

2006年第2期

CONTENTS

目录

主办：君合律师事务所

发刊辞

并购大时代

03	中国反垄断法：一部注重整体协调的法律	黄 勇
07	外资并购境内企业的反垄断审查：一个经济学分析	孙 速
13	中国上市公司反收购措施的法律分析与设计	张诗伟 张建伟
24	并购新规十八问	谌 楠
26	上市公司收购案例专栏——玩味对赌	任 栋

他山之石

34	外商投资新政策分析	胡景岩
38	中国企业赴港上市问题浅谈	余嘉宝

张月姣专栏

43	区域的合作与繁荣——我在亚行工作的片段	张月姣
----	---------------------	-----

律师专论

49	论不良资产收购的法律“ 保良 ”	王 睿
57	市政公用事业特许经营若干法律问题初探	董 潇
62	利益平衡视角下的公司减资	刘大力 周 辉

立法前沿

67	房地产市场外资准入和管理——析171号六部委文及其影响	谢 青
70	外商投资企业审批登记新规定及其实践	胡馨月 令狐铭

编委会

主 编：肖 微

执行编委：李 骐 黄 湘

 令狐铭 张诗伟

 何 侃 周 辉

封面设计：赵米乐

封面题字：王之龙

以商业律师的名义 ——《君合》专业版发刊词

让我们从这样三个基本问题开始：

初问，律师与政治家同为代理人，二者有何不同？答曰，政治家理论上被预设受不特定之公众之委托，管理公共事务，但正是这种委托的普遍性使政治家作为公众人物而存在，并往往外在表现为民众的代言人甚至民众的精神领袖，以其所言所行引领民众。而律师的工作却是严格意义上的“受人之托，忠人之事”，此“人”，特定之客户而非不特定之公众也。此“事”，具体法律问题（事项）而非公共事务也。古语，“形而上者谓之道，形而下者谓之器”，政治家和律师可谓各执“道”、“器”一端，差别自现。

复问，律师和法学者同为法律人，二者又有何不同？答曰，律师是提供法律服务的人，属于服务行业。因此，在现行法律框架下就具体法律问题（事项）提出法律意见及合法、可行的法律解决方案为我辈工作的要务。客户的实际业务需要、成文法律的规定、监管部门的监管要求等都构成律师思维和工作的约束条件。而法学者一般不受上述局限，更旨在突破上述局限。其学说、言论并不构成法律意见，也不具有法律效力，故也无须就此承担具体的法律责任。因而，法学者得以徜徉在“应然”的大千世界，律师则必须蜗居于“实然”的狭小空间。

再问，商业律师和非商业律师同为律师，二者尚有何不同？答曰，前者适应近代工商社会之需要而生，立足经济生活，常与经济实力雄厚的大资本、大公司同呼吸，言必称“资本”而文必见“公司”；而后者自古即有，其立足社会生活，与弱势群体共命运，言必称“权利”而文必见“公平”。而一个社会中强者寡，弱者众，又古语有言君子喻于义，小人喻于利，故前者因其为逐利者荐言而不免为守义者诟病，而后者常因托抗衡强权、保护弱者权利之名而获美誉加身。

诚然，选择成为一名商业律师，将不可避免具有上述局限甚至背上工具性、实用性和逐利性的烙印。但即便经过这一番自我检视，我们仍无怨无悔于以商业律师之名义行走于世。缘何？让我们用未来每一期的《君合》（专业版）来给您更具体的答案吧。我们从卷帙浩繁的备忘录、法律意见、契约中抬起头，梳理经年积累的所思所感，隐去客户的商业秘密，捧出商业律师的华彩篇章。从此字里行间，您或许会看到其中也不乏形而上的言论、“应然”的思考以及我们对社会正义的呼唤。

中国反垄断法： 一部注重整体协调的法律¹

黄勇²



反垄断法作为“市场经济宪章”，其对市场经济体制所带来的巨大影响不言而喻。当今世界各国无一不是将反垄断法作为经济领域最重要的法律来加以运作。中国反垄断法的立法过程也受到了愈加广泛的关注，在这一过程中，出现了许许多多的声音，除了提升社会整体福利、反对限制竞争行为、保护消费者以外，还有人提出保护中小企业、保护国有企业、保障外资准入等等也应当成为反垄断法的重要任务。也许在许多人的观念中，反垄断法似乎是一部万能法，只要是在中国经济领域所涉及的相关问题，都能够依赖于反垄断法来加以解决。这种种论调不禁让人们产生疑惑，反垄断法究竟应当是一部什么样的法律呢？它能够解决人们所期待的这种种问题吗？

我们有必要澄清对反垄断法认识上的误区。我们认为，中国反垄断法不是万能法，它的价值目标不是多重的；在其所应当实现的价值目标范围内，它是一部注重整体协调的法律。

一、反垄断法的价值目标

把握中国反垄断法需要注重整体协调的特质，我们首先应当明确反垄断法的价值目标。从世界各国反垄断法的发展脉络我们可以看到，反垄断法所保护的是一种“竞争秩序而非竞争者”，通过对竞争格局的保护来实现经济效率的最大化、技术创新和保护消费者等种种目标，各国在制订反垄断法过程中不可避免地会融合带有浓厚国家和民族色彩的希望、历史、文化和制度等多种价值观。但我们自始至终应当明确，反垄断法保护竞争，并不意味着它将所有与竞争相关的问题作为规制对象。反垄断法作为一个国家竞争政策的体现，它的价值目标是单一的，即通过保护有效竞争来促进经济效率和保护消费者福利。我们不当赋予反垄断法太多任务，反垄

¹ 经作者同意，转载自《中国发展观察》2006年第六期。

² 黄勇：对外经济贸易大学法学院教授、博士生导师，经济法系主任、竞争法中心主任；中国民主建国会中央法制委员会副主任；中国国际贸易仲裁委员会仲裁员，北京仲裁委员会仲裁员；中国《反垄断法》审查修改专家小组专家。

断法也不可能解决所有问题。产业政策、贸易政策和经济安全问题并不可能由反垄断法来一并解决，而应当交由产业、贸易和经济安全领域的法律去解决。例如在美国由外资进入而产生的国家经济安全问题，就是由专门的外国投资管理法律来解决而不是由反垄断法解决的。尽管冲突可能存在，竞争政策的涉及领域也可能日渐宽广，但在现阶段，只有明确反垄断立法理念和立法目的上的这种定位，才可能为中国反垄断法的出台和顺利实施赢得广阔的空间。

二、反垄断法需要注重整体协调的若干方面

在制定和未来实施反垄断法的过程中，要把握好几个法律关系的调整问题。这些问题在我们起草之初就提出了，而且现在声音也越来越集中在这几个问题上，这些问题突出体现了中国反垄断法所必须具备的整体协调性。

1、与产业政策的协调

反垄断法是一个国家竞争政策法律化的产物，它和产业政策的协调本质上就是竞争政策和产业政策的协调问题。竞争政策和产业政策的关系其实是很微妙的。从取向上看，竞争政策是政府将促进经济效率和提升社会福利的任务交给市场规律这只“看不见的手”，自己只负责构建框架来约束限制竞争的行为发生；而产业政策是政府这只“看得见的手”自己来完成任务，强调的不是如何维护有效竞争的市场结构和市场秩序，而是如何实施对特定行业的管理、如何促进特定产业的发展和国家产业结构的优化。究二者关系的实质，就是市场和政府谁优先的问题。那么究竟应当由谁来决定经济如何发展，是市场还是政府？这一问题其实自我国开始推行市场经济体制改革以来就已经得到了明确的解答，即在市场经济中，市场始终是资源配置的基础性方式，政府的过多干预只能扭曲市场的价格信号，损害市场的运行效率，破坏市场竞争，最终对整体经济发展水平造成恶劣影响。西方经济发达国家的发展经验也充分说明了这一点。因此，我们有理由认为，在完全的

市场经济体制下，在充分发展的市场经济结构中，竞争政策是处于核心地位的，产业政策只能在坚持竞争政策的基础性作用的前提下才能得以实施。在二者发生冲突时，竞争政策优先。

但是，需要指出的是，竞争政策优先的观点是有前提性条件的。对于像中国这样的政府主导型发展中国家，经济体制尚处于转轨阶段，经济水平和发达国家有很大差距，产业结构不合理也不健全，市场经济体制并未完全建立，产业政策的重要性是不容忽视的。我们不能否认，在一些政府主导型的经济后发展国家（如日本、韩国）中，产业政策曾经发挥了积极而有效的作用。我国近十年来的经济发展经验也表明，符合市场规律的产业政策，确实可能对鼓励我国某些领域的产业迅速发展、调整产业结构的合理化起到有效和积极的作用。所以，在中国目前经济转轨阶段，竞争政策和产业政策二者都是不可或缺的。就其两者之间沟通和协调来看，确保竞争政策优先，能够充分保护市场竞争格局、保障市场对资源配置的基础性作用得以发挥。产业政策必须在符合竞争政策的前提下才能加以运用，产业政策的制定和实施应当确保对竞争的最小损害原则。另一方面，可以通过对经济效率因素的积极考虑为产业政策与竞争政策相互连通提供渠道。例如在企业并购的反垄断审查中所必须的经济效率因素的考虑，完全可以将国家产业政策的态度纳入考察的范畴，这种考察是一种潜在的调控态度和裁量，也很好地避免了反垄断法本身的刚性作用和可能引发的外部影响。

2、与贸易政策的协调

贸易政策与竞争政策是WTO1996年新加坡部长会议提出的议题，目前我国出现了越来越多的案例，贸易政策与竞争政策的协调迫在眉睫。我们从反垄断法的角度来看，贸易政策和反垄断法的冲突主要体现在贸易救济措施方面，诸如反倾销措施、反补贴措施和保障措施等，出于保护竞争者、贸易保护等理念上的考虑，这些措施都与反垄断法的价值和目标存在明显冲突。举个最简单的例子，我国产品出口过程中由于价格偏低，可能引发其它国家征

收反倾销税问题，而当我们的行业协会为了应对此调查，要求所有企业共同把价格提高的时候，外国企业或相关机构则以违反反垄断法——价格垄断共谋的行为——为诉因对我国行业协会和参与定价的相关企业提起诉讼，更严重者还可能涉及刑事法律制裁。从这里我们可以看到，由于贸易政策的出发角度不同，其与竞争政策的冲突不可避免。然而，面对复杂的经济全球化进程和国家间竞争，贸易政策对于刚刚加入WTO的中国来说又具有非同寻常的意义。因而，反垄断法对与贸易政策进行协调的考虑是必须的。

结合我国的实际情况，我们认为，反垄断法和贸易政策进行协调的整体框架构建应当坚持以下原则。首先，在立法和政策制定上坚持竞争政策优先，确保我国的贸易政策和竞争政策保持一致。其次，在政策和法律实施上，必须建立确保竞争政策优先的机构和制度，如统一、独立、权威的反垄断主管机构的建立及与贸易政策制定部门之间的协调机制建立等。第三，在贸易救济措施的实施中应当将竞争政策引入其中。比如在进行反倾销、反补贴和保障措施的调查和裁定过程中，可将竞争政策纳入社会公共利益范围内予以考虑，当采取这些贸易救济措施会严重损害我国国内市场竞争秩序时，有关当局不得作出实施贸易救济措施的决定。正在制订中的反垄断法，必须从制度和具体操作上对贸易救济措施对国内市场竞争乃至国民财富的影响作出评估，并赋予主管机关采取必要措施的权力。最后，我国应当密切关注国际贸易中的限制竞争行为，并有效维护我国的竞争利益和经济贸易利益。国际贸易中的限制竞争行为主要包括跨国公司在我国境外实施的反竞争行为影响到了我国的竞争秩序、我国企业的出口价格协调等出口卡特尔行为开始遭遇到国外的反垄断调查和诉讼、得到外国竞争法允许的进口卡特尔已经损害到我国的市场竞争秩序等等。对于损害我国竞争秩序的域外限制竞争行为，我国《反垄断法》要坚持实行域外适用，并和其他国家开展竞争执法的国际合作；对于我国企业出口卡特尔和得到外国法律允许的进口卡特尔行为，我国《反垄断法》应当规定对等原则，即原则上我国对出口和进口卡特尔都予以禁止，但如果外国立法允许出口卡特尔的存在，我国也允

许针对这些国家出口卡特尔的存在。

3、与知识产权法的协调

这个问题在我国反垄断法的立法过程中也非常敏感，在我国对外贸易活动的开展过程中，就知识产权保护问题也面临来自国际社会越来越多的压力。

知识产权是通过法律确认的关于智力成果和商业标记的专有权，其基本价值在于鼓励创新，而反垄断法是以限制或破除垄断行为和限制竞争行为为己任。它们在增进社会福利、保护公共利益的深层次目标上是一致的，正当行使知识产权本身并不会受到反垄断法的关注，而知识产权的滥用则必然会受到反垄断法的挑战。在保护知识产权和保护竞争二者之间,很难说哪一个更重要。事实上,它们二者是互为条件,有着相同和平等的地位。对知识产权行使的过分干预会遏制人们创新的积极性,从而不利于社会经济的发展,但是对知识产权行使的放纵也必然导致对自由竞争秩序的伤害,并最终损害经济的发展。因此,在知识经济时代,保持两者之间的恰当平衡无疑是非常重要的。对中国反垄断法的整体协调性的考虑正是从这种平衡角色的需要出发的。就中国的实际状况而言，未来我国反垄断执法机关和人民法院的执法经验和执法水平应当是非常重要的考虑因素。所以，我们建议借鉴欧盟在知识产权领域的反垄断立法经验，在反垄断法所确立的原则统率之下，以恰当的、确定性程度较高的指南性文件为指导，在可预期的框架内运用合理原则对知识产权滥用行为进行规制。在知识产权领域，反垄断法的运用应当保持谨慎的态度，知识产权所鼓励的创新行为应当得到充分的保护；并且，主要应当通过知识产权法内部控制机制的进一步完善来防止权利滥用行为的发生，在某种程度上也促进其对竞争的保护。这是我们在处理反垄断法和知识产权法协调时所应遵循的原则。

三、反垄断法的主管机构

在中国反垄断法的整体协调性框架的构建中，反垄断

主管机构扮演了一个最为关键的角色。反垄断主管机构的职能和定位与处理产业政策、贸易政策和知识产权法的协调问题是息息相关的。如果能够明确竞争政策对于保障市场经济体制稳定、市场竞争格局有效、资源配置优化、消费者福利最大化的根本性意义，我们就能够很清楚地认识到成立一个统一、独立、权威、专业的竞争主管机构的重要性。

反垄断主管机构作为反垄断法的执法部门，是一个国家贯彻和实施竞争政策的最突出体现，鉴于竞争政策的基础性作用，反垄断机构在经济领域执法的独立性和优先性也是毋庸置疑的。从理论上说，产业主管部门、贸易政策制定部门并不应当拥有干预市场竞争、划定竞争格局或者影响竞争政策实施的特权，只要是市场经济领域涉及市场竞争的相关事宜，都应当统一交由竞争主管机构进行处理。但是就我国的现状而言，由于面临产业结构调整、加速经济发展、推动经济体制转轨和保护民族工业和国有企业等种种问题，产业政策、贸易政策都将长期存在并发挥重要作用，而相关主管部门也承担了根据国家经济政策的主要方针在特殊行业中进行指导、监管等调控的重要职责，我国目前已经出台的相关法律中又已经赋予了相关主管部门对所属产业的竞争状况进行监管的权限。那么，从部门法律协调的角度出发，处理反垄断主管机构和产业主管部门、贸易政策制定部门关系的最好办法就是在保障竞争主管机构独立性、权威性和专业性的基础上，建立一个尽可能完善的部门间协商机制，就垄断案件的管辖、调查和处理沟通协调，确保国家反垄断执法的统一有效。这不仅有利于工作效率的提高，也充分保证了考察因素的全面性和可预期性。

四、结语

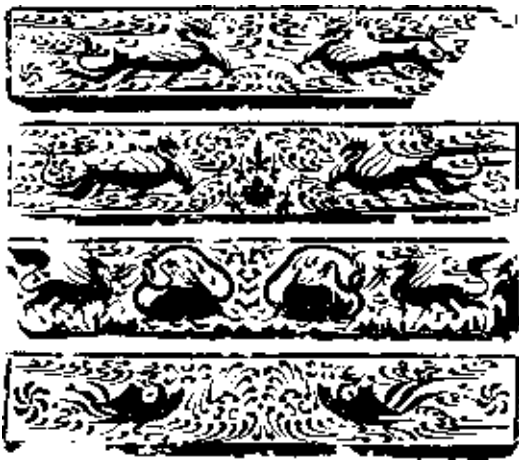
在这里，我们强调，无论从立法目标、政策协调还是从机构设置等哪方面来看，中国的反垄断法都应当是一部注重整体协调的法律。这种整体协调特征的具备，不仅关系到中国反垄断法在现阶段能否顺利出台以及在未来能否

顺利得以实施，更关系到中国自建立市场经济体制以来所取得的成果能否得到充分保护，社会主义市场经济体制能否真正得以建立，社会经济能否在更大程度上得到推动和发展。这不是危言耸听，我们对反垄断法的逻辑框架的谨慎，对每一句条文和每一个用语近乎苛刻的态度，来源于我们对这部法律可能对经济所带来的巨大影响的认识，来源于世界各国的长期以来反垄断立法和执法的经验和教训。和当年《谢尔曼法》初出之美国、反垄断法停滞而产业政策风靡之日本相比，中国面临更加严峻的国际环境，这种大背景让我们绝不能闭门造车、囿于单纯局部利益的思维，而必须结合种种因素对反垄断法的整体协调性加以充分考虑。我们真诚希望中国反垄断法的出台和实施能够少走弯路。



外资并购境内企业的反垄断审查：一个经济学分析

孙速¹



1、背景

在进入二十一世纪后，随着中国经济市场化和国际化的不断加强，中国经济的持续高速增长，以及中国加入世界贸易组织的承诺逐渐生效，外资继续不断涌入中国境内，特别是对中国企业的并购活动大大加强。在肯定和欢迎外资对中国经济做出的贡献的同时，中国政府和业界对某些跨国公司凭借其雄厚资本、先进技术和丰富的管理经验迅速占领中国市场并取得支配地位的疑虑也开始增加。例如国家工商行政管理总局公平交易局反垄断处的一份报告指出，一些跨国公司滥用其优势地位，采取限制竞争行为——其主要表现为三种：滥用市场优势地位、限制竞争协议、以及企业并购。²另一方面，中国在反垄断上的立法已经讨论了十几年，现已进入最后阶段，最新的

《中华人民共和国反垄断法(草案)》(以下简称“《草案》”)已经在2006年6月提交人大常委会讨论审议。因此，反垄断实践的国内环境已有一定程度的准备。

国际上，对公司并购进行反垄断审查在发达国家已实行多年。例如美国在1976年通过的HSR法案 (Hart-Scott - Rodino Antitrust Improvement Act), 规定交易规模超过一定程度的公司并购必须在交易完成前向美国司法部反垄断局和联邦贸易委员会申报。欧共体在其第139/2004号管制规定 (Council Regulation No. 139/2004) 中指出：“通过形成或加强支配地位，在共同市场或其相当部分显著影响有效竞争的集中将被认定不符合共同市场。”公司并购的申报制度如果设计合理并执行得当，可以有效地阻止妨害市场竞争、损害消费者利益的并购行为。美国反垄断机关估计，申报制度和反垄断审查为美国消费者每年节省数十亿美元。³

1 孙速博士是美国经济咨询公司Economists Incorporated的高级经济师，曾参与近三十起在美国的公司并购和卡特尔案的反垄断分析工作。本文只代表作者本人观点，不代表作者所在公司观点。
2 见“在华跨国公司限制竞争行为表现及对策”《工商管理》，2004年第五期。
3 见Philip Nelson and Su Sun, “Consumer Savings from Merger Enforcement: A Review of the Antitrust Agencies’ Estimates”, 69 Antitrust Law Journal, 921-960, 2002.

在这种大环境下，商务部、国务院国有资产监督管理委员会、国家税务总局、国家工商行政管理总局、中国证券监督管理委员会和国家外汇管理局于2006年8月8日联合发布了《关于外国投资者并购境内企业的规定》(以下简称“《规定》”)。《规定》的第五章“反垄断审查”说明在什么样的条件下，外国投资者并购境内企业和实施境外并购应向商务部和国家工商行政管理总局报告，接受反垄断审查。

2、申报标准和市场定义

《规定》第51条给出外国投资者并购境内企业的申报标准：

外国投资者并购境内企业有下列情形之一的，投资者应就所涉情形向商榷部和国家工商行政管理总局报告：

(一) 并购一方当事人当年在中国市场营业额超过15亿元人民币；

(二) 1年内并购国内关联行业的企业累计超过10个；

(三) 并购一方当事人在中国的市场占有率已经达到20%；

(四) 并购导致并购一方当事人在中国的市场占有率达到25%。

上述四种情形的第一种很清楚，容易执行。另外三种情形却有些模糊。“关联行业”应当如何确定？“市场占有率”如何计算？市场占有率的高低取决于市场范围有多大。显然，市场定义得越宽，市场占有率就越低，就越有可能不必报告并购行为。反之，市场定义得越窄，市场占有率就越高，本来很小规模的并购也必须向主管机关申报，增加了并购交易的时间和成本。

在反垄断比较成熟的国家和地区，市场份额或占有率通常不作为报告并购交易的标准。反垄断国际合作的一个著名的多边平台“国际竞争网”(International Competition Network)在其拟议的关于审查企业并购是否影响市场竞争的最佳程序和方法中指出，并购申报应基于客观标准，而

市场份额不是客观标准。⁵目前人大常委会仍在审阅的《草案》中，第四章关于经营者集中的规定中，上一年度的销售额是申报的唯一标准，市场份额不在其中。显然，《草案》所体现的对并购申报标准的理解更合乎国际惯例，然而并没有反映在《规定》当中。⁶

《规定》的第53条是针对境外并购的申报要求。经济全球化使得完全发生在境外的并购也可能对本国市场产生消极影响。因此对境外并购提出申报要求和审查，以保护本国消费者利益，有其合理成份。比如美国的一些公司并购有时要接受欧共体的审查。一个近几年常被拿来讨论的例子是通用电器(General Electric)和霍尼韦尔(Honeywell)的合并案。通用电器和霍尼韦尔都是美国公司。2001年，通用电器提出要以420亿美元购买霍尼韦尔。飞机发动机被认为是两家公司的主要的共有产品市场，两家公司合并后可能对这一市场产生不利于竞争的影响。在两家公司同意卖掉一些相关的重叠资产后，美国司法部同意了这个合并交易。与此同时，欧共体也在审查这个合并案。虽然两家公司都是美国公司，但因为它们在欧洲有很多业务，欧共体有权独立审查这一交易。审查结果是没有通过。这是第一次两家美国公司的合并因为境外反垄断机构的反对而没能完成。

境外并购对中国国内市场的影响过去受到的关注较小，不过这样的例子还是有的。1996年欧洲的两家生产用于石油钻井的特殊管道的公司宣布合并。这两家公司一家是德国的，一家是意大利的。这种管道只适合于发展中国家，而中国是主要的买家。由于这一并购规模较小，不用向欧共体委员会申报，而且也不会对欧洲的市场产生多大影响。然而这一并购对中国市场却很可能产生不利于竞争的消极影响。

⁷在当时的情况下，中国没有对这一交易进行调查或干预，当时恐怕也缺乏明确的法律依据。因此《规定》的第53条现在提供了对境外并购审查的法律依据，有其积极意义。

对境外并购审查的申报标准与外国投资者并购境内企业的申报标准略有不同：

(一) 境外并购一方当事人在我国境内拥有资产30亿元人民币以上；

(二) 境外并购一方当事人当年在中国市场上的营业额15亿元人民币以上；

(三) 境外并购一方当事人及与其有关联关系的企业在中国市场占有率已经达到20%；

(四) 由于境外并购，境外并购一方当事人及与其有关联关系的企业在中国的市场占有率达到25%；

(五) 由于境外并购，境外并购一方当事人直接或间接参股境内相关行业的外商投资企业将超过15家。

与第51条类似，《规定》的第53条也使用了“相关行业”和“市场占有率”这样需要进一步定义的词汇。这些语义含混的词汇用在申报标准中增加了不确定性。

由于《规定》使用的申报标准基于如何看待市场的范围，市场定义就变得非常重要。如果并购方根据自己对市场定义的理解认为目前和并购后的市场占有率都没有超过标准，不去申报，那就要准备好足够的市场定义理由应对可能来自商务部和国家工商行政管理总局的调查。另外，对于申报的并购，市场定义也仍然重要。《规定》的第52条表明，如果主管部门认定并购“造成过度集中，妨害正当竞争、损害消费者利益”，则可以不批准并购。而是否过度集中，显然很大程度上取决于对市场范围的定义。

市场定义的重要性可以举一例来说明。1998柯达公司大举收购中国胶卷洗印和照相器材企业，导致胶卷行业短期之内只剩下柯达、富士和乐凯三个主要厂商的局面。这一并购潮在前面提到的国家工商行政管理总局的报告中被特别提到。显然，如果胶卷行业作为一个单独的相关市场，如此大规模收购在几乎任何有成熟的反垄断法的国家都会受到认真的审查。然而在其后数年之中，数码相机逐渐普及并日益成为一支强大的竞争力量和替代产品，传统的胶卷行业迅速成为夕阳产业。此时的相关市场就需要重

新定义，将数码相机与使用胶卷的传统相机的竞争考虑在内。在新的相关市场中，柯达的收购单从反垄断的角度看也许不是什么大问题了。

从反垄断角度看，市场定义不是一个法律问题，而是一个经济学问题。虽然由于缺乏先例，猜测商务部和国家工商行政管理总局怎样对个案进行市场定义很困难，但还是有基本的框架可寻。商务部和国家工商行政管理总局都参与了对《草案》的研究和制定。因此从《草案》中可以看出一些思路。《草案》第四条给出市场定义：

“本法所称相关市场，是指经营者在一定时期内就相关商品或者服务进行竞争的范围或者区域”。

这个定义虽然看上去仍然很模糊，但它指出了市场定义的关键在于诸多商品(或服务)之间是否具有竞争关系。根据经济学中的消费者需求理论，商品之间是否具有竞争关系决定于商品之间的可替代性。《草案》第四条同时指出市场定义有两个方面：一是产品范围，二是地域范围。

商务部和国家工商行政管理总局在对《草案》的研究和制定过程中应当说对国外特别是欧美的反垄断程序和分析方法都有相当的了解和掌握，这中间包括对市场定义方法的理解。在没有明确文件说明这两家政府机构将如何具体分析市场定义问题的情况下，我们可以从欧美常使用的方法中找到一些提示。

欧美对并购的竞争分析最具有代表性的应当是美国政府的反垄断机构发布的“水平并购指导原则”(Horizontal Merger Guidelines)。⁸这个指导原则是在一些著名的产业经济学家的直接帮助下制定出来的。指导原则对包括市场定义在内的许多问题作了详细说明。简单地说，两类商品之间是否有竞争关系要看消费者对其中一类商品提价做出的反应。如果商品A做出很小但显著且非暂时性的提价，⁹从而导致消费者转向购买商品B作为替代，那么商品A和商品B就应被认为在同一个相关市场之内，因为商品B可以在一定程度上有效地限制商品A提价的能力。类似地，假设商品A和B作为一个整体一起做出很小但显著且非暂

4 对外贸易经济合作部、国家税务总局、国家工商行政管理总局、国家外汇管理总局于2003年3月7日发布的《外国投资者并购境内企业暂行规定》中的第19-22条已经开始对外资并购的反垄断审查做出详细规定。

5 详见“并购申报程序的建议做法”，<http://www.internationalcompetitionnetwork.org/mnprecpractices.pdf>。

6 据商务部官员透露，《规定》的出台主要是为适应一些其它法规(主要是公司法)的最新修订，而反垄断审查这部分将会在未来反垄断法颁布后再作修订。目前外资并购的申报主要以第一种情形，即营业额，为主要标准。

7 见Eleanor M. Fox, “International Antitrust and the Doha Dome,” 43 Virginia Journal of International Law, 911-932, 2003.

8 见<http://www.ftc.gov/bc/docs/horizmer.htm>。

9 这个定语很重要。“很小但显著”一般可以具体量化为5%。“非暂时性”是因为消费者短期内可能对提价反应不大。

时性的提价，从而导致消费者转向购买商品C ,那么商品C也应被推定和商品A和B在同一个相关市场之内。同样，相关市场的地域范围也可用类似方法来推断，以确定不同地域内出售的商品或服务是否有替代竞争关系。

在相关市场的实际分析中，两种方法经常被使用。一种是通过审阅并购双方的公司内部文件和行业报告，看看并购参与方和其它经营者是怎样看待他们的产品和服务市场的。比如并购公司的市场分析报告可能列举本公司产品的竞争对手有哪些，价格如何，公司的发展规划可能描述未来市场产品的构成和战略选择。这些都可用作市场定义的参考。另一种方法是对市场销售的数据进行统计分析，比如并购公司产品的价格与其它产品价格的相关性。一般来说，替代性产品的价格之间会呈现显著的正相关，因为根据需求理论，商品A的价格上升，导致对商品A的需求下降。如果商品B是A的替代品，对B的需求就会上升，从而导致B的价格上升。在数据允许的情况下还可以使用回归分析或其它方法估计需求函数。这些方法不但可以用来确定相关市场，还可用来分析和预测并购对相关市场的整体价格的影响，因此在欧美的反垄断工作中经常用到。

3、并购的反垄断分析

《规定》的第52条表明，如果主管部门认定并购“造成过度集中，妨害正当竞争、损害消费者利益”，则可以不准批准并购。《规定》没有说明什么是“过度集中”以至会“妨害正当竞争、损害消费者利益”。不过我们还是可以从《草案》中得到一些启示。《草案》第23条表明：

审查经营者集中，应当考虑下列因素：

- (一) 参与集中的经营者在相关市场的市场份额及其对市场的控制能力；
- (二) 相关市场的市场集中度；
- (三) 经营者集中在相关市场内排除、限制竞争的可能性；

10 HHI是以两位经济学家命名的Herfindahl-Hirschman Index的缩写。

11 $402 + 302 + 202 + 102 = 1600 + 900 + 400 + 100 = 3000$ 。显然，HHI可以解释为所有经营者市场份额的加权平均，而权重恰恰是它们的市场份额。

- (四) 经营者集中对市场进入、技术进步的影响；
- (五) 经营者集中对消费者和其它有关经营者的影响；
- (六) 经营者集中对国民经济发展和社会公共利益的影响；
- (七) 国务院反垄断执法机构认为应当考虑的其它因素。

关于第一个因素，在相关市场确定之后，市场份额应当说比较容易计算，一般用营业额来计算。对市场的控制能力可以有不同的解析，其中一种可能的解释是并购不会形成或者加强市场支配地位。市场支配地位的推定在《草案》第14条有详细说明：

有下列情形之一的，可以推定经营者具有市场支配地位：

- (一) 一个经营者在相关市场的市场份额达到1/2以上的；
- (二) 两个经营者作为整体在相关市场的市场份额达到2/3以上的；
- (三) 三个经营者作为整体在相关市场的市场份额达到3/4以上的。

有前款第(二)项、第(三)项规定的情形，其中有的经营者市场份额不足1/10的，不应当推定该经营者具有市场支配地位。

显然，推定市场支配地位的门槛并不是很高。例如，如果某个相关市场最大的三家经营者分别占有40%、40%和12%的市场份额，那么第三大经营者会被推定具有市场支配地位，虽然12%并不是一个很大的份额。当然，市场支配地位的推定不等于确定。被推定有市场支配地位的经营者可以举出反证，以证明其没有市场支配地位。另外，具有市场支配地位只是“妨害正当竞争”的必要而非充分条件。

第二个因素是市场集中度。《草案》没有对集中度给出一个测度标准。在欧美通常使用HHI指数。¹⁰ HHI是市场份额的平方和。如果某个相关市场有四个经营者，他们的市场份额分别是40% ,30% ,20% ,和10% ,那么HHI就是3000。¹¹ 垄断市场的HHI是10000。有十个同样大小的经营者的市场的HHI是1000。市场集中度反映一个相关市场内

资产或销售在经营者之间的分布，集中度越高的市场，资产或销售就越集中在少数几家经营者手中。另外，由于HHI给大的经营者更大的权重，它比其它一些指数，如最大四家经营者市场份额之和，更能反映出集中对市场竞争程度的影响。而且HHI有经济学基础。经济学中一些最基本的寡头经济模型显示，经营者的利润率与HHI成正比。¹²

在美国反垄断机构发布的“水平并购指导原则”中，HHI被划为三个区域。并购后HHI在1000以下的市场不存在集中问题，1000到1800之间市场被认为一般集中，而1800以上市场被认为高度集中。¹³ 一般集中的市场中并购导致HHI增加100点以上，或高度集中的市场中并购导致HHI增加50点以上，反垄断机构一般才会作进一步审查。由于市场集中度高低的划分只是提供一个分析框架，而无经济学模型的直接支持，如果中国采用HHI的分析方法，对集中度的具体确定可能会有不同，但应当不会有太大的偏离。

第三个因素是关于对并购后可能产生的排除和限制竞争的分析。这一点是承接上面两点的。并购后的经营者的市场份额越大，对市场的控制力越强，市场越集中，经营者在相关市场内排除、限制竞争的可能性就越大。

从经济学的角度看，并购导致排除和限制竞争有两个大的途径：一是相关市场内的经营者少了，经营者之间更容易协调行动，组成卡特尔，划分市场，限制生产，合谋定价。卡特尔(主要表现为价格联盟)要想有效和持久，就需要有一个有效的监督协议执行情况的机制和惩罚背离协议者的机制。这样的机制在一个比较集中的市场更容易建立。¹⁴ 另外，并购本身也可能被作为清除不愿加入卡特尔的竞争对手的一个策略。一份研究表明，在美国被成功起诉的卡特尔平均抬高价格达30% ,而在美国之外被定罪的

卡特尔平均抬价达49%。¹⁵ 可见卡特尔行为对消费者利益的损害是很大的。

并购限制竞争的另一种可能途径是增强了并购方独立抬价的能力。假设并购发生前，商品A和商品B为不同经营者生产销售。如果商品A抬价，部份客户和销售会转向商品B和其它替代产品。这样商品A抬价的能力就受到一定程度的限制。现在商品A和商品B的经营者在合并之后成为一家，如果商品A抬价，流失的客户和销售转向商品B的那部分就是内部转移，而不再是损失了。这样市场对商品A抬价能力的限制就减弱了。针对这种并购影响的经济分析方法有很多，但大多涉及对商品A的自身需求弹性和商品A与其它商品(包括商品B) 的交叉需求弹性的实证研究。¹⁶ 商品A和商品B之间的交叉需求弹性越大，这两种商品之间的替代程度就越高，互相制约彼此抬价的能力就越强，二者的合并就越可能对市场竞争和消费者产生不利的影响。

第四个因素是看并购对市场进入和技术进步的影响。不论是协调行动，还是独立抬价，只要市场进入是容易的，并购就很难有妨害竞争的后果，因为抬价所产生的高利润会吸引更多的经营者进入这个市场。供给增多，价格又会回到并购前的市场均衡水平。在分析市场进入时，要从三个方面来考虑：及时性、可能性和充分性。美国反垄断机构对及时性进入的解释是从最初规划到对市场形成显著影响所需时间不超过两年。可能的进入是指进入者在并购前的市场价格下能够盈利。充分的进入是指新的经营者的规模要足以限制并购所可能带来的对市场竞争的不利影响。由于市场进入对竞争的积极作用，如果并购使得市场进入变得困难，比如并购导致市场进入所必需的有形或无形资产掌握在少许大的经营者手里，那么这个并购就可能对竞争产生不利影响。

12 产业组织理论中的Cournot模型表明，市场中各个经营者的加权平均利润率等于HHI除以市场的需求弹性。见Keith Cowling and Michael Waterson,“ Price-Cost Margins and Market Structure, ”43 Economica, 267-74, 1976. 另见Robert D. Willig,“ Merger Analysis, Industrial Organization Theory, and Merger Guidelines, ”Brookings Papers: Microeconomics, 1991.

