

# 环球律师事务所

## 国有资产监管专题报告

2020年03月

北京市朝阳区建国路81号华贸中心  
1号写字楼15层&20层 邮编: 100025  
15 & 20/F Tower 1, China Central Place,  
No. 81 Jianguo Road Chaoyang District,  
Beijing 100025, China  
电话/T. (86 10) 6584 6688  
传真/F. (86 10) 6584 6666

上海市黄浦区湖滨路150号企业天地  
5号楼26层 邮编: 200021  
26F, 5 Corporate Avenue,  
No. 150 Hubin Road, Huangpu District,  
Shanghai 200021, China  
电话/T. (86 21) 2310 8288  
传真/F. (86 21) 2310 8299

深圳市南山区深南大道9668号  
华润置地大厦B座27层 邮编: 518052  
27th Floor Tower B, China Resources Land Building,  
No. 9668 Shennan Avenue, Nanshan District,  
Shenzhen 518052, China  
电话/T. (86 755) 8388 5988  
传真/F. (86 755) 8388 5987

## 前言

国有企业一直在中国经济成长与发展中扮演着重要的角色。因为其所有制的特殊性质及其在中国政治、经济环境中所担当的角色，有关国有企业的法律问题多且复杂，国有企业的监督和管理长期以来也一直是国民经济发展不可回避的重要议题。围绕着如何对国有资产进行有效监管，政府部门制定了一系列的法律规则，形成了一个十分庞大的法律体系。

本报告以国有企业的认定这一基本问题作为起点，试图为读者展示中国国有资产监督管理法律体系的全貌。本报告将分析非上市和上市国有企业的交易行为规则等传统话题，也将讨论国资监管领域近年的热点问题，如国有企业合规体系的建设、国有企业员工持股问题的探讨、国有企业在参与私募投资中遭遇的问题等等。除了非诉领域的规则解读外，我们也剖析近年司法案例，揭示司法机关对国有规则的态度和理解。通过本报告的分析，读者可以发现中国对于国有企业监管规则理念重心的调整，从单纯关注国有资产不流失到设定规则以激发国有企业活力。我们相信，随着国企改革的推进，国有企业将始终是中国国民经济中极具活力以及责任感的一支力量。

## 联系我们

如您欲进一步了解本报告所涉及的内容，您可以联系本所如下合伙人（按本报告文章章节顺序排序），您也可以联系您知悉的本所其他合伙人和律师：



金旭

[jinxu@glo.com.cn](mailto:jinxu@glo.com.cn)



罗岚

[lan.luo@glo.com.cn](mailto:lan.luo@glo.com.cn)



刘成伟

[alliu@glo.com.cn](mailto:alliu@glo.com.cn)



王睿

[wangrui@glo.com.cn](mailto:wangrui@glo.com.cn)



梁俊杰

[liangjunjie@glo.com.cn](mailto:liangjunjie@glo.com.cn)



秦伟

[qinwei@glo.com.cn](mailto:qinwei@glo.com.cn)



王希

[wangxi@glo.com.cn](mailto:wangxi@glo.com.cn)



苏莉

[suli@glo.com.cn](mailto:suli@glo.com.cn)



李嘉杰

[jackyli@glo.com.cn](mailto:jackyli@glo.com.cn)



隋天娇

[angelasui@glo.com.cn](mailto:angelasui@glo.com.cn)



葛广涛

[quentin.ge@glo.com.cn](mailto:quentin.ge@glo.com.cn)



李文

[liwen@glo.com.cn](mailto:liwen@glo.com.cn)



王雪岚

[shelleywang@glo.com.cn](mailto:shelleywang@glo.com.cn)



康秋宁

[qnkang@glo.com.cn](mailto:qnkang@glo.com.cn)



王京鹤

[wangjinghe@glo.com.cn](mailto:wangjinghe@glo.com.cn)



刘宪来

[liuxianlai@glo.com.cn](mailto:liuxianlai@glo.com.cn)



代广颖

[amydai@glo.com.cn](mailto:amydai@glo.com.cn)



郭嘉

[guojia@glo.com.cn](mailto:guojia@glo.com.cn)



袁媛

[yuanyuan@glo.com.cn](mailto:yuanyuan@glo.com.cn)



陈捷奕

[chenjieyi@glo.com.cn](mailto:chenjieyi@glo.com.cn)

## 环球国有资产监管专题报告

2020年03月

### 目录

第一章：国有企业的认定 .....	5
第二章：非上市公司国有股权转让相关法律问题研究 .....	9
第三章：国有企业增资相关法律问题概览 .....	14
第四章：上市公司国有股的转让 .....	20
第五章：“管资本”主线下国有上市公司的公司治理及创新突破探讨 .....	33
第六章：国有企业合规体系建设的实务探索 .....	44
第七章：国有企业员工持股的法律问题分析 .....	71
第八章：国有金融企业相关法律适用问题探讨 .....	93
第九章：原则与责任：我国金融控股公司的公司治理与关联交易 .....	101
第十章：中央企业投资基金的监管现状及问题分析 .....	107
第十一章：国有性质政府引导基金投融资交易适用 PE/VC 惯常交易条款问题分析 .....	113
第十二章：还要“痛”到何时——国有创投机构员工跟投问题探析 .....	123
第十三章：争议解决中未履行特定程序的国有股权转让合同效力认定 .....	132
环球简介 .....	142
版权与免责 .....	143

## 第一章：国有企业的认定

作者：金旭 | 罗岚

我国国有企业受到一系列国有资产法规监管，其中基础法规包括：《中华人民共和国企业国有资产法》、《企业国有资产监督管理暂行条例》、《企业国有资产交易监督管理办法》等。除基础法规外，我国专门制定了适用于上市公司国有股权监管、国有股权无偿划转、国有资产评估、国有企业改制、国有产权管理、员工激励等各方面国有监管规则，从而建立起一个庞大的国有资产法律监管体系。然而有关国有企业问题的出发点，或者说首先要解决的问题是——国有企业的认定。

