交易目的与商业逻辑的分析应侧重于被投资企业的视角。

由前两步的分析可以完成对交易实质属“股”还是属“债”的基本判断，具体见图2。

3.基于会计准则根据具体交易条款进行会计处理。由于实务中交易双方普遍存在利益博弈、风险控制等需要，双方最终达成的交易条款可能呈现出某些与典型股权或债权投资不一致的特征。该步骤即根据具体的合同交易条款，严格按照会计准则所规定的金融负债与权益工具区分原则进行会计处理。在该步骤得出的会计处理结果可能与前述分析得出的交易实质出现背离。

4.评估会计处理的恰当性。若会计处理结果与交易实质是一致的，说明会计处理结果准确反映了该项商业活动的经济实质；若会计处理结果与交易实质出现背离，则应当结合前述对交易目的、商业逻辑、交易程序的综合分析，评估现行会计处理的恰当性，优化相关会计处理。具体见图3。

以本文探讨的“附回售条款的股权投资”为例，在交易目的与商业逻辑上，一级市场股权投资机构对科技创新型企业的投资以获取未来股权增值收益为核心，投资时完全无法预见将向被投资企业回售，而被投资科创企业在融资时也以获取持久且共担风险的资源绑定为核心，完全无法预见自身将进行回购；在交易程序上，其符合股东投资入股路径，退出遵循减资路径，因此该类投资属于股权投资。

然而，在具体合同条款中出于风险控制目的设置了回售条款，根据会计准则，该条款的存在导致该项股权投资被直接认定为金融负债。但是，若将其确认为金融负债，则与该交易的经济实质出现矛盾与背离。在这种情况下，应结合交易目的、商业逻辑、交易程序等进行综合分析，并最终认为将其确认为金融负债不恰当，相关会计处理需进一步优化。同样地，上述改进思路也适用于永续债、明股实债等交易的会计处理恰当性的判断。

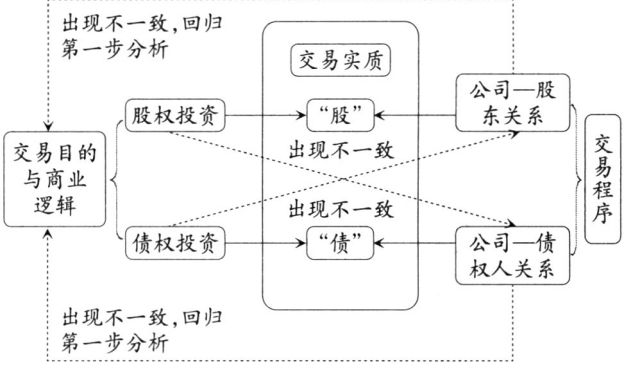

图2 交易实质判断

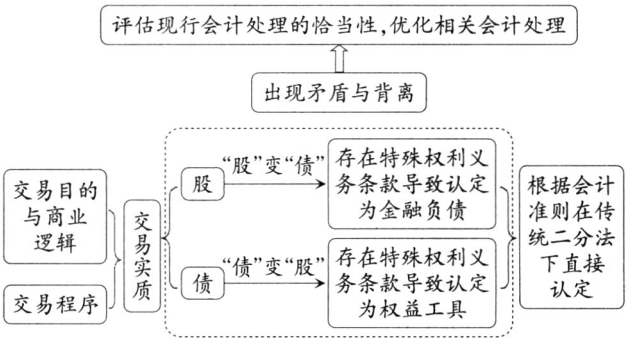

图3 评估会计处理的恰当性

China Social Science Excellence .All rights reserved. https://www.rdfybk.com/

(二)优化建议

1.针对“附回售条款的股权投资”的会计处理发布具体处理规定。基于前述分析,本文认为“附回售条款的股权投资”具有理论和实务的复杂性,不宜被直接认定为金融负债。建议财政部在现行会计准则体系下对“附回售条款的股权投资”涉及的股债区分问题及其会计处理发布具体的规定,并进一步细化对具体交易条款的判断标准,类似于财政部2019年针对永续债如何适用现行会计准则所发布的《永续债相关会计处理的规定》(财会[2019]2号),为实务人员提供会计处理的明确依据与规范,并可采用典型案例指导等方式提高会计处理细则的适用性和可操作性。财政部发布的《永续债相关会计处理的规定》,针对永续债实务中出现的会计处理“政策套利”进行了补漏,要求从清偿顺序、利率跳升和间接义务等方面审慎考虑发行方承担交付现金或其他金融资产合同义务的预期。尽管上述规定仍然延续“无条件避免承担交付现金或其他金融资产合同义务”的二分法视角,但突出强调预期分析,即商业逻辑分析,这与本文提出的不应仅着眼于孤立的部分交易条款,简单依据字面意思直接认定其股债属性,而应当将交易目的与商业逻辑的分析判断作为关键,在理念上高度一致。