13 从数学上来说，HHI等于1800相当于5.56个同样大小的经营者分别占有18%的市场。

14 见Margaret C. Levenstein and Valerie Y. Suslow,“ What Determines Cartel Success? ”44 Journal of Economic Literature, 43-95, 2006.

15 见John M. Connor,“ Price-Fixing Overcharges: Legal and Economic Evidence, ”American Antitrust Institute working paper #04-05, November 2004.

16 商品A的自身需求弹性是指当商品A的价格上升(或下降)1%时，对商品A的购买需求下降(或上升) 的 百分比。商品A和商品B的交叉需求弹性是指当商品B的价格上升(或下降)1%时，对商品A的购买需求上升(或下降) 的百分比。

在外国投资者并购境内企业问题上，对技术进步的影响也是一个常有的考虑。现代经济特别是高技术行业的发展过程中常常会出现多个技术标准，一旦某项专利技术成为行业通用标准，很长时间内难以改变。在多个技术标准的竞争过程中，一方可能通过购买其竞争企业的方式除去其技术成为行业标准的障碍。并购如果导致关键技术集中在少数经营者手中，市场进入也会变得困难。另一方面，高技术行业往往也是技术创新活跃的行业，新技术的不断产生能够限制并购对技术发展的负面影响。因此应当对相关市场内不同技术之间的竞争以及并购对这种竞争格局和未来技术进步的影响进行认真分析。

第五个因素中集中对消费者的影响实际上已经反映在前四项中，而对其它经营者的影响，在国际上有一定的争议。欧洲在传统上倾向于保护中小企业，对大公司之间的并购持更加审慎的态度，是一种“要想保护竞争，先要保护竞争者”的想法。而美国则强调反垄断的目的是保护竞争，而非竞争者。比如大公司并购产生的规模效益可能导致成本下降，从而导致价格下降，有利于消费者，但经常对其它经营者的利润造成不利影响。这种不同的理念特别反映在前面提到的通用电器和哈尼威尔的合并案。不过，自2003年以来，欧共体反垄断机构几次阻止公司并购的尝试在欧洲法院接连受挫，这种强调保护其它经营者的理念已有所松动。《规定》的第51条包括商务部和国家工商行政管理总局可以“应有竞争关系的境内企业”的请求——要求外国投资者作出报告。《规定》发布后的法国SEB收购苏泊尔案，就有浙江爱仕达集团、沈阳双喜集团等六家公司联名呼吁有关机构阻止这一“将会造成外资对国内市场的绝对垄断”的并购。¹⁷

第六个因素比较笼统，而且与反垄断无关。第七个因素可能包括很多考虑，比如市场是否存在大的买家。大买家的存在通常可以有效制约并购导致的卖方抬价的能力。又比如并购是否能降低成本，提高效率，部分甚至全部抵消并购产生的提价作用。在评价效率因素时，应该注意成

本的降低应该是可行的、可证实的，而且是必须通过并购才能取得的。再比如市场的未来发展趋势。2006年3月美国的惠而浦(Whirlpool)对美泰(Maytag)的收购得到最终批准，其中一个重要原因就是美国司法部反垄断局认为，虽然惠而浦和美泰在洗衣机和烘干机的市场份额相对较高，但市场的趋势是一些进口的品牌(例如韩国的LG和中国的海尔)的市场份额在不断上升，所以并购不太可能对未来市场的竞争程度有不利影响。

最后，如果外国投资者并购境内企业在反垄断审查上受阻，可以考虑申请豁免。《规定》第54条给出审查豁免的四个条件。外资企业如何证明满足其中某一个条件，《规定》并没有给出具体指示。

4、结语

本文试图根据《草案》对企业并购中反垄断问题的规定和欧美这些有着成熟的反垄断制度和经验的国家通常使用的分析方法——对《规定》中的反垄断审查条款从经济学的角度进行诠释。由于中国加入世界贸易组织所带来的相应的非歧视承诺，将来对外国投资者并购境内企业的反垄断审查必然会过渡到不分外资内资、针对所有企业的反垄断法的框架之下。因此，本文也可看作是对未来中国所有大规模企业并购所可能面临的反垄断审查的一个初步分析。随着中国反垄断制度的建立和实施，反垄断机关应当还会发布更具体的指南和解释，对有并购计划的企业提供更明确的信息，帮助它们做出更好的战略规划和风险评估。



¹⁷ 见www.cnxjd.com/zt/detail.asp?id=109 (2006年11月10日点击)。苏泊尔集团认为，炊具业是一个充分竞争的行业，进入门槛低，生产企业众多，而SEB在中国的市场份额很低，并购不会造成过度集中，所以不存在垄断问题。

中国上市公司 反收购措施的法律分析与设计¹

张诗伟 张建伟²



随着股权分置改革进入收官阶段，中国证券市场的全流通格局业已初步形成，上市公司控制权的流动性由此大为增强。在上市公司并购法律环境方面，近期新修订的《证券法》、《公司法》、《上市公司收购管理办法》(以下简称“《收购办法》”)和《关于外国投资者并购境内企业的规定》(以下简称“《并购规则》”)以及新颁布的《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》(以下简称“《战投办法》”)等规定的实施已为内、外资收购者收购中国上市公司提供了基本的法律框架和操作规范。而近年来投资者的投资偏好也正在从简单的设立公司的直接投资为主向收购兼并的重组方式为主的方式转变。在前述因素的综合作用下，中国资本市场真正意义上的并购时代即将到来。在此新形势之下，所有的上市公司理论上均处于被收购的风险之中，对那些股权结构较为分散、控股股东持股比例偏低的上市公司更是如此。³而所有的敌意收购都是典型的不宣而战。如上市公司不能未雨绸缪，在面对突然发动的敌意收购时不啻束手就擒。如何设计、构筑一套合法、有效的反收购措施已成为摆在所有中国上市公司面前共同的课题。⁴目前，中国上市公司反收购的经验还极其缺乏，而西方国家资本市场已极为成熟和发达，其反收购措施也远较中国复杂和完善。他山之石，可以攻玉。借鉴西方国家常见的反收购措施并进而研究其在中国法律环境下的适用性不失为中国上市公司进行反收购措施分析与设计的一条捷径。

一、反收购措施的基本类型和中国相关立法

作为专门针对收购人收购和控制目标公司行为的反制性措施，可对反收购作战略和战术两层意义上的区分。在战略上，反收购可分为以下三种：一为提高收购人

¹ 本文得到肖微律师、余永强律师、李文峰律师、易宜松律师等的批评与帮助，在此谨表感谢。
² 张诗伟为君合律师事务所北京总部律师，张建伟为君合律师事务所深圳分所律师。
³ 据不完全统计，目前沪深两市1400多家上市公司中，有30%大股东持股比例不到三成。
⁴ 显然，本文既名之为反收购，其基本立场为作为收购对象的目标公司而非收购人自是不言而喻。然而，对于收购人而言，为实现收购的目的而预见并应对、挫败目标公司的反收购措施也是同等重要的。所谓“知己知彼，则百战不殆。”就此而言，本反收购分析实际上对收购人又构成反“反收购”的分析。

收购和控制目标公司的难度和成本；二为降低目标公司资产的价值及对收购人的吸引力；三为通过对收购人的正面攻击而终止或延缓收购人收购进程。而在战术上，西方发达资本主义国家的资本市场经过百余年的历练，产生了种类繁多的反收购措施，举其要者有所谓“驱鲨剂”(Shark Repellants)条款、“毒丸”(Poison Pill)计划、分级董事会(Staggered Board)和董事不得无因罢免(No removal without cause)条款、“金降落伞”(Golden Parachute)协议、“银降落伞”(Silver Parachute)协议、“锡降落伞”(Tin Parachute)、超级多数(Supermajority Voting)、“讹诈赎金”(Greenmail)、管理层优先收购、公司内部人员持股、“焦土”(Scorched Earth)政策、“皇冠之珠”(Crown Jewel)、“白衣骑士”(White Knight)、“白衣护卫”(White Squire)、“帕克门”(Pac-man)战略、提起控告或诉讼等等。⁵

中国无系统、专门的反收购立法，但相关规定对反收购实际上有所涉及。《收购办法》第8条第二款实际上对反收购进行了直接、原则性的限定：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。《收购办法》第33条更对个别的反收购措施作出了具体的限定，尽管是以间接的方式：收购人作出提示性公告后至要约收购完成前，被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。此外，《收购办法》第7条关于“被收购公司的控股股东或者实际控制人不得滥用股东权利损害被收购公司或者其他股东的合法权益”和第8条第一款关于“被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务，应当公平对待收购本公司的所有收购人”的规定对反收购也构成了原

则的限制。

而将前述西方常见反收购措施运用于中国，首先要解决其在中国法律框架下的适用性与可行性，否则不仅可能遭到监管部门的反对，还可能被公司股东、收购人等起诉要求撤销或/及赔偿从而起不到有效反收购的目的。为方便分析与操作，结合上述三种渠道的划分可将该等反收购措施从法律角度进行划分。首先，从目标公司自身角度，可划分为以下四种：1) 股份(权)控制角度，有“毒丸”计划、“讹诈赎金”、管理层优先收购、公司内部人员持股、“白衣骑士”、“白衣护卫”、“帕克门”、增持股份的特殊报告义务及在特定情形下股东权利的限制等；2) 股东会控制角度，有超级多数条款、提名董事人数限制、提案权持股时间限制等；3) 董事(会)控制角度，有：“驱鲨剂”、分级董事会、董事资格限制、超级多数条款等；和4) 公司资产权益处置/控制角度，有：“金降落伞”、“银降落伞”、“锡降落伞”协议、“焦土”政策等⁶。其次，目标公司之外的角度也为一大类。该类反收购措施可针对收购人主体进行，主要就是针对其作为收购人的适格性或目标公司所在行(产)业安全的问题而提起控告、申诉或起诉。

二、股份(权)控制角度的反收购措施分析与设计

所有收购最直接的目标就是取得目标公司控制性股份(权)，故此类角度的反收购也最为直接。从防御性的角度，设计适度集中的股权结构、适度增持股份以保证控股股东的相对或绝对控股地位，属于常见和一般性的反收购措施，在现行法律框架下也均为可行。更具法律分析价值的是目标公司采取法律行动以稀释收购人持有的目标公司的股份、限制或减损收购人取得的目标公司股份的权利或者锁定目标公司股份的反收购措施。

1、“毒丸”计划及“兑换毒债”

“毒丸”计划通常指的是目标公司在遇到敌意收购时增加现有股东所持股份的表决权(即所谓超级投票权)或赋予其特殊性质的表决权(如否决权)或按优惠条件将现有股东所持优先股转换为普通股以及向现有股东或现有股东以外的特定的第三方(以优惠价格)配售或定向增发可转债、股份或认股权，而收购人相关持股表决权将减少甚至完全丧失。⁷该计划通常以敌意收购人获取目标公司股份达到一定比例为触发条件。其一经触发，收购人持有目标公司的股份及表决权被大量摊薄，其效果就如同吞下“毒丸”般有害而痛苦。同时，“毒丸”还有另外一种形式，即“兑换毒债”，指在公司遭到恶意收购时，相关债券的持有人有权要求提前清偿借贷或将债券转换成股票。在后者，其可起到与“毒丸”相同的效果。而在前者，则与后述的“焦土政策”有重合之处。

适用性分析：“毒丸”计划通常以允许股份类型的多样化(如在普通股之外，可存在优先股或其他特别类型股票方式)为前提，而在西方国家，由于其允许特种股份的存在，因此此类反收购措施在法律上并不成问题。但在中国法下，此类反收购措施就会有法律障碍。中国《公司法》仅规定了普通股一种股票而并未规定其他股份类别。尽管该法第132条规定，国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份，另行作出规定。但实际上该另行规定一直未能出台，从而也未能给优先股或特种股票的存在提供空间。⁸实践中，中国证监会也一直未允许上市公司优先股或特种股票的存在。因此，在中国法下，除非所发行的股份为普通股或认股权证，否则“毒丸”计划并不可行。但即便如此，此类发行由于涉及到公司增加注册资本和股东基本权益的变化，属于需由股东大会而非董事会作出特别决议的事项，故面临需要经历从股东大会召集、召开到作

出决议的漫长过程的法律要求及是否能形成特别决议不确定性的限制。⁹而且，如果发行对象构成关联人，则上述发行行为构成关联交易，在股东大会就此决议时，关联人就此需要回避表决，而如敌意收购人持股已达一定比例则其很可能行使否决权，在这种情况下，相关发行决议就较难获得通过。当然，如果章程订有关于股东会就此情形授权董事会发行股份的规定，则此反收购措施可较便宜地启动。但即便如此，根据《证券法》和《上市公司证券发行办法》以下简称“《增发规定》”的相关规定，该等向特定对象定向增发的行为由于构成《证券法》下的非公开发行而需要获得中国证监会的核准后才能进行。因此，此类反收购的方案在现行法律框架下虽然可行，但在获批上具有相当的难度和不确定性。

至于“兑换毒债”，在中国法律环境下，与此最相类似的为可转债。根据《增发规定》，中国上市公司发行的可转债在一定期间内依据约定的条件可以转换成股份。债券持有人对转换股票或者不转换股票有选择权，并于转股的下一次成为发行公司的股东。在公司债券存续期限届满前，作为发行人的上市公司可依约定条件提前将债券赎回、强制转股，而债券持有人亦可将债券以约定条件回售给上市公司。而相关规定并未对所谓约定条件作限制。因此，此约定条件设定为包括遭遇恶意并购在内的情形应为法律允许，只要公司取得发行审核部门的同意并将此明订于相关募集说明书即可。

2、“讹诈赎金”

在“讹诈赎金”这种反收购方式中，目标公司在收购人逐步收集流通股筹码时采取回购公司股票(出于有效反收购的考虑，目标公司以较高的溢价回购)的方式，从而减少在外流通股本的数量，¹⁰进而抬高股价，增加收购人的增持

5 需要指出，上述称谓仅为实践中形象化说法而非法律用语。

6 当然还可从其他角度对反收购措施进行分类。如根据其采取的阶段不同，可以把反收购分为预警(包含但不限于关注公司股权结构、股价的异常变化，在达到警戒线时提出预警)决定、实施三个阶段。而从其是否具有进攻性为准，可将其分为预防性(preventive)措施和救济性(remedial)或反击性(active)措施；又如根据其基础的不同，可分为基于章程进行和非基于章程进行的两种。根据其采取权限的不同，又存在股东大会权限内和董事会权限内的区分。需要注意的是，上述分类和各具体反收购措施之间并非如楚河汉界般泾渭分明，其中可能存在种种关联，在实践中，通常需要各种反收购措施同时并用。

7 “毒丸”一般分为“弹入”(flip-in)计划和“弹出”(flip-over)计划两种，“弹出”计划通常指履行购股权，购买优先股。而在“弹入”计划即后述的“讹诈赎金”中，目标公司以很高的溢价购回其发行的购股权，通常溢价高达100%，从而稀释了敌意收购者在目标公司的权益。为有效反收购，“弹出”和“弹入”计划通常包含在一个“毒丸”计划中。而且“毒丸”在美国亦演变出三代品种，兹不赘述。

8 《股份有限公司规范意见》尽管规定有优先股，但该规定现今事实上已很少得到适用。

9 事实上，毒丸术作为一种有效的反并购措施，其盛行与否与一国或地区的法律环境直接相关，比如毒丸术在美国很有市场而在同为英美法系的英国则不然。

10 纯减少股份显然不能很好地起到反收购的目的，因为在外流通总股本的减少也降低了收购人为收购之目的所需达到的持股数。

成本，一旦股价超过收购人的支付能力范围，则会促使收购者把股票出售给目标公司并赚取一定的利润，而放弃进一步收购的打算。由于公司需要支付较高的溢价才能实现回购收购人所持其股份，其情形犹如目标公司被收购人绑架，而目标公司作为被绑架者为获自由而被迫向作为绑架者的收购人支付高额赎金。¹¹ 讹诈赎金 ”遂由此得名。

适用性分析：根据《公司法》第143条的规定，公司只能基于减少公司注册资本、与持有本公司股份的其他公司合并、将股份奖励给本公司职工或股东基于对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议提出收购其股份的请求四种法定情形而回购股份。据此，《公司法》并不允许纯粹基于反收购目的而进行的回购。虽然公司仍可主张以减少其注册资本的名义回购股份，其在客观上也起到了“ 讹诈赎金 ”的效果。但由于回购涉及公司注册资本的减少，其需要经过股东大会特别决议及相关监管部门的批准才能实施，因此，对于紧迫的反收购而言，其时效性较差，除非其已事先获得上述机构的批准或授权。而且，由公司通过向收购者高溢价回购股票的办法来阻止收购人进一步的收购，不仅使现有股东丧失了以高价转让给收购人的机会，而且也导致高额的回购成本，而此成本实际上最终由全体股东承担，而首先从中受益的却是控股股东及其控制下的管理层。因此，其容易被认定为损害公司及股东利益而违反前述《收购办法》第8条。因此，“ 讹诈赎金 ”在中国法律环境下虽然可行，但并不实用，而且在实施中可能会遇到法律障碍。

3、“ 白衣骑士 ”

“ 白衣骑士 ”措施即竞争要约，其指的是目标公司面临敌意收购时，邀请一家实力雄厚的友好公司发出竞争性要约，迫使敌意收购人抬高收购价格，增加收购成本，并促

成友好公司的收购而挫败敌意收购人的收购。该友好公司在目标公司遭受敌意收购的危难时刻驰援相救，故得“ 白衣骑士 ”之美名。然而此“ 白衣骑士 ”之相救行动并非无偿，为促成“ 白衣骑士 ”此行动，目标公司和“ 白衣骑士 ”之间往往会进行某种锁定或选择权承诺或安排以作为后者的利益保障。¹²

适用性分析：《收购办法》第37条、第40条和第42条均明确允许竞争要约并对其操作有明确规定。根据相关规定，“ 白衣骑士 ”在发出竞争要约时必须注意时间限制，其最迟不得晚于敌意收购人的初始要约收购期限届满前15日发出要约收购的提示性公告，并应当根据《收购办法》相关规定履行报告、公告义务。竞争要约由于不需要经历前述复杂的程序，因此实施起来相对简单易行，因此在实践中，“ 白衣骑士 ”也成为最为常见的反收购措施之一。而且，需要注意的是，由于《收购办法》允许初始(敌意)收购人在出现竞争要约时变更要约条件，因此“ 白衣骑士 ”与(敌意)收购可能存在一个轮番报价、竞价的过程，这将导致收购价格的不断攀升，因此，“ 白衣骑士 ”只有在收购竞争中发出更高价格、更具竞争力的要约才能击败敌意收购人，这将大大提高“ 白衣骑士 ”的收购成本。因此，在实际操作中，目标公司一定要选择符合《收购办法》规定资质和具有相当实力的“ 白衣骑士 ”。¹³

4、“ 白衣护卫 ”及相互持股

“ 白衣护卫 ”与相互持股都是一种通过股份锁定提高目标公司股权集中度而进行反收购的方式，因此，在此一并阐述。在前者，其指的是在收购人发起攻击时，目标公司股东将部分股份转让给友好第三方，或要求对方锁定所持股权而不转让给敌意收购人或由该第三方吸纳在外流通的股本从而减少敌意收购人可吸纳的流通股筹码，而其本身并不谋求对

目标公司的控制，也并不会预受敌意收购人的要约而将其持有的目标公司股票转让给敌意收购人。在后者，其即关联公司或关系友好公司之间相互持有对方股权，在敌意收购人敌意收购时，由于面临此牢固的股份相互锁定而难以打开缺口，从而无法吸纳足够的流通股筹码或即使发出要约收购而亦没有足够的股份预受要约。因此，相互持股实际上也可以看成是“ 白衣护卫 ”的一种形式。

适用性分析：对于“ 白衣护卫 ”，《收购办法》及其他相关规定均未对此种反收购方式进行禁止或限制。而实践中也曾有过相关案例。¹⁴ 而对于相互持股，《公司法》及相关规定亦未对之进行禁止或限制。¹⁵因此，目前此二种反收购方式在中国现行法律框架下均为可行。但对于前者，应注意避免构成《证券法》第七十七条的操纵证券市场行为。而且考虑到中国证券市场实际，要注意争取证券投资基金等机构投资者以及持股比例较高的其他股东作为“ 白衣护卫 ”。而对于后者，建议目标公司可要求就相互持有而导致友好公司或目标公司实际持有的自身的股份，明确约定为不具有表决权以降低不必要的风险。而对于相互持股而言，上市公司最好在未发生敌意收购时即保持此状态，以免到时措手不及。因届时上市公司必须购买友好公司足量的股份才能达到反收购的目的。而该足量的购买其他公司股份的行为由于构成对外投资行为通常需要目标公司董事会的批准，而在其达到《收购办法》第33条规定的重大影响程度的，还需要股东大会的批准，在达到《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》以下简称“《资产通知》”规定的重大资产处置程度的，还需要独立董事批准并取得中国证监会的核准(必要时还要经过中国证监会发行审核委员会的核准)。此外，相互持股会占用双方公司大量资金，影响流动资金的筹集和运用。在不景气的情况下，互控股份的双方公司可能会互相拖累。

在某些情况下，互相持股反而有可能让收购者的收购袭击达到一箭双雕的结果。¹⁶这都是中国上市公司在运用相互持股的反收购战略中需要注意的。

5、“ 帕克门 ”

“ 帕克门 ”本来是80年代初流行的一款电子游戏的名称，在该游戏中，任何没有消灭敌手的一方将遭到自我毁灭。作为反收购措施，帕克门战略是指目标公司或其友好公司、关联方针锋相对的向收购公司发起要约收购。显然，在这种反收购方式中，作为被收购对象的目标公司自身或策动与目标企业关系密切的友好企业出面收购敌意收购人股份，从而实现反攻为守、围魏救赵的效果。而且，“ 帕克门 ”还能使目标公司进退自如：进可并购袭击者，使袭击者迫于自卫放弃原先的袭击企图，退可因本企业拥有并购者(袭击者)的股权，即便目标企业被并购也能分享并购成功带来的好处。

适用性分析：目前中国法律对“ 帕克门 ”并无任何禁止性规定。该种反收购措施在中国法律环境下是可行的，只是在实施程序上因一些法律限制因素而必须有所考虑。由于目标公司自身发起要约收购敌意收购人股份的行为构成对外投资，因此，其会受到前述相互持股中对外投资同样的法律限制。而且，由于其为要约收购，较相互持股形式的对外投资需要更大量的资金，因此可能导致目标公司的负债率急剧上升。另外，该等反收购措施亦只有在敌意收购人或其控股股东/实际控制人为上市公司时才适用。

6、管理层优先收购计划与公司内部人员持股

管理层优先收购的反收购方式通常是指公司在章程中规定，一旦公司受到敌意收购者的并购威胁，即授权公司董事会立即启动公司管理层¹⁷优先收购计划并给予收购支

11 当然，从对立的角 度，将目标公司作为讹诈方也可成立。需要注意的是，该讹诈赎金之回购还可分为向现有股东定向回购或向敌意收购人定向回购两种。

12 所谓锁定通常是指目标公司赋予“ 白马骑士 ”以优惠条件购买其特定资产或特定股份的权利，因此通常分为的“ 股份锁定 ”或“ 资产锁定 ”两种。

13 国内出现过“ 白衣骑士 ”的案例。在SAB收购哈啤的过程中，SAB是敌意收购者，而AB就以“ 白衣骑士 ”的身份也同时对哈啤展开了收购，由于AB的收购获得了哈啤管理层的支持，是一个友好收购者，最后AB在这次收购中大获全胜。

14 广发证券对中信证券的反收购和山东胜利股份对广州通百惠的反收购均为其著例。

15 虽然依据《股份有限公司规范意见》的规定，“ 一个公司拥有另一个企业百分之十以上的股份，则后者不能购买前者的股份 ”。但在实践中，该规定已很少得到适用。

16 例如，A、B互控股权20%，虽然这大大增加了收购A或B的难度及风险，但一旦收购了其中的一家，实际上也就间接收购了另一家。

17 当然，在大敌当前的情况下，其实所有公司内部人(包含但不限于董事、高级管理层以及其他管理人员与职工)都有“ 保家卫国 ”的责任以有效抵抗敌意收购，但就其核心主力而言，显然主要仍是董事及高级管理层。

持。而后者指的是，在公司受到敌意收购者的并购威胁时，启动公司内部人员持股计划以减少外部流通股份的反收购方式。从广义而言，二者都是公司内部人员持股，但由于前者主要只针对管理层而且构成上市公司收购，因此与后者存在较大区别。

适用性分析：从上述对“毒丸”的分析可以看出，此种反收购实际上为其变种。但由于其发行对象为公司内部人员，故在此作单独阐述。对于一般的管理层优先收购，目前法律并无明文禁止性规定，而如果上市公司管理层收购的股份为该公司的国有股权，根据《企业国有产权向管理层转让暂行规定》以下简称“《MBO规定》”），该收购被明确禁止。而如果该收购的股份为上市公司的非国有股权，如该公司为国有控股，由于前述的限制，此类收购无法达到控股的程度，因此无法实现所谓管理层收购；如该公司为非国有控股，则应为可行。按实践做法，此类收购通常由管理层发起成立一个壳公司，进而通过银行进行过桥贷款的方式进行运作。但该过桥贷款因违反《贷款通则》关于借款人将贷款进行股权投资的禁止性规定而存在被认定为无效的法律风险。而如果目标公司以贷款形式进行资助，则该等行为又会违反《公司法》第116条关于公司不得直接或者通过子公司向董事、监事、高级管理人员提供借款的规定和前述《收购办法》第8条关于“被收购公司董事会不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助”的规定。因此如果管理层无法采取别的融资渠道去获得收购的资金，则该反收购的实施将面临收购资金来源的现实障碍。为此，管理层需要及早考虑其他融资渠道解决此问题。

而公司内部人员持股方式的反收购，主要就是职工期权或股权激励计划。根据《上市公司股权激励管理暂行办法》（试行）以下简称“《激励办法》”），上市公司的激励计划必须得到中国证监会的批准及股东大会的同意，而且股权激励计划所涉及的标的股票总数比例最高累计可达到公司

股本总额的10%。如果以反收购为触发条件之一的此类计划能事先得到该等机构的同意，则不失为反收购的有效途径。而在实施层面上，公司在遭遇敌意收购时，其号召所有内部人员“保家卫国”自己出资购买相应股份，考虑到此利益的关切性和相关人员的广泛性，此期权计划实施的动因与实力应均无问题，虽然就期权的权利人而言，此只为权利而非义务。因此，在实践中，中兴通讯、深万科均在相关激励计划中规定有类似条款。当然，如果公司内部人员事先通过信托或设立公司等方式来购买或持有目标公司股份，¹⁸则其反收购的效果会更理想，但应注意避免触及上述反收购资金来源的法律障碍。¹⁹

7、公平价格条款

即在公司章程中订入要求收购人在同一次要约收购中应以相同条件对待所有持有同种股份的股东。

适用性分析：在敌意收购中，收购人为鼓励股东接受其要约而快速实现收购目的，会采取“二步出价”的做法，即收购人在同一次要约收购中对先接受要约的股东给予更优惠的对价，而对后接受要约的则不然。²⁰公平价格条款正是为了防止此类做法的出现从而达到反收购的目的。《证券法》和《收购办法》均规定有较明确的公平价格条款。《证券法》第85条和第88条规定：“收购要约中提出的各项收购条件，适用于被收购公司所有的股东”、“采取要约收购方式的，收购人在收购要约期限内，不得采取要约规定以外的形式和超出要约的条件买卖被收购公司的股票。”《收购办法》第26条也规定：“以要约方式进行上市公司收购的，收购人应当公平对待被收购公司的所有股东”、“持有同一种股份的股东，应受到同等对待。”因此，严格而言，此公平价格条款只为法律的基本原则规定而并不构成具体的反收购措施。此外，“二步出价”只适用于同一次要约收购，至于在同一收购人在两次要约收购中给出不同的

对价应为法律允许，考虑到《收购办法》允许部分要约，实践中可能发生同一收购人多次要约收购的情形（尽管该可能性很小），因此，为避免收购人利用之而不公平对待股东，公司可要求，在后续的收购中，所有股东须得到收购人支付的比前一次更高的价格和条件，从而增加收购人的收购成本，进而阻碍其收购。