在《中华人民共和国企业国有资产法》（以下简称“《企业国有资产法》”）出台之前，除了对于上市公司国有股东认定标准<sup>1</sup>，国有股转持的认定标准<sup>2</sup>以及财政部一份给予公安部的回函<sup>3</sup>之外，并没有明确且系统地界定国有企业的规则。2009年5月施行的《企业国有资产法》第5条提出了国有出资企业的概念，即：“本法所称国家出资企业，是指国家出资的国有独资企业、国有独资公司，以及国有资本控股公司、国有资本参股公司”。此定义一出，国有企业的下属企业是否也属于国家出资企业，在实践中就引发了广泛的讨论。如果国有企业的下属企业不包括在国家出资企业范围内，这个定义显得过于狭窄；如果国有企业的下属企业也属于国家出资企业，《企业国有资产法》后续条款在提到国家出资企业时，又很难解释有关“履行出资人职责的机构委派的股东代表参加国家出资企业的股东会”的表述。毕竟，对

---

1 国务院国资委关于实行《上市公司国有股东标识管理暂行规定》有关问题的函（国资厅产权[2008]80号）：持有上市公司股东的下列企业或单位应按照《上市公司国有股东标识管理暂行规定》标识国有股东标识：

- 1) 政府机构、部门、事业单位、国有独资企业或出资人全部为国有独资企业的有限责任公司或股份有限公司；
- 2) 上述单位或企业独家持股比例达到或超过50%的公司制企业；上述单位或企业合计持股比例达到或超过50%，且其中之一为第一大股东的公司制企业。
- 3) 上述“2”中所述企业连续保持绝对控股关系的各级子企业。
- 4) 以上所有单位或企业的所属单位或全资子公司。

2 《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》（已失效）：国有股东指经国有资产监督管理机构确认的国有股东。国有资产监督管理机构，是指代表国务院和省级以上（含计划单列市）人民政府履行出资人职责、负责监督管理企业国有资产的特设机构和负责监督管理金融类企业国有资产的各级财政部门。

3 《财政部关于国有企业认定问题有关意见的函》（2003年）：对“国有公司、企业”的认定，应从以下角度加以分析：

- 1) 从企业资本构成的角度看，“国有公司、企业”应包括企业的所有者权益全部归国家所有、属《企业法》调整的各类全民所有制企业、公司（指《公司法》颁布前注册登记的非规范公司）以及《公司法》颁布后注册登记的国有独资公司、由多个国有单位出资组建的有限责任公司和股份有限公司。
- 2) 从企业控制力的角度看，“国有公司、企业”还应涵盖国有控股企业，其中，对国有股权超过50%的绝对控股企业，因国有股权处于绝对控制地位，应属“国有公司、企业”范畴；对国有股权处于相对控股的企业，因股权结构、控制力的组合情况相对复杂，如需纳入“国有公司、企业”范畴，须认真研究提出具体的判断标准。

于国有企业的下属企业而言，国资委或是其他履行出资人职责的机构并不是该企业的直接股东。可见，《企业国有资产法》并没有对国有企业给出一个明确的定义。

2016年6月，《企业国有资产交易监督管理办法》（以下简称“**32号令**”）出台，明确地界定了国有企业的概念。从这一规定的行文来看，部分参考了之前2008年国务院国资委关于施行《上市公司国有股东标识管理暂行规定》有关问题的函（以下简称“**80号文**”）中对于上市公司国有股东的认定标准，同时提出了“通过协议安排实际支配”的标准<sup>4</sup>。

根据**32号令**第4条，本办法所称国有及国有控股企业、国有实际控制企业包括：

(a) 政府部门、机构、事业单位出资设立的国有独资企业（公司），以及上述单位、企业直接或间接合计持股为100%的国有全资企业；

(b) (a)所列单位、企业单独或共同出资，合计拥有产（股）权比例超过50%，且其中之一为最大股东的企业；

(c) (a)、(b)所列企业对外投资，拥有股权比例超过50%的各级子企业；

(d) 政府部门、机构、事业单位、单一国有及国有控股企业直接或间接持股比例未超过50%，但为第一大股东，并且通过股东协议、公司章程、董事会决议或者其他协议安排能够对其实际支配的企业。

**32号令**的定义看起来非常清晰严谨，更是将“通过协议安排实际支配”这一情形囊括在内，澄清了之前很多模糊的问题。但即便如此，在实践中，两类主体是否被纳入国资监管仍存在争议。第一类是不同国有企业出资，但每家国有企业出资比例均不足50%的情形；第二类是国有私募投资基金普遍采用的合伙企业形式。以下我们就这两类主体分别论述。

就第一类，举例而言，如果一家公司有三名股东，其中两名股东为国有股东，各持有公司30%股权，另外一名民营股东持有40%股权。我们假设这两名国有股东分别符合上述**32号令**第4条定义的第a项和第b项，下一步在适用第c项时，是否可以将前述两名国有股东的持股比例相加存在争议。第一种观点认为，国有性质的股东应该相加，这样国资比例超过50%，该公司为国有控股公司。第二种观点认为，不应该相加，因为第c项并没有说明第a项和第b项对外投资可以相加计算。从文字表述来看，我们注意到第b项明确了“合计”，这样推断，

---

<sup>4</sup> “通过协议安排实际支配”这一标准曾在《国家出资企业产权登记管理暂行办法》（2012年实施）中出现过。该办法第三条规定：

国家出资企业、国家出资企业（不含国有资本参股公司）拥有实际控制权的境内外各级企业及其投资参股企业，应当纳入产权登记范围。国家出资企业所属事业单位视为其子企业进行产权登记。

前款所称拥有实际控制权，是指国家出资企业直接或间接合计持股比例超过50%，或者持股比例虽然未超过50%，但为第一大股东，并通过股东协议、公司章程、董事会决议或者其他协议安排能够实际支配企业行为的情形。