2.突破传统二分法,创新会计要素。随着金融市场的蓬勃发展,金融工具创新频现,目前国际和我国会计准则在负债与权益区分上所秉持的传统二分法已无法准确响应复杂金融工具的经济实质和不同特征。王守海和徐晓彤(2021)提出为弥补二分法面对复杂金融工具时的缺陷,需要在顶层设计上协调金融负债与权益工具的区分标准;章颖薇和胡昆(2015)认为,恰当的区分方法体系应当具有灵活和包容的特点,能够最大限度地涵盖各类创新金融工具。结合本文的改进思路,建议将“基于商业活动的交易目的与商业逻辑,抓住其经济实质”作为一项原则和重要考量因素,突破传统二分法,创新会计要素,构建更加完善的区分方法体系,用以辨别复杂金融工具的经济实质并进行恰当的会计处理,从而适应金融创新、科创企业发展与经济转型的需要。顶层设计在突破传统二分法后,应当着力统一会计准则内部现存的多处矛盾,如前述提及的与股份支付准则的不一致等,消除会计信息使用者的疑虑,提升会计信息的可理解性。

3.设置“类别股”,为会计创新提供法律制度供给。张悦(2021)提出,从法律层面看,对赌协议中约定当被投资企业不能完成预设目标时,应向投资机构回购公司股份,这实际上是在当前我国尚未建立类别股制度的法律环境下,以投融资双方契约安排的形式,曲折地实现了类别股融资功能的创造。类别股是指将传统股权的权利义务束的架构拆散,加入新的权利义务元素,通过新的权利义务的排列组合所形成的不同于“普通股”的系列股(张悦,2021)。2021年12月25日,全国人大常委会公布《公司法(修订草案)》及立法说明,在草案中提及股份有限公司可以发行类别股,包括优先股、劣后股、特殊表决权股、转让受限股等。若该修订草案获得通过,将“附回售条款的股权投资”认定为类别股将成为选择之一,并能够与在会计上突破传统二分法的改革相呼应,为该类股权投资的认定提供法律制度供给。

4.完善和强化信息披露,构建“高效规则+信息披露”组合式工具箱。会计是一种公共商业语言,而语言本质是一种沟通工具,因此会计语言应当高效、简明、统一且可被使用者认可并理解。随着商业活动复杂化,会计准则随之不断更新修订以实现对商业活动的准确反映,创设了日益复杂、难懂、晦涩的规则体系,掌握会计语言的专业门槛被不断拔高,开始与其作为语言工具的本质和降低信息不对称的初衷产生背离。因此,建议着力完善和强化信息披露管理,构建“高效会计规则+补充信息披露”为一体的组合式工具箱以应对复杂的商业活动,丰富利益相关方的信息来源,避免单一依赖复杂会计确认带来的“过犹不及”。对于“附回售条款的股权投资”,应当以高效、简明及统一的会计确认规则为基础,同时强化对复杂商业活动中特殊权利义务充分、及时、公平的信息披露,使会计信息使用者快速、全面地了解复杂商业活动实质,获取决策所需信息。针对“附回售条款的股权投资”,完善和强化信息披露的具体建议如下:(1)发布和完善相关指引,要求企业在分类与列报之外对“附回售条款的股权投资”进行补充信息披露;(2)要求企业按照固定的信息披露模板对“附回售条款的股权投资”相关信息进行披露,模板应当包含企业融资目的、投资机构进入路径、投资机构在不同情境下的退出路径模拟等能够体现“交易目的与商业逻辑”的实质性信息,以及投资机构特殊权利义务等合同关键条款信息;(3)固定的信息披露模板可进一步细化出不同

China Social Science Excellence .All rights reserved. https://www.rdfybk.com/

类型，针对不同信息使用者采用不同的信息披露模板，以满足信息使用者的多样性需求。如针对债权人，可弱化对投资机构作为股东的权利义务披露，主要补充披露企业未来可能承担的现金给付义务；针对可能的新增股东，主要披露投资机构作为股东的特殊权利义务。

注释：

①习近平总书记2020年10月16日在十九届中央政治局第二十四次集体学习时的讲话。

②本文所研究的科技创新型企业，均为非上市非公众公司。根据我国资本市场相关监管要求，上市公司及公众公司不允许存在“附回售条款的股权投资”。

③“附回售条款的股权投资”这一概念由证监会在2020年11月13日发布的《监管规则适用指引——会计类第1号》中予以明确并使用，故本文选取自2020年12月1日起注册生效的上市公司作为统计分析对象，以保证监管口径的统一。