8、对收购人增持股份的报告要求及在特定情形下股东权利的限制

即在公司章程中降低收购人持股变动触发披露义务的法定最低比例（法定要求为5%（比如章程设定为3%）或增加相应的报告和披露义务。如果未履行该等程序的，就其增持而超出的部分股份，其投票权利受到限制，该股东及其在目标公司中的关联股东、一致行动人（如有）不计入股东大会的法定人数，亦不能行使投票权，也不得提名董事候选人。

适用性分析：风险很大程度上源于无知。通过降低收购人持股变动最低披露比例或增加披露要求的程序限制使收购人（包括通过一致行动人）每一次增持目标公司的股份达到章程规定该更低的比例时或后，都必须及时向目标公司董事会作报告，并向其报告或披露其收购计划和方案，从而可以将收购人的收购行动进展更充分地暴露给目标公司，以便于其在采取反收购对策时享有更充分的信息和时间，从而减少被收购的风险。而且，对未履行上述程序的股份予以股东权利限制，更可迫使收购人配合目标公司的要求履行报告的义务。相关规定对此类做法并无明确禁止性规定，而《收购办法》设定的变动5%的比例只为法定的最低要求，公司降低该比例实际上使信息披露更严格而非更放松，因此更有益于上市公司收购的公开和透明。而且，该披露义务只有在收购人成为公司股东才生效，其本身也仅为程序性的，因此并不会对收购本身及股东的实体性权利造成不正当影响。而且，理论上只要其成为公司股东，作为公司成员，其即

应遵守包含该披露条款义务规定在内的公司章程而依此规定履行披露义务。在收购人作为公司股东违反公司章程规定义务时，公司对其权利予以一定适当限制合法而且必要。实际上，该种股东权利适度限制的做法也为《收购办法》及其他相关规定明确采用。²¹上市公司在章程中不妨也将其纳入，以更好地威慑敌意收购人以增强反收购的效果。²²

三、股东会控制角度的反收购措施分析与设计

9、超级多数条款

即在公司章程中规定，上市公司的重大事项（比如董事选举、公司章程修改、合并、分立、对外投资等）的决议需要经过无利害关系的股东以高于公司法规定的比例（比如3/4以上）通过。

适用性分析：《公司法》第104条规定，对于公司章程修改等重大事项，须经出席股东大会的股东所持表决权的2/3以上通过。但相关规定并未对公司章程是否可规定更高比例要求作明确规定。对此，在理论和实践中均有不同的理解，一种理解为公司法设定的此2/3以上的要求为法定的最低要求，以防止控股股东很容易通过影响公司及其全体股东利益的决议，降低该比例要求显然不利于此目的的实现，而公司根据自己实际情况适度提高该比例要求则是符合该立法目的的。另一种理解是该2/3以上的要求为法定比例，其不得由公司自行降低亦不可提高。但作为反收购措施，公司无疑可以先在章程中增加相应的多数条款，即使在反收购的过程中收购方对上述条款的合法性提出异议，也需要通过监管部门或司法机关来裁定是否违法，利用诉讼程序同样也能达到反收购的目的。惟需要注意的是，多数条款在对可能存在的敌意收购方产生威慑的同时，应注意控制超级多数条款相关决议事项的范围，以其不影响公司现有控股股东所提议案的正常通过为限度。

18 广发证券对中信证券的反收购亦为此著例。

19 事实上，《激励办法》本身对激励财务资助问题也有明确规定。该办法第十条规定，上市公司不得为激励对象依股权激励计划获取有关权益提供贷款以及其他任何形式的财务资助，包括为其贷款提供担保。

20 这种“二步出价”的例子如收购人以现金先购股51%，另外再用债券交换剩下的49%股票。目标公司股东因怕收到价值不确定的债券而会争先将股票低价卖出。“二步出价”的案例在美国比较常见。

21 请参见《收购办法》第75条至第77条关于在收购人违反或规避程序性义务时导致其股权受限制的条款。

22 该等条款写入章程虽有重复法律规定之嫌，但我们认为此种重复是必要的，毕竟明确写入有利于提示公司股东和相关机关、人员。

10、对股东享有提案权的持股时间限制

即在章程中规定，只有持有公司股份超过一定时间的股东，才享有向股东大会提案的权利。

适用性分析：股东提案权为股东权利的核心内容，尤其是对于控股股东而言。股东只有通过提名董事、召集股东大会、章程修改、公司经营等公司重大事项的提案才能使其控制公司的经营和管理成为可能。纵使敌意收购人在短期内取得公司控制性股份，但由于此持股时间限制带来的上述障碍，其将无法在短期内实现收购目标。除对享有提案权的股东的持股最低比例限制²³和在自行召集股东大会、在公司董事、高级管理人员有损害公司利益的行为时提请监事（会）提起诉讼或直接提起代表诉讼等情形下有持股时间的限制外，²⁴中国相关境内规则对公司是否可以在章程中限定股东只有在持股达一定时间后才享有提案权并无任何限制性规定。从理论而言，上市公司可以主张，对股东提案权课以持股达一定时间的要求有利于鼓励长期持股投资而非短期投机的股东参与公司重大事项的经营和管理，因而有利于上市公司运营的稳定和持续经营。只是其设定的时间不宜过长，一般以180天或365天以内为宜，过长则可能会引起监管部门反对。²⁵

11、对股东提名董事人数限制的条款

即在章程中规定，股东向股东大会提名的董事人数有一定限制，如，同一股东（及其一致行动人）提名董事人数不得超过董事会人数的1/3。这样即使敌意收购人取得上市公司较大比例的股份，由于提名董事人数的限制，其提名的董事即使当选，也会由于无法在董事会中占多数席位而不能获得公司的控制权。

适用性分析：对此类反收购条款，相关规定并无明确的禁止性规定，而且，从理论而言，上市公司可以主张，

对股东提名董事人数予以限制有利于防止控股股东过度控制公司董事会，保护中小股东利益，只要该数字相对合理，设定该条款也应为监管部门允许。相关规定与实践中也有先例。²⁶所以建议将该等条款与超级多数条款以及其他反收购措施配合使用。但需要注意的是，章程如作此规定，会对现有控股股东构成同样的限制。

此外，由于《公司法》明确允许股份公司实行累积投票制，目标公司也可考虑在股东大会对董事的选举上采取累积投票制以增加敌意收购人在持有较多股份时提名董事当选的难度和比例。同时，还可以考虑在股东大会召集、提案及对其审查、召开、表决等程序方面进行更细致、具体的限定性安排而达到反收购的目的。

四、董事（会）控制角度的反收购措施分析与设计

收购人取得控制性股份只是完成了收购的第一步，其要真正实现对公司运营和管理的控制必须通过改组进而控制目标公司董事会才能做到。因此，对收购人控制董事会及其成员的反控制实际上构成目标公司反收购的第二道防线，此方面的反收购措施主要可分为以下三种。

12、分期分级董事会制度

该种反收购措施通常是，在章程中规定董事的更换每年只能改选其中的1/3，这样，收购者即使收购到足量的股权，在两年之内也无法对董事会做出实质性改组，从而入主董事会控制公司。

适用性分析：此种反收购方法阻止了敌意收购人在两年内获得公司的控制权，这就大大降低了收购者的收购意向，并提高了敌意收购人获得财务支持的难度。从国外的经验看，这是一个非常有效的反收购措施。²⁷实践中也有先例。²⁸《收购办法》对此制度也有相关规定，但其只适用

于协议收购而不适用于要约收购。²⁹分期分级董事会制度预设的前提之一是法律不禁止董事在其任期届满前可被无因罢免（董事因任期届满而卸任自毋庸论）。因为根据相关规定，董事的任职均设有任期，如果法律禁止董事在其任期届满前被无因罢免，则收购人根本无法实现在其控股目标公司后罢免董事、改组董事会的目的。修改前《公司法》与《上市公司章程指引》（以下简称“《章程指引》”）均规定，董事在任期届满以前，股东大会不得无故解除其职务。而修改后的《公司法》则删除了此条，但修改后的《章程指引》仍然保留了此条。由于《章程指引》事实上构成所有上市公司必须遵循的规范，因此其实际上构成收购人控制目标公司董事会的法律障碍，因为根据该规定，收购人实际上在任何情况下都不得无因解除目标公司董事的职务。因此，此所谓分级董事会在中国法律环境下对上市公司反收购而言意义是有限的。³⁰但由于分级董事会实际上并不只限于无因解除的情形，在任何情形下，董事每年的改选比例都必须是有限的，而不管是有因还是无因。因此，其仍能给敌意收购人改组并进而控制董事会的进程造成相当的阻碍。在其具体比例设置上，一般为每年不得超过1/2或1/3，而不宜过低，除非监管部门不反对。

在作此类安排时，公司应注意，1）应对公司董事辞职人数一年内超过总人数的1/3作出特别规定，避免出现受每年更换董事不得超过总人数1/3限制而导致董事辞职不能生效，影响公司正常治理结构的情况；2）现有控股股东更换董事人选也会受到相应限制；3）避免同一年任期届满的董事人数超过1/3。

13、限制董事（长）资格条款

即在公司章程中规定比《公司法》更严格的董事的任职条件，非具备某些特定积极条件者不得担任公司董事；具

备某些特定消极条件者也不得担任公司董事，或者规定董事长必须从任职连续三年以上的执行董事中产生。增加这些措施可增加敌意收购人选送合适人选出任公司董事、董事长进而控制董事会的难度。

适用性分析：《公司法》第147条规定的董事、监事以及经理的任职条件应为董事任职资格的法定最低要求，该法也未对董事长的任职条件作区分于董事的专门规定。对于能否在《公司法》规定的基础上对董事、董事长任职条件作出更为严格的规定，除金融等特殊行业的公司外，现行法律、行政法规虽无明确规定，但只要对董事任职资格不存在针对不同提名股东的歧视性规定，公司在公司法的基础上根据其所在行业和自身实际情况对董事任职条件做进一步的严格和明确应不违反《公司法》及其立法本意。只是，公司在进行此额外限制时，应注意此限制董事资格条款应保证现有董事或提案方拟推选的董事候选人都能符合其所规定的董事任职资格。

14、董事会控制——超级多数条款

《公司法》第112条规定，董事会会议应由过半数董事出席方可举行。董事会作出决议，必须经全体董事的过半数通过。与前述股东会的超级多数条款原理一样，公司亦可以根据实际情况提高董事会决议通过的表决权比例要求。

此外，还可以考虑采取与前述股东大会召开程序限制类似的具体安排而进行反收购。

五、公司资产权益处置或控制角度的反收购措施分析与设计

15、“金降落伞”、“银降落伞”、“锡降落伞”条款

即指目标公司与其董事及高层管理层、中层管理人员或普通员工在相关条款中约定，在公司控制权发生变更

23 根据《公司法》，该最低比例数为3%。

24 请参见《公司法》第102条和第152条对股东享有临时召集股东大会和起诉权方面的限制性规定。

25 其著例如1998年5月爱使股份通过修改公司章程相关规定而成功地抵挡了敌意收购人大港收购。

26 规定请参见2004年《深圳证券交易所中小企业板块上市公司诚信建设指引》。实例如广西斯壮（现更名为南方控股）章程的规定。

27 据不完全统计，目前，美国标准普尔指数的500家公司中的一半以上公司采用这种反收购措施。

28 其著例如1998年5月爱使股份通过修改公司章程相关规定而成功地抵挡了敌意收购人大港收购。

29 《收购办法》第52条。

30 当然，《章程指引》此条是否构成对收购的不适当障碍确实值得讨论。此外，此条规定本身未能跟随《公司法》作相应修改，可能为立法疏漏。需要看到，有无该条款对收购及反收购的影响差别是巨大的。有此条款，董事在任何情况下不得被无因罢免，公司无因将其职务解除的行为不构成有效的解除，董事职位、职权并不受非法解除的影响，而且，其不仅可基于公司单方解除聘任合同（如有）要求公司赔偿，还可向监管部门投诉要求公司纠正此不当行为而恢复其职务。而如无此条款，其只能基于公司单方解除聘任合同（如有）要求公司赔偿，而不能向监管部门投诉要求公司恢复其职务。

时，该等人员不管是主动辞职还是被动解职都将获得巨额补偿金。³¹

适用性分析：目标公司因敌意收购而引发上述大额对外支付将在较大程度上减少目标公司资产，故能在一定程度上起到阻吓敌意收购的效果。而如果支付成本畸高，敌意收购人有可能因此而放弃敌意收购。该类条款通常订立于相关聘任协议或公司章程之中。就中国法律而言，现行法律、行政法规对此并无明确禁止或限制性规定。但就“金降落伞”而言，在实践中，目标公司与处于其核心层的董事、高管人员签订该类协议由于涉及利益冲突，通常需要公司股东大会决议同意。而且，需要注意控制补偿金的数额。否则，太少起不到应有的反收购的目的，而太多可能会被认为会损害公司及股东利益，³²又与前述《收购办法》第8条规定的原则有违。而对于国有控股的上市公司而言，其对管理层的巨额补偿金受到国有资产监督管理体制的诸多限制及国有资产监督管理部门的审查和监管，在此情形下此类反收购的空间不是很大。

16、“焦土政策”——“皇冠之珠”和“虚胖战术”

“焦土政策”作为公司资产负向重组的形式，包括“皇冠之珠”和“虚胖战术”两种策略。其中，“皇冠之珠”指的是目标公司将其最有价值、对收购人最具吸引力资产出售给第三方，或赋予第三方购买该资产的期权，从而恶化目标公司自身的资产和经营业绩，使得收购人对目标公司失去兴趣，而放弃收购。“皇冠之珠”可能是目标公司的核心或重要业务部门、资产、业务、知识产权，也可能是上述项目的组合。与“皇冠之珠”相同，“虚胖战术”也是采取措施降低公司价值，以使收购人对公司失去收购兴趣。其做法或是高价购入大量不良或低价值或无价值资产，或是提前对外偿债，或是对外进行长期而高风险的投资。在前

者，购入该等资产将导致公司资产质量下降，而由于该等资产缺乏盈利能力，因此，其将导致公司负债大量增加，财务状况恶化。在后者，该等长期对外投资短期内无法见效，因此，公司短期收益率大减，而且，由于长期项目通常风险较大，公司经营风险由此也大为加大。

适用性分析：依据《收购办法》第33条的规定，收购人作出提示性公告后至要约收购完成前，被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。因此，上述不管是“皇冠之珠”还是“虚胖战术”，如收购人已做出提示性公告，目标公司董事会或管理层只有在取得股东大会的同意的情况下才能采用该等“焦土政策”措施进行反收购。当然，如果目标公司在收购人作出提示性公告之前即采取此“焦土政策”而在此后实施则可被认为是从事“正常的经营活动”或是“执行股东大会已经作出的决议”的结果而应为法律所允许。³³但需要注意的是，该等资产处置如达到《资产通知》中所谓“重大”的程度，则其除需要前述董事会决议、股东大会决议同意外，还需要独立董事同意并取得证监会的核准（必要时还要经过中国证监会发行审核委员会的事先核准），并履行必要的公告手续才能实施。因此，在制定或实施“焦土政策”过程中，应尽量控制所购买、出售、置换资产的额度至“重大”以下，从而避免触发该通知的上述程序，以保证反收购顺利、便捷地实施。尽管如此，此类反并购措施由于可能使目标公司、股东利益受损害而目标公司的董事和管理层得以保全其职位。因此，董事会此类议案在股东大会对其决议时可能会遇到阻碍。基于同样理由，监管部门也可能以其违反上述《收购办法》第8条规定为由予以反对。

此外，考虑到目标公司之所以成为收购目标，其价值被低估及收购价格较低是重要原因之一，因此可考虑对公司资产/权益进行重估，提高其资产/权益价格，从而增加收购人成本而达到反收购的目的。

17、外部手段——提起控告、申诉或诉讼³⁴

即通过发现敌意收购人或收购过程中存在的法律缺陷或不符合法律的情形而向有关部门提起控告、申诉甚至向法院提起诉讼的手段而阻碍收购的方式。

适用性分析：此是反收购战中的常用方式。此种反收购手段可起到使收购人直接终止或中止收购行为或者提高收购价格的作用，至少能起到拖延敌意收购人收购进程的作用，从而为目标公司采用“白衣骑士”或其他反收购策略争取到更多的时间。在中国法律环境下，《收购办法》、《并购规则》和《战投办法》对收购人的主体资格（主要是资质条件、实力及其认定）³⁵、收购过程的信息披露义务（主要是报告、申报程序）³⁶以及收购本身的合法性（主要是反垄断和产业准入和安全问题³⁷）均有严格规定，而收购人在此方面的违反或不合规则可能导致收购被有关部门暂停或停止的后果。显然，如目标公司发现敌意收购人存在违反上述规定的任何一种情形，掌握相关事实并获取相关证据后即可向有关部门提出控告或申诉，而如该控告、申诉导致有关部门立案，则至少在立案调查结果出来之前，收购人也将无法顺利地继续进行并购。

目标公司在采用这一手段时，应当注意：1）注意调查、收集和保存足够的相关证据；2）可以考虑与“白衣骑士”或“白衣护卫”或其他反收购策略配合使用。

六、结论性意见

综上，可对上述西方常见的反收购措施按其大类在中国法律环境下合法性和可行性的高低进行一般性的排序：首先是外部手段即控告、申诉或起诉，其次是目标公司自身手段，其中依次各为目标公司董事（会）控制、股东会控制角度、股份（权）控制、资产权益处置/控制角度的反收购措施。实践中，上述排序可能因各上市公司的实际情况而有所差异，而各大类中具体的反收购措施在中国法下的适用通常会具有一定局限，有的还可能遇到法律障碍。魔鬼常在细节之中。在实践中，上市公司需要结合自身实际情况，对包含但不限于上述具体措施在内的反收购措施采取更细致和深入的法律分析、设计甚至创造性和综合性的运用，才能达到合法、有效地反收购的目的。



³¹ 如2000年10月，朗讯的首席执行官Richard.McGinn因公司并购辞去CEO一职，从而获得了1250万美元的巨额补偿，其中包括了550万美元的现金和700万美元的公司股票。

³² 国外对“降落伞”系列的反并购措施一直有很强的反对声音，主要原因在于此类措施往往是对现有管理层失败管理的一种补偿而构成对其的过度保护，从而妨碍了更优秀的管理层的进入，进而构成对公司利益的侵害。

³³ 比如在提前清偿贷款的情形下，如公司在敌意收购出现前已订立的借贷或担保合同订有相关条款而在敌意收购事项出现时债权人有权要求提前清偿债权或行使下保权。

³⁴ 其近期著例如一度被叫暂停的徐工、双汇、洛轴外资收购项目。尽管其中不乏被恶意搅局的因素，但笔者仅从技术角度进行分析而并不对该反收购行为背后的动机作猜测及评判。

³⁵ 例如《收购办法》第6条的规定。

³⁶ 例如《收购办法》第75条和第79条关于敌意收购人如具备其中任何一种情形，则可能被中国证监会责令暂停或者停止收购的规定。

³⁷ 例如《并购规则》第12条关于并购如对国家经济安全造成或可能造成重大影响的，商务部可以会同相关部门要求当事人终止交易或采取转让相关股权、资产或其他有效措施的规定。

并购新规十八问¹

谌楠²



2006年8月8日，商务部、国务院国有资产监督管理委员会、国家税务总局、国家工商行政管理总局、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局共同颁布了最新修订的《关于外国投资者并购境内企业的规定》（“新并购规定”），该新并购规定已于2006年9月8日开始施行。我们理解，2003年的《外国投资者并购境内企业暂行规定》（“暂行规定”）实施后，国有资产管理、税收、外汇等政府部门也相继颁布了一些与并购相关的文件，新并购规定吸收整合了上述各部门的意见，将这些文件中的部分内容体现在了新规定中。与03年的暂行规定相比，新并购规定不仅加强了对中国境内企业的股权和资产的并购的管理，还增加了对中国境内公司或自然人控制的境外企业在境内设立外商投资企业、通过成立特殊目的公司将境内资产/权益在境外IPO以及境外企业与中国境内企业的股东股权互换的规定。

然而，自新并购规定颁布以来，就该规定提出的问题和争论也从来没有停止过。根据各方的反映及我们的经验，本文总结了新并购规定在实践操作中的已遇到或可能将遇到而亟需解决的热点问题，其中大多数问题在新并购规定中并没有给出明确的答案，而需要等待相关部门的进一步解释甚至更详细的相关细则的出台。

问题1：第9条规定，境内公司、企业或自然人在境外设立或控制的公司并购其境内有关联关系的公司，如果实际控制人以外的外国投资者在注册资本中的出资额高于25%的时候可以享受外商投资企业待遇，这个25%该如何计算，是指直接投资超过25%还是也可以计算间接的投资？

问题2：第12条加强了对并购境内重点行业和民族产业企业的监管力度，但“重点行业、存在影响或可能影响国家经济安全因素”的定义或判断标准是什么？

问题3：如何区分资产并购行为和单纯的购买资产行为？

问题4：第11条规定境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司，应报商务部审批，如果该企业或自然人只是在境内新设一个企业，而非并购，是否也需要报商务部审批？

问题5：第11条所说的“设立”和“控制”的含义是什么？是不是说一个自然人，只要参与了境外公司的设立，即使只占有很少的股份，也属于设立和控制的范畴，需要商务部的审批？

问题6：新并购规定中多处提到的“实际控制人”如何定义？

问题7：第15条所提到的并购各方“属于同一实际控制人”如何理解？如果并购各方中有两方或者多方分别属于有亲属关系的数个人所控制（如夫控制一方，妻控制另一方），是否算属于“同一实际控制人”？

问题8：第30条规定的并购顾问是否包括外国中介机构（如律师事务所、会计师事务所）在中国注册的代表处？

问题9：新并购规定第四章中规定，外国投资者以股权并购境内公司，境内公司向工商局、外汇局办理变更登记时，应当预先提交旨在恢复股权结构的一些承诺文件。商务部为什么要在第四章中规定一个恢复股权结构的特殊机制？

问题10：第33条和第36条将上述股权恢复的期限规定为一年，如果届时境内外公司没有完成股权变更手续，则境内公司股权结构恢复到并购之前的状态。一年的期限是否足够？如果一年的期限届满，股权置换的手续进行到一半（如境外公司尚未完成境外上市的工作），是否可以向商务部申请延期？

问题11：第40条规定特殊目的公司境外上市交易，应经证监会批准。是否所有的特殊目的公司境外上市交易都必须经过中国证监会批准，还是只是特殊目的公司以股权并购方式控制境内公司并拟在境外上市时才需要经过中国证监会批准？

问题12：第55条扩大了新并购规定的适用范围，将外国投资者购买境内外商投资企业股东的股权或认购境内外商投资企业增资，外国投资者通过其在中国设立的外商投资企业合并或收购境内企业，以及外国投资者并购境内有

限责任公司并将其改制为股份有限公司或被并购的境内公司为股份有限公司的情形都纳入管理范围。具体而言，是不是新并购规定中规定的股权转让对价支付的期限、股权置换的对价、以及反垄断审查在上述并购活动中都适用？

问题13：第58条规定，境内公司的自然人股东国籍变更，不改变该公司的企业性质。对于在9月8日前已经由于自然人股东国籍改变而由内资公司变更为外商投资企业的公司，商务部如何处理？

问题14：现有外商投资企业股权转让现在是否也必须经过评估，不论是否涉及国有资产？

问题15：股权转让的价款是否必须依据评估结果定价，还是仅以之为参考？

问题16：新并购规定及八部委关于房地产市场外资准入和管理的规定出台后，对于为并购境内房地产企业而设立的外商投资企业有什么限制？

问题17：以前外商投资企业再投资需要具备三个条件（注册资本已缴清；开始盈利；依法经营，无违法经营记录），现在工商局已经把这三个限制取消了，商务部是否还坚持？

问题18：新并购规定已经于2006年9月8日实施，如果说一个特殊目的公司为上市做重组，在9月8日前重组完成一半了，举例来说，其在境内拟并购6家公司，3家已经根据03年的暂行规定审批了，另外的3家还没有批下来，剩下的3家公司是应该按照原来的审批层级和程序继续进行，还是需要按照新并购规定由商务部审批？又如特殊目的公司已完成境内重组，已进入海外上市申请阶段，此情形是否还需要商务部与中国证监会审批，如不需要是否在上市后其还需要补办手续？



¹ 感谢张诗伟律师给予的意见与指导。
² 作者为君合律师事务所北京总部律师。

上市公司收购案例专栏——玩味对赌¹

任栋²



引言

当私人股权基金、收购基金、QFII、海外VC纷至沓来，当FDI不再一枝独秀，中国吸引外资的结构正悄然历着变化。在这一批进入中国的国际资本中，私人股权基金、收购基金是令人瞩目的，和瞄准高科技创业企业的VC不同，私人股权基金和收购基金通常猎取成熟行业里的领先企业(以民营企业为主)，并已形成了一套较为成熟的游戏规则：谈判调查—收购企业并进行重组(设立SPV)—股权投资—激励与业绩提升—上市/协议转让套现。主要过程为：首先，选择一家合适的境内企业，进行重组改造，并通过设立SPV在境外平台对境内企业进行注资并获得境内企业原始股权；其次，签订“对赌协议”，为境内企业中方管理层设定业绩增长目标，以激励其在规定时间内实现业绩目标，与此同时，按企业特点建立一套适合海外上市的完整体系，帮助企业进行全方位改造；最后，等待时机成熟，推动企业在海外IPO，并通过先前设计的退出通道，套现离场。

而在这一场场的资本游戏中，对赌协议的签订是最值得玩味也是最富有争议的一个环节。如果把国际机构投资者对中国企业整个资本运作看成其导演的一场资本大戏，则对赌协议的安排恰似这场大戏中的走钢丝表演。本文无意作出过多形而上的价值评判，而是试图从法律角度对对赌协议作一些还原性的解释和探讨。

一、谁在对赌——主要对赌局的简单回顾

图一简单总结了近年来比较有几个投资/收购案例中的对赌局。从结局上看，既有蒙牛在外资助推器下实现的超常规发展，也有被外资收割机拖垮的永乐，正是这些强烈甚至是戏剧性的反差，使得对赌协议成为业界争议的焦点。

二、对赌的本质和功过

业界对于对赌协议的评论可谓“功过参半”。蒙牛赢

中资企业VS外资资本	赌局	结局
港湾VS华平、龙科	投资方分三次对港湾注资9800万美元，并与港湾管理层约定，2001-2004年一旦港湾未能实现持续的销售增长，外资将会获得更多股权。同时规定，一旦港湾上市不成，港湾管理层将失去对企业的控制权。	未能实现约定的业绩增长，管理层丧失控制权，被迫出售给“老东家”华为。
雨润VS高盛、鼎辉和PVP	在雨润香港上市时，约定若雨润2005年赢利达不到2.592亿港元，投资方有权要求大股东以市场溢价20%的价格赎回所持有的股份。	06年3月雨润赢利达3.6亿元人民币，远超过对赌下限。
蒙牛VS摩根、鼎晖及英联	外资通过境外平台向蒙牛进行了两次注资。第一次为2597.3712万美元，第一次注资后外资看好蒙牛的市场表现，又与蒙牛签署了“可换股文据”进行了第二次注资，金额为3523万美元。可能是考虑到第二次注资有些仓促，外资做出了对赌安排：约定蒙牛在2004年至2006年盈利复合增长率未达到50%，管理层将向投资方支付7800万股公司股权。反之，投资方支付相同数量股权给管理层。	由于蒙牛表现优异，对赌以双赢结局提前结束。
徐工VS凯雷	协议规定，如果徐工机械2006年的经常性EBITDA（经常性EBITDA是指不包括非经常性损益的息、税、折旧、摊销前利润）达到约定目标，则凯雷的出资购股85%的金额为3.15亿美元，增资额为6000万美元；如果达不到约定目标，则凯雷的购股金额为2.55亿美元，增资额不变。也就是说，徐工是否达到约定目标，凯雷都将拥有徐工机械85%的股权。只是在徐工达到约定目标后，这部分股权的收购价格提高6000万美元。	据报道，目前凯雷在新的收购方案中取消了对赌协议。 ³
永乐VS摩根及鼎晖	摩根、鼎晖以5000万美元入股永乐，永乐在2007年扣除非核心业务利润后盈利如果高于7.5亿元人民币，投资人向管理层割让4697万股；利润介于6.75亿元和7.5亿元之间不需进行估值调整；利润介于6亿元和6.75亿元之间，管理层向投资人割让4697万股；利润低于6亿元，则管理层割让的股份达到9395万股	未能实现约定的业绩增长，被竞争对手国美收购。

图一 主要对赌局的简单回顾

了，有人则把它看成中国企业成长的助推器；永乐输了，有人把它看成外资对中国企业的收割机。笔者认为要客观地看待对赌，首先要认清对赌协议本身。

所谓“对赌协议”，通常的解释是投资方和被投资方在达成协议时，对于未来不确定情况的一种约定，通常是业绩指标。如果约定的条件出现，即业绩指标实现，被投资方可以行使一种权利，而投资方须承担相应的义务，通常是投资方向被投资方割让股份；如果条件不出现，投资方则行使一种权利，而被投资方须承担相应的义务，通常是被投资方向投资方割让股份。这种概念表述中，似乎蕴含着某种期权的属性，甚至包含着一种“赌博”意味，或者用中性的表述是一种博弈。

首先，就“对赌协议”的主体看，从图一不难发现对赌的投资方多是有着丰富资本运作经验与融资能力的国际私

人股权基金和收购基金，而被投资方则往往是具备大股东和经营者双重角色的企业中方实际控制人，而这些企业也往往是行业内处于领先地位的民营企业。为什么这些民营企业而非国有企业会成为国际资本觊觎的对象呢？当凯雷收购徐工、舍弗勒收购洛轴、克虏伯收购曲轴等外资收购国有企业诸多项目接连被叫停，其间所引发的民族情绪暂且不论，国家安全和经济安全也被上升到空前的高度，且该等国有企业的国有股权的出售决定权在其出资人股东（国资委）而非其管理层，这使得外资收购国有企业变得较敏感而复杂。而与国有企业相比，民营企业具有更简单的股权结构和宽松的政府管制，而且其掌舵者既是公司的管理层又是公司的大股东，这种双重身份使得中方有了下注的资格和“筹码”。可以说，这也是对赌协议达成的前提之一。

其次，从对赌协议内容看，对赌到底在“赌”什么？在

¹ 感谢君合律师事务所肖微律师、刘大力律师、张诗伟律师、周辉律师以及姚建波律师对本文的起草和修改所提出的意见和建议。

² 作者为君合律师事务所上海分所律师。

³ http://news.xinhuanet.com/stock/2006-10/24/content_5241423.htm 《凯雷提高徐工机械收购价格“对赌”协议被取消》。

进一步阐释之前，不妨从词源的角度再审视一下对赌的本义。对赌协议的英文表述是Valuation Adjustment Mechanism(VAM) ,直译过来就是“ 估值调整协议 ”。从这个定义我们很难再体会到“ 赌 ”的意味，但事实上其正准确地反映了对赌的内涵。正如前文所述，私人股权的投资对象往往是一些行业内处于市场领先地位的民企，除了其具有更干净的结构和宽松管制外，国际资本大多是看中其在未来的企业价值所能带来的现金流。在西方资本市场，企业估值调整几乎是每一宗投资必不可少的技术环节，因为投资方和被投资方可能对企业未来的赢利能力都不能做出明确或者说是一致的判定，况且，投资人和被投资企业的管理层存在着信息不对称。而解决这种未来不确定和信息不对称的办法就是业绩驱动的企业价值评估。投资人通常会设定一个业绩中间目标，按照这个中间目标给被投资企业估值，如果企业在规定期限实现了业绩目标，投资方将给予被投资方一定的激励，通常是股权激励，当然投资方的股权损失是可以通过业绩提升所带来的股票溢价来弥补；如果企业没有在规定期限实现业绩目标，被投资方管理层通常要对投资方给予相应的补偿，通常补偿的成本是可以与其投资额成比例的。比如，在蒙牛对赌案中，假设蒙牛达不到双方约定的50%的复合增长率，2006年只能维持2004年上市时的盈利水平，那么蒙牛赔偿给摩根的7830万股，以预期发行价格3.125-3.925元的均价计算，正好足额补偿二次增资的数额。