如果第c项也允许相加计算，应该也是要写明“合计”的，没有写明“合计”是否有特别的用意？在前述这个第一大股东是民营股东的例子中，看起来第二种观点有一定道理。但是假如问题再复杂一点，公司的股权很分散，大部分股东都是国有股东，但是又不是同一个出资人，企业是否认定为国有企业将更难确认。在这种情况下，按照第二种观点直接做狭义解释还是存在一定风险的。我们建议一方面要根据具体情况，结合企业的实际决策机制等各方面因素分析论证，另外一方面尽量争取与主管国资部门沟通确认。笔者在实践操作中就曾经遇到过一个类似的案例，虽然涉及的公司乃至其主管部门都认为应按照上述第二种观点不被认定为国有企业，但最终还是谨慎起见交由上级国资主管部门确认。

就第二类，在私募投资基金实践领域是很常见的。近些年随着私募投资基金的蓬勃发展，很多国有资金成为私募投资基金的有限合伙人，更有很多国有公司成为私募投资基金的普通合伙人，参与私募投资领域的募集、投资、管理和退出。这常常在实践中引发一个问题：这些含有国有成分的合伙企业是否适用于国资监管的法规？如果答案是肯定的，那么这些企业的投资需要对被投资企业进行评估，投资行为需要按照国资监管的规则进行审批，而日后这些企业在退出时更要涉及到进场交易和再次评估等等。而这些程序一旦操作起来，往往和私募投资基金领域的市场实践相违背。

以下梳理国有成分的合伙企业的国资认定相关实践。

首先还是依据 80 号文，如下企业或单位需要进行上市公司国有股东标识：

1. 政府机构、部门、事业单位、国有独资企业或出资人全部为国有独资企业的有限责任公司或股份有限公司；
2. 上述单位或企业独家持股比例达到或超过 50% 的公司制企业；上述单位或企业合计持股比例达到或超过 50%，且其中之一为第一大股东的公司制企业；
3. 上述“2”中所述企业连续保持绝对控股关系的各级子企业；
4. 以上所有单位或企业的所属单位或全资子公司。

就上述列举，由于行文使用了“有限责任公司或股份有限公司”、“公司制企业”、“持股比例”等，所以业内一般比较倾向认为 80 号文的认定标准并不适用于合伙企业。这与 80 号文制定时期尚未考虑到合伙企业这种形式不无相关。这种观点在某新三板挂牌公司的案例中获得了 xx 市国资委的认可。该挂牌公司的股东某有限合伙企业拟转让该挂牌公司的股份时遇到了是否其持有股份属于国有股权的问题。xx 市国资委认为：该股东的组织形式为有限合伙制，不适用《上市公司国有股东标识管理暂行规定》、《关于实施上市公司国有股东标

识管理暂行规定有关问题的函》文件中关于国有股东认定的标准，其投资的企业不需要设置国有股权管理方案，其在中国证券登记结算机构的证券账户不加注“SS”标识。

根据我们在之前具体项目上与国务院国资委相关人员的了解，国资方面倾向于不对此类合伙型基金做国有股东认定。

然而，在 32 号令公布之后，市场上出现了不一致的意见。如果观察 32 号令和 80 号文的行文，会发现 32 号令将 80 号文中的“公司制企业”改成了“企业”，将“股权比例”改成了“产（股）权比例”，因此不难预想会出现 32 号令将含有国有成分的合伙企业涵盖在内的观点。并且，我们也注意到在市场上已有合伙制基金被认定为国有股东而进行国有股转持的案例。正是因为 32 号令，市场上对于含有国有成分的合伙企业的认定引发了众多讨论。随后于 2018 年 12 月 29 日，国务院国资委官网上发布了一则问答：“《企业国有资产交易监督管理办法》第 4 条是针对公司制企业中的国有及国有控股、国有实际控制等情形进行的分类，合伙企业中合伙人的权益和义务应以合伙企业的约定为依据”。2019 年 5 月 27 日国务院国资委官网上一则针对“国有企业转让有限合伙财产份额是否适用 32 号文”的答复中，国资委再次明确“32 号文的适用范围是依据《公司法》设立的公司制企业”。

我们注意到，在这两次问答之前，2018 年 7 月 1 日实施的《上市公司国有股权监督管理办法》就曾经对这个问题作出了回应，即该办法第 78 条明确提出：“*国有出资的有限合伙企业不作国有股东认定，其所持上市公司股份的监督管理另行规定*”。虽然有声音从字面解释认为该规则仅适用于上市公司，但国有股东的认定其实与公司是否为上市公司并无关系，因此也可以将其作为合伙制基金不作国有股东认定的一个积极证据。

2020 年 2 月 7 日，国务院国资委办公厅颁布实施《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》（国资发产权规[2020]2 号）。该新规定明确要求，国有资产监督管理机构对本级人民政府授权履行出资人职责的国家出资企业（不含国有资本参股公司）及其拥有实际控制权的各级子企业对有限合伙企业出资所形成的权益及其分布状况，应进行登记。前款所称拥有实际控制权，是指国家出资企业直接或间接合计持股比例超过 50%，或者持股比例虽然未超过 50%，但为第一大股东，并通过股东协议、公司章程、董事会决议或者其他协议安排能够实际支配企业行为的情形。由此可见 32 号令下的国有及国有控股企业、国有实际控制企业对有限合伙企业的出资权益，须进行国有权益登记。我们预期这可能是针对含有国资成分的有限合伙企业的国资监管规则建立的序幕，有关该新规定与后续监管政策的实施落地也需进一步关注。

## 第二章：非上市公司国有股权转让相关法律问题研究

作者：金旭 | 罗岚

在完成国有企业的认定这个首要任务之后，下一个要解决的问题就是根据不同类型的交易行为，确定适用的交易规则。这一章我们主要讨论国有股权转让适用的相关规则，以及分析我们在实践中遇到的常见问题。篇幅所限，本章仅围绕非上市公司国有股权转让展开讨论。上市公司国有股权转让的相关问题将在第四章中讨论。