④除科创板外，本文也对相同期间内创业板下注册生效的297家企业进行了统计分析，结果表明，有80%的企业在上市前完成过PE/VC融资，在完成过PE/VC融资的企业中，有63%的企业与投资机构签署过对赌协议，且其中94%的对赌协议约定了股权回售条款，约定了股权回售条款的企业中，有34%的企业约定由被投企业自身承担回购义务，“附回售条款的股权投资”情形仍具有普遍性。此外，科创板作为“硬科技”企业上市的首选，其完成过PE/VC融资的企业占比明显高于创业板，这在一定程度上体现了科技创新水平越高的企业对一级市场股权融资的依赖性越强。

⑤在实务及现有的相关研究中，“回售”与“回购”常被混合使用，“回购条款”“回售条款”“回售权”等说法略有差别但其实质内涵一致，“附回售条款的股权投资”也可能被称为“附回购条款的股权投资”“附回购条款的股权增资”等。需注意的是，有部分研究将“附回购条款的增资”“附回购条款的股权增资”定义为投资方每年向被投资方收取固定利息且到期收回本金，投资方不参与被投资方经营管理活动、不委派董监高人员的股权投资行为(黄晨慧，2017；张水茂，2021)，上述研究的场景是政策性融资和房地产融资，这与本文探讨的“附回售条款的股权投资”存在本质区别，不属于本文讨论的范围。

⑥大股东、实际控制人或其他第三方承担回购义务，对被投资企业而言是股东发生变动，并不对其权益构成直接影响。

⑦具体包括：(1)向其他方交付现金或其他金融资产的合同义务；(2)在潜在不利条件下，与其他方交换金融资产或金融负债的合同义务；(3)将来须用或可用企业自身权益工具进行结算的非衍生工具合同，且企业根据该合同将交付可变数量的自身权益工具；(4)将来须用或可用企业自身权益工具进行结算的衍生工具的合同义务，但企业以固定金额的现金或其他金融资产换取固定数量的自身权益工具的衍生工具合同义务除外。其中，企业自身权益工具不包括本身就是在将来收取或支付企业自身权益工具的合同。

⑧国际会计准则理事会(IASB)在2018年7月发布了《具有权益特征的金融工具(讨论稿)》，提出按照交付经济资源的时间特征和金额特征来区分金融负债和权益工具。其中时间特征以“清算”为时间点，认为若不可避免地在清算以外的规定时间交付现金或其他金融资产，应分类为金融负债。本文认为，在实务中，股东的退出路径除了“清算”退出还有“减资”退出，且“减资”退出更符合会计持续经营假设，因此，“减资”也应作为时间特征纳入考虑。

⑨2017年2月13日，中基协发布《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》。根据上述文件，明股实债是指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亏损进行分配，而是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。

⑩即先定义和区分负债，权益的定义依赖于负债与资产的定义，遵循“权益=资产-负债”的逻辑。

⑪若站在被投资企业股东的角度，由于“附回售条款的股权投资”在实务中只存在于非上市非公众公司中，该交易的达成需要被投资企业全部股东与被投企业共同签署《股东协议》，该协议的签署即代表着股东之间已完成利益博弈、实现利益均衡，在此情况下，会计准则拟通过将其确认为金融负债再次向股东提示公司可能存在未来给付资产的风险，并无实际意义和必要性。

⑫在金融负债和权益工具区分思路上，章颖薇和胡昆(2015)提出了以发行方权利和意图为核心的判断标准，IASB(2018)在《具有权益特征的金融工具(讨论稿)》中提出了“时间特征”和“金额特征”两个判断维度，王守海和徐晓彤(2020)支持和推荐了损失吸收法。本文在此提供了一种原则导向的补充分析思路，本文的区分思路突出地强调了应站在被投资企业视角，以交易目的与商业逻辑分析为核心，使得会计处理反映交易事项的经济实质，这与已有的相关会计准则及其修订讨论稿所遵循的规则导向形成互补。

⑬例如，部分案例中，就同一笔资金的投入，投资机构与被投资企业既签署了股权转让协议，又签署了借款协议或差额现金补偿协议等具备固定收益特征的协议。而对于可转换债券，可分解为市场利率下的债务融资和差额部分的权益融资两项交易及两笔资金投入，不属于此处所述的路径不唯一情形。

⑭例如，对于次级偿付且无利率跃升机制的永续债，被投资企业的融资目的是获取持久的资源绑定并共担一定的风险，站在被投资企业视角，其具备股权投资属性，而交易程序却遵循公司—债权人借贷路径。同时也应注意到，次级偿付的约定本身也与典型的公司—债权人关系存在一定差异。

基金项目：国家自然科学基金面上项目(项目编号：72072155)。

作者简介：郝博，博士，浙江大学公共管理学院，杭州 310058；韩芳芳，中兴新通讯有限公司，深圳 518057；李文贵，博士生导师，浙江财经大学会计学院，杭州 310018。

原载《财会月刊》(武汉)，2023.4.60～68

China Social Science Excellence .All rights reserved. https://www.rdfybk.com/