那肯定有人质疑，在对赌协议下无论被投资方管理层能否达到业绩标准，投资方都能获利。如果达到协议标准，投资方虽然付出了部分股权，但却得到股价上升的回报；而在未达到协议标准的情况下，投资方则可通过更多的股权甚至企业控制权来弥补股价下跌的损失。对赌协议潜藏着私人股权资本“ 晴天送伞、雨天收伞 ”的逻辑，用中国成语说就是旱涝保收。这也是当前对对赌协议的最大质疑，特别是在永乐被摩根“ 拖垮 ”之后，这种质疑声更是不绝于耳。这种质疑是可以理解的，但我们也不应该忘了，西方有句谚语，叫做“ 天下没有免费的午餐 ”。因为以上理想化的对赌逻辑忽略了一个重要前提，那就是资本的筹集不可能没有代价，一个错

误的投资决策，即使收回了成本，也难以弥补其融资成本，更不用说失去投资更好企业的机会成本。

实际上，对于投资方来说，对赌协议只是其整体赌局的一环，在此之前，他们先要寻找合适的投资对象，并帮助目标企业完成以清理产权关系为目标的改制重组；然后通过包括“ 对赌协议 ”在内的一系列措施激励和提升企业业绩；最后还要完成以上市为目标的一系列资本运作。在这个过程中，投资方付出的成本可能高于其在对赌所获得的保本性投资回报。而作为被投资方，特别是接受摩根等有国际一流投行背景的投资方在上述资本运作中的指导，除了资本之外，企业在品牌知名度、公司治理等方面的提升，不管是有意还是无意，事实上是存在的，但这些非财务指标又很难被量化到当期的对赌收益中。

第三，如果能从主观上分析一下对赌的目的，特别是投资方的“ 企图 ”，可能对对赌协议的本质和功过会有个更理性的判断。从法律上说，任何民事行为都是为了追求一定的法律效果而实施的。“ 对赌协议 ”本身的目的是解决投资方与被投资方对企业价值的不同预期之间的冲突，并通过对赌将这种冲突化解或者至少达到双方可以接受的程度。同时，也是很重要的一点就是对赌协议为管理层带来的类似股票期权的“ 激励效应 ”，而且是双向激励。但可以说，投资方主要目的并不在于套利管理层，投资方也希望管理层能够赢得对赌，因为业绩推动下的资本升值比转股款更能满足投资人对投资回报的期望。

更进一步说，对赌协议的本质或者核心是通过解决企业战略执行过程中的治理和激励问题，从而最大限度减少因企业与投资者之间存在的信息不对称而带来的冲突并解决双方对企业价值的不同预期。协议的本质不是对立，而是谋求一致，即，投资人与管理层在上市融资前就未来的发展战略和企业价值达成一致判断。可以说，对赌协议是通过合约的方式体现了资本要素和企业家要素这两种稀缺资源的结合，并力图使博弈的结果能使双方利益都实现最大化。

当然对赌的目的在于双赢，但并不是说对赌等于双赢。在没有达到业绩目标时，对赌协议对于投资方的确在一定程度上起到保护伞的作用，这种潜在的不平等可能是

源于对赌协议本身之外的。当然，正如前文所述，这个投资回报的保值也只是狭义上的理解。而对于被投资方，并不是“ 赌 ”输的，而是“ 做 ”输的，输在了业绩上，而不是协议上。因为如果没有能够支撑那个协议价格的业绩，那么协议价格本来就应该得到重新估值。

三、对赌协议的法律性质探析

从目前对赌协议的运作平台来看，大多数对赌协议是在境外通过外资和中方管理层设立的SPV来完成的。比如，在摩根和蒙牛的对赌局中，包括对赌安排在内的一系列资本运作主要通过蒙牛管理层在BVI设立的壳公司以及摩根三家外资机构的开曼公司与毛里求斯公司来完成的。我们可以合理推测，国际机构投资者之所以把中国企业拉出去玩，从法律上无非出于两种考虑：一是中国法律禁止该等对赌；二是法律对于对赌没有作出明确规定。因而，投资者认为在中国法下实施对赌安排难以得到有效的法律保护，潜在的法律风险驱使国际机构投资者把对赌的“ 赌场 ”安排到境外。笔者认为，国际机构投资者的担心不无道理，因为对赌协议如果安排在中国境内，则其在中国法下的效力可能是不确定的。在目前中国法下，法律没有就对赌协议的内涵与外延作过明确的界定，笔者试图首先从以下法律概念中探寻中国法下对赌协议可能的“ 附体 ”。

（一）对赌协议与射幸合同

射幸合同是以不确定性事项为合同标的的，而这种主观上具有预判性和客观上具有不确定性的事项称为机会性事项，参与此类事项的行为在学理上称之为射幸。射幸一词来源于拉丁文，在词源上，该词与alea(意为死亡)和aleato(意为玩骰子者)有联系。《牛津字典》给“ 射幸 ”下了这样的定义：“ 取决于死亡的降临；因此，取决于不确定性的偶然性 ”。⁴

合同是法律地位平等的当事人意思表示一致的外在物化。射幸合同是合同中的一种，属于双务合同的范畴。当然，与一般双务合同相比，射幸合同的相互给付有其特殊性：一方的给付并非等价物而是假借于未来不确定的偶然性，可能获得巨额利益也可能一无所获，但这并不影响射幸合同作为双务合同的性质。因为，当事人订立双务合同时，他们正在进行允诺的交换，允诺的给付是约定的交换对象，这并不意味着合同当事人认为这两个允诺的给付具有完全相同的市场价值。订立合同的主要诱因是这样的事实：各当事人对向其允诺的给付(作为收益)，比起同意在交换中付出的给付(作为成本)，有更强烈的欲望⁵，即所谓经济学上的边际效用为正。从以上定义可知，射幸合同具有以下基本特征：(1)射幸合同的交易对象是“ 预期 ”。交易的标的物在合同缔结时尚不实际存在，所存在的只是获得该标的物的或然性。因此，罗马法学家把与射幸合同有关的买卖活动正确地称为“ 买希望”(emptio spei)。(2)射幸合同双方承受的风险不平衡。“ 买希望 ”即意味着有偿作出的预期可能会落空，更表现为交易人对遭受到的追夺不享有请求救济权。(3)射幸合同等价有偿的相对性。民事合同一般贯彻等价有偿的基本原则。而射幸合同在这一点上似乎与等价有偿原则有悖，因为一方当事人支付代价最终或者“ 一本万利 ”或者毫无所得。其实，射幸合同就单个主体或交易环节而言往往如此，就全体或整个交易环节而言则依然超脱不了报偿与付出对等的“ 藩篱 ”。

通过以上对射幸合同的分析，可以看出对赌协议在基本性质上与射幸合同是“ 神合 ”的。因为对赌协议就是通过“ 激励效应 ”对投资方与被投资方对企业价值的不同预期的协调，这种协调的达成即形成了法律上的意思表示一致，而对企业未来价值的不同预期是对赌协议中的不确定事件，也是射幸性的集中体现，这也符合了射幸合同的最基本的特征，即合同的法律效果或者当事人之间的权利义务的存在与履行，依赖于不确定事件。此外，至于风险承担

4 科宾：《科宾论合同》（一卷本），下册，王卫国、徐国栋、李浩、苏敏、夏登峻译，中国大百科全书出版社1998年版，第130页。
5 科宾：《科宾论合同》（一卷本），下册，王卫国、徐国栋、李浩、苏敏、夏登峻译，中国大百科全书出版社1998年版，第129-130页。
6 黄风：《射幸契约与衍生金融工具交易》，载杨振山、桑德罗(意) 斯奇巴尼主编：《罗马法· 中国法与民法法典化:物权和债权之研究》，中国政法大学出版社2001年版，第594页。

和等价有偿，在对赌这一环节，风险的承担和投资回报是向国际机构投资者倾斜的，但就中资被投资企业的整体融资需求和业绩提升的可能性来考察，笔者认为仍然是基本遵循等价有偿原则的，其中的原因前文已经作出了评述，此处不再展开。

当然，对赌协议在基本符合射幸合同的内涵的同时，与一般的射幸合同又有所区别。其独特之处在于当事人对于不确定事件的影响上，当事人可通过自己的行为对该等事件的发生与否施加一定的影响。比如，保险合同也是射幸合同，但对于保险事故是否发生完全取决于客观情况，而不允许当事人人为地促进或阻止该等不确定事件的发生。而就对赌协议而言，被投资企业的管理层在一定程度上是能够通过自身努力去实现被投资企业的业绩提升，进而实现“股权激励效应”的，这也就在射幸合同之外引申出另一个法律概念——期权。

（二）对赌协议与期权

期权主要有两种。一是作为公司治理中管理层激励的股票期权，另一种是金融衍生交易中的标准股票期权。

就对赌协议与股权激励而言，也曾有学者把对赌安排作为股权激励的一种形式加以研究，⁷但笔者认为从法律角度而言，两者是有区别的。在权利义务上，公司治理中的股权激励是单向的，管理层如果不能在业绩方面达到获得股票期权的条件，则也丧失了行权的权利，但不会为此承担义务，即付出“真金白银”；而对赌协议的激励是双向的，对赌一方拥有了未来权利的选择权，同时必然要求另一方承担实现对方权利的义务。在行为的性质和操作程序上，对赌是股东行为，更多体现了股东之间权利义务的安排，所需要履行的是股东之间有关股权转让的手续；而股票期权是公司给予公司管理层的长期激励，属于公司行为，这种行为必须获得公司股东会和董事会的批准。此外，这种两种行为在性质上的区别也可能导致在税收处理上的差异。

但是就“激励效应”而言，两者是有异曲同工之妙的。对赌体现的是国际机构投资者对同作为股东的中方管理层的激励，股权激励体现的是公司对公司管理层的激励。因此，曾有业界人士也把对赌协议称之为“激进的股权激励方式”。

就对赌协议与衍生交易中的标准股票期权而言，两者的区别是显而易见的。作为金融衍生产品的标准股票期权，其可以在衍生市场上通过标准合同的形式予以买卖从而实现投机或保值的目的，而对赌协议只是股东之间解决对企业不同价值预期的协议，其协议本身并不是可以交易的标准化产品。但之所以将两者作比较，因为在套期保值这一点上，两者是相同的，管理层无法实现约定的业绩指标时，对赌协议就成为了国际机构投资者的保护伞，这时的对赌协议就体现了为一种“对投资者而言”低收益的保值性衍生（相对公司业绩作为基础资产而言）工具。

（三）对赌协议与附条件合同

就对赌协议与附条件合同而言，两者可谓“貌合神离”。附条件合同与对赌协议的区别实际体现了附条件合同与射幸合同的差异。附条件合同所附条件成就与否决定了合同的效力，而射幸合同成立即生效。需要指出的是，附条件合同尽管所附条件的成就具有不确定性，且立约人也可能不会实际承担所允诺给付的义务，但该合同并不具有射幸性。因为射幸合同是因其标的具有不确定性而具有射幸性，而附条件合同标的是确定的，只是以不确定的条件来制约其效力。另外，用英美法的观点看：一个合同，只有在当事人考虑到即使他们中的一个不履行另一个仍可能必须履行的情况下，并且只有在这些允诺表明了这样的意思，即一方当事人在一定情形之下，即使他方当事人不履行，仍应履行其允诺的情况下，才能是射幸合同。这样的法律后果是：一方当事人可能承担作出即行履行的法律义务，而他方当事人则不承担并且决不会承担这样的义务。⁸

综上所述，笔者认为对赌协议是一个“综合体”，即带有激励和保值效应的射幸合同。射幸性是对赌协议作为射

幸合同所具有的共性，而股权激励和衍生的保值功能是其附带的特性。

四、对赌协议在中国法下的合法性探析

将对赌协议安排在中国境内，则对其在中国法下的合法性分析一定程度上也转化为射幸合同在中国法下合法性的探讨。根据中国的民事法律和民法理论，一种民事法律行为是否合法，一般取决于主体适格、意思真实和内容适法三个要件。对赌作为一种民事行为，其合法性也大体需要具备上述三要件。前两个要件的满足对于对赌协议来说并不存在合法性障碍，因此关键在于考察最后一个要件即其内容是否能得到法律的认可。

从合同的一般法理上分析，对赌协议内容应该是有其合法性保证的。首先，从功能性角度而言，对赌协议作为中国企业海外融资的一个重要环节，海外上市不仅满足中国企业，特别是一些发展较快的民营企业的融资需求，而且一定程度促成了他们在公司治理、品牌提升等方面的几何级发展。当然，对赌协议也有消极影响，这是其双刃剑特性的体现。其实，进入中国的外国资本，包括最基本的FDI也是具有该等特性，只是没有对赌协议那么明显，那么具有张力。对此，法律的考量应该是管理和引导而不是禁止。其次，从消极的合法保证角度而言，《民法通则》第7条规定：“民事活动应当尊重社会公德，不得损害社会公共利益，破坏国家经济计划，扰乱社会经济秩序。”只要对赌协议不违背公序良俗，就应当能获得法律上的正当性。

从射幸合同的法律适用的角度看，根据我国《合同法》第124条规定：“本法分则或者其它法律没有明文规定的合同，适用本法总则的规定，并可以参照本法分则或者其它法律最相类似的规定。”就此，在单行法方面，我国法律上有规制的射幸合同仅有保险合同一类，而在现实中，射幸合同却有着多种表现形式，比如，彩票或有奖销售合同，各种金融衍生工具合同等。而作为射幸合同的对赌协议由于

法律无明文规定，在我国法律上处于无名合同的法律地位，因此，其合法性应无疑问，其理应得到法律上的正当性保护。⁹尽管如此，作为射幸合同的对赌协议由于在中国法下缺乏必要的明确的法律支撑，确有仍被认定为非法或被干预的可能。在这种情况下，外资并购方面的政策性的解释和调控就可能成为重要的风向标。就目前整体对于外资并购的态度而言，笔者理解整体的政策倾向是以“平常心”引导和调控，而不是禁止。虽然凯雷收购徐工案中，对赌协议被取消，对此也各有说法，但笔者的理解该等取消更多的是政策当局出于对国有资产保值增值的考虑。

五、对赌协议实施的主要障碍探析

上述就对赌协议在中国法下的合法性作了初步判断，倾向于其应得到法律上的正当性保护。结合对赌协议的特点，对赌安排实施中以下几个环节在目前的中国法律环境下可能存在一定的障碍。

第一，关于企业价值的评估。正如前文所述，对赌是双方对企业价值的不同预期。国际机构投资者通常采用“动态调整评估法”来评估企业价值，企业的价值是和企业的成长性或者未来盈利能力挂钩的。虽然1991年的《国有资产评估管理办法》规定了收益现值法、重置成本法、现行市价法、清算价格法等多种评估方法，2006年的《关于外国投资者并购境内企业的规定》对于非国有资产也明确了资产评估应采用国际通行的评估方法，但在实践中，国内企业特别是国有企业的资产评估通常采取账面价值等静态评估方法，大多未考虑企业整体资产在未来的盈利能力，这样既可能导致忽略国有产权中无形资产、市场增值乃至控制权价值等因素而导致国有资产流失，也可能忽略账面资产的流动性、技术含量低以及折旧不规范等因素而导致价格高估。这种价值评估理念和方法上的差异，很可能导致对赌双方在企业价值评估上的拉锯战，也很可能导致政府审批时以资产流失等理由阻碍交易的进行。当

⁷ 薛锋，姚亚平：《打开期权激励之门》，见http://www.e521.com/cjbk/sxcwg/200506/1116163609.htm。

⁸ 科宾：《科宾论合同》（一卷本），下册，王卫国、徐国栋、李浩、苏敏、夏登峻译，中国大百科全书出版社1998年版，第130页、第136-137页。

⁹ 相比之下，发达国家的民法典对射幸合同大多作出了规定。《法国民法典》第1104条第2款定义射幸合同：“在契约等价是指各方当事人依据某种不确定的事件，均有获得利益或损失之可能时，此种契约为射幸契约。”路易斯安那州民法典第2982条规定：“射幸合同是当事件人全体或其中一人或数人由此获得利益或遭受损失的效果取决于不确定事件的相互协商一致。”

然，在国有资产考核从注重净资产转为注重未来业绩动态预期的趋势背景下，对赌协议将在并购市场具有更为广泛的应用空间。

第二，关于股权激励。上文已经分析了对赌协议与股权激励的异同。假设对赌安排在境内实施或者在境内国有公司境外上市中，不排除该等安排被监管机构认定为变相的对管理层（而非视为公司股东）股权激励计划，从而必须适用境内有关股权激励法律规定。比如，2005年的《上市公司股权激励管理办法》（试行）、2006年的《国有控股上市公司（境外）实施股权激励试行办法》、《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》等法规就对股权激励实施的对象、总量、期限、限制条件和报批程序等作出了规定。这无疑会给各对赌协议的实施造成程序上的繁琐和实质上可能的障碍。此外，就目前在境外平台实施的对赌安排而言，管理层通过业绩提升赢得了对赌，所获得股权或者其他利益回报究竟是视为资本项目项下的股权投资（转让）收入还是经常项目项下管理层劳务报酬的延伸¹⁰，目前尚无法律法规作出明确规定，而这两种不同的认定将涉及到宽严程度不同的外汇管理从而影响相关安排的实施。

第三，关于中小股东利益保护。对中方被投资人而言，签下对赌协议，管理层面临割让股份甚至丧失控制权的风险，因此在对企业战略发展和价值评估缺乏正确认识的情况下，管理层为了实现对赌协议安排下的业绩目标容易引发企业外部非理性扩张，而这同时也很有可能破坏了公司的内部治理，在公司管理决策和利润分配等方面诱发侵犯小股东利益的情形。比如，作为管理层的大股东可能会追求短期快速扩张而大量“圈占”公司资金，导致多年不分配利润。而这些侵犯小股东利益的行为，在中国法律越来越强调保护小股东利益的趋势下，可能会使得公司面临

诉讼而最终影响到对赌协议的实施。¹¹

六、签订对赌协议——三思而后行

在具体对赌协议条款设计或起草时，笔者认为以下三个方面是值得关注的：

（一）设定合理的企业估值目标

正如前文所述，由于国际机构投资者通常采用“动态调整评估法”而非国内通常采取的“账面价值”、“净资产”等静态评估方法来评估企业价值，这使得公司管理层更是面临着盈利能力和成长性的双重压力。在这种情况下，企业在与国际机构投资者签定对赌协议时，要避免因对企业未来估值偏高，对风险的评估不够充分，而把对赌协议的业绩目标设定在企业能力范围之外的情况发生，否则将容易引发企业的非理性扩张。比如，永乐当时就在和摩根的对赌协议中设定了超出企业能力范围和常规发展路径的业绩目标。为了实现业绩目标，永乐先后并购了广东东泽、四川成百、厦门灿坤、厦门思文、河南通利等，把被并购企业的盈利注入到永乐利润表中。但事与愿违，急剧的扩张显然超出了长期以来擅长于“慢工出细活”的永乐之能力范围，最终被国美并购。

（二）保障控制权

控制权是对赌协议条款设计中核心问题之一。国际机构投资者在对赌协议“赌注”的设计上，往往经过周密的财务和市场预测。一旦被投资人未能达到约定的业绩目标，其所获得的割让股份一方面是弥补了其投资损失，另一方面也是为取得被投资企业的控制权提供便利。之所以如

此，国际机构投资者希望在退出机制的选择上有更大的主动权，从而实现其退出时投资回报的最大化。

因此，在对赌协议中，被投资企业应努力对控制权设定保障条款，以保证自身对企业最低限度的控股地位。比如约定无论换股比例如何调整，国际机构投资者的股权比例都不能超过作为第一大股东的企业管理层。此外，也可以考虑设立员工持股计划作为稀释国际机构投资者的股权比例的手段。国际机构投资者虽然在整个资本运作中处于强势，但对此却可能并无异议，因为国际机构投资者在进行财务投资时除了评估企业本身的市场价值外，最关注的是企业团队的价值，而员工持股计划无疑是激励公司团队并保障控制权的最好手段之一。

（三）限定套现策略

为了追求最大化的投资回报，在股权投资中国际机构投资者最关注的问题之一就是退出机制。正如牛根生所说，摩根在结婚之前考虑最多的是离婚时的安排。而IPO和协议转让是国际机构投资者最常用的退出手段，如果国际机构投资者认为被投资企业IPO无望，则很有可能将被投资企业出售给上游企业或者企业的竞争对手。更有甚者，在永乐对赌案中，摩根虽然可以在永乐IPO后套现获利，但出于对永乐发展前景的不乐观，摩根仍然利用了市场手段促使了国美对永乐的并购。摩根一方面在禁售期前调低对永乐的评级，并在市场作出反应前配售永乐股票，另一方面增持国美股份，无形提高国美换股收购永乐的价格，使其在并购溢价和对赌协议中可能获得双丰收。这一系列环环相扣的安排，其背后的逻辑是摩根收益的最大化。而2003年，摩根也曾在南孚海外上市计划搁浅的情况下，将其所持股份转让给其竞争对手吉列。

可见，如果被投资企业对赌协议中对国际机构投资者套现策略不做相应限定性安排，一旦国际投资者将其所持的股权转让给被投资企业的竞争对手，则意味着被投资企业的控股股东或实际控制人不仅仅是输掉了资金，也有可能丧失了企业的控制权。因此，在对赌协议的设计上，被投资企业需要设置排他性条款，对不得向竞争对手转让

作出明确规定，并把违反排他性作为严重违约的情形之一。在被投资企业话语权不够强大时，至少要保证在国际机构投资者抛售股份时，被投资企业具有优先购买权，以防止控制权旁落至不利于企业发展的接盘人甚至其竞争对手手中。

结语

对赌协议可能已经被赋予了过多或褒或贬的解释。笔者认为不应再给予对赌协议过多形而上的价值判断，对赌协议本身只是一种财务工具，一种利益平衡机制而已。至于投资方和被投资方在资本运作中的不平等，不是对赌协议造成的，而是双方对资本的渴求程度，对游戏规则的理解和运用水平上的差异等因素造成的。更远的说，是中国不发达的资本市场、不完善的法律规则和海外发达的资本市场、健全的法律投资保护体系之间的差异所造成的。

在中国的法律环境下，外汇管制、评估机制落后、退出机制不完善、投资工具不灵活、对投资方权益保护不到位等原因，使得在国内直接进行对赌安排受到了相对较多的限制，因而促使国际机构投资者把被投资企业“拉出去”，用海外比较完美的法律来保护他们的利益、创造各种奇妙的激励机制。

因此，对监管者来说，针对私人股权基金、收购基金等作为财务投资者的特性，构建相对完善的并购监管和投资保护方面的法律法规，既有利于吸引国际资本的进入和对其监管，也有利于保护被投资企业资本运作的权益。对于被投资企业来说，在准确地定位企业战略意图、公允地评估企业价值、恰当地运用游戏规则的前提下，中国一句谚语可能是有启发的：“大赌伤身，小赌怡情”。



10 国家外汇管理局2007年1月5日颁布的《个人外汇管理办法实施细则》规定，“境内个人参与境外上市公司员工持股计划、认股权计划等所涉外汇业务，应通过所属公司或境内代理机构统一向外汇局申请获准后办理。境内个人出售员工持股计划、认股权计划等项下股票以及分红所得外汇收入，汇回所属公司或境内代理机构开立的境内专用外汇账户后，可以结汇，也可以划入员工个人的外汇储蓄账户”。可见，如果境内当局将境外对赌安排视为股权激励的话，则公司管理层的该等股票收入被纳入资本项目进行管理的可能性较大。

11 比如，《公司法》第75条规定，公司连续5年不向股东分配利润，而该公司5年连续盈利，并且符合本法规定的分配利润条件的，对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权。自股东会决议通过之日起60日内，股东与公司不能达成股权收购协议的，股东可以自股东会决议通过之日起90日内向人民法院提起诉讼。

外商投资新政策分析

胡景岩¹



本人最近工作有了转变，根据部里的机构调整，我从外资司调到服务贸易司。我在外资司工作多年，做了20多年外资政策工作，对我国外资政策是有一定了解的。我想今天主要从政府的角度，对外资政策的调整和走向，和大家做一些交流，谈些个人的想法，大家在实际操作领域中也一定有这样那样的疑问，包括我们新开放的一些领域，例如服务贸易领域，今天利用这个机会，我给大家做一个简单介绍。大家如果有什么问题，可以随时提出。

一、进一步调整地区政策

从今后的一段时间，《十一五规划纲要》对国家的大政方针、经济发展都做出了非常清晰的勾画，外商投资也是其中的重要内容之一。规划的一个核心部分是：区域经济的协调发展和健康发展。吸引外商投资的政策对此也要有所体现。总的来说就是要根据区域间经济发展的水平和吸引外资的能力，对外商投资进行分类指导。我们国家的经济发展，有这样一条规律：我们国家不论哪个地区，都必须走开放和吸引外资这条路，否则地区经济就上不去。我们国家和其他国家情况不同，例如新加坡，他们内部的外资政策相互间差异很小，而我们国家地区间差异很大，外资政策地区间差异大。以前，国家一直采取分类指导外商投资的方式，今后的外资政策也将继续体现这种分类指导。

首先看东部地区。这是开放的前沿地区，目前的外商投资，按实际投资额计算，87%集中在东部地区。今后，东部地区将优化外商投资结构，促进东部率先发展。国际上产业结构调整非常快，各国争取外资的竞争也非常激烈，菲律宾和越南发展非常快。我们的外资如果继续集中在沿海，集中在加工制造业，将无法保证长期的可持续发展。现在已经制定出台了《优化外商投资结构，加速产业梯度转移，促进东部地区率先发展的指导性意见》。规定的主要内容是：引导东部地区把吸收外资的重点放在引进高新技术产业投资和研发中心；进行产业调整，腾笼换鸟，实现向中西部地区的转移。在上海的一次国家级开发区主任座谈会上，他们提出的问题是，开发区没有足够的土地。于是在招商过程中，就是“零土地招商”，往天上发展盖高楼。这些开发区的发展水平相当高，每平方公里的投入产出达到50-60亿人民币。在解决土地问题上，

¹ 作者为商务部服务贸易司司长，本文为讲座内容整理稿，已经作者确认。

他们还采取的办法是，把最早进入开发区的低附加值，科技水平低的企业迁出开发区。上海的联合利华就非常有眼光，他们把企业从上海迁到安徽，因为那里的劳动力成本低。上海市政府当时曾开会研究这个问题，想挽留联合利华。现在证明，联合利华的决定是正确的，而且他们的研发中心依然在上海，利用上海的科技优势和人才优势，保证了竞争力。前两年，长江三角洲地区非常重视高科技产业，现在取得了成效，而广东地区就落后了，现在广东非常重视高科技产业的引进，例如重视举办高科技交易会等。中国前几年是世界制造工厂，这是跨国公司必然的选择，因为中国劳动力成本低，但是跨国公司产业链延伸要求有具备新的条件，投资高科技需要配套条件和措施，否则高科技就无法投入。

关于中部地区，我建议大家上网查一查一些文件。例如新出台的《关于提高吸收外资水平，促进中部地区崛起的指导意见》，这是去年12月31日发布的。前一段时间，中央政治局也在研究这个问题，估计很快就有决议出台。上面的指导意见专门涉及了外商投资问题，例如老企业改造问题，省级开发区问题等。主要是要扩大中部地区对内对外开放，继续扩大吸收外资规模，优化外资结构、提高吸收外资质量，加速产业结构调整和优化升级，引进先进技术、管理经验和高素质人才，形成东中西良性互动、区域经济协调发展的新格局。

关于西部地区，也要搞一个类似中部地区的指导意见，同时适时修订《中西部地区外商投资优势产业目录》。国家除了外商投资的产业指导目录，还有专门的中西部地区的指导目录，后者属于前者中的鼓励类项目。曾经出现过地方不顾实际、随便规定优势产业的现象，商务部和发改委正在对目录进行修改。今后的政策要充分体现地方的区域比较优势，地方在上报优势项目时也要考虑自己的特殊优势，例如安徽和山西的煤层气开发，这些就是别的地区没有的。

还有就是修订《外商投资企业境内投资暂行规定》，引导沿海地区与中西部地区合作，鼓励东部地区外商投资企业向中西部地区再投资。商务部目前正在进行外商西进的项目，今年9月份商务部将组织召开西进的引资会。

关于东北老工业基地，要落实国务院办公厅《关于促进东北老工业基地进一步扩大对外开放的实施意见》。建议大家上网关注这个规定。同时下发《积极有效吸收外资促进东北老工业基地调整改造振兴的指导意见》。其中规定，辽宁可以列入中西部地区外商投资优势产业目录。大家要注意，我们国家的政策不能完全按照地理划分，例如以前西部大开发中，广西不属于西部地区，但还是归入了西部大开发的地区。

二、进一步调整产业政策

这里要做的几件事情，一个是适时修订《外商投资产业指导目录》。目前的目录是2004年修订2005年实行。虽然时间不长，但是随着国家经济发展的加快，政策也随之有变化。我们已经开始征求意见，不久将发布修改稿。

完善《外商投资高新技术产品目录》的配套政策，这个目录是前几年商务部和科技部一起制定的。以前外资企业经常咨询，什么是高新技术。制定目录就是为了解决这个问题，促进高科技发展。但是目录执行后却发现没有什么效果。其实，大家都是跟着政策走的，目录中没有配套的优惠政策，当然目录就没有效果了。既然国家鼓励高新技术发展，就应该有相应的政策优惠。但是，这些政策如果要制定，程序上比较困难，目前考虑的解决办法是，能否将这些投资项目列入《外商投资产业指导目录》的鼓励类，以享受某些优惠，同时继续完善相应配套政策，但难度很大。

推动《关于外商投资设立研发中心的规定》的出台。研发中心目前有750多家，大部分是最近几年设立的。这是投资产业结构转移的结果。研发中心不是跟着总部走，而是和生产基地靠近，这是目前的潮流。中国劳动力成本很低，研发中心员工的工作积极性高，而且研究成果不受时间空间限制，这些是跨国公司在华大量设立研发中心的原因。今后要鼓励外商投资设立研发中心，并从政策上不断调整完善。目前主要考虑以下几个问题：1、研发中心的进口原材料能否免税，目前只有保税产品才可以免税，但是前提是再出口，可是进口的原材料都消耗掉，无法出口；2、研发中心是否征收所得税以及是否享受所得税优惠，研发中心是生产

企业还是经营企业，按照什么规定执行税收政策；3、研发中心人员的个人所得税是否可享受优惠。国家在尽可能出台一些政策，促进研发中心的建立，同时，地方政府也可以考虑通过地方政策来促进当地研发中心的设立。例如摩托罗拉公司在成都就设立了一个研发中心，效果非常好。

进一步提高服务贸易领域吸收外资所占的比重。服务贸易这几年我们国家发展很快。服务贸易领域在入世承诺中有很多限制，这一点与生产领域不同。我93年参与了谈判，和美国谈的主要是服务贸易。西方国家对企业的利益保护非常重视。例如汽车消费信贷，美国代表团就特别强调必须接受这条。CPEA(《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》)的简称)最重要的内容，就是内地服务贸易项目进一步向香港开放。目前中国服务业占国民经济贸易的比重只有30%多，欧美大约在60-70%，香港有87%，经济不断发展，服务业的比重也会不断上升。西方在服务业有竞争优势。我国今后服务业的发展肯定是不开放，不断提高其在国民经济中的比重(参见《十一五规划》)，规模上要从1000多亿美元发展到4000多亿美元。金融业去年投资增加了100多亿美元，主要是对国有银行的参股。服务贸易将根据中国经济的发展逐步开放，而且中国的服务业确实比较落后，需要加快发展，外商投资并没有出现垄断的情形。将来会吸引外资在重点城市建立一批为制造业配套的服务企业，以提高国内商品流通率，大力推进物流配送、连锁经营等现代服务业发展。商务部在最近的机构调整中就新成立了服务贸易司，以促进服务贸易的发展。

三、通过外商投资引进先进技术

随着中国开放的深入，企业要想取得竞争优势，必须通过技术来支撑。外资成立后追加的技术占据了技术引进的一半，实际上外资引进的技术是比较多的。一种说法是目前的技术都在外资企业，没有在国有企业手中。其实技术的发展是一个体系发展、集成发展，通过跨国公司的研发中心和技术中心，可以相应提高整个产业的技术水平。没有这些技术，就不可能有技术产业的发展。这是技术溢出效应，