### 一、国资监管部门对股权转让行为的批准

#### （一）国有股权转让是否均须国资监管部门的批准

面对这一问题，一个直觉上的回答很可能是肯定的。但如果我们具体分析法条以及涉及的交易行为，实际上并不是所有国有股权转让的交易均需要国资监管部门的批准。

根据《中华人民共和国企业国有资产法》（2009年5月实施，以下简称“《企业国有资产法》”）第53条，国有资产转让由履行出资人职责的机构决定。履行出资人职责的机构决定转让全部国有资产的，或者转让部分国有资产致使国家对该企业不再具有控股地位的，应当报请本级人民政府批准。从《企业国有资产法》第二章的表述看：“履行出资人职责的机构委派的股东代表参加国有资本控股公司、国有资本参股公司召开的股东会会议、股东大会会议，应当按照委派机构的指示提出提案、发表意见、行使表决权，并将其履行职责的情况和结果及时报告委派机构”，一种理解是国资委直接作为公司股东时才属于《企业国有资产法》中约定的国家出资企业，因此只有这种情况下才需国资委以股东的身份批准。另一种狭义的理解则是国家出资企业代表了所有国有企业，因此所有国有企业的股权转让都需要国资委决定。笔者认为，第二种理解并不完全符合现实，实践中很多国有企业的子企业的股权转让并不需国资委批准。

第一种理解在随后出台的《企业国有资产交易监督管理办法》（2016年6月实施，以下简称“32号令”）中得到了验证。32号令第7条和第8条规定，国资机构审核国家出资企业的产权转让。至于子企业的产权转让审批权限则由国家出资企业制定。但重要子企业的产权转让，需由国家出资企业报同级国资部门批准。重要子企业指：对主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，主要承担重大专项任务的子企业。虽然32号令定义了重要子企业，但在实践中尚无客观的标准来判断一家企业是否属于重要子企业。我们注意到，国资部门内部会认定重要子企业的名单。比如：广州市《白云区区属国有企业国有资产重大

事项管理办法》第3条第2款规定：“重要子企业名单由区属国有企业核定，并于每年1月底前报区国资局审批。若重要子企业名单发生变化，由区属国有企业重新核定，并报区国资局审批”。经网络检索，也会发现有些国资部门在其官方网站上公布了重要子企业的名单，比如贵州省国资委和宁波市国资委。因此，如遇相关案例，首先应去相关国资部门的网站查询。如果确实找不到公开的名单，则需征询国家出资企业的意见，了解国家出资企业的审批权限。

## （二）协议转让应获得的批准

根据32号令，满足如下情形可以采取非公开协议转让的方式。即：

（a）涉及主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域企业的重组整合，对受让方有特殊要求，企业产权需要在国有及国有控股企业之间转让的，经国资监管机构批准，可以采取非公开协议转让方式；

（b）同一国家出资企业及其各级控股企业或实际控制企业之间因实施内部重组整合进行产权转让的，经该国家出资企业审议决策，可以采取非公开协议转让方式。

简而言之，如果是在关键重点领域对受让方有特别要求的整合，应由国资委批准。如果是国有企业内部重组，应由国家出资企业批准。同时，须关注转让双方的股权关系是否符合上述规定。在以往的实践中，笔者曾经遇到这样一种观点，即：只要国资委能批准协议转让就可以了，无需过多关注是否符合上述允许协议转让的情形。笔者认为，协议转让是国有股权转让进场交易的例外情形，而进场交易的目的之一是避免国有资产的流失，因此应谨慎地评估是否符合允许协议转让的情形，严格把控协议转让的范围。这里需注意的是，要求企业国有产权协议转让须经省级以上国资监管机构批准的规则，即《关于企业国有产权转让有关事项的通知》（国资发产权[2006]306号）已经废止，该等权限已经随着《关于促进企业国有产权流转有关事项的通知》（国资发产权[2014]95号）、32号令以及《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》等规定下放。

## （三）丧失控股权时人民政府的批准

国有股权转让的交易，除了要考虑是否需要取得国资监管部门的批准，在特定情况下还需要考虑是否需要取得人民政府的批准。根据32号令第7条，如果转让导致国家不再拥有控股股权的，须由国资监管部门报本级人民政府批准。因此在做交易的过程中，要留意交易前后是否发生了控股权的变化，不要忽视人民政府批准的环节。

## 二、国有股权转让应如何定价

如何定价，是交易双方谈判的重中之重。国有股权转让交易不同于其他交易，对于价格的底线作出了规定。32号令第12条规定，产权转让价格应以经核准或备案的评估结果为基础确定。根据《企业国有资产评估管理暂行办法》第22条，企业进行与资产评估相应的经济行为时，应当以经核准或备案的资产评估结果为作价参考依据；当交易价格低于评估结果的90%时，应当暂停交易，在获得原经济行为批准机构同意后方可继续交易。这就是我们在实践中常听到最低打九折的说法的来源了。

2014年，《关于促进企业国有产权流转有关事项的通知》（国资发产权[2014]95号）（“95号通知”）规定：“国有全资企业发生原股东增减资，经全体股东同意，可依据评估报告或最近一期审计报告确认的净资产值为基准确定股权比例”，“国有控股企业与其直接、间接全资拥有的子企业，或其直接、间接全资拥有的子企业之间转让所持股权，按照《中华人民共和国公司法》、公司章程规定履行决策程序后，可依据评估报告或最近一期审计报告确认的净资产值为基准确定转让价格”。这一规则是定价应以评估为基础确定的例外。

在2016年的32号令中进一步明确了这一规定。32号令第32条规定了如下两种情形下可以采用最近一期审计报告确认的净资产值为基础确定转让价格：

- (a) 同一国家出资企业内部实施重组整合，转让方和受让方为该国家出资企业及其直接或间接全资拥有的子企业；
- (b) 同一国有控股企业或国有实际控制企业内部实施重组整合，转让方和受让方为该国有控股企业或国有实际控制企业及其直接、间接全资拥有的子企业。

### 三、进场交易

我们在上文已谈到了非公开协议转让适用的情形。进场交易是国有资产转让的一般原则，下面我们整理进场交易的流程：

我们将流程分为两大阶段，以进场时点划分为进场前阶段和进场后阶段。

进场前阶段主要涉及如下环节：

- (1) 确定方案：  
转让方进行可行性研究和方案论证。
- (2) 内部决策：  
转让方按照公司章程和企业内部管理制度进行决策，形成书面决议。如产权转让涉及职工安置事项的，由职工代表大会/职工大会通过职工安置方案；如产权转让涉及债权债务处置事项的，作出债权债务处置的说明。

(3) 批准转让行为:

根据具体交易情况, 确定由国资监管部门审批, 还是亦需要本级人民政府的批准, 或者只需要国家出资企业的批准。

(4) 审计评估:

转让方委托会计师事务所对转让标的企业进行审计。涉及参股权转让不宜单独进行专项审计的, 应取得转让标的企业最近一期年度审计报告; 凡是应进行资产评估的转让事项, 转让方委托具有相应资质的评估机构对转让标的的进行资产评估。

(5) 评估结果核准/备案:

资产评估结果报国资监管部门或国家出资企业核准/备案。

进场后阶段主要涉及如下环节:

(6) 信息预披露:

如因股权转让导致转让标的企业的实际控制权发生转移的, 转让方应当在转让行为获批后 10 个工作日内通过产权交易机构进行信息预披露, 预披露的时间不得少于 20 个工作日。预披露的内容主要包括转让标的企业基本情况、股权结构、第(2)步和第(3)步的决策及批准情况、主要的财务指标、受让方的资格条件。

(7) 信息正式披露:

产权交易所受理转让申请, 发布信息披露公告, 正式披露的时间不得少于 20 个工作日。

(8) 征集意向受让方:

如果征集到意向受让方的, 由产权交易机构负责意向受让方的登记工作。产权转让信息披露期满、产生合格意向受让方的, 组织拍卖、招投标、网络竞价以及其他方式进行竞价, 确认最终的受让方。

如果因未征集到意向受让方降低转让底价的, 应注意新的底价如果低于评估结果的 90%, 应当经上述第(3)步的原批准单位重新批准。

如果自信息正式披露之日起 12 个月仍未征集到合格受让方的, 则上述审计、评估等工作要重新履行。

(9) 签署产权交易合同:

转让方与受让方应当签订产权交易合同。需注意的是, 32 号令要求交易双方不得以交易期间企业经营性损益等理由对已达成的交易条件和交易价格进行调整。

(10) 支付转让价款:

转让价款应以人民币计价, 并通过产权交易机构以货币结算。原则上转让价款应在产权交易合同生效之日起 5 个工作日内一次性付清。如果采取分期付款方式的, 应至少

在合同生效之日起 5 个工作日内支付总价款的 30%，其余在一年内付清，并提供转让方认可的担保及支付延期付款的利息。

(11) 出具交易凭证：

在受让方支付转让价款后，产权交易机构应为交易双方出具交易凭证。

(12) 公告：

产权交易所将交易结果进行不少于 5 个工作日的公告。

履行进场交易程序以及签署产权交易所的产权交易合同模板，并不意味着交易双方无所作为。在很多国有股权转让的交易中，特别是规模较大的交易，可能在进场之前就有潜在的买方对于标的企业进行了尽职调查，与卖方有初步的接触。而卖方将通过进场交易这一环节，选择一个最优的买方。潜在的买方是否会作出参与进场投标的承诺，什么时间开始进场程序最合适，通过进场交易选定的买方是否要求与卖方之间除了产权交易合同模板外，签署补充协议对模板未能覆盖的事项作出约定，买方与标的企业其他股东之间的关系如何，未来他们之间的权利义务将如何安排等等，这些问题都是一项国有股权转让交易需要考虑的，唯有考虑全面，在各方的共同努力下，方可达成一项交易。

#### 四、涉及合伙企业国资权益转让应履行的程序

针对国有企业转让合伙企业合伙份额是否适用 32 号令，32 号令并未作出直接的规定。

实践中，一种观点认为合伙企业不属于 32 号令项下的国有企业，因此转让合伙企业份额无需按照 32 号令规定履行进场交易等国有资产交易规定。

我们注意到，国资委网站上的问题回复中，答复了有关意见：32 号令适用范围是依据《公司法》设立的公司制企业，国有企业转让有限合伙企业份额的监督管理另行规定。

需要注意的是，该意见并非明文法律规定，在实践中，尽管法规没有明确合伙企业国有资产转让需履行进场交易，但出于谨慎角度，国有企业转让合伙企业份额依然存在参照 32 号令进场交易的情况。随着《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》（国资发产权规〔2020〕2 号），我们理解有限合伙企业国有资产的梳理工作也将逐步完善，后续亦可能会出台正式文件，对于转让有限合伙份额的情况进行进一步规范。

## 第三章：国有企业增资相关法律问题概览

作者：金旭

在上一章我们探讨了国有股权转让的相关问题，本章我们将讨论另一常见国有产权交易行为，即：国有企业增资。增资与股权转让的主要区别在于交易对价的接受主体，这一商业核心诉求往往决定了实践中交易采取的方式。从企业扩大经营、持续发展的角度，增资为被投资企业提供持续发展的资金来源，在实践中是常见的国有企业融资行为。

### 一、增资的进场交易

《企业国有资产交易监督管理办法》（以下简称“**32 号令**”）第一次用了较大的篇幅来描述企业增资行为，市场上一度流传从 32 号令开始要求企业增资进场交易的说法。但其实早在 2005 年的《国务院办公厅转发国资委关于进一步规范国有企业改制工作实施意见的通知》里，该文件就对国有企业增资提出了如下要求：“拟通过增资扩股实施改制的企业，应当通过产权交易市场、媒体或网络等公开企业改制有关情况、投资者条件等信息，择优选择投资者；情况特殊的，经国有资产监督管理机构批准，可通过向多个具备相关资质条件的潜在投资者提供信息等方式，选定投资者”。但是，由于并无具体操作规则，并且前述规定也并未对通过产权交易市场交易作出强制要求，允许通过媒体或网络等其他公开渠道披露信息，实践中我们也见到一些国有企业的增资行为并未通过产权交易市场进行。笔者曾经在 32 号令出台之前处理过一个企业增资的项目，是否应进场交易成为了当时讨论的焦点之一。从 32 号令开始，对国有企业通过产权交易市场增资有了更加明确的要求。