它说明了外资和国有企业之间没有技术上的根本矛盾。中国汽车行业就是一个例子。虽然国家可以通过集中力量来实现技术创新，但是国家力量有限，还是需要通过民间力量实现技术创新。要加强技术引进。采取积极措施，引导外商投资企业引进核心技术，并通过与国内科研机构、院校、企业的合作，加强对引进技术的吸收和创新。

发展配套企业，鼓励中小企业开展对外合作，吸引更多的境外配套企业，特别是跨国公司与中小企业合作设厂，成为跨国公司全球制造业配套网络的重要组成部分。同时发挥龙头产品的集聚效应，形成各具特色的配套产业聚集区，促进我国完整的现代制造产业链和生产体系的形成。

四、发展服务外包

大力发展服务外包，积极承接跨国公司的外包业务，促进现代服务业的发展。核心的部分留在公司内部，其他部分都外包，这是经济发展的潮流，印度的发展就是在这种转型中实现。我们国家现在具备这样的条件，可以接受一批跨国公司服务外包。另外，在一批地区建立发展服务外包业务基地。估计到2007年，全球的外包服务产值将达到一点二万亿美元。今后重点是建立一批承接外包业务的企业；加强对服务外包的政策支持，研究制定流转税、企业所得税和个人所得税等方面的税收优惠政策。

五、鼓励外资以并购方式投资

鼓励外商以并购方式投资，促进国内企业特别是民营企业扩大对外合作。大家似乎对这些挺敏感。我的意见是，外国公司进入中国市场，如果符合外商投资产业目录，并经中国政府按照国家的法律法规进行审批，进入中国市场就是正常的，应该是合法的，不是恶意并购。恶意并购在国际上是有专门含义的。但是，如果违背或者超越了国家法律，就是非法的。其实，外资进入中国都必须经过国家审批的，而政府部门的审批是非常严格的。大家都说中国没有反垄断法，实际上《并购条例》早就规定了政府

对反垄断审查的情形，如果外资并购导致出现垄断的可能，政府主管部门将严格进行审查。政府的弦是绷得很紧的，其他国家也是。现在外资比较多的行业，都是计算机等新兴行业，况且国家也是鼓励外资进入的。目前的监管主要集中在传统产业，这些行业没有出现外资的完全控制。即使是经常谈论的感光材料行业，柯达公司也只是参股25%，而且这还是国务院批准的。中国银行、建设银行的外资参股，也不是外资控制。

对于外资股份公司，最近出台了《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》，实现了国内A股市场对外国投资者的开放，但这是有限制性的开放，例如规定了外国投资者取得上市公司A股股票三年内不得转让，其目的就是为了防止恶意炒作。投资股票应该有信心，否则三年就转让怎么能说有信心呢？还有其他的规定，规定了外国投资者的资格，这些都是正常条件。这里要提醒一个上报程序上的变化：原来只要是外商投资企业超越地方政府的审批权限的，都是地方政府转报到中央政府审批，但战略投资者审批的变化是直接到商务部申请审批，而不是通过地方政府转报。

外资并购必须符合专门法律法规的具体规定。如果政府规定了新的程序就必须满足，例如，合资公司的中方向外方转让股权，如果涉及国有资产，必须进场挂牌交易。这些规定虽然增加了外资并购交易上的复杂性和交易成本，但是国家的规定是为了实现一定的政策性目标，例如保证国有资产的保值增值，因此应该严格执行。

关于跨境换股问题，有些内资企业是这么操作的。如果这些企业真正是到境外投资赚钱了，回来投资是欢迎的，如果仅仅是到境外注册一家公司，回来再把境内企业换成境外企业投资的部分，就不是真正的投资。这种方式并没有真正的资金投入，不是实际的投资行为。外管局、商务部对此将严格控制。

六、完善吸收外资质量的考核指标体系

商务部在总结以前经验的基础上，2006年全面推广了网上联合年检的工作，以方便外资企业的年检。

七、加强对外商投资企业的监管，强调公司的社会责任

前几天，北京有72家跨国公司联合签署了《北京宣言》，以落实公司的社会责任。政府应该提倡和引导跨国公司重视公司的社会责任，今后应制订跨国公司在中国的社会责任标准和行为准则，以进一步规范其在中国的经营行为。

八、进一步完善外商投资环境

衡量政府监管应该符合两点，一个是政府对外资的态度，另外是市场的发展程度。我们国家是发展中国家，《十一五规划》中说要积极有效地利用外资。长远的趋势是外资政策会变化，但是新老企业是不一样的，例如高新企业和加工产业就不一样等等。目前主要的工作包括：继续保持国家鼓励外商投资的各项政策的稳定性和连续性，进一步简化审批程序，提高审批工作效率；逐步推行电子政务；出台《外商投资企业投诉办法》，建立以各地投诉部门为基础的投诉受理网络。

九、做好国家级经济技术开发区的工作

这只是对国家级经济开发区，虽然目前国家级经济技术开发区只有54个，总面积只有500多平方公里，但是产值占GDP的6%，占外资投入的百分之十几，其投入产出比是最高的。这些经济开发区服务上比较规范，外国投资者到这些地区投资将比较有保障。目前经济技术开发区土地比较紧张，有些开发区已经被撤掉了，但是国家级开发区在土地供应上得到了国家支持。去年国家清理了6000多家地方级开发区，已撤掉了4000多家。



中国企业赴港上市问题浅谈

余嘉宝(Benita Yu)



2006年7月27日，英国司力达律师楼(Slaughter and May)的合伙人余嘉宝(Benita Yu)律师应君合律师事务所的邀请就H股发行和上市的主要法律问题在君合北京办公室进行了主题演讲，她的演讲不仅从香港法律和联交所监管的角度对中国企业在香港上市的要求进行了介绍，还与君合律师就当前H股的热点法律问题和案例进行了讨论和分析。以下是我们对余律师演讲的记述，以便我们对有关问题进行更为深入的研究。

一、中国企业赴港上市的基本介绍

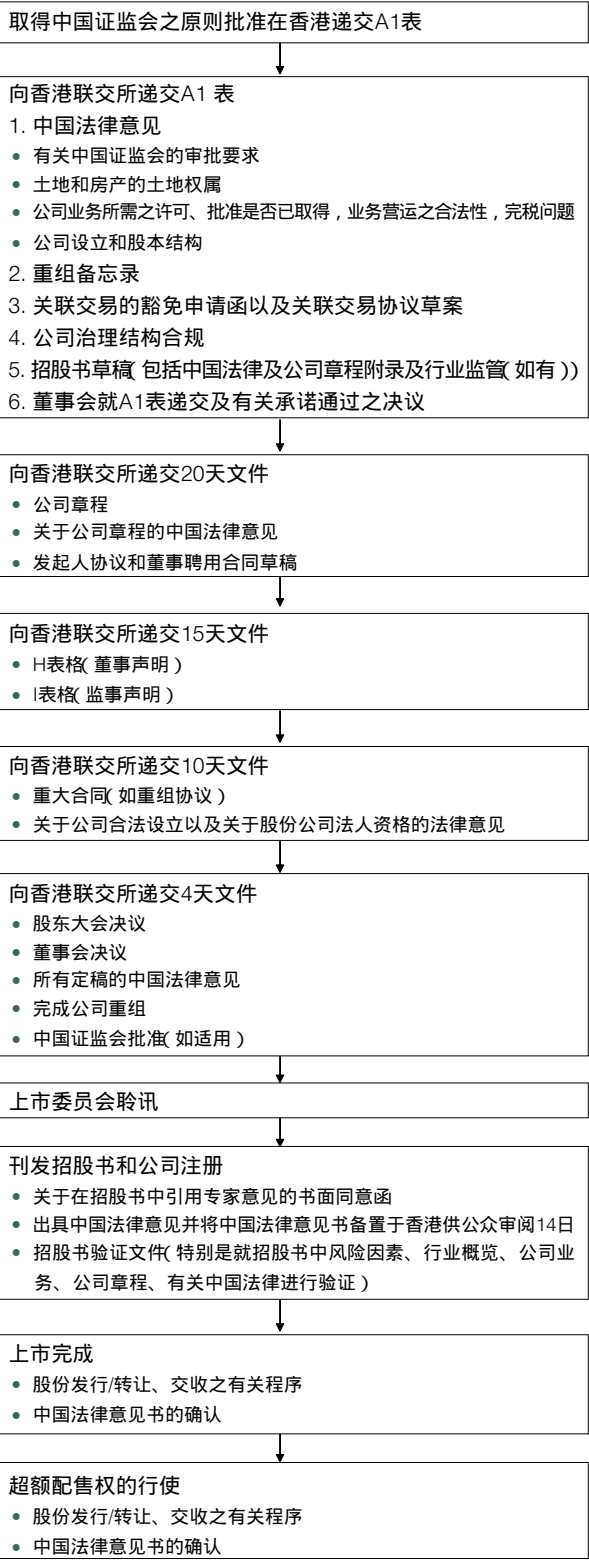
香港在九七回归以前是英属殖民地，从六十年代到八十年代，香港的大企业主要为英资企业，如太古集团(Swire)和怡和集团(Jardine)，以及香港本地的电力企业和房地产企业。自八十年代后，随着内地的改革开放，香港企业开始在内地设厂，香港与内地的经济联系逐步建立起来。内地中资企业如中信、华润也开始到香港注册设立公司并发行上市。直至今今天，这两家企业在港仍有很大的投资项目。

1993年对香港资本市场是里程碑的一年，中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)与香港联合交易所有限公司(以下简称“香港联交所”)对于中国内地设立的企业如何到香港上市以及如何进行两地监管达成了指引备忘录。香港联交所对中国内地注册到香港上市的企业提出了一些特别的监管要求。从一九九三年到今天的十三年间，陆续出现了一系列标志性的H股上市项目，如司力达律师楼有参与的第一个在香港、纽约两地上市的H股项目(上海石化)、第一个在香港、伦敦两地同时上市的H股项目(大唐发电)，第一次在纽约上市后返回香港上市的H股上市项目(华能国电)，以及第一个在香港、伦敦、纽约三地同时上市的H股(中石化)。2004年，香港资本市场在国际资本市场已经排名第三，这与中国内地企业对香港资本市场的拉动是分不开的。

至于红筹股的监管，中国政府在不同时期存在不同的态度。第一家以红筹方式上

1 余嘉宝(Benita Yu)，在司力达律师楼有12年工作经历，其中10年为合伙人。主要从事证券业务，也涉足合资、兼并、收购方面的业务。她参与过的大型中国企业项目包括东风汽车、交通银行、中国电信、中石化及中国联通等。

(一) H股上市申请涉及中国法律部分的重要步骤



市的大型国有企业为中国移动，随后则有若干私营企业在港上市，例如于1998年12月发行上市的恒安国际。恒安国际无需中国证监会的审批通过境外注册的公司在香港上市的途径为希望在境外融资的内地私营企业开辟了新路。然而，随着中国政府对中资企业在境外上市政策的变化，红筹之路并不平坦。中国证监会在2000年6月9日颁布的《关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知》中要求，对不属于1997年6月2日国务院公布的《关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》(即“红筹指引”)中规定的自然人红筹模式，中国律师要向中国证监会提交法律意见书并取得“无异议函”。但在2003年6月中国证监会又取消了此项规定。之后，中国证监会一直未介入到自然人红筹模式上市的监管中，只是保留了企业法人直接海外上市，即所谓“大红筹”的监管。²

二、中国企业在香港上市的主要法律问题

(二) 关于上市申请人的尽职调查

1. 政府监管

对上市申请人进行尽职调查的一项重要内容就是审查公司是否已经获得了全部的政府批准、行政许可以及是否存在任何违反中国法律的情况。这些问题也是为香港联交所关注的重要情况。

2. 公司业务

为使招股书准确而完整地体现上市公司的情况，律师应当清晰地把握公司的业务信息。例如对上市公司竞争性业务的披露：根据《香港联合交易所有限公司证券上市规则》(以下简称“《证券上市规则》”)的规定，上市申请人持

2 余嘉宝(Benita Yu)律师在君合演讲后，根据2006年8月8日由商务部、国家国有资产监督管理委员会(“国资委”)、国家税务总局、中国证监会、国家外汇管理局和国家工商行政管理总局共同签发的《关于外国投资者并购境内企业的规定》以及中国证监会2006年9月21日颁布的“境内企业间接到境外发行证券或者将其证券在境外上市交易”的行政许可程序，中国境内公司或自然人通过特殊目的公司境外上市可能至少需要经过商务部、国家外汇管理局和中国证监会的审批，而这可能会增加红筹上市审批的复杂性。

有30%股票的控股股东或董事如果同时持有另一公司的权益，而该公司直接或间接与上市申请人的业务构成竞争关系，上市申请人应当在招股书中予以充分披露。控股股东一般会作出不竞争承诺。

3．管理层

香港联交所要求上市公司在上市前的三个财务年度的管理层保持不变。但在实践中一家公司的管理层连续三年完全不变可能是很难实现的，对此问题，律师应提醒公司至少应保证维持核心管理层的持续性，或者大部分的管理层保持不变。另外，香港联交所要求上市公司执行董事应当独立于其母公司的董事，由于人事问题对公司可能比较敏感，相关董事事宜应建议公司尽早安排。

4．财务会计

关于财务的独立性，香港联交所要求上市公司在上市时不能存在股东贷款或担保。负债方面的信息应在招股书刊发日前的八周进行披露，使投资者可以了解上市公司的负债情况。在税务方面，中国律师应当帮助上市申请人向香港联交所提供完税证明，完税证明中应陈述上市申请人所适用的税种和税率以及是否存在任何欠税的情况，完税证明也是出具中国法律意见书的一份重要的支持性文件。

5．不动产

关于土地和房屋等不动产的权属问题，香港联交所曾严格要求上市申请人持有长期的土地权证和房屋所有权属证书，这就意味着香港联交所一般不会接受划拨性质的土地使用权。如果不能获得长期权属证书，或没有支付全部的土地出让金，可能构成上市的实质障碍。但在一些国有大型公司赴港上市的项目中，鉴于在短期内将划拨地变更为出让地可能并不现实，在实践中，香港联交所要求在招股书中详细披露土地权属和土地性质的信息，并说明其对上市申请人经营的影响。在土地问题对上市申请人不造成重大影响及信息得到充分披露的前提下，香港联交所一般也会接受上市申请人之上市申请。

3 编者注：原国家经济贸易委员会和中国证监会1999年3月29日颁布的《关于进一步促进境外上市公司规范运作和深化改革的意见》亦要求境外上市公司的外部董事应占董事会人数的1/2以上，并应有2名以上的独立董事(独立于公司股东且不在公司内部任职的董事)。

（三）公司重组

重组协议是中国律师需要准备的一份重要文件。首先律师应当帮助公司确定重组的范围，公司应当审慎考虑哪些资产应当剥离，而哪些应当划入上市公司。另外一个技术性的问题是重组的生效日期，实践中重组协议中可能存在多个生效日期，例如重组生效日、合同签字日、合同生效日、评估基准日以及有关资产或股权的实际转让日等。对于这些不同的日期，应注意在会计上和招股书中区分清楚，以确定相关风险转移和责任负担的问题。第三，上市公司向控股公司转移债务应获得第三方债权人的同意，然而在实际操作中，获得全部已知和未知的第三方债权人对债务转移的同意并不易实现，特别对于那些大型国有企业来说，第三方的同意函甚至是不可能全部拿到的。在实践中，应对这个问题的一个策略是由控股股东出具一份承诺函，赔偿上市公司就有关债务可能承担之损失。但值得注意的是，上述方案并不能免除上市公司对被转移债务的法律责任，第三方债权人仍然有权对上市公司提起诉讼请求清偿其转移的全部债务。而对于控股公司将有关资产划入上市公司的情况，律师应着重关注拟转让资产权属的合法性，有关税费的承担以及相关责任和风险的转移问题。

（四）公司治理

在公司治理方面，按照香港联交所的监管要求，公司律师应当帮助上市申请人安排以下事宜：

1．公司董事

香港联交所于1993年11月引入独立非执行董事的要求，即每家上市公司的董事会至少要有两名独立的非执行董事³。如果香港联交所认为公司的规模或其他条件需要，可以提高最低人数的规定。按照香港联交所《证券上市规则》的规定，独立非执行董事有义务向香港联交所报告关联交易对公司股东公平、合理；独立董事须于公司年度报告内审定交易是否符合公司的利益。根据现时《证券上市规则》，香港联交所建议(非强制性)上市发行人的董事会中最

好有最少三分之一的董事为独立董事，但强制要求至少应拥有不少于三名的独立董事，且其中至少有一位董事具备会计师资格和相关财务管理经验。对于H股公司，《证券上市规则》要求至少有一位独立董事通常居于香港。在评估独立董事的独立性时，香港联交所制定了一系列的标准考量发行人的董事是否丧失了独立性，其中一项基础性的规定为独立董事持有的股份不应超过发行人股本总额的1%(其他规定请详见《证券上市规则》第3.13条)。

根据《证券上市规则》的要求，上市申请人应至少有两名执行董事通常居于香港，但是对于中国发行人，一般都可以获得香港联交所的豁免。

2．审核委员会

上市申请人须成立审核委员会。审核委员会须由非执行董事组成，且不得少于三人。审核委员会的主席应由一名独立董事担任，且审核委员会中独立非执行董事应占多数，委员中至少有一名独立非执行董事为会计或财务管理专业人士。

3．公司秘书

对于中国发行人，《证券上市规则》并不要求其公司秘书必须通常居于香港，但应符合第8.17条的其他规定，例如该秘书应为香港秘书公会的普通会员、《职业律师条例》所界定的律师或专业会计人士，以及该秘书应当具备香港联交所认为其履行相关职务应具备的专业资格和业务经验。在实践中，考虑到H股公司实际上不太可能聘用一位具有香港专业资格的秘书来担任公司如此重要的职位，香港联交所在实践中接受由上市申请人外聘一名符合上述《证券上市规则》要求的在香港居住的公司秘书，该香港专业人士与上市申请人聘用的不符合第8.17条要求之内部公司秘书共同充当联席公司秘书。

4．合格会计师

H股公司应当聘请一名全职的且符合《专业会计师条

例》规定的会计师，作为公司的高级管理人员，理想的情况是，由其担任公司的执行董事。但是在实践中，中国发行人外聘一名香港会计师作为公司董事并不一定实际。在发行上市时，发行人一般并不能获得就此要求之豁免。鉴于聘请到一位具有香港会计师资格的全职董事可能并非易事，律师应当建议公司尽早安排相关事宜。

三、关于H股公司的热点问题

跟踪中国证监会的监管思路和实践中的H股公司案例，当前主要有以下热点问题：

1．股权分置改革

股权分置改革对同时发行A股和H股的上市公司可能存在两方面的影响。首先，A+H股公司的H股流通股股东是否和A股流通股股东一样有权获得补偿，以及上市公司将非流通股转化为流通股应当如何操作。根据中国证监会、国资委、财政部、商务部和中国人民银行于2005年8月23日联合发布的《关于上市公司股权分置改革的指导意见》，股权分置改革是解决A股市场相关股东之间的利益平衡问题，对于同时存在H股或B股的A股上市公司，由A股市场相关股东协商解决股权分置问题。这就意味着H股股东并不能获得非流通股股东支付的补偿。对于非流通股如何变为流通股的问题，证监会的看法是上市后法人股变为H股不用获得股东大会的批准也不必经过H股股东表决通过。但是，追踪香港联交所在东风汽车和中国建材的案例中的监管思路可以看出，尽管中国证监会并不要求股改方案获得类别股东的批准，香港联交所认为股改方案还是要经过类别股东投票表决⁴。

另一层面的问题是H股上市公司所属A股公司的股改方案对H股上市公司的影响。香港联交所非常关注H股上市公司所属A股公司的股权分置改革，要求H股上市公司

4 编者注：对于这一争议性的问题，根据业内人士的了解，中国证监会目前的看法是类别股东是香港联交所对于赴香港上市的中国企业的特别规定，而在其他海外资本市场并不存在类别股东的概念；其认为A股是向境内人士发行的流通股份，H股是向境外人士发行的流通股份，国内股份可以根据上市地法律要求通过挂牌的方式转让给境外投资者，在此情形下，并不存在国内股份转化为H股的问题，因此并不需要获得类别股东的表决批准。

所属A股公司的股改方案应当在招股书中进行充分地披露，随后股改的实际进展也应以公告的形式向H股股东进行披露。考虑到股权分置改革方案可能涉及送股、支付现金等多种补偿方式，可能会对H股公司的资产产生负面影响，对于其中属于《证券上市规则》第十四章“须予公布的交易”（如送股）的，应按照《证券上市规则》的要求进行披露，如属主要交易或非常重大的出售事项还需要获得H股股东的批准。另外，香港联交所亦要求了解母公司是否就因股改而带给上市公司损失对上市公司出具赔偿承诺。但赔偿承诺并非香港联交所之强制性要求。

2. 社保基金

根据国务院的规定，凡国家拥有股份的在境外上市的公司向公共投资者首次发行和增发股票时，均应按融资额的10%出售国有股；股份有限公司设立未满3年的，拟出售的国有股通过划拨方式转由全国社会保障基金理事会（“社保基金”）持有，并由其委托该公司在公开募股时一次或分次出售。国有股存量出售收入，全部上缴社保基金。

对于社保基金所持股份是否存在一年禁售期的问题，从湖南有色金属到随后的大连港案例可以看出，虽然《公司法》规定公开发行股份的公司，其在公开发行前已发行的股份，于公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让，但社保基金持有的股份并不受一年禁售期的限制。

3. 特别分红

特别分红（Midnight Dividends）是美国法律中的概念，它的含义是上市公司将其在上市日前的可分配利润归入母公司，而上市公司的公众股东无权分享。但是特别分红在操作中会遇到某些技术问题，由于上市日时上市公司并没有进行审计，因此并不能够确定公司上市前向母公司派发红利的金额，而需要等到完成年终审计并进行上市日的特别审计后才能确定分红的金额。

另外，特别分红可能存在这样一个问题，如果上市公司在分红时所宣派的红利在其上市时没有形成决议，那么该部分的利润并不能全部归入母公司，宣派红利时上市公司股东名册中的香港公众股东也有权分享公司上市前属于上一会计年度的可分配利润。同样，若在上市之前就股息

宣派形成董事会决议，又会产生另一个问题，即相关宣派的股息的数额无法于决议通过日确定。值得一提的是，在神华能源的案例中，根据神华能源招股书中对特别分红的披露，其特别分红的宣派分为二个步骤：（1）神华能源于上市前形成董事会决议，决议将公司从2005年1月1日至上市日前的可分配利润（即特别分红）列为可向神华集团分派；（2）上市后，神华能源将参考该期间的经审核财务报表所反映的可分配利润厘定上述之特别分红，并正式宣派予神华集团，而且通过公布的形式向公众披露。神华能源对特别分红的安排虽然在法律上及会计上存在一定的操作难度，但却有效地解决了香港公众股东分享公司上市前属于上一会计年度的可分配利润的问题。鉴于年中特别分红存在很多会计上的技术性问题，香港联交所要求在招股书中充分披露有关特别分红的商业安排和操作方式。

余嘉宝（Benita Yu）律师就中国企业在香港上市若干法律问题进行的演讲为中国律师了解和研究H股上市法律问题提供了思路，其中提出的问题与争议，也希望能够引发更为深入的思考与研究。



区域的合作与繁荣

——我在亚行工作的片段¹

张月姣



自1998年到2004年，我在亚洲开发银行工作。亚洲开发银行是亚太地区重要的国际金融组织，其宗旨是促进亚太地区的社会经济发展与合作，为亚太地区的发展中国家提供资金、技术和管理经验等，而不是以盈利为目的。在亚行工作的六年间，我先后担任助理法律总顾问、东亚局副局长、崑公局副局长、上诉委员会联合主席和欧洲局局长，亲身经历并促进诸多亚行的重大项目，深深感受到区域合作与稳定的重要性。直到今天，这些项目在地区经济交流与发展方面仍然发挥着积极的作用。回望这些经历，想到的不止是过程的艰辛，还有作为亲历者的欣慰和作为国际机构中的中国籍高级官员的荣耀。

1998年，我赴亚行工作之时，亚洲地区正面临金融危机。在我出发前，吴仪国务委员（时任）对我说，中国不仅需要贸易法律专家，还需要贸易、金融和法律融会贯通的专家。金融危机的背景是挑战，也是机会。于是，带着对

区域问题进行研究的想法，我来到亚行，担任助理法律总顾问。

一、区域法律援助项目

在担任助理法律总顾问期间，我参与组织和推进了亚洲地区区域法律和政策的改革与发展项目。通过对亚洲地区区域性问题的了解，我意识到完善的法律制度、健全的资本市场，有效的市场交易保护和退出机制对亚洲发展中国家的意义非常重大。相对于发达国家而言，发展中国家的资本市场不发达，在市场交易法律制度方面相对薄弱，这种相对欠缺的法律环境也影响了这些国家的贸易和经济发展。尤其是在金融危机的背景下，法律改革显得尤为迫切。为帮助这些国家建立和完善适合自身情况的安全交易法律体系，我在亚行组织领导一系列的对发展中国家的法

¹ 感谢焦娇对本文内容所作的整理工作。



图片1：2000年亚行驻中国代表处成立，与朱镕基总理及其他官员会面。



图片2：2000年，在雅加达参加消除贫困地区合作高层会议

律援助项目。例如，我们在亚洲十个国家推行了破产法改革和金融安全交易法的改革，印度尼西亚的破产法法院的建立，巴基斯坦的司法法改革项目，蒙古的法官培训，尼泊尔的银行改革的法律援助项目等等。这些法律援助和法律改革重点针对各个国家金融市场和法律体系的薄弱环节，帮助破产法院做到公正、透明和有效，从而保证金融机制和交易市场的稳定。

这些法律援助项目在被援助国家受到普遍的欢迎和支持，取得了明显实

效，并且得到联合国和世界银行组织以及其它一些国际机构的赞赏和引用。实际上，这些项目能够取得如此的实效和赞赏，不仅因为制度本身的推行，也因为我们在进行法律援助和推行法律制度改革的过程中所强调的理念。首先，我们强调‘根据受援国需要’的理念（Demand Driven）。我们理解改革的真正动力来自于内部，法律援助起到的应该是雪中送炭的作用。因此，在这些项目中，我们的援助方式和工作风格与传统的外来西方援助不同，他们向发展中国家施压，接受他们的‘民主与人权’。我们尊重被援助国的法律制度和传统，我们所进行的法律援助，是根据被援助方的需要进行，而不是一种强制性的援助。所以，这种方式更能得到受援助国的认可和欢迎。其次，我们强调“自主权”的理念（Ownership）。即受援助国对其法律制度的发展具有充分的主权、管理权和控制权。历史上，发达国家对发展中国家的援助经常带有诸多附加条件，受援助国由于接受援助往往付出很多代价。我是从中国来的亚行高级官员。我深知发展中国家的感受。所以我在亚行的法律援助项目中是完全从发展中国家本身的情况考虑，使得受援助国能够从本国国情出发自主控制改革的方式和途径。另外，我们强调发展中国家当地能力的建设（Local Capacity Building），强

调对受援助国家法律专业人员的培养和立法能力的提高。在我们进行的法律援助项目中，包括对当地人员能力的培训和机构的设立，帮助受援助方消化和适应法律制度改革带来的影响，使新建立的法律制度得到合理适用。这样的做法使得被援助国不会长期依赖外国专家，也保证他们能够独立自主地完成法律制度的改革，也受到各受援国的普遍赞赏。亚行行长和在亚行任职二十多年的局长和法律副总顾问说我对亚行的法律援助工作进行了积极有效的改革。

二、新丝绸之路——中亚合作

在亚洲地区的区域合作当中，中亚合作是一道亮点。在我担任亚行东亚局副局长期间，也一直致力于推进中亚的区域合作的创建。

中亚区域合作包括中亚五国哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦和土库曼斯坦和中国。中亚国家过去实行计划经济体制，在现在的经济发展过程中，存在与中国相似的市场建设和提高竞争力的问题。作为亚行中国籍官员，我也更能理解这些国家的历史和现实需求，并且意识到区域合作对于中亚各国经济繁荣和稳定的重要意义。中亚的战略性地理位置对贯彻中国的睦邻友好政策和为中国经济发展提供一个



图片3：2001年，湄公河次区域合作项目首次国家首脑峰会，与柬埔寨贸易部长（右三）开会



图片4：在巴黎召开的八国集团(G8)会议上做报告



图片5：国际结算银行年会，与格林斯潘和欧洲中央银行行长特里谢交谈

和平稳定的西北部周边环境起着非常重大作用。在亚行工作期间，为了推进中亚各国的区域合作，我走访了中亚每一个国家，通过一系列的拜访、会谈和演讲，帮助中亚各国建立起区域合作的信心。中亚区域经济合作在最初开展时工作进行得非常困难，但我们通过坚持和努力消除了各方的疑虑，使工作取得实质性进展。通过这些努力，区域合作得到中亚国家的重视，区域合作的项目基本上是由各国总理和财政部长直接负责。在工作中，我和中亚各国的官员结成了很好的朋友，他们非常关心中国的经济改革，也在学习和借鉴中国的改革经验中对他们有利的因素。

在中亚区域经济合作中，亚行充当了有效的中介的角色，共提供了两亿多美元的资金。我们与中亚各国共同提出了中亚合作区域规划，具体的项目涉及交通、能源、运输、教育、电力、农业、环保等各个领域，促进中亚各国进行全面的合作。我们在中国乌鲁木齐组织了中亚各国共同参与的区域合作部长级会议，在会议上提出建立中国和中亚之间新的丝绸之路。这条丝绸之路在目前已经发挥了积极的作用。一方面，各国之间通过签署公路、铁路、海关等跨境往来的协议，简化了跨境往来的手续，从而便利人员和物资的流动。中国西北到中亚的交通线路顺畅地连接起来，为中国产品从西北大门走向中亚以及中亚的人员和物资向中国的流动都带来很大的方便。另一方面，基础设施项目的开展为经贸往来奠定了基础。哈萨克斯坦、塔基克斯坦、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦和中国跨国界的公路项目已经投入建设。1999年冬，我与亚行的公路项目专家乘吉普车通过冰雪覆盖的旧公路由哈萨克斯坦的阿尔玛提到吉尔吉斯斯坦的首都，沿路考察海关的通关情况。看到排长队等候过关的人员，他们要过两个海关，填写两次表格……，深感区域合作与海关改革的需要。我们帮助该两国获得欧盟的赠款支持在边界建立一个统一的海关大厅，实现海关设备现代化。同时促成亚行对两国的跨境协议提供技术

援助赠款和对修建跨国公路提供优惠贷款。这个跨境协议和现代化的海关以及新的高速公路已成为中亚合作的模板。交通的改善使得经贸活动的迅速和便捷成为可能。而电力和能源等领域的投入也为经济发展提供了保障。

三、湄公河次区域合作项目

湄公河次区域合作项目，被认为是亚洲经济区域合作的一个成功典范。湄公河次区域合作项目成立于1992年，成员包括中国、柬埔寨、老挝、缅甸、泰国和越南，旨在通过加强经济联系，消除贫困，促进次区域经济和社会发展，提高次区域的竞争力，推动本地区经济和社会发展。亚行是湄公河次区域合作项目的发起者和主要出资方，自湄公河次区域合作项目成立以来，亚行为其筹措的直接融资已达12亿美元。

湄公河流域国家在历史上对于建水站、湄公河污染等问题一直存在争议，而且由于涉及很多法律问题和纠纷，各国缺少有效的沟通方式，导致大家对存在的问题多采取不管不问的态度。比如，对于昆明到曼谷的公路，最初是中国单方面援助老挝的项目。后来由于年久失修，基本无法通行，而由于路权等问题存在争议，相关各方未能达成妥善有效的解决方法。面对这样的现实，我在担任湄公局副局长时，负责区域合作规划和实施以及筹备湄公河次区域合作峰会。我主持了多次湄公河次区域高官会、部长会和专家会议。大家认为亚行关于湄公河次区域合作项目的工作不仅着眼于直接融资，还重视探索更有效更多赢的援助和合作方式。在促进湄公河次区域合作的过程中，我意识到单方面的援助具有成本高、消耗大的劣势，并且在将来的海关、管理、维修等方面均容易产生问题，因此，提出多赢的合作和援助方式。在代表发展中国家利益的基础上，提出南南合作，并吸引多边机构的加入，通过多边渠道提供援助，以务实的态度开展工作。这种开创性的模式