### 二、增资企业

在企业增资的交易中，应关注增资的企业本身是否构成 32 号令项下的国有企业。而在企业股权转让的交易中，则应关注股权的转让方是否构成 32 号令项下的国有企业。这是笔者在实践中遇到的一个会被混淆的问题。判断一家企业的增资是否应遵守 32 号令，考虑的重点首先是这家企业是否构成 32 号令项下的国有企业。

在 32 号令实施后，笔者曾遇到这样一个案例。一家被投资企业涉及国有成分的股东共有 4 名，其中持股比例最大的股东持有该企业约 40% 股权，其他三名股东持有的股权比例均在 5%-20% 之间。我们按照 32 号令认定国有企业的标准，核对这 4 名股东是否构成国有企业。经核对，后 3 名股东均符合 32 号令国有企业的定义。但第一大股东虽然也有国资背景，但国资成分比例并未达到 32 号令的要求，实际上也不对被投资企业进行控制。在经过详细的对比

分析后，我们判断该被投资企业并不符合 32 号令中国有企业的定义，其增资行为可以不进场交易。在项目的后续推进中，虽然各位国有股东认可了我们的分析，但仍然从谨慎角度要求该被投资企业进场交易。

从上述案例可知，在企业增资的案例中，判断增资企业本身是否属于国有企业是一切问题的出发点，而这也可能是我们在判断交易时遭遇的第一个难题。

### 三、增资进场交易流程

如经分析确认为国有企业增资，适用 32 号令，在企业完成决策批准程序、审计和资产评估工作之后，应通过产权交易所的网站对外披露信息公开征集投资方，除非存在本文第四节所述的例外情形。需要注意的是，根据 32 号令第 39 条规定，通过产权交易所公开征集投资方的企业增资，公告期不少于 40 个工作日。这相比一般的国有产权转让的 20 个工作日公告期<sup>1</sup>来说，长了不少。

根据 32 号令以及产权交易所有关企业进场增资的流程（以北京产权交易所为例），我们整理在完成决策批准程序后进场增资的流程如下：

- (a) 委托中介机构开展审计评估工作（如符合下述第六节的例外情形，可以节省评估工作）；
- (b) 增资企业向交易所申请并由交易所受理；
- (c) 增资信息发布，公开征集意向投资方，不少于 40 个工作日；
- (d) 意向投资方在信息发布期间登记投资意向；
- (e) 交易所对意向投资方提交的申请资料进行形式审查，向增资企业出具《意向投资方资格确认意见函》，增资企业应书面回复意向投资方资格确认意见，交易所在收到书面回复后向各意向投资方出具《意向投资方资格确认通知书》；
- (f) 意向投资方缴纳保证金，成为合格意向投资方；
- (g) 交易所协助增资企业选定投资方；
- (h) 交易所向投融资各方出具《增资结果通知书》，安排增资协议的签署；
- (i) 交易所在收到增资协议生效后 5 个工作日内出具《增资交易凭证》；
- (j) 投资方缴纳出资，交易所在网站对增资结果进行公告，公告期不少于 5 个工作日。

---

<sup>1</sup> 32 号令第 13 条：“产权转让原则上通过产权市场公开进行……其中正式披露信息时间不得少于 20 个工作日。”

在实践中，我们遇到的国有企业进场增资的最大问题是，进场因为不可回避上文提及的公告期及其他必要流程，导致交易流程时间长，影响企业的融资时间表。同时，如果企业在增资前接触了一些合适的投资方，但进场交易向市场公开企业增资信息，存在被其他意向投资方中标的可能性。所以我们常常遇到需要进一步分析是否可以适用进场增资例外的情形。

#### 四、进场增资的例外情形

根据 32 号令第 45 条和第 46 条，有如下情形可以成为豁免进场增资的理由：

- (a) 因国有资本布局结构调整需要，由特定的国有及国有控股企业或国有实际控制企业参与增资；
- (b) 因国家出资企业与特定投资方建立战略合作伙伴或利益共同体需要，由该投资方参与国家出资企业或其子企业增资；
- (c) 国家出资企业直接或指定其控股、实际控制的其他子企业参与增资；
- (d) 企业债权转为股权；
- (e) 企业原股东增资。

如果存在上述 (a) 或 (b) 项，须经同级国资监管机构批准采取非公开协议方式增资。如果存在上述 (c)、(d) 或 (e) 项，则须经国家出资企业审议决策采取非公开协议方式增资。根据《国务院国资委授权放权清单（2019 年版）》，授权中央企业决定集团及所属企业以非公开协议方式参与其他子企业的增资行为及相应的资产评估（主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，主要承担重大专项任务的子企业除外）；授权国有资本投资、运营公司按照国有产权管理规定审批非公开协议增资。

#### 五、市场化债转股

国有企业的增资交易，以上几种豁免情形都可能会在实践中遇到。本节我们仅就一项交易行为展开讨论，即《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发[2016]54 号）提出的“市场化债转股”的一种形式：资产负债率较高的国有企业引进各类投资者增资交易用于偿还贷款。

##### （一）市场化债转股的对象企业

根据《关于市场化银行债权转股权的指导意见》、《2019 年降低企业杠杆率工作要点》，鼓励面向发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业开展市场化债转股。市场化债转股的企业应具备：发展前景较好，具有可行的企业改革计划和脱困安排；主要生产装备、产品、能力

符合国家产业发展方向，技术先进，产品有市场，环保和安全生产达标；信用状况较好，无故意违约、转移资产等不良信用记录。禁止将下列情形的企业作为市场化债转股对象：扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸企业”；有恶意逃废债行为的企业；债权债务关系复杂且不明晰的企业；有可能助长过剩产能扩张和增加库存的企业；失信企业和不符合国家产业政策的企业。

## （二）可转股的债权范围

根据《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》，转股债权范围以银行对企业发放贷款形成的债权为主，并适当考虑其他类型债权，包括但不限于财务公司贷款债权、委托贷款债权、融资租赁债权、经营性债权等，但不包括民间借贷形成的债权。

## （三）债转股的方式

根据《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》，债转股既包括收债转股模式，也包括以股抵债/发股还债模式。经查询近期上市公司发布的公告，有不少投资者以现金方式认购被投资企业增资，被投资企业以增资价款偿还借款的案例。需要注意的是，如果采用以增资偿还债务的方式，在债转股协议中应对增资价款用途作出明确约定，明确拟偿还的借款以及偿还安排，并应在资金到位后及时偿还债务，同时也应对未来企业债务融资行为进行规范，对资产负债率作出约定，防止企业杠杆率再次超出合理水平。

## （四）债转股的实施主体

国家鼓励金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等多种类型实施机构参与市场化债转股，支持银行利用符合条件的所属机构或设立符合规定的新机构开展市场化债转股。同时，根据《关于鼓励相关机构参与市场化债转股的通知》、《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》，私募股权投资基金也可以参与市场化债转股业务。

## （五）应履行的政府程序

根据《关于做好市场化债转股项目信息报送平台上线相关工作的通知》，各实施机构应通过“报送平台”（<https://zzgspt.cfae.cn/dandelion/cfae/index.html#/>）、线下按照原路径同时报送市场化债转股项目信息。报送时间为债转股相关协议签署后五个工作日内。

同时，市场化债转股作为一种债权转股权的形式，为豁免国有企业增资进场，应按照 32 号令第 46 条的规定，经国家出资企业的审议决策采用非公开协议方式进行增资。

## 六、评估的例外情形

在涉及国有企业的案例中，另一个不可避免要考虑的问题是评估。根据《企业国有资产评估管理暂行办法》，非上市公司国有股东股权比例变动应进行资产评估。因此，一般而言，国有企业增资交易中，应对拟增资的企业进行资产评估。32 号令也规定了评估的例外情形。在这些情形下，转让价格的确定可以依据最近一期审计报告中确认的净资产值为基础。具体情形如下：

- (a) 增资企业原股东同比例增资的；
- (b) 履行出资人职责的机构对国家出资企业增资的；
- (c) 国有控股或国有实际控制企业对其独资子企业增资的；
- (d) 增资企业和投资方均为国有独资或国有全资企业的。

上述 4 种情形是从增资主体角度进行的限定。我们注意到，符合这几种情形的增资，即使不以拟增资企业的资产评估结果作为定价依据，也不太会发生国有资产流失的情形。因此，可以节省准备评估报告的时间和成本。我们在实践中遇到的国有企业增资引入投资方的案例，除非投资方具有国资成分，可以适用前述例外情形的可能性不大。在国有企业之间战略重组时，则可能出现可以适用前述例外的情形。

## 七、资格条件

32 号令“企业增资”一章中没有关于对受让方资格条件的相关规则，但 32 号令“企业产权转让”一章中第 14 条规定：“产权转让原则上不得针对受让方设置资格条件，确需设置的，不得有明确指向性或违反公平竞争原则”。我们理解增资也应遵守相似的原则。为此，笔者查询了 32 号令出台之后一些国有上市公司的增资扩股公告。从披露的受让方资格条件来看，还是有一定的指向性的，例如要求和公司控股股东签署过战略合作协议等等。

就股权转让和增资的区别，笔者从确定投资方角度进行了对比。32 号令第 22 条规定“符合条件的意向受让方，按照披露的竞价方式组织竞价。竞价可以采取拍卖、招投标、网络竞价及其他竞价方式”。根据我们以往的经验，股权转让主要遵循价高者得的原则，价格起到决定性的作用。而在增资情形中，32 号令第 42 条规定了“竞价、竞争性谈判、综合评议等方式”，“企业董事会或股东会以资产评估结果为基础，结合意向投资方的条件和报价等因素审议选定投资方”。这么看来，价格因素在增资交易中的决定性作用，应该是弱于在股权转让交易中的。除了价格，其他方面的投资方条件也可以对最终投资方的选取产生重要作用。笔者理解，这与股权转让和增资的交易目的是相关的。在股权转让交易中，国有股东转让其

持有被投资企业的股权，从被投资企业中退出或部分退出，首要的关注点是一个合理可接受的价格。而在增资交易中，现有股东与新的投资方将共同作为被投资企业未来的股东，新投资方的价值不仅体现在本次增资带来的溢价，更体现在未来对于被投资企业的贡献。从这个角度来看，价格因素的作用降低是可以理解的。而在参与进场资格条件的设计上，从对未来被投资企业的贡献角度出发，作出一些比较具体的限定也是合理的。

## 八、交易文件

相比非公开协议方式增资，进场增资的一个劣势是交易文本。根据以往的项目经验，产权交易所往往要求采用其提供的标准模板进行交易。笔者理解，在交易文件起草工作中，要注意两方面的问题。一个问题是：除标准模板的交易文件之外，可能需要考虑投资方，特别是财务投资人，和被投资企业、被投资企业现有股东之间对于投资方拥有的特别权利以及与被投资企业有关的特别事项，是否需另行签署一份补充协议；另一个问题是：产权交易所虽然要求采用标准模板，但一般而言允许一定程度地调整，对于这份模板有修改的机会。但需要注意的是，在调整模板时，须结合进场交易的特点、流程等各项因素考虑，避免出现调整后的文本表述在实践中无法执行的风险。