被实践证明是有效的合作方式，使成员国非常满意。例如，对于昆曼公路，我们利用亚行这一平台，通过多边渠道促成该项目的成功推动。昆曼公路的资金最终由亚行、中国和泰国共同完成融资，即三分之一的资金由亚行提供优惠贷款，中国和泰国分别投入三分之一的资金。现在昆曼公路已经全程开通，成为中国云南联系亚洲的大通道，这对于促进周边地区贸易和经济发展，减少边境摩擦和争端，推进区域稳定都具有非常积极的影响。昆曼公路也成为区域合作的里程碑。如果一个国家援助资金负担重，项目涉及很多国家，可能导致很多纠纷，但大家一起做，问题就相对容易地解决了。区域合作通过分担工作，分享成果，从而实现区域受益。

湄公河次区域合作项目已经在十四个大的领域达成合作计划，涉及海关、教育、农业，电讯，环保，交通等各方面。迄今为止，湄公河次区域合作项目成为亚洲最有实效的区域合作项目。这种实效也得益于我们在湄公河次区域项目中提倡的工作作风。我当时主持的湄公河次区域合作的高官会议提出“行动起来！”、“make it happen”的口号，因为我知道无休止的会议和论坛并不会产生实际的成果。因此，我提倡务实的工作态度，对于建议和主张，要使其真正行动起来。在工作方式上，摒弃官僚作风，简化贷款程序，减少不必要的文件工作，提高工作的成效。另外，亚洲大家庭的气氛被我们带入到工作当中，以促进各国官员之间的密切联系，很多棘手的问题在亲切融洽的气氛中得以迅速解决。这种工作氛围使得大家觉得区域合作不是在维护私利，而是在为亚洲大家庭谋求共同利益，也使得各国领导人之间拉近了距离。在后来很多项目的跟进中，各国领导人可以随时通过电话进行及时的沟通，大大提高了工作的实效性。2001年，湄公河次区域合作的首届峰会在柬埔寨成功举行，发表了六个成员国元首的联合声明，签订了三个跨境便利贸易的协定，签订了跨境公路，通讯，海关，农业和电力合作协议等成果。湄公河次区域合作受到成员国的欢迎。国际社会对湄公河次区域合作给

予高度评价，称它是南南合作的典范。我很荣幸直接参加筹备和组织该首次峰会。工作量非常大，我与同事们曾几天不休息，连续工作。我的工作也受到亚行行长的表扬和成员国的赞许。我为参与和促进了亚洲最大的区域合作感到欣慰和自豪。

四、欧洲特使

在进入亚行欧洲局工作后，我开始把亚洲的需求和诚意带到欧洲，通过亚行的渠道为发展中国家筹措贷款，并促进亚欧互赢。

在联合国的千年目标里，消灭极度贫穷和饥饿、全球合作促进发展都是重要的内容。全世界的发达国家也曾在联合国会议上同意将国民收入(GDP)的0.7%用于发展援助，但实际上能达到这一标准的发达国家很少，在欧洲也只有北欧五国能够达到。在欧洲工作期间，为提高发达国家对发展中国家的实际援助比例以帮助实现联合国的千年目标，我进行了艰苦的努力。我当时拜访了欧洲每一个国家，每周至少要去两次机场，与各国的高官会谈，参加国际会议。通过这些活动，向这些欧洲国家表明，亚欧合作、减少贫困和贫富差距不仅对于亚洲国家有意义，也将促进区域稳定和世界的和平发展。而且，区域的经济合作要具有开放性。除了基础建设外，金融合作也应该是区域合作的重要内容，尤其是在现在金融已经没有国界的背景下。带着这样的考虑，我积极地推进建立更高层的亚欧之间金融和资本市场的稳定机制和对话。我多次参加当时的国际结算银行(BIS)年会和著名的国际金融协会的峰会(IFI)，与参会人员包括格林斯潘以及当时的欧洲中央银行行长特里谢做了深入的交谈，我的金融市场为世界消贫服务的建议得到他们的肯定。我还代表亚行多次参加在巴黎召开的八国集团(G8)会议，在会议上用流利的英语和法语做报告，征集各发达国家对金融援助和区域合作的支持，并且一一进行解释。大家对亚欧合作投入了极大的关注和

兴趣，会后俄罗斯部长甚至惊奇地问我，你是中国人吗？你是从中国北京来吗？我答我是中国人而且曾在中国政府担任司长多年。他感叹地说中国变化太大了，中国有很多人才！

通过这些努力，我为最终完成亚行筹措优惠贷款的目标，筹款数额达到40亿美元做出了贡献。而另一方面，也让欧洲国家了解到亚洲的情况和区域合作的积极作用。亚行行长也因此把我称为“亚行在欧洲的超级大使”。

一点感受

中国有句古话叫“远亲不如近邻”，这话同样可以用于亚洲邻邦之间的区域合作。亚洲国家在经济形态方面存在很多共同点，比如，各国均有很多家庭或以家族为基础的公司，亲戚朋友之间的经济关系紧密、交易频繁，而且存在大量的中小企业。亚洲地区国家通过区域合作，可以扩大贸易往来，互通有无，达到“1+1>2”的效果。同时，消除贫困，促进稳定，对于世界和平和联合国千年目标的实现也具有重要的意义。

至于对区域合作方式的探索，实效和业绩永远比口号更有价值。区域合作追求的是实在好处，让百姓受益，而非相反。通过以上区域合作项目的实践，我的体会是区域合作项目的实效至少需要重视四个方面的问题，一是尊重各国的政治愿望（Political Will），二是对区域合作项目要有长远的规划和蓝图，三是在法律环境层面，应有条约或协议将合作内容固定下来，四是要重视基础建设项目的投入，在运输、电信、通关和电力等方面给予支持和便利。区域经济合作也是世界贸易组织所允许的。现在世界上已有300多个区域自由贸易协议，例如欧盟，北美自由贸易协定等。这些自由贸易协定规定区内的货物、服务和人员可自由往来，中国作为区外国家不能享受其优惠。中国加入WTO并不能获得自由贸易区的优惠和便利。况且中国

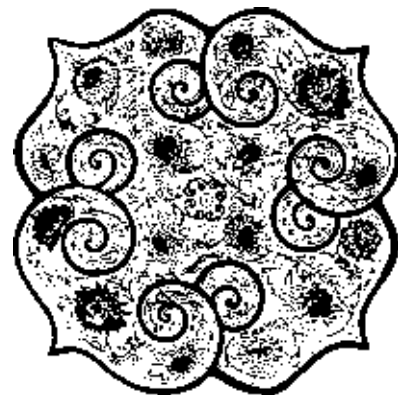
在加入WTO的过渡期内还受到其他成员的某些歧视。因此，中国应有规划、有步骤地与邻国或其他国家商谈建立自由贸易区。通过与其他国家签订自由贸易协定可以降低关税，取消外国对我国贸易的歧视，为提高中国的国际竞争力创造条件。

我在亚行工作只是短短六年，但其中浓缩了很多的不眠之夜和追求效益的繁重工作。如今回想，更是觉得充实和安慰。看到经过艰苦努力促成的项目顺利推进，就像看到悉心培养的孩子在成长。而作为来自中国的亚行的高级官员，每一天都处在国际竞争中。功夫不负用功人。在亚行工作中我获得4次职务提升，直到专业的最高级（10级）。实践证明外国人能做到的，我们也能做到。而且会做得更好。我更相信中国人能够以开放、高效和务实的态度和能力参与区域经济合作事务，作出我们积极的贡献。



论不良资产收购的法律“保良”

王睿¹



特别感谢傅长煜律师、许蓉蓉律师、封锐律师以及《君合》的编辑们对本文的细心指导和修改。

序言：一场立足于科学基础上的“保良”

在讲Hope的故事之前，我先来简单介绍一下到底什么是“不良资产收购”。大家多多少少都对“金融危机”有所了解，导致金融危机的原因是多方面的，但比较突出的一个诱因便是银行相继出现的巨额不良资产。银行的主要资产就是贷款，根据中国人民银行2001年发布的《贷款风险分类指导原则》，以风险为基础，贷款质量分为正常、关注、次级、可疑和损失五类，后三类合称为“不良贷款”²。1999年，为化解金融风险，努力实现资产回收，中国成立了四家金融资产管理公司³，专门负责收购、管理和处置国有商业银行的不良资产。这四家金融资产管理公司主要从事收购并经营四大国有商业银行剥离的不良资产，并进行债务追偿、资产置换、转让和销售等等。这个过程中最重要的内容之一就是我们常说的“债权转让”，四家金融资产管理公司从国有商业银

¹ 作者为君合律师事务所北京总部律师。

² 五类贷款的定义分别为：

正常：借款人能够履行合同，没有足够理由怀疑贷款本息不能按时足额偿还。

关注：尽管借款人目前有能力偿还贷款本息，但存在一些可能对偿还产生不利影响因素。

次级：借款人的还款能力出现明显问题，完全依靠其正常营业收入无法足额偿还贷款本息，即使执行担保，也可能会造成一定损失。

可疑：借款人无法足额偿还贷款本息，即使执行担保，也肯定要造成较大损失。

损失：在采取所有可能的措施或一切必要的法律程序之后，本息仍然无法收回，或只能收回极少部分。

³ 分别是信达资产管理公司，中国华融资产管理公司，中国东方资产管理公司和中国长城资产管理公司，依次负责收购、管理和处置中国建设银行、中国工商银行、中国银行和中国农业银行的不良资产。

行收购不良资产即是第一层级的转让。随着一些国际知名的投资银行逐渐关注中国金融市场，不良资产收购成为他们在一定阶段内重要的投资项目之一：他们把金融资产管理公司收购的这些不良资产打包买入囊中，通过在中国追偿并实现这些债权获利。这样，金融资产管理公司再将不良资产出售即构成第二层级的转让，当然理论上其后还可以“父传子、子传孙、子子孙孙无穷尽矣”。如果说第一层级的债权转让还带有“政策”色彩，可以不计较回报的话，那么这第二、甚至第三层级等含有“涉外”因素的债权转让则就是纯粹的商业行为了，投资者必须判断他所买入的这部分不良资产的债权到底有多少是可以回收的、可以实现价值的，从而根据计算出的“回报率”确定他的出价。从这个意义上，可以说，不良资产收购是一场依据科学分析的“赌博”，而律师所进行的不良资产收购的审慎调查，正是这场赌博的重要筹码。在律师所进行的不良资产收购的审慎调查中，律师就是通过对客户拟购入的债权的性质、效力、担保及可执行性等各方面进行客观、全面的分析，帮助这些国际投资银行判断他们实现这些债权的可能性及数量，以便他们能据以评估作价、购买、回收、处置这些资产并最终获利。因此，律师的尽职调查结果对于不良资产购买交易的达成又起到一个“保良”的作用。大概没人会认为律师的“不良资产收购”的审慎调查是一件轻松的事，我所参与的几个这样的项目中，几乎每个成员都在巨大的工作压力面前不堪负重。但不良资产收购项目绝非仅仅意味着体力上的透支，更意味着智慧上的挑战，在调查过程中，作为律师，我们需要对“时效”、“担保”和“执行”等在法律规定和实践中存在很大争议的问题进行非常深入和细致的分析，从而对客户所购“不良”资产中的“良性”成份进行评价和判断，而律师的分析角度、思维方式都可能成为影响该成分判定的决定因素，该结论往往对客户在随后竞标中的出价有着实质上的影响。Hope项目是一个比较典型

的不良资产收购审慎调查项目，本文就以该项目为例，介绍不良资产收购项目的主要工作内容和法律问题。

第一部分：“保良”工作的主要对象

如果所里的打印机也算工作小时的话，那么不良资产收购毋庸置疑会是打印机们最喜欢的项目。

不良资产收购中所涉及的借款人非常多，这些借款所对应的债权从银行转到了资产管理公司，再从资产管理公司转到投资银行。在Hope项目中，我们面临着100个这样的借款人，这些借款是客户内部精心挑选出的“Key Assets”，在客户的整个收购计划中只不过是具有代表意义的沧海一粟。每一个借款人意味着平均500页的文件量，有的甚至超过1000页。我们每个人被分配到某个借款人后，从逐字逐句地审阅这些几百页的文件，再对其进行分析，最后形成结论性的表格，大概被限定在2-3天完成，甚至更短。完成初步的表格是整个项目工作的第一步，为以后的汇总和报告打下关键的基础。这么多的文件，资产管理公司只提供电子版，我们需要自己打印出来。可能是文件格式的原因，这些文件打印起来格外的慢。相信在那些岁月中有幸坐在打印机附近的律师们以及需要打印文件的律师对此都深有感触。大家对于打印都诚惶诚恐，甚至守在打印机旁边不敢走开，因为一旦少了一页，而这一页又恰恰是一份至关重要的催款通知书的话，那么可能一笔几千万元的债务就会因被判定为“超过诉讼时效”而沦落为“不良”资产。而这些打印机们“呕心沥血”打出来的文件，关键内容无非就是这么几大块儿，这正构成了我们“保良”工作的主要对象：

- 借款人与银行签署的借款合同，包括借据等，每个借款人所对应的借款合同从几个到几十个不等，也有

- 对于每笔借款的担保文件，包括保证、抵押、质押等；

- 银行与资产管理公司签署的债权转让协议；
- 银行与资产管理公司分别向债务人和担保人签发的一系列催款通知书、债务确认书或刊登的相关公告以及债务人和担保人的回执；

- 对于特定的借款人而言，也许还有债权人与债务人妥协达成的偿债协议。

通过审阅上述文件，我们需要对以下几个关键问题做出判断：

- 对于每笔借款，是否已过诉讼时效；
- 担保是否有效、是否已过保证期间（对于保证）或存续期间（对于抵押）；
- 债权转让协议是否有效。

由于信息量太大，分析起来也有难度，为了避免失误或错误，以最大程度上确保结论的准确性，载有初步结论的表格完成后，组长要对每一份表格进行审查，这种审查不仅仅是形式上的审查，更是实质上的审查：对于组长来说，等同于根据表格上记载的信息（最重要是时间信息）对上述几个关键问题进行二次分析和判断，对于不明确的问题或者需要澄清的事实，就打电话给相关的组员进行核实或询问；而对于组员来说，则意味着不但要忍受夜半电话的“骚扰”，还要随时翻查文件，并对问题进行重新思考和整理。

第二部分：“保良”人士们的“保良”成果

事实上，不良资产收购涉及的法律问题很多，但关键是时效和担保，这也是本文侧重讲的内容。上面谈到的对几个关键性问题的判断，看似简单，实际上可以直接依据的法律条文很有限。《担保法》和《担保法解释》之间充满了矛盾，我们进行判断的最重要的几个依据其实是串联在一

起的几个司法解释。但这些远远不够。比如，在Hope项目中，很多关键问题必须通过理论上的探讨并借鉴地方实践中的做法得到倾向性的结论。

尤其是，不良资产收购后的债权实现方式主要为诉讼途径。因此，法院在处理涉及不良资产的案件时的倾向性意见、观点对于客户拟收购债权的可执行性至关重要，需要律师密切关注。在时效和担保的问题上，法律规定、实务操作均存在缺失，这就给了法院很大的自由裁量空间。但，不同的法院、同一法院在不同的阶段，其主导性的意见可能会截然相反，会给律师的判断增加很大的难度。

下面就重点讲讲我们在工作中遇到的一些比较有特色的主要问题和解决方案，供大家分享。

1．诉讼时效 - 未雨绸缪，安而不忘危

有人把不良资产比喻成“冰棍”，拿在手里的时间越长化的就越多。事实上，不良资产收购中的一大特点，就是没有借款人会按时还钱，债权人对诉讼时效的积极维持往往是其自我保障的关键。债权人对诉讼时效的保持其实是依赖于一系列导致诉讼时效中断并/或重新起算的文件，这一系列的文件也使其所保障的债权在转让过程中价值不菲。

- 未约定履行期限的借款合同

目前这类债权请求权遵循“随时请求、随时清偿”的原则，“最长诉讼时效期间”为20年。这种操作方式带来的与立法目的相悖的一个矛盾就是：债权人越早请求履行债务，其丧失时效利益的可能性就越大。

- 主张部分债权对全部债权时效的影响

这种情况的一个典型的例子就是，如果债权人仅仅对利息（或部分利息）主张了债权，则诉讼时效中断的效力会不会及于该笔债权的所有本金和利息？在Hope项目中，我们从时效制度的基本目的分析认为是可以的。但可能各地法院的认识与操作不尽一致。

• 债权人请求的认定

大家都知道，债权人的请求可以引发诉讼时效的中断，但债权人的请求是以发出还是以到达债务人才产生诉讼时效中断的效力，在此方面司法实践存在一个发展的过程。具体言之，如果债权人只具有发出请求的证明，但没有证据证明对方收到，那么在2002年之前，法院一般不会据此认定诉讼时效中断；而在2002年之后，各地高院通过批复的形式，相继确认了特快专递和电报的底单可以作为认定诉讼时效中断的依据，除非债务人有确凿证据证明其没有收到。在Hope项目中，如果我们在文件中仅仅看到债权人发出的催款通知书而没有债务人的签字或回执、或者债权人发送该通知的相关证据材料，那么该催款通知书本身不能构成诉讼时效中断的依据。

另外，对于公告是否可以构成债权人的请求，并不能一概而论。司法解释规定了两种情况：一种是金融资产管理公司作为债权人发出的公告，典型体现在不良资产收购项目中：债权转让协议签署后，金融资产管理公司一般都会作为新的债权人将债权转让的事实刊登在省级报纸上，并同时公告向借款人和保证人催收债务，这是我们判断诉讼时效的一个关键点⁴；二是如果在保证期间对保证人进行公告请求，则请求成立。除了上述两种情况，其他的公告能否构成债权人的请求则取决于各省法院的态度，但目前的倾向是认定公告的这种效力。

• 时效利益的抛弃

诉讼时效的中断和重新起算实际上并不完全是一回事儿。诉讼时效的中断是发生在诉讼时效期间内，一旦过了诉讼时效，就不存在中断的问题了，如果此时债务人重新做出偿还债务的意思表示，则构成“时效利益抛弃”，引起使诉讼时效重新起算的效力。

可以构成时效利益抛弃的意思表示有很多种，此处不再一一赘述。但在Hope项目中，本人认为与此相关的文件中最有趣的莫过于一份叫“债权确认书”的东西。这个“债权确认书”的名堂在于它的内容：如果它的内容中没有“催款”的意思表示，仅仅是债权确认的话，那么即使债务人签了字，它也只能产生在诉讼时效期间内让诉讼时效中断的效力，而不能够使过了诉讼时效的债务重新起算诉讼时效——怪就怪起错了名字，如果直接叫“催款通知书”，就不存在这个问题了；当然，如果它的内容中有“催款”的意思表示，则一旦债务人签了字，就构成时效利益的抛弃，可以引起诉讼时效的重新起算。这是本所诉讼律师综合了几地的实践告诉我们的结论。

2. 保证担保 - 诚信来自于内心

担保永远是不良资产收购关注的焦点。在我们审查的大部分贷款合同中，通常都附带有抵押担保合同或保证担保合同，在对借款本身的诉讼时效做出判断的同时，我们同样关注其上所附的抵押担保是否已过存续期间，或者保证担保是否已过保证期间，或者担保本身是否有效，关注的程度比之主债权甚至有过之而无不及。从某种意义上来说，担保才是不良资产收购的真正灵魂。而相对于抵押或质押担保，保证担保作为一种信用担保，依赖于保证人的诚信和偿付能力而非物质化的财产，因此其对担保债权的实现保障更具风险性。对于保证担保的法律尽职调查工作由此成为对担保的法律尽职调查工作的重点。

• 保证期间及保证责任的发生：《担保法》生效前后的不同处理

先从现行《担保法》的生效说起。现行《担保法》的实施日期是1995年的10月1日，但是，在不良资产收购中，我

们面对的相当一部分债务的发生时间都是在《担保法》生效之前，这使得我们对很多问题的判断变得复杂。

（1）《担保法》生效之后发生的保证责任及保证期间的处理。根据《担保法》及最高院2000年颁布并实施的《担保法解释》中的相关规定，我们对《担保法》生效之后的债务在保证期间方面原则上做如下理解：保证期间有约定的从其约定。保证期间未约定或者约定的保证期间早于或者等于主债务履行期限的，视为“未约定”，其保证期间为贷款到期还款之日起6个月；约定保证人承担保证责任直至主债务本息还清时为止等类似内容的，视为“约定不明”，其保证期间为贷款到期还款之日起2年。

保证期间是产生保证责任的唯一机会，且不适用有关中止、中断或延长的规定。对于一般保证，在保证期间内，如果债权人未对债务人提起诉讼或者申请仲裁，则保证人免除保证责任，也就是说，保证债权的实现是以债权人向债务人起诉或申请仲裁为前提的；而对于连带责任保证，只要债权人在保证期间对保证人提出主张，就开始起算保证债务的诉讼时效期间。

但在不良资产收购中存在一种特别的情形，在原保证期间届满后，如果保证人签署了债权转让协议，则我们认为根据该协议，保证人应当重新承担保证责任。但是，对于这种情形下所适用的保证期间，并没有明确的法律规定，各个地方法院也许对此存在不同的理解。对此，我们的处理方法是：除非债权转让协议重新约定明确的保证期间或明确约定适用原来保证合同的保证期间，否则视为保证期间“未约定”或“约定不明”，保证期间为从债权转让协议签订之日起的6个月或者2年（根据上文所述的标准区分），而不考虑债权转让之前保证合同中的内容或对保证期间的约定。

另外，还有一种比较少见但却比较有趣的情况，那就是如果双方约定的保证期间非常长，以至于保证期间在主债权的诉讼时效经过之后仍然没有届满，则债权人在主债权诉讼时效经过后对保证人主张保证责任的，法院一般不予支持，原因就在于担保合同的从合同性。我们认为，保证债务人作为从债务人，拥有主债务人所拥有的抗辩权，其中最重要的就是主债务诉讼时效期间已经届满的抗辩权。

（2）《担保法》生效之前发生的保证责任及保证期间的处理。《担保法》实施之前，并非完全无据可依。为了解决《担保法》实施之前保证期间适用的问题，最高院于2002年专门制定了一个至今都引用率很高的司法解释《最高人民法院关于处理担保法生效前发生保证行为的保证期间问题的通知》，根据该司法解释的规定，对于当事人在担保法生效前签订的保证合同，有约定的还是从其约定，没有约定保证期限或者约定不明确的，如果债权人已经在法定诉讼时效期间内向主债务人主张了权利，使主债务没有超过诉讼时效期间，但未向保证人主张权利的，债权人可以自本通知发布之日起6个月（自2002年8月1日至2003年1月31日）内，向保证人主张权利。逾期不主张的，保证人不再承担责任。可见，这个司法解释规定了一个特定时间段的“黄金时期”，赋予债权人主张保证期间的权利，从而带有很明显的解决历史问题的色彩，但也恰恰体现出了司法解释这种立法形式在解决实际问题方面的灵活性和时代感。

• 保证诉讼时效

依据相关规定，我们对此的处理方法很简单：一般保证，自债权人（即银行或资产管理公司）向债务人在保证期间之内提起的判决裁定生效之日起算；连带保证，自债权人向保证人在保证期间之内提出主张之日起算。

5 《担保法解释》的效力可以追溯至《担保法》的实施，因此只要是《担保法》实施后形成的债务，不论是《担保法解释》颁布之日（2000年12月8日）之前还是之后，都适用《担保法解释》。

4 当然，如果在公告前债务已经过了诉讼时效，这种公告就不能产生使诉讼时效中断的效力。

这里特别要拿出《担保法解释》中的一句话来推敲一下：“一般保证中，主债务诉讼时效中断，保证债务诉讼时效中断；连带责任保证中，主债务诉讼时效中断，保证债务诉讼时效不中断。”

一经分析便可以发现，在一般保证中，(1)如果主债务的诉讼时效是因诉讼或仲裁的方式发生中断，那么，直至债权人向债务人在保证期间之内提起的判决裁定生效，保证债务的诉讼时效才开始起算，不可能引起保证诉讼时效的中断；(2)如果主债务的诉讼时效是因诉讼、仲裁以外的原因发生中断，那么此时保证债务的诉讼时效还未开始起算，更加谈不上保证诉讼时效的中断了。换句话说，一般保证的主债权诉讼时效期间和保证债务的诉讼时效期间根本不会发生重合。

• 最高额保证

最高额保证与连续保证的区别在于，后者适用于一段时间内连续发生的数个保证，但是每个保证都作为单独的普通保证来处理，而前者的最基本特征在于所担保的最高数额，而不在乎是否明确约定了具有起止日期的特定期间。最高额保证所担保的是特定期间内发生的债务余额（而非总额），只有其主债权确定之后才需要承担保证责任。如果在主债权特定之前某个具体的债权已届履行期，则其只能向债务人主张，而无法立即向保证人主张。

最高额保证所担保的主债权特定（即“决算日”）之后，应该视为一个对主债权余额设定的普通保证，适用所有关于普通保证的法律规定。因此，其保证期间原则上从“决算日”开始起算，但如果保证人与债权人约定在决算日之后的某一日之前“清偿期”履行保证责任，则保证责任从清偿期届满之日开始起算。

确定“决算日”的原则是看到什么时候贷款合同的数目（而不是金额）不会继续增加。基本的确定原则包括：约定；保证人向债权人发出终止最高额保证的通知到达之

日；债权人与债务人之间发生诉讼仲裁等。

3. 抵押担保 - 福生有基，纳其基

比起作为信用担保的保证担保，抵押担保来的更“货真价实”些，因此特别受到债权人的偏爱和重视，在不良资产收购中尤其如此。不良资产收购中，收购的本来就是一些遭遇了“信用危机”的贷款，此时，实实在在的抵押物及其所附带的“物上请求权”无疑是最令收购者觉得踏实和有利可图的良性资产，在一定程度上，这也正是收购的诱因所在。Hope项目中存在下列具有“不良资产收购”特色的抵押问题。

• 抵押权的生效

关于抵押物的生效，大家都了解《担保法》规定对五类抵押物的抵押必须登记而生效，那么，我们就面临一个与保证担保同样的问题——《担保法》生效之前呢？

在不良资产收购中，这个问题再正常不过了，但这一次，抵押却不如保证那般幸运，因为没有专门的司法解释对此进行规定。对此，我们给出的答案是，对于《担保法》规定的这五类抵押物，如果抵押合同签订于《担保法》生效之前，而且该抵押物没有登记，这种情况下该项抵押是否应被视为已经生效，没有明确的法律规定，其强制执行力度取决于各地法院的具体认定。根据我们的经验，没有经过登记的抵押权在实践中很难得到法院的认可。

• 抵押的存续期间

根据《担保法解释》，债权人在担保物权所从属的主债权诉讼时效终止两年以内主张担保物权的，法院应当保护，这两年时间担保物权的存续期间，并非诉讼时效，不发生中断、中止。但是，对于担保法生效之前设定的抵押/质押是否存在存续期间，法律并没有明确的规定。根据我们的经验，在实践中，相当多的地方法院认为，除非出现法定的权利消灭事由，否则，在担保法生效之前形成的抵押权/质押

权作为一种物权将永远存在，对其保护不受诉讼时效的影响，也没有存续期间的限制。当然，这种认定并非最终结论，不同法院可能有完全不同的判断。这种结论是我们经过分析抵押权的性质并结合各地的实践得出的，不用说，这种永久性的保护对债权人来讲是非常有利的。

另外，对于担保人签署债权转让协议的情况也要具体分析。如果担保合同签订于《担保法》生效之后，只要上述担保物权存续期间经过，担保物权确定消灭，但是如果担保人签署了债权转让协议，则(1)如果债权转让协议签订日期早于原担保物权存续期间届满之日，视为担保人对原债权转让的确认和同意，担保物权仍然在原来未届满的存续期间内存续；(2)如果债权转让协议签订日期晚于原担保物权存续期间届满之日，则应该继续判断其是否能够在担保法之下构成一个新的担保物权。根据这一标准：我们认为，对于那些担保法规定必须登记抵押物才能生效的担保合同，如果没有进行抵押物登记，不能仅仅因为抵押人签署了债权转让协议就认定抵押权重新产生。

• 最高额抵押

最高额抵押的关键问题在于主债权的转让问题。根据《担保法》的规定，“最高额抵押的主合同债权不得转让”。在不良资产收购中，存在着大量的最高额抵押。如果严格遵照《担保法》的上述规定，对包含这部分抵押的债权的转让一律应当是无效的，毫无疑问，对不良资产的收购人来说，这意味着巨大的法律风险。我们在分析中，并没有一概而论。根据2001年最高人民法院的司法解释⁶，“人民法院对最高额抵押所担保的不特定债权特定后，原债权银行转让主债权的，可以认定转让债权的行为有效”。据此，我们经过

讨论认为，如果最高额抵押的主债权已经特定，则对该笔债权的转让是有效的⁷。这样实际上就保住了客户收购的很大一部分债权。但是，我们仍然提醒客户，在实践中仍然存在《担保法》所规定的认定方式，即，认为最高额抵押的主合同债权一概不能转让，由此导致客户与金融资产管理公司签订的存在最高额抵押担保的债权转让协议无效。

对于最高额抵押存续期间的起算时间问题，也是实践中争论较大而认定较为困难的一个问题。实际上，最高额抵押的特征与我们前面谈到的最高额保证是一致的，只不过在存续期间的起算上有所不同。在Hope项目中，对这个问题，我们同样形成了统一的分析结论和处理原则：对于最高额抵押来说，与普通担保物权一样，在《担保法》生效之前签订的最高额抵押合同，其最高额抵押权将永远存续；在担保法生效之后，首先也应当确定“决算日”或“清偿期”，并从该“决算日”或“清偿期”届满之日开始起算特定后主债权的诉讼时效（这一段适用诉讼时效中断中止的规定，是可变期间，只要在清算日/清算期届满日之后债权人向债务人主张任何一笔债权，都产生中断这段诉讼时效的效果），然后再从上述诉讼时效届满之日起计算两年的存续期间。

4. 一点小结与一些感想

以上是我们在工作中遇到的一些令我印象深刻的问题，就是在类似这样的大量分析中，我们帮助客户层层筛选出相对“良性”的资产，但显然这远远不是不良资产收购所涉及问题的全部。此外，不良资产收购项目所涉及的质押等其他担保形式，以及外汇、执行等同样非常重要的问

⁶ 《最高人民法院关于审理涉及金融资产管理公司收购、管理、处置国有银行不良贷款形成的资产案件适用法律若干问题的规定》（2001年4月23日起实施）是不良资产处置中最为重要的几个司法解释之一。

⁷ 由于最高额抵押为抵押人与抵押权人协议在最高债权额度内以抵押物对一定期间内连续发生的债权作担保。而在上述主债权特定、约定的期间已过情况下债权合同的数目已经确定，而不会增加或减少。

⁸ 即主债权特定之日。

题，由于篇幅所限，在本文中也未述及。

在Hope项目中，为了解决问题、统一认识，我们每天都在在许蓉蓉律师的主持下召开小组全体会议对审阅中遇到的问题进行讨论，并对每位成员在工作中的问题进行逐一解答。讨论背后大量而沉重的法律研究工作主要是由封锐、李立山和刘觉西等各位组长来承担的。对于一些理论程度更高的问题，比如“最高额保证”的保证期间起算等问题，则由傅长煜律师仔细研究后统一为我们讲解。

即便如此，在涉及我们以前从未遇到的问题时，尤其是项目刚刚开始的时候，大家均是“摸着石头过河”，随着项目的不断深入，越来越多的问题摆在我们面前，各种担保“怪胎”层出不穷，傅律师、米兴平律师、李洁律师等相继加入了指导行列。由于既有的法律规定疏漏矛盾极多，我们在特定时间限制和结论相对确定的要求下，形成了一个统一的解决问题的思路：首先穷尽所有明确的成文法规范，对于各层级成文法的适用性进行理论梳理；对于没有任何明确法律依据的法律问题，我们求诸在最大范围内为法院实践所接受的法律理论来解决问题；同时，对于所有上述第二种情况下提供给客户的意见，我们进行了充分的风险披露，即，该等结论是在法律规定不明晰的现实下，我们所理解的最可能被法院所接受的认定和处理方式。时至今日，我仍然觉得，我们在Hope项目中所做到那份坦诚和敬业，是对得起“审慎”二字的。

尾声：围龙屋里的客菜香

项目主持合伙人刘林飞律师在项目接近尾声时，请我们所有人一起在建国酒店的餐厅美美的吃了一顿客家菜。当天，让人印象深刻的不仅仅是黄澄澄的大闸蟹，还有刘律师夸张的英式英语表演，那句经典的“The-winter-in-

England-is-very-cold! ”，大家还记得吗？

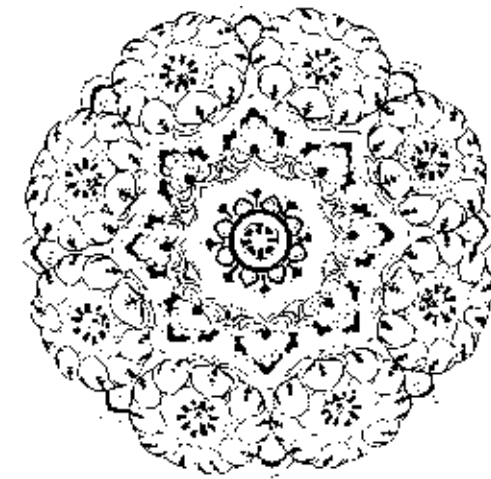
这终究不能算作一篇专门纪念Hope的文章，其中太多的故事无法一一说尽。2005年的深秋，我们三十几号人被团结在一个不良资产收购的项目中，摸爬滚打于各种“时效”、“担保”间，在疲惫与压力下忙得不亦乐乎。直到遇见一个同样美丽的秋天，我们才发觉一年前的此刻是那么温暖：22层的第二会议室是温暖的，许律师的零食是温暖的，客家餐厅是温暖的……

而君合，这个梦起飞的地方，它是温暖的。



市政公用事业特许经营若干法律问题初探

董潇¹



本文讨论的特许经营制度是市政公用事业运营的重要制度之一，区别于商业特许经营。本文将简单介绍市政公用事业特许经营的概念、历史发展，并在此基础上详细论述该制度在中国立法及实践中的相关问题。

一、概要

城市市政公用事业为基础设施和基础产业中的一类²，与交通运输业、通信业、能源工业和水利设施行业相并列。与其他基础设施和基础产业相类似，市政公用事业也以公共性和自然垄断性为最重要的特征。所谓公共性，乃是指市政公用行业产品的公共属性。自然垄断性则是指，基于市政公用事业的规模要求，其运营不可能是分散的、

零星的，而是必然集中于少数的经营者。正是基于上述两个特点，市政公用项目通常都要求投资数额巨大，但是，回报周期长、收益较低。

长期以来，市政公用事业都由政府投资、建设及经营，作为政府的重要责任。运营市政公用事业的通常都是政府直接控制的国有企业。但是，自20世纪80年代以来，一方面，政府部门的供给能力下降、财政负担加大，且国有企业运营效率低下；另一方面，公众对市政公用设施的要求随着社会的发展却不断增加。在这样的背景下，公私合作制³在西方国家兴起，并逐渐在世界范围发展开来，其关键在于吸引私人资本投入市政公用事业，以解决政府资源短缺、改善国有企业运营效率低下问题。特许经营制度是公私合作制中发展最成熟、最为重要的制度之一⁴。

¹ 作者为君合律师事务所北京总部律师。

² 参见1994年国务院发布的《90年代中国国家产业政策纲要》。

³ Public-Private-Partnership或PPP。

⁴ 参见曹远征《公共事业：公私合作利于实现效率最大化》，“公私合作制……具体看，包括合同承包（如运营维护和管理协议）、租赁、特许经营（如BOO、BOT）等十余种形式。”

简单概括，特许经营制度乃是由政府授予私人投资的项目公司在一定地域和时间范围内，运营特定市政公用项目的制度。在特许经营项目中，政府关心的是如何监管项目公司以保证：第一，公共产品的供给符合质量、数量要求；第二，公共产品的价格符合公众的承受能力。而对项目公司来说，则要保证收回投资、获得稳定利润。无论是特许经营制度的发展、还是特定的特许经营项目，都始终处于这样一种张力之中。后文将要探讨的一系列法律问题实质也总是与这两个方面有关的。

二、我国特许经营制度的发展

我国的特许经营制度，是从外商投资基础设施的相关规定发展而来的。1995年1月，对外贸易经济合作部发布了《关于以BOT方式吸收外商投资有关问题的通知》，规定外商可以以合作、合资或独资方式建设项目建设公司，以BOT形式投资于基础设施领域，并明确了审批权限。同年8月，国家计委、电力工业部和交通部联合发布了《关于试办外商投资特许权项目审批管理有关问题的通知》。该通知明确了其所称的“特许权项目”仅指BOT项目，并对特许权项目的提出方式、审批程序、项目公司权利等方面作了较为笼统的规定。下文将介绍的住建部相关规定出台前，这两个规定是我国市政公用事业特许经营方面仅有的国家层面的规定，但上述规定仅限于外商投资领域，并未覆盖民营资本投资市政行业的情况。同样，各省市当时也很少有此方面的专门规定。

2002年，建设部发布了《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》（“2002年意见”），第一次明确提出市政公用行业特许经营制度的概念，并要求“实施特许经营，应该通过规定的程序公开向社会招标选择投资者和经营者”。2002年意见还列出了申请特许权企业的条件、特

经营合同的必备条款及特许经营权的变更与终止等规定。但2002年意见作为建设部的规范性文件，更类似于改革纲要，条文的操作性较差，故颁布后，各省虽纷纷出台省内推进市政公用行业市场化的相关意见⁵，但实际根据上述意见进行操作的市政公用事业项目很少。

2004年，建设部开始正式推行市政公用事业特许经营制度。2004年3月19日，建设部发布了《市政公用事业特许经营管理办法》（“建设部126号令”），并于2004年5月1日起正式实施。建设部126号令较2002年意见，在特许权项目的实施程序、当事方权利义务、政府监督、特许权终止等方面作出了较为详细的规定，但仍缺乏操作性。2004年9月14日，建设部发布了城市供水、管道燃气、城市生活垃圾处理特许经营协议的示范文本（“2004年示范文本”）。此后，建设部又在2005年通过发布《关于加强市政公用事业监管的意见》（“2005年意见”）来进一步推进市政公用事业的改革，并于2006年发布了《城市污水处理特许经营示范文本 征求意见稿》。

目前，湖南、北京、新疆、深圳已于2004年后制定了市政公用事业特许经营的地方性法规，山西、天津、贵州等地也陆续发布了相应的地方政府规章。但是，虽建设部积极推行市政公用事业改革，但按照建设部126号令的规定实施特许经营项目，仍存在诸多障碍和不明朗因素，各地方主管部门的认识与实践也差别较大。争议最大的问题例如，特许经营权人的选择方式、特许经营权的授予方式等。下文将就这些问题分别进行论述。

三、特许经营权授予涉及的法律问题

（一）特许经营权是否为排他性权利

特许经营权是否具有排他性是投资者最为关心的问题之一。根据2002年意见和建设部126号令，特许经营权⁶是政

府授予投资者的、在一定时间和地域范围内，对某个市政公用行业项目的经营权⁸。从文字上分析，上述规定中对特许经营权或特许经营制度的定义条款并不包括特许经营权具有“排他性”或“独家性”的表述。上述规定的其他条款也不存在任何相关说明或提示。北京、深圳的地方性法规和天津等地的地方政府规章的情况类似。但是，2004年示范文本中提到了“独家权”。例如，城市管道燃气特许经营协议中对特许经营权的定义为“……在特许经营期限内独自在特许经营区域范围内运营、维护市政管道燃气设施……的权利”。有意思的是湖南省的规定。《湖南省市政公用事业特许经营条例》要求，“同一地域范围内的同一行业市政公用事业特许经营权，应当授予两个以上的经营者”，除非是受行业和地域限制。这条与众不同的规定在实践中的操作情况还不清楚。

建设部似乎意在给予地方政府一定的自主裁量权。特许经营权的法律定义并不包含“独家”的含义，而地方政府就特定市政公用项目在授予特许经营权时可根据项目背景及双方谈判的具体情况决定是否授予被许可人独家的“特许经营权”。反之，若特许经营协议或其他政府批文中并未明示特许经营权的独家性或作出排他性的说明，则意味着政府并不受限将该区域内经营同种类公共产品的权利授予第三方。通常情况下，投资者，特别是进入门槛较低行业的投资者（例如污水处理、垃圾处理等⁹），都会要求在特许经营协议中对特许经营权的排他性作出明确规定。

（二）特许经营授予的法律属性

讨论特许经营法律属性是为确定特许经营的设定、执行、争议解决等各方面的适用法律。由于尚没有法律法規

规定，也缺乏相关判例，该问题仍停留在理论探讨阶段。目前最主要的观点是行政合同说和行政许可说。

笔者理解，特许经营权的授予是一种授予市场准入权的行政许可行为。如上文，特许经营权乃政府授予投资者的、在一定时间和地域范围内，对某个市政公用项目的经营权。该定义乃与《行政许可法》第十二条第二项规定相吻合¹⁰。特许经营权的授予不应被视为行政合同行为，因其是一种单方行为，不具备行政合同行为的合意性要素。

实践中，建设部似乎想将特许权授予的属性模糊化，原因是若判定特许经营权的授予作为一项行政许可，则建设部126号令以及规定特许经营事项的地方政府规章可能都不符合《行政许可法》规定的设定行政许可的法律层级。

2002年意见和建设部126号令中均未提及行政许可的问题¹¹。建设部城市建设司司长李东序在2004年关于建设部126号令的通气会上表示，“建设部126号令”隶属行政许可范围，但不是法律意义上的行政许可¹²。

而部分地方人大或政府的态度则较为明朗¹²。如北京市人大财政经济委员会在《关于北京市城市基础设施特许经营条例（草案）审议意见的报告》中就明确提到，“城市基础设施特许经营属于行政许可法第十二条第二项……，作为一项涉及市场准入的行政许可……”，而北京市设定的行政许可保留事项目录中也将城市基础设施特许经营列为一项。深圳市的操作也较为类似。

（三）特许经营项目的主管机关

特许经营权的授予机关是市、县级人民政府。市、县级人民政府通常会授权本地区的市政公用事业主管部门负责本行政区域内特许经营项目的具体实施，包括选择投资

5 根据联合国国际贸易法委员会编纂的《私人融资基础设施项目法律指南》（2001年版），私人融资的基础设施项目，按照“私人参与的不同方式或按有关基础设施的所有权而划分为几大类”，包括BOT（建设-运营-移交）、BTO（建设-移交-运营）、BRTQ（建设-租借-运营-移交）或BLTQ（建设-租赁-运营-移交）、BOOT（建设-拥有-运营-移交）等若干种类。

6 如贵州、山东、湖南、江苏、吉林、四川、辽宁等省的人民政府均在2002年后颁布了推进市政公用行业市场化的意见。

7 Concession rights.

8 2002年意见中对特许经营权定义的表述为：“市政公用行业特许经营制度是指在市政公用行业中，由政府授予企业在一定时间和范围对某项市政公用产品或服务进行经营的权利，即特许经营权”。而建设部126号令中并未直接提及特许经营权的定义，而是说明“本办法所称的公用事业特许经营，是指政府按照有关法律、法规规定，通过市场竞争机制选择市政公用事业投资者或者经营者，明确其在一定期限和范围内经营某项市政公用事业产品或者提供某项服务的制度”。

9 与供水、供热等项目相比，这些项目无需建设固定管网或设施，故新的投资者较容易进入。在公共交通行业，如投资桥梁、高速公路建设运营等，也有同样问题。

10 《行政许可法》第十二条第二项规定，对有限自然资源开发利用、公用资源配置以及直接关系公共利益的特定行业的市场准入等，需要赋予特定权利的事项可以设定行政许可。

11 参见新闻报道《开放公用事业谨防一卖了之》（<http://www.ccppp.org/shownews.asp?newsid=226>）。

12 特别是已就特许经营的授予颁布了地方性法规的部分省市；地方性法规可设定市场准入的行政许可。

者、合同谈判、签署等。目前，市、县的市政公用事业主管部门的设置和名称在不同省份情况不同。部分市、县已设立了公用事业局，而在未单独设立公用事业局的市、县则仍由建设局主管。

特许经营项目的主管机关不等同于项目审批机关。根据《国务院关于投资体制改革的决定》，《政府核准的投资项目目录》内项目的核准部门为发展改革部门，其他投资项目由发展改革部门实行备案管理。特许权项目一般都会由公用事业主管部门在选择投资者前报送项目审批机关批准。

实际上，一个特许权项目还涉及到其他政府主管部门。如对投资者通常最关心的公共产品价格问题，主管机关为物价局（或发展改革部门中物价主管部门）。对涉及行业资质的市政公用项目，还可能涉及到相应的行业主管机关。另外，在现有市政公用设施的收购项目中，由于现有项目运营主体通常均为国有全资或控股企业，因而还涉及到国有资产管理部门。在特许权项目的谈判、实施和运营过程中，建设主管部门或公用事业管理部门通常都需要就不同问题协调上述各个政府机关。

（四）特许权人的选择程序

建设部126号令规定的特许权人的选择程序是招标投标程序，具体包括以下阶段：资格和方案预审阶段、准备投标文件阶段、评审阶段和公示阶段¹³。公开竞争是选择特许权人的要义。

需要说明的是，建设部126号令未区分新建特许权项目和出售现有特许权项目的情况。在实际操作中，由于项目性质的差异，开发新建项目和收购现有项目的具体操作方式会有所区别。建设部126号令中的程序规定更适用于新建项目。

各地方的规定与实践有所不同：

第一类代表为北京、湖南，其地方性法规规定与建设部126号令的规定基本一致，要求以“ 招标等公平竞争方式 ”选择特许权人¹⁴，但相对建设部126号令，给除招标外的其他“ 公平竞争方式 ”留了口子。

第二类代表为深圳，除招标、拍卖等方式外，深圳的地方性法规还规定了招募方式。所谓招募，“ 是指市政府将拟授权经营的公用事业公告后，由市政府或者其委托的机构向申请人发出邀请，通过审慎调查和意向谈判，确定经营者候选人，提交专门设立的评审委员会确定优先谈判对象，通过谈判确定经营者。”但采用招募的前提是，通过招标、拍卖等方式不能确定经营者¹⁵。

第三类代表为天津、贵州，规定了政府主管部门可直接授予特许经营权¹⁶。

问题是，在目前法律、行政法规对市政公用事业的规定缺位的情况下，地方性法规和地方政府规章是否可以规定除招标以外的其他方式来选择特许经营权人。从《立法法》的规定来看，若地方性法规（如深圳）与部门规章（建设部126号令）之间对同一事项的规定不一致，不能确定如何适用时，由国务院提出意见，国务院认为应当适用地方性法规的，应当决定在该地方适用地方性法规的规定；认为应当适用部门规章的，应当提请全国人民代表大会常务委员会裁决。若部门规章与地方政府规章（如天津）之间对同一事项的规定不一致时，由国务院裁决。由此看来，若相关利害关系人对该问题提出质疑，则上述规定的适用还需要经过一系列的法律程序才能确认。

建设部目前似乎并不排斥地方政府采用除招标外的其他方式选择特许经营权人。例如，建设部城市建设司副司长张悦在2005城市水业战略论坛上发言时就曾表示，建设

部提出主要的形式必须通过招投标，但一些特殊的项目，在地方上，也不是不允许采用其他方式，但是竞争性是它的主要特征¹⁷。从实践操作上来讲，部分地方政府认为建设部126号令的规定并不实际，因部分项目的特殊情况并不允许实施招投标，如在经济不发达地区，部分基础设施项目可能仅有一到两名投资者。另外，关于特许权的招标投标目前并没有详细的操作规程，而只能适用《招标投标法》的规定，对于规模庞大、技术和运营复杂、运作周期很长的市政公用事业项目，既难以设定标底，也无法简单采取以产品或服务价格为单一标准的做法，因此，除招标方式外，允许其他方式并行是实际操作的必然要求。但如何在给招标外的其他方式开口的同时，保持选择特许权人的透明、公平、公正，则是建设部及地方政府需要进一步考虑的问题。

（六）特许经营权的授予形式

根据《行政许可法》规定，行政机关按照招标、拍卖程序确定中标人、买受人后，应当作出准予行政许可的决定，并依法向中标人、买受人颁发行政许可证件。但建设部126号令并未规定颁发行政许可证件，而只是要求政府应与特许经营权人签署特许经营协议，并将协议报上一级主管部门备案。2005年意见进一步要求若实施特许经营的项目没有签订特许经营协议或协议不完善的，要及时补签和完善特许经营协议。

各地在该方面的规定与实践也各不相同。总的来说，目前主要包括两类情况：

第一类以北京、山西为代表，规定与建设部126号令类似，即只要求政府主管机关与特许权人签署特许经营协议。

第二类以深圳、湖南为代表，即除要求政府主管机关与特许权人签署特许经营协议外，还规定政府应向特许权人颁发授权书。《深圳市公用事业特许经营条例》对授权书内容的规定最为详尽，说明授权书是经营者从事相应特许经营业务的证明，并列出了授权人应载明的事项包括：

（一）授权人、被授权人；（二）特许经营权的内容、区域、期限；（三）经营者的主要义务与责任；（四）特许经营权的撤销；及（五）其他需要载明的事项。

基于地方不同的规定或做法，在各地授予特许权的形式要件是什么，若未签署特许经营协议或未获得特许经营授权书，是否影响所获得的特许经营权的效力，则需根据不同地方以及相应规定作具体的探讨。

（七）特许经营权的对价——特许权使用费

建设部126号令中并未规定特许权使用费的收取问题。但各地的地方性法规或地方政府规章中大多都有特许权使用费的相关条款。例如，《北京市城市基础设施特许经营条例》规定，特许经营经营者应当按照特许经营协议的约定缴纳特许经营权使用费。《深圳市公用事业特许经营条例》规定，市政府可以根据公用事业的不同特点征收特许经营权使用费。《湖南省市政公用事业特许经营条例》也规定政府实施特许经营收取的费用，应当专项用于市政公用事业，不得挪作他用，并依法接受审计监督。在实践中，大多省市也都要求特许经营权人缴纳一定的特许经营费用，以固定数额计征，或以特许权人每年利润率的固定比例计征。

但根据《行政许可法》，行政机关实施行政许可不得收取任何费用。但是，法律、行政法规另有规定的，依照其规定。按照该规定，地方政府收取特许权使用费的法律依据何在值得质疑。

（未完待续）



13 资格和方案预审乃是在正式招投标前进行的遴选。这是因为市政公用事业项目的授予一般都牵涉复杂的程序，且项目规模通常都很大，如竞争范围过广，则对评审委员会来说，工作量将过大，而且也会浪费很多不必要的人力物力。

14 例如，《北京市城市基础设施特许经营条例》第十一条规定，实施机关按照实施方案，通过招标等公平竞争方式确定特许经营经营者并与之签订特许经营协议。

15 例如，《深圳市公用事业特许经营条例》第八条、第九条规定，应以“ 招标、拍卖等公平竞争的方式 ”选择特许经营权人，但“ 通过招标、拍卖等方式不能确定经营者的，市政府也可以采取招募方式确定经营者 ”。

16 例如，《天津市市政公用事业特许经营管理办法》第二十二条规定，经市建设行政主管部门审核并报市人民政府批准后，可以直接授予原经营者特许经营权，由市建设行政主管部门与经营者签订特许经营协议。

17 张悦表示，建设部提出管理办法，主要的形式必须通过招投标，当然一些特殊的项目，是不是有非公开招标的方式，现在地方上，不是不允许，但是竞争性是它的主要特征。参见<http://www.h2o-china.com/meeting/2005/zhangyue.htm>。

利益平衡视角下的公司减资

刘大力 周辉¹



一、引言

金融机构的资本重组是近年来市场的一个热点。中国的国有商业银行由于在信贷审核、风险管理以及内部控制上的多年陈弊，积聚了巨量的不良资产，虽然经历了两次行政主导下的大规模不良贷款剥离，各大主要商业银行的不良贷款在信贷资产中所占的比例仍然以惊人的速度上升。为了避免国有银行破产将会带来的系统性金融风险，国家一方面动用外汇储备进行注资，另一方面引进境外金融机构的战略性投资，以对国有商业银行进行资本重组。²一百余家证券公司于多年的问题经营之后，也是积重难返，纷纷面临关闭或被接管的处境。以建银和汇金为主体的政府资金也开始了对问题券商的资本重组。³

长久以来，一般认为重组或投资一家面临严重亏损或

财务困难的金融机构，为了保护投资人的利益，只需根据公司的净资产状况，压低每股股份的购买价格即可。但是，在中国公司法规定的股票的发行价格不得低于股票票面金额的基本原则下，当一个公司的净资产已经低于其股份面额的总和时，仅仅降低股的发行购买价格但又不突破股份面值的下限，已经不足以保护投资人的利益。公司尚需减少其股本总额以使得公司的股本总额能够反映公司净资产的真实状况，从而使得投资人能够在反映真实股本的净资产状况的基础上投资入股。

因此，在上述金融机构的资本重组中面临的一个普遍性问题是，在国家注资或引进境外战略投资之前，无论是代表国家财政的出资人还是境外的金融机构，都需要目标公司向他们呈现一个反映公司净资产真实状况的资本基础，否则将无法向纳税人或是自己的股东交待。也就是

说，当问题金融机构的净资产实质上已经严重损失的情况下，其资本应当同步减少以反映净资产的损失状况，否则在一个虚高的资本基础上进行投资，新投资人的权益会被老股东稀释。

笔者目前参与的一个私人股本基金(Private Equity Fund)重组一家问题保险公司的项目中，投资人即提出了这一要求。但是笔者发现，经过修改之后的新公司法下的减资制度仍然过于简单，在适用于具体的资本重组案例时，不仅因为规则粗陋而缺乏可操作性，而且对于复杂经济活动中不同主体互相冲突的利益也缺乏平衡和妥协机制，这不能不说是一种缺憾。

公司的资本是公司运营和作为独立法人承担民事责任的基础之一，因此其增加或减少必然会涉及到公司各个相关利益主体的利益。这不仅是立法者需要考虑的问题，参与有关项目的律师更是需要考虑各利益主体的利益平衡以及以此为基础的减资的实质公正和程序合法，从而确保交易的顺利完成。

二、股东的利益

公司减资有实质减资和形式减资之分。所谓实质减资是指伴随着资本的减少，公司的资产也同步减少，即公司会将减少的资产返还给股东。所谓形式减资是指公司仅仅减少资本，而不减少资产，主要适用于公司经营发生亏损而资产已经少于资本，为使资本反映资产状况而进行的减资。

公司减资，往往伴随股权结构的变动和股东利益的调整。在实质性减资的情形下，减资实际上相当于公司资产的分配。如果减资是按照所有股东的持股比例同比例进行的，则所有的股东都得到了平等的资产分配和退出机会，应该来说其利益冲突并不明显。而在公司不依据股东持股比例减资的情况下(比如定向回购股份)，公司的减资将直接引发公司股东之间的利益冲突。无论是实质性的减资还是形式性的减资，减资通常偏向于控股股东的利益，少数

股东的利益会受到不同程度的侵害。

中国证券市场的首例回购案——云天化回购案可谓是一个定向回购的典型案列。1999年4月1日，云南云天化股份有限公司(“云天化”)发布公告，宣布控股股东云天化集团有限责任公司将协议回购其所持有的云天化国有法人股中的2亿股，协议回购价按1998年每股净资产2.01元计(若回购成功，云天化的总股本将由56818.18万股下降为36818.18万股，云天化集团持股比例将从82.39%降至72.84%，社会公众股比例则从17.61%上升为27.16%)。

该案的一个焦点是回购的价格。云天化与其集团公司草签的回购协议以1998年底的每股净资产值为回购价格，这符合国有资产管理方面的有关规定。⁴一种市场观点认为，云天化1998年底2.01元的每股净资产中包含了其1997年发行上市时的溢价收入形成的每股资本公积金0.89元，而国有法人股东是以每股1元的面值认购其股份的，以每股净资产值回购国有法人股，有侵犯社会公众股东利益之嫌。针对这种看法，另一种观点认为，根据资本溢价原理，应充分认识到，企业在原创阶段的资本投入比其正常生产经营时期的资本投入风险高，而利润率相对要低。因此，当企业向社会募集股份成立股份公司时，对新投资者的溢价发行可以理解为对原投资者的补偿。因此，以净资产值作为回购价格是相对合理而能为各方面接受的。

可见在定向回购的情形下,由于并非所有的股东都有平等的退出权，回购的条件就成为股东利益冲突的焦点。这里要使得股东能够得到平等对待，对相关的公司法规则就需要作精心设计。按照中国新公司法的规定，无论是有限责任公司还是股份有限公司，股东会三分之二的表决票即可通过减资决议。考虑到中国许多公司的股权(国有股权往往占到绝对控制地位)都相当集中，这样一个简单的资本多数表决很有可能使许多小股东失去表达意志的机会。所谓的定向回购很可能演变成对于小股东的一场掠夺。

不同国家的立法对这一问题都有考虑。德国的公司法就是通过提高表决通过比例的方式来保护小股东权利，其

¹ 刘大力为君合律师事务所上海分所合伙人，周辉为君合上海分所律师。

² 中国银行、中国建设银行和交通银行的资本重组均包括了国家注资和引进战略投资。

³ 建银联合UBS进行的北京证券重组是一代表性案例。

⁴ 国有资产管理部门认为，净资产值是国有法人股东应享的股东权益。国家国有资产监督管理局1997年颁布的32号文对此有明确的规定，即国有股权的转让价格不能低于其净资产值。可以说，净资产值是企业回购国有股的最低价格，这是保全国有资产的重要条件。

规定对于正式消减资本的决议必须由代表至少3/4基本资本的股东做出决议。⁵美国的公司法判例就曾赋予不同意定向回购决议的小股东要求公司以相同的价格和条件回购其股份的权利，其判决的基础就在于股东应当得到平等的对待，拥有平等的退出公司和收回投资的权利。当然，考虑到上市公司的小股东可以通过公开市场出售股份，这一判决原则一般被认为只适用于股份缺乏流动性的有限责任公司。

定向回购在中国的法律实践中出现了颇多的应用。风险投资基金(Venture Capital Fund)和私人股本基金为了保证其退出途径，在股份缺乏流通市场的情形下，通常需要被投资公司作出回购投资人股份的承诺，即put option。银行业的境外战略投资人出于对中国银行业风险的担心，也通常要求被投资的银行授予其特定情形下的put option。对于上市公司负有巨额债务的大股东来说，以定向回购来抵销其对公司所负债务也不失为一种有效的途径。所有这些应用依然需适用中国公司法相对简单粗陋的减资规则。这一规则仍然有待于立法和司法实践的进一步完善。规则的完善过程中既需要考虑小股东意志表达的空间，也需要考虑小股东平等的退出权利。但同时，相关规则又不宜过于严苛，以致定向回购的成本过于高昂，影响到上述应用中交易安排的灵活性。

三、债权人的利益

公司的实质减资，导致公司的净资产从公司流出，使公司的偿债能力面临降低的危险。公司的形式减资，也会减少股东应当投入公司的财产数额，因此从消极的意义上说，也同样导致公司责任财产的减少。因此，这些均将影响到公司债权人的债权实现。因此，公司的减资制度应当充分照顾债权人的利益，在股东的利益与债权人的利益之间寻找恰当的平衡。

新公司法显然是考虑到了债权人利益的保护，其第一百七十八条规定如下：

“ 公司需要减少注册资本时，必须编制资产负债表及财产清单。公司应当自作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上公告。债权人自接到通知书之日起三十日内，未接到通知书的自公告之日起四十五日内，有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。公司减资后的注册资本不得低于法定的最低限额。 ”

这一语焉不详的规定给实务操作将带来极大的不确定性。

1. 债权人异议权对于减资的影响

债权人要求公司清偿债务或者提供相应的担保的权利对于减资的效力有什么样的影响，公司法并没有给出明确的说法。从严解释，我们可以将之理解为：如果公司未能清偿债务或者提供相应的担保，则减资不能继续进行。从宽解释，我们可以认为公司未能清偿债务或者提供相应的担保并不影响减资的有效进行，只是这一减资将不能对抗其未能满足要求的债权人。这两种解释对于实践中的减资安排将有截然不同的影响，公司法实有明确的必要。参考其他国家的立法规定，或许对于立法的完善和司法的实践有所帮助。

台湾地区的公司法规定，减资的公司对于在指定期限内提出异议的债权人不为清偿或不提供相应担保者，其减资的效力不受影响，但公司不得以其对抗债权人，债权人仍能在公司原有资本范围内向公司主张债权(在此情况下，公司的股东仍有义务向公司投入额外的资本，使得公司可以用于偿债的资本恢复至原有的水平)。

法国的公司法则规定，在公司违反债权人保护程序以至于债权人有权蒙受损害之虞时，债权人有权请求公司停止减资，此种请求权可以通过诉讼方式行使。⁶

日本的商法则赋予了债权人减资无效的诉权，即债权人在减资生效之后，基于特定事由享有请求法院判定公司减资无效的权利，但这一权利应在一定的期间内行使。

综合考虑资本交易的效率 and 安全性，以及债权人的利益保护，笔者认为台湾地区的做法更为可取。这一处理路径对于金融机构的资本重组交易来说尤为适合。试想中国建设银行如果在其财务重组中实施减资，假如每一个提出偿债或担保要求的债权人均可以因为要求没有得到满足而要求停止减资，那对于这样一个拥有众多债权人的大型金融机构来说，减资根本没有完成的可能。再者，如果说债权人事后可以主张减资无效，那对于金融交易的稳定来说也是不可想象的。相反，采取上述台湾模式中的对抗主义，则既不失对债权人利益的保护，也能兼顾资本交易的效率和安全。

考虑到中国大量的深受不良资产困扰的问题金融机构(包括银行、证券公司和保险公司)都有资本重组和减资的需求，而这些机构通常又有众多的债权人，其资本交易对于稳定性又有极高的要求，笔者认为，采取对抗主义的台湾模式值得在司法实践中进行探讨。

2. 减资的财务标准

公司法规定公司减资后的注册资本不得低于法定的最低限额，从其立法意图来说是为了使得公司有足够的资本来偿还债权人的债权。但是新公司法为有限责任公司规定的注册资本最低限额是3万元人民币，为股份有限公司规定的注册资本最低限额是1000万元人民币。笔者认为以这样的最低注册资本限额来确保公司有足够的偿债能力显然是不够的，因为公司在减资时点上所负的债务总额很可能远高于法定的最低资本限额。

对于债权人而言，其偿还债务的保证实质上在于公司

的资产，而并非公司的注册资本。中国的公司法长久以来对于资本信用有盲目的迷信，对于公司资产所能带来的信用却往往忽视。一个注册资本上亿的公司，在多年的亏损经营之后，可能真实资产早已不足千万。一个只有百万元注册资本的小公司，如有一个很好的商业模式和一个稳定的经营团队，数年之后也可能成为资产过亿的上市公司。公司对于债权人的信用其落脚点应在其资产而非资本之上。因此如果减资的过程将伴随净资产的流出，债权人更为关注的应该是减资后的公司总资产是否足以偿还其总负债。换言之，公司是否具有支付到期债务的能力(solvent)才应当是减资的一个重要财务标准。

加拿大商事公司法规定：“ 如果有合理的理由相信：(1)公司不能或在资本减少后不能支付；(2)公司资产可实现的价值将因此而低于债务总和，那么公司不得减资。”美国修订的示范公司法(RMBCA)中对于公司分配和减资主要采取“ 偿债能力准则 ”模式和“ 资产负债 ”模式。该法6.40(C)规定了公司分配⁸必须满足以下的前提条件：(1)通常的营业状态下，公司仍然可以清偿到期债务；或者(2)公司的总资产应当不少于总负债与优先股股本的总额。⁹美加两国所采取的减资财务标准值得中国公司立法借鉴。

四、股东之债权人的利益

减资过程中，公司股东的利益和债权人的利益一般是关注的焦点，但无论是公司立法、学术研究还是司法实践均很少关注公司股东的债权人的利益。笔者目前参与的一个保险公司¹⁰重组项目中就遇到了这一问题。该保险公司因为在控股股东的操控下将公司的资本金进行违规证券交易，使得公司的资产出现了巨额的损失。我们

⁷ 参见《加拿大公司法》第38条规定。

⁸ 美国公司法下减资被视为公司分配的一种。

⁹ 参见Revised Model Business Corporation Act, 6.40 Distributions to Shareholders.

¹⁰ 该公司是一个股份有限公司。

⁵ 赵旭东等著，《公司资本制度改革研究》，法律出版社，2004年12月第1版，第247页。

⁶ 法国商法第216条第3款和第4款规定：“ 在提起异议期限内以及如有异议在对该异议作出裁决之前，均不得开始减资，如减资程序已经开始的，则应立即中止，直至建立了足够的担保或对债权进行了补偿。 ”

房地产市场外资准入和管理¹ ——析 171 号六部委文及其影响

谢青²



引言

《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》建住房[2006]171号〔下称“171号文”〕由建设部、商务部、发展和改革委员会、中国人民银行、国家工商行政管理总局和国家外汇管理局〔下称“六部委”〕于2006年7月11日联合发布,是在2006年5月17日《国务院关于促进房地产业健康发展的六点意见》〔即“国六条”〕出台后陆续出台的房地产新政之一。但惟其直接针对外资而引人瞩目。

经济学家称,政府不应限制外资进入房地产业,而应该管制外资的直接购房行为,防止外资大规模撤资对国内经济造成的冲击。171号文贯彻了打击境外热钱短线炒作境内房地产的主旨,总体上对正常的外资房地产开发和并购采取开放的态度,但在某些方面对外资房地产市场产生了一定影响。结合六部委相关负责人对171号文的解释,笔者认为,新规定没有改变外商投资房地产的基本政策或者限制外资并购房地产,而是希望在保护正常房地产投资行为的同时稳定房地产市场,加强对外资并购房地产的监管,防止政策漏洞。相关规定无不出于此基本出发点。下文对此略作一分析。

一. 市场准入

(一)商业存在原则

171号文树立了非自用房地产的商业存在原则,即只要境外机构或个人在境内投资购买的是非自用房地产,则必须在境内设立独立的法律实体,即外商投资企业,并在经核准的经营范围内从事相关业务。

“非自用”房地产与下文第三部分购房管理所述“自用、自住”商品房相对应。笔者理解³,只要不属于下文所述“自用、自住”商品房,则属于广义的“非自用”房地产,从种类上包括用于各种用途〔商住、办公、工业〕、处于不同状态〔在建或完工〕、通过各

¹ 周辉律师对本文提供了宝贵的修改意见及第一手的市场资料,在此表示感谢。

² 作者为君合律师事务所上海分所律师。

³ 171号文之后是否会出台实施细则明确“非自用”的概念,尚不得而知。

产或者查封财产的一部分,以求得对相关股东债权人的利益的适当保护。

五、结语

篇幅所限,本文未能对减资过程所可能涉及的其他利益主体的利益进行讨论。但是从以上关于减资的讨论中,我们可以发现公司作为现代商业社会的一个基本商事主体,其行为过程将牵涉到各种利益主体之间复杂的博弈与利益平衡。公司法作为规范公司行为的一个基本规则,其制度设计必须面对这复杂的利益格局,需要在各种互相冲突的利益中需求一个精巧的平衡。中国公司法经重新修订之后,已经在对现实经济生活的适应性上取得了长足的进步。但是从减资制度这一视角来看,公司立法和司法的实践仍有许多问题需要继续探索。



代表的一个境外基金意图通过增资等方式重组这一保险公司,但希望在增资之前先对公司作一个减资以使得其资本反映资产的真实状况。这时发现公司的数家股东在公司持有的股份已经或被其各自的债权人查封,或被质押给其各自的债权人。由于减资会使得股东持有的股份数减少,进而使得债权人查封的或质押的股份数也减少,因此减资是否需要获得对股东持有的股份有质权或查封权利的债权人的同意,就成为一個值得关注的问题。中国目前的公司法和配套的法律法规对这一问题均没有涉及。

笔者认为这一问题需要区分实质性的减资和形式性的减资作不同的分析。

在形式性减资的情形下,公司仅仅减少资本而不减少资产〔上述笔者参与的保险公司重组即属于此种情形〕,股东所持股份虽然减少,但是在同比例减持股份的情形下该等股份所对应的公司净资产实际上并无减少。所以此种减资对于股东债权人的利益并无损害,减资本身理应无需就此征得此类债权人的同意。只是实践中考虑到法院的查封,程序上也许需要法院的确认。

在实质性减资的情形下,伴随着公司资本的较少,公司的净资产也会分配给公司的股东。此时不仅股东所持的股份减少了,股份所代表的公司净资产也同步减少。在股权设质的情形下,减资之后返还给股东的财产是否属于质物的一部分继续作为债权的担保在中国担保法下并不明确。在股份查封的情形下,减资之后返还给股东的财产是否成为查封财产的一部分法律也无明确规定。因此在实质性减资的情形,就对涉及股份拥有质权或查封权益的债权人而言,其利益是可能受到实质性影响的。

虽然如此,如果规定对涉及股份拥有质权或查封权益的债权人可以对实质性的减资提出异议,似乎为公司的正常减资增加了不必要的成本和不确定性。笔者以为可以考虑规定,实质性减资中返还给股东的财产应当作为质押财

种方式(转让、拍卖、抵债)获得的不动产。

执行商业存在原则对那些确将从事房地产开发、租赁活动并拟长期持有物业的境外投资者而言可能会增加税收及利润汇出成本,提高融资门槛,但对外资准入并不构成实质性的法律障碍。此外,商业存在原则也可能使得某些特殊投资项目产生额外的成本,实践中也存在不确定因素。例如,是否允许设立尚未获得项目开发权的房地产开发公司,是否可以由某一境外投资者在中国境内设立一个房地产开发公司以开发经营多个项目等等。

(二)临时开发执照

171号文规定,在土地出让金缴清之前,外商投资房地产企业会获发期限为一年的《外商投资企业批准证书》和《营业执照》。这意味着,土地管理部门、外资管理部门、工商管理部门三个部门将联合起来防止外资房地产开发商违规拖欠土地出让金,尽管在此之前在地方政府的默许下拖欠土地出让金甚至未缴清出让金就先获得国有土地使用证并不鲜见。但是,这一规定并非针对那些资金和实力雄厚的境外房地产基金和国际投行,而是针对那些利用政策的漏洞或地方政府的纵容违规获得房地产项目开发权却后续资金提供乏力的境外房地产投资者。

二. 外资并购新要求

(一)境内外融资的条件

171号文对外商投资房地产开发企业的境内外融资规定了三项必须满足的条件:第一,注册资本全部到位、第二,拿到国有土地使用证,第三,开发项目资本金需达到项目投资总额35%。据六部委相关负责人对171号文的解释,这是为了使外资房地产开发企业与内资房地产开发企业的融资条件保持一致。但条文没有规定上述条件是针对项目,还是针对项目公司。一般理解,应该针对项目公司。但如项目公司分期开发多个项目,而各项目进展不一,完成有先有后,则适用上述规定的融资条件显然较经营单个项目的项目公司的融资条件严格。换言之,实际上反映了政府对一个项目公司开发一个项目的要求。此外,171号文还要求投资总额在1000万美元以上的,

注册资本不得低于投资总额的50%,这比原来适用于外商投资企业的投注差规定严格。对于境外房地产基金和国际投行而言,这条规定会对其财务融资杠杆比率产生一定的影响。

(二) 并购的条件

对于现有外商投资房地产企业的股权转让和项目转让,以及境外投资者并购境内房地产企业,171号文要求投资者提交,第一,履行国有土地使用权出让合同、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证的保证函;第二,国有土地使用证;第三,建设(房地产)主管部门的变更备案证明;第四,税务机关出具的相关纳税证明材料。这一要求笼而统之适用于股权并购、资产并购方式,但并没有限限于“并购”,而是包括“外商投资房地产企业的股权转让”,从字面上理解,外商投资房地产企业的任何股权转让均需要适用这一条规定。

但上述四项要求的表述并不清楚。例如,保证函要求的到底是何种内容,如违反保证函将产生何种责任?新规定并未涉及。又如,根据字面的理解,假设没有获得国有土地使用证,则现有外商投资房地产企业股权不得转让、项目不得转让、境外投资者也不得并购境内房地产企业。如按此理解,外商投资房地产项目公司在获得国有土地使用权证之前(按第一部分第(二)段规定自设立日起最长不超过一年),其股权实际上处于锁定期,不能发生股权转让的行为,这一限制似乎过于宽泛,欠缺合理性。

171号文还要求境外投资者股权并购境内房地产企业的,需要妥善安置职工、处理银行债务,并以自有资金一次性支付全部转让金。有不良记录的境外投资者,不允许在境内进行上述活动。一方面,171号文似乎旨在给各部门在外资市场准入立法方面留下一定的自由度,但另一方面上述要求实在过于原则,令人担心其可执行性。例如,如何判断“需要妥善安置职工、处理银行债务”;是否只需要走走形式地向政府机构报送职工安置方案和债权债务安置方案,政府机构判断的依据是什么,以及何为“不良记录”;有无判断的标准以及是否建立了或能够建立全国性的监控系统等等。按照以往的先例,如果给地方政府留下太多的空间,则政策容易形同虚设。

(三) 禁止固定回报

为了防止通过固定回报的设计规避贷款的限制,新规定还要求外商投资房地产企业的中外投资各方,不得以任何形式在合同、章程、股权转让协议以及其他文件中订立保证一方固定回报或变相固定回报的条款。但这一规定给审查机关留下了相当大的自由裁量权。比如说,如果在剩余财产的分配问题而不是分红问题上做出一些灵活的处理,是否会被认为构成变相固定回报?

三. 购房管理

(一) 自用、自住原则

自用、自住原则分为三类情况,(1)境外机构在境内设立的分支、代表机构和在境内工作、学习时间超过一年的境外个人,此类机构或个人可以购买符合实际需要的自用、自住商品房,但不得购买非自用、非自主的商品房;(2)境外机构在境内没有设立分支、代表机构的和在境内工作、学习时间一年以下的境外个人,此类机构或个人不得购买商品房的;(3)港澳台地区居民和华侨,可因生活需要在境内限购一定面积的自住商品房。据六部委负责人对于为何划分上述“一年”期限的解释,境外个人在境内工作、学习超过一年时间的,已属国民经济的“居民”范畴,其经济活动记入我国的GDP,自然可以享受境内自然人的部分待遇,因而允许购买生活、工作必需的自住商品房,而在境内工作学习不足一年时间的,其住房需求可以通过租赁方式加以解决,对于港澳台居民和华侨,则因与内地联系密切,所以仅限购一定面积的自住商品房。

有经济学家认为,171号文的最大影响实际上在于对境外机构和个人的购房限制,体现了其主旨在于限制境外资金投机炒房。

(二) 购房实名制

作为实施自用、自住原则的配套要求,171号文要求对符合规定的境外机构、个人购房实行实名制。由于171号文并未明确自住、自用的定义,只说是“符合实际需要的”,也未明确“实名制”的基础是什么,是“一人一套房”还是“一证一套房”,市场上对此多有争论。但据消息称,

上海等地已经开始正式实施“一人一套房”,而非“一证一套房”。此外,“购房实名制”的实施尚有赖于全国范围内商品房交易登记系统的建立。

四. 外汇配套监管

在171号文出台之后,国家外汇管理局和建设部又联合发布了《关于规范房地产市场外汇管理有关问题的通知》(汇发(2006)47号)(“外管通知”),就171号文有关市场准入、开发经营、购房管理所涉及的外汇管理问题作了明确规定。外管通知特别强调,外商投资房地产企业不满足171号文规定的借用外债条件的,不予办理外债手续;境外主体并购或收购境内房地产企业未能以自有资金一次性支付全部转让款的,不予办理转股收汇外资外汇登记等;强调外汇指定银行的汇入汇出审核角色,加强了对购房资金汇入汇出的合规性和真实性的审查。

五. 结语

目前看来,新规定于实施过程中尚存在许多不确定性,有赖于出台进一步的实施细则。比如,一个知名的房地产项目被外资收购,已经签署了预售合同,甚至预售合同已经进行了公证和登记,是否会拒绝给与其办理过户,理由是其没有商业存在?又如,在以往设计的交易结构中,境外投资人购买了不动产之后即交给国内有资质的物业管理公司作为其代理人进行出租收取租金等,这种模式在新规定之下是否会被认为违反商业存在原则?再如,在新规定前已经设立的房地产开发项目公司,是否需要根据新规定调整注册资本和投资总额,还是仅需就新增资本部分进行调整?这些截至本文完稿之前均尚无定论,有待实践进一步明确。



外商投资企业 审批登记新规定及其实践

胡馨月、令狐铭¹



2006年4月24日，国家工商行政管理总局、商务部、国家外汇管理局、海关总署联合印发了《关于外商投资的公司审批登记管理法律适用若干问题的执行意见》（工商外企字[2006]81号，以下简称“《执行意见》”）。

《执行意见》出台于《公司法》和《公司登记管理条例》修订之后。在此之前，修订后的《公司法》和《公司登记管理条例》对外商投资企业的法律适用原则作了一定的调整，并对过去的公司法律制度作了较大幅度的修改，在很多方面创设了新的法律制度。而三资企业法以及各自的实施细则或实施条例则并没有做出相应的修改。在这一背景下，《执行意见》在明确外商投资的公司审批登记管理法律适用原则的基础上，对外商投资企业的组织机构、设立形

式、登记申请期限、审批和登记时需要提交的文件、出资方式、出资监管、境内投资、办事机构的地位、涉及出资的海关和外汇管理等问题做出了比较明确、具体的规定。

因此，本文的主旨就在于，对《执行意见》中所规定的几个主要的制度做一个简要的介绍，并根据现有资料对《执行意见》中尚未明确的问题从律师的角度作出分析，希望能为外商投资企业工商注册的实践提供一点参考，并为有关法律问题的探讨起到一点抛砖引玉的作用。

一、外商投资企业审批登记管理的法律适用原则

根据《执行意见》的规定，外商投资的公司的登记管理

应当首先适用有关外商投资企业的法律；当有关外商投资企业的法律没有规定时，应当适用《公司法》和《公司登记管理条例》；上述法律均没有规定的，应适用有关外商投资企业的行政法规、国务院决定和国家有关外商投资的其他规定。

二、外商投资企业的类型划分

根据《执行意见》的规定，外商投资企业分为中外合资企业、中外合作企业、外商合资企业及外商独资企业四类。将过去通称的“外资企业”划分为外商合资企业和外商独资企业，其目的之一可能就在于将新《公司法》中提出的“一人公司”的概念引入到外商投资企业的监管中。

《执行意见》规定：以外商独资的形式依法设立一人有限公司的，其注册资本最低限额应当符合《公司法》关于一人有限公司的规定；外国自然人设立一人有限公司的，还应当符合《公司法》关于一人有限公司对外投资限制的规定。根据《公司法》第五十九条以及国家工商行政管理总局对《执行意见》的重点条款解读²，上述规定可以理解为：

1、外商独资企业，注册资本最低限额为人民币十万元；

2、外国自然人设立的外商独资企业对外投资时不能采取一人公司的形式。

除上述两条之外，外商独资的一人有限责任公司不受《公司法》关于一人有限公司的其他规定的限制，特别是：

1、不论是外国法人还是外国自然人投资设立的外商独资企业，股东不必一次性足额缴纳公司的注册资本，

而是可以根据《执行意见》第9条的规定，像其他外商投资企业一样实行分期缴付；

2、外国自然人可以在中国投资设立多个外商独资企业。

根据《执行意见》的规定，在2006年1月1日前已经依法设立的外商独资的公司不必根据上述规定进行变更，但是，此类公司在《执行意见》颁布后，如果要变更注册资本或对外投资的，则在进行变更和对外投资时应符合上述规定，即变更注册资本时应保证注册资本不低于人民币10万元，对外投资时不能设立一人有限责任公司。

此外，《执行意见》在外商投资进行工商登记时登记的企业类型方面，提出了更加细化的要求。根据其规定，工商登记机关在进行外商投资企业登记时，应将外商投资企业分别登记为“有限责任公司”或“股份有限公司”，并加注公司的具体类型。通过这种方式，外商投资企业的类型实际上被细分为23种。这样规定的目的在于，一方面为外商投资企业的监管部门提供确定企业类型的指引，以便有关主管部门确定应对企业适用何种法律；另一方面，向公众公示企业的类型，以便公众在投资或者与外商投资企业交易时能根据企业的类型作出判断。

三、关于外商投资企业出资的规定

1、出资比例和期限

对于这一问题，三资企业法均没有做出明确规定，而是在国务院的行政法规以及商务部（原对外经贸部）的部门规章中有所规定。《执行意见》对外商投资各类型的有限责任公司的出资期限做了一个统一的解释，即：一次性缴付

1 作者为君合律师事务所北京总部律师。

2 《国家工商总局外资局发布 关于外商投资的公司审批登记管理法律适用若干问题的执行意见 重点条款解读》，见<http://www.saic.gov.cn>。

全部出资的，应当在公司成立之日起六个月内缴足；分期缴付的，首次出资额不得低于其认缴出资额的百分之十五，也不得低于法定的注册资本最低限额，并应当在公司成立之日起三个月内缴足，其余部分的出资时间应符合《公司法》、有关外商投资的法律和《公司登记管理条例》的规定。根据《公司法》和《执行意见》规定的法律适用原则，外商投资有限责任公司分期缴付出资的，应当根据《公司法》第二十六条的规定，在公司成立之日起两年内缴清第一笔出资额以外的其余注册资本；但投资公司可以在五年内缴足。但是，根据《外资企业法实施细则》（国务院行政法规），外国投资者可以分期缴付出资，但最后一期出资应当在营业执照签发之日起3年内缴清。《执行意见》在此似乎刻意使用了“外商投资的法律”，而没有包含行政法规，从而排除了上述实施细则的适用。因为，《执行意见》这一段的最后一句“其他法律、行政法规要求股东应当在公司成立时缴付全部出资的，从其规定”，仅在出资期限要求更严格的情况下，认可了行政法规的适用。以上《执行意见》的解释虽有一定合理性，但是，作为几个国家部委的联合解释是否可以确定行政法规的适用与不适用呢？况且，笔者遇到的审批和登记实践，一些地方主管部门对于适用实施细则中的3年出资期限还是表示认可的。

2、出资方式

根据《执行意见》的规定，外商投资企业股东的出资方式应当符合《公司法》第二十七条、《公司登记管理条例》第十四条和《公司注册资本登记管理规定》的规定。根据《公司法》第二十七条的规定，股东可以用货币出资，也可以

用实物、知识产权、土地使用权等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价出资；全体股东的货币出资金额不得低于有限责任公司注册资本的百分之三十。此外，《公司注册资本登记管理规定》第八条规定，股东或者发起人不得以劳务、信用、自然人姓名、商誉、特许经营权或者设定担保的财产等作价出资。

3、出资渠道

根据《执行意见》的规定，外商投资企业的股东以自己的名义通过借贷等方式筹措的资金应视为自己所有的资金，经验资机构出具验资证明后即可作为该股东的出资。

四、外商投资企业的内部组织结构

《执行意见》根据新《公司法》的规定，对外商投资企业的组织机构做出了更为明确的规定。根据其要求，外商投资企业的治理模式划分为以下几种：

1、中外合资、中外合作的有限责任公司：以董事会作为公司的权力机构，即不要求设立股东会；其他组织机构由公司根据《中外合资经营企业法》、《中外合作经营企业法》和《公司法》通过公司章程规定；

2、外商合资的有限责任公司的组织机构应当符合《公司法》对有限责任公司组织机构的规定；

3、外商投资的股份有限公司的组织机构应当符合《公司法》对股份有限公司组织机构的规定；

4、外商独资的有限责任公司的组织机构应当符合《公司法》对一人有限公司组织机构的规定（即不设股东会）；其他组织机构应符合《公司法》对有限责任公司组织机构的

规定。

根据上述原则，中外合资、中外合作的有限责任公司和外商独资的有限责任公司不设股东会，其中外商独资的有限公司根据《公司法》对一人有限公司的规定，就《公司法》列为股东会职权范围内的事项（《公司法》第三十八条），还应该建立股东书面签字确认制度，换言之，对于外商独资的有限公司，董事会也并非最高权力机构；其他外商投资企业则应当设立股东会。但是，所有类型的外商投资企业均应设置董事会或执行董事以及监事会或监事，其中，根据《公司法》的规定，外商投资的股份有限公司必须设立董事会和监事会。根据《公司法》规定，监事会的成员中必须有一定比例的职工代表。在这一问题上，工商行政管理部门似乎倾向于认为，新设的外商投资企业设立登记时，其监事不必包括职工代表，因为在企业设立时还没有可能产生职工代表。

需要注意的一点是，虽然结合《公司法》和《执行意见》，外商投资企业也应该设立监事或监事会机构，但一些地方的审批和登记实践尚未对此作出强制要求，甚至于一些地方的审批和登记主管部门对此也存在着不同的理解。但是，根据国家工商行政管理总局的解释，工商管理机关有权依法审查公司章程，而对公司组织机构的审查是工商管理机关对公司章程审查的组成部分。国家工商行政管理总局认为，公司章程经审批机关批准后生效的规定，并不影响工商管理机关依法对已经通过审批机关审批的章程条款进行审查。工商管理机关在审查过程中发现公司章程有违反法律、行政法规内容的，公司的登记事项违法，不符合公司设立条件的，有权要求公司修改，否则不予受理登记；公司根据工商管理机关要

求所做的修改不涉及审批机关批准证书载明事项的，可以不必申请重新审批，涉及审批机关批准证书载明事项的，还应当申请重新审批。³也就是说，即便商务部门在审批时未要求设立监事或监事会，工商行政管理部门也可能根据上述对章程的审查权要求对章程进行修改并增加监事或监事会机构。只是，如果做出这种修改，由于不涉及审批机关批准证书载明事项，可以不需要重新审批。

根据国家工商行政管理总局对《执行意见》的解释，对于2006年1月1日以前已经设立的外商投资企业，工商部门并不强制要求其根据上述规定对公司章程进行修改，公司可以自行决定是否对其章程进行修改以符合新《公司法》的有关要求。公司对其章程进行修改的，应报商务部门批准，并向工商部门备案。⁴

五、外商投资企业申请设立审批和设立登记时应遵守的程序性规定

1、设立登记申请期限

根据《执行意见》及有关法律法规的规定，外商投资企业设立登记的申请期限分为三类：

一类是中外合资有限责任公司，应当根据《公司登记管理条例》的规定，于取得批准文件之日起90天内向工商部门申请设立登记；

第二类是中外合作、外商合资及外商独资设立的有限责任公司，应当根据《中外合作经营企业法》和《外资企业法》的规定，于取得批准文件之日起30天内向工商部门申请设立登记；

第三类是外商投资的股份有限公司，应当按照《公司

3 《国家工商总局外资局发布 关于外商投资的公司审批登记管理法律适用若干问题的执行意见 重点条款解读》第二条，见<http://www.saic.gov.cn>。

4 见《关于实施 关于外商投资的公司审批登记管理法律适用若干问题的执行意见 的通知》（工商外企字[2006]第102号）第二条（一）。

登记管理条例》的要求，于创立大会结束后30日内向工商部门申请设立登记。

2、有关公证认证的问题

根据《执行意见》的要求，外商投资企业申请设立审批和设立登记时，向商务部门和工商部门提交的外国组织机构投资者的主体资格证明或自然人投资者的身份证明需要经过公证和认证。根据国家工商行政管理总局对《执行意见》的有关解释，不同情形下，投资者主体资格证明或身份证明的公证认证渠道主要有以下几种：⁵

（1）通常情况下，作为企业或其他经济组织的外国投资者的主体资格证明应经其本国主管机关公证后送我国驻该国使（领）馆认证。如其本国与我国没有外交关系，则应当经与我国有外交关系的第三国驻该国使（领）馆认证，再由我国驻该第三国使（领）馆认证。某些国家的海外属地出具的文书，应先在该属地办妥公证，再经该国外交机构认证，最后由我国驻该国使（领）馆认证；

（2）作为自然人的外国投资者的身份证明，是指投资者所持有的该国有权部门签发的具有自然人身份证明效力的文件。在一般情况下，身份证明应具备姓名、性别、年龄、国籍、证件号码等足以确认自然人身份的基本内容。在实践中，护照作为国际通行的公民出入国境和在国外证明国籍和身份的证件证明，在持有人办妥签证和入境手续后，其提交的复印件经与原件核对无误，可以作为外国投资者的“身份证明”使用，无须公证、认证。对没有办妥签证和入境手续的外国投资者，其护照不能作为有效“身份证明”，仍应以经公证认证的该国有权部门签发的文件作

为其身份证明；

（3）香港、澳门地区投资者的主体资格证明或身份证明应当按照司法部有关中国委托公证人管理的相关专项规定提供当地公证机构的公证文件，并经司法部派驻当地的机构签章转递后方可使用。

3、申请外商投资企业审批和设立登记，应当提交外国投资者（授权人）与境内法律文件送达接受人（被授权人）签署的《法律文件送达授权委托书》。根据国家工商行政管理总局有关负责人的观点，这一规定主要是为了实施新《公司登记管理条例》的有关行政处罚制度而做出的。⁶根据新《公司登记管理条例》的规定，公司登记机关的行政处罚对象将包括违反法律规定的公司境外发起人、股东。这就涉及到了对公司的境外发起人、股东送达法律文件，尤其是行政处罚告知书、决定书的问题。因此，《执行意见》规定，公司的境外发起人、股东应当事先授权境内有关单位或个人代为签收法律文件，并将该被授权人报公司登记机关备案，公司登记机关向该被授权人送达即视为向公司的境外发起人、股东送达。

4、外商投资企业向工商部门申请设立登记时，不再需要提交合资合同/合作合同以及投资者资信证明文件。

六、外商投资企业境内投资的有关规定

《执行意见》规定，外商投资的公司设立以后，可以依法开展境内投资。公司登记机关不再出具相应的境内投资资格证明。根据国家工商行政管理总局的有关解释，这一规定也意味着，外商投资企业在设立后即可依法开展境内

投资活动，而不再需要经过工商行政管理部门的审查。因此，《关于外商投资企业境内投资的暂行规定》第五条和第六条将不再执行。也就是说，外商投资企业对外投资不再需要满足注册资本已缴清、开始赢利和无违法记录的条件，也不受境内投资不得超过自身净资产50%的限制性规定。⁷但是，需要注意的是，由于外商投资企业境内投资仍然受各级商务部门和工商行政管理部门双重监管，虽然工商行政管理部门持上述态度，但是由于《关于外商投资企业境内投资的暂行规定》并未被废止，而商务部并未就其适用问题作出新的表态，因此，不排除各级商务部门对以上问题有不同的理解，特别是在外商投资企业再投资涉及限制外商投资领域的情况下。

七、外商投资企业设立办事处的规定

关于外商投资企业办事处的规定是《执行意见》作出的众多重要的新规定之一。根据《执行意见》的规定，外商投资企业设立办事机构不再需要向工商部门办理登记。在《执行意见》出台以前已经登记的办事机构，不再办理变更或者延期手续；期限届满后，应当办理注销登记或者申请设立分公司。这一规定并未禁止外商投资企业设立办事机构，也就是说，在《执行意见》颁布后，外商投资企业可以直接设立办事机构而无需办理工商登记。

但是，外商投资企业的办事机构只能从事非经营性的业务联络活动。根据国家工商行政管理总局公布的有关文件，工商部门对于生产型公司的办事机构从事产品的筛选、加工、制造、销售以及与上述业务有关的采购、推销、仓储、配送、安装、调试、维修等活动，非生产型公

司的办事机构直接承揽服务项目、提供相关服务的，可以认定其在住所地以外从事经营活动，应疏导其依法办理分公司的登记；不办理分公司登记擅自从事上述活动的，可以认定为无照经营行为，按照《无照经营查处取缔办法》的相关规定对这类办事机构予以取缔。⁸

八、外商投资企业在变更登记时应遵守的程序性规定

1、变更登记时需要前置审批的事项

根据《执行意见》的规定，共有八项公司登记事项在变更登记前需要进行前置审批，包括：（1）注册资本；（2）公司类型；（3）经营范围；（4）营业期限；（5）股东或发起人认缴的出资额、出资方式；（6）外商投资的公司合并、分立；（7）跨审批机关管辖的地址变更；（8）有限责任公司股权转让或股份有限公司股份转让（不涉及营业执照和批准证书载明事项的除外）。

除以上八个事项以外，包括公司名称、投资者名称、法定代表人、实收资本、不跨审批机关管辖的地址变更在内的各种事项均可以先办理变更登记，并在变更登记后30日内办理公司章程修改的审批或备案手续。

但是，根据最新颁布的《中华人民共和国外资银行管理条例》，外资银行有变更注册资本或者营运资金、变更机构名称、营业场所或者办公场所、调整业务范围、变更股东或者调整股东持股比例、修改章程等变更事项的，应当经国务院银行业监督管理机构批准，然后再向工商行政管理机关办理变更登记。此外，外资银行更换董事、高级管理人员、首席代表，还应当事先报经国务

5 《国家工商总局外资局发布 关于外商投资的公司审批登记管理法律适用若干问题的执行意见 重点条款解读》第三条，见<http://www.saic.gov.cn>。

6 《国家工商行政管理总局外商投资企业注册局负责人就 关于外商投资的公司审批登记管理法律适用若干问题的执行意见 答记者问》，见<http://www.law-lib.com>。

7 见《关于实施 关于外商投资的公司审批登记管理法律适用若干问题的执行意见 的通知》（工商外企字[2006]第102号）第二条（三）。

8 《国家工商总局外资局发布 关于外商投资的公司审批登记管理法律适用若干问题的执行意见 重点条款解读》第六条，见<http://www.saic.gov.cn>。

院银行业监督管理机构核准其任职资格。因此，对于特殊领域的外商投资企业，还应关注是否有对于审批和登记程序的特别规定。

2、变更登记的申请期限问题。

《执行意见》规定，外商投资企业的登记事项在变更登记前须经过审批的，应当自审批机关批准之日起30日内办理变更登记。逾期申请的，申请人应当报原审批机关确认审批文件的效力或者另行报批。根据国家工商行政管理总局的意见，在实践中，特别是在增加注册资本须交付新增注册资本20%以上的出资时，如果需要办理外汇或海关手续以及相应的评估、验资、验证等时间期限比较长的手续的，申请人应在申请变更登记时作出合理性说明，以便公司登记机关在计算期限时予以刨除。⁹

九、小结

长期以来，中国的外商投资领域与内资投资领域存在很多不同的制度和管理方式，随着《公司法》的修改，中国的企业形态立法显示出统一化的趋势，而《执行意见》正是弥合内外资投资体制下审批、登记制度的一项有益的立法尝试。因此，总体而言，笔者认为《执行意见》体现了将外商投资管理体制向公司管理体制拉近并逐步合并的立法意图。对于外国投资者，未来在中国的投资应当更关注《公司法》及其后续配套规定所建立的公司管理体制。笔者的另一个比较强烈的感觉是虽然这是一份四个部委联合立法形成的文件，但是更多体现的是国家工商总局的管理思路。从而在一些具体问题上难免有考虑不全面之处。再加上《执行意见》的立法层级比较低，其在未来实践中适用的

稳定性和指导性也还是有很多值得质疑之处。笔者希望，《执行意见》的出台能够带动中国外商投资相关立法的进一步更新和完善，以期建立更透明，可预见性更强的行政管理体制。



⁹《国家工商总局外资局发布 关于外商投资的公司审批登记管理法律适用若干问题的执行意见 重点条款解读》第七条，见<http://www.saic.gov.cn>.