## 第四章：上市公司国有股的转让

作者：刘成伟

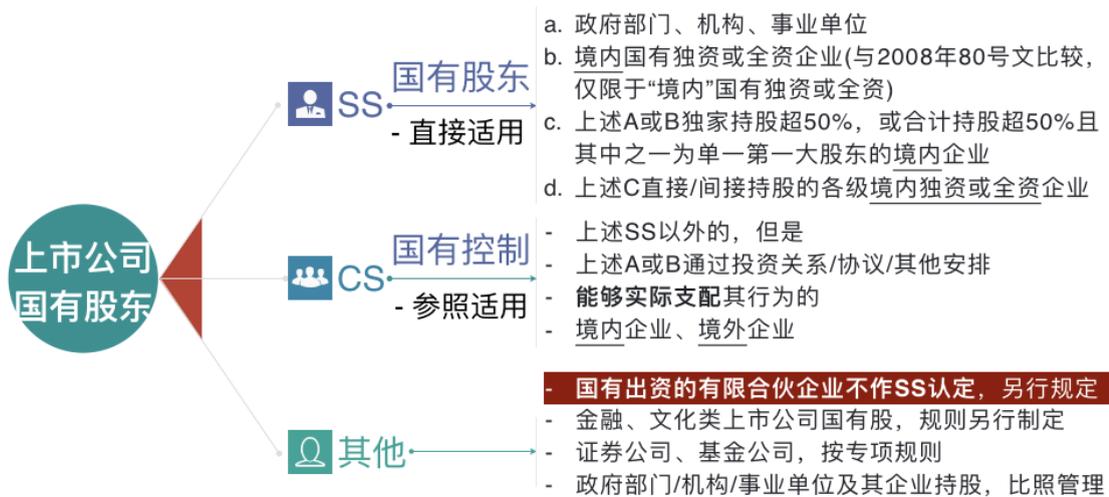
### 一、涉及上市公司的国有资产交易

就涉及上市公司的国有资产交易而言，可以有两个层面，一是涉及上市公司股权变动层面；二是涉及资产（股权或非股权）注入上市公司。其中，第一个层面—上市公司股权变动，既包括上市公司国有股的转让，也包括国有企业收购民营上市公司；而第二个层面—资产注入上市公司，既可能是国有控股的上市公司进行重大资产重组，也可能是国有股东将未上市国有企业注入到民营上市公司。

从监管框架来看，有关国有资产的规则体系十分庞杂，涉及上市公司国有资产交易的规则目前主要包括如下几方面：

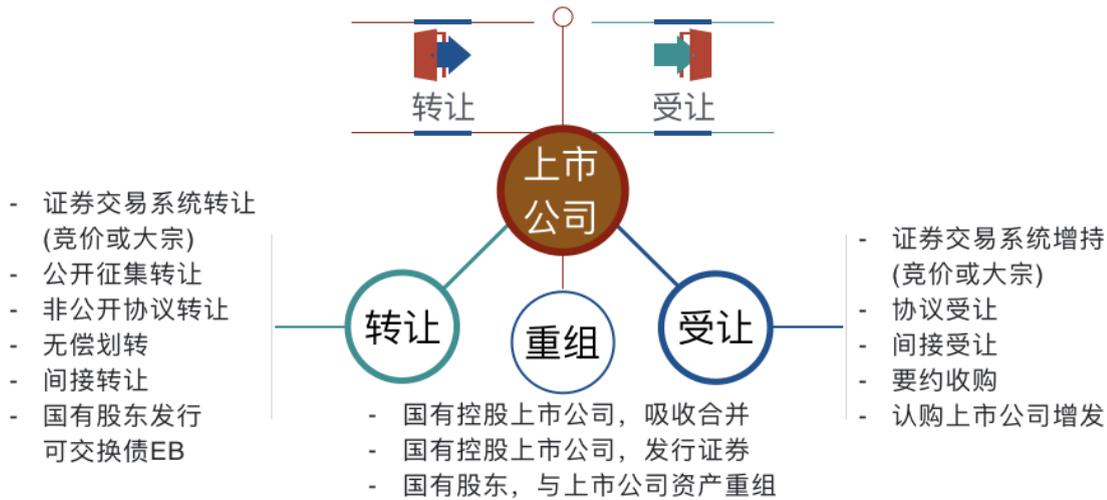
- 基础规则，《中华人民共和国企业国有资产法》（国家主席令[2008]第 5 号），《企业国有资产监督管理暂行条例》（国务院令[2003]第 378 号）；
- 核心规则，《企业国有资产交易监督管理办法》（国资委 财政部令[2016]第 32 号）（以下简称“**32 号令**”），《上市公司国有股权监督管理办法》（国资委 财政部 证监会令[2018]第 36 号）（以下简称“**36 号令**”）；
- 上市公司相关，《中华人民共和国证券法》（2019 年 12 月最新修订，国家主席令[2019]37 号），《上市公司收购管理办法》（2014 年 10 月修订）（以下简称“**《收购办法》**”），《上市公司重大资产重组管理办法》（2019 年 10 月修订），《上市公司证券发行管理办法》（2020 年 2 月修订），以及证监会和交易所发布的信息披露规则及相关规范指引；以及
- 国资其他规则，比如涉及国有产权登记、资产评估、权限调整的相关规则。

而就上述相关规则的适用而言，其基本前提是涉及国有企业或国有资产。有关国有企业的认定，前文已有详细分析，在此不再赘述。简单来讲，国有企业就是国有独资或全资、国有控股或者国有实际控制的企业。而就上市公司而言，国有控股上市公司一般是指“国有股东”是控股股东或第一大股东的上市公司；而上市公司的“国有股东”，则一般是指其证券账户加注“SS”或“CS”标识的国有股东。根据 36 号令，受 36 号令监管上市公司的 SS 或 CS 股东主要情形可如下图所示：



上述涉及的适用主体范围中, 有一类特别主体值得关注——国资背景的合伙制基金。近几年以来, 合伙制人民币基金越来越多参与到了上市公司并购重组交易中, 而合伙制基金中有不少基金的 LP 有限合伙人或者 GP 普通合伙人或基金管理人都是有国资背景, 或者是 LP 出资人包括国有企业、政府引导基金或国资主导的母基金等情形。对于此类国资背景的合伙制基金, 36 号令第 78 条规定, “国有出资的有限合伙企业不作国有股东认定, 其所持上市公司股份的监督管理另行规定。”也就是说, 国资背景的合伙制基金, 在目前监管框架下暂不直接适用 36 号令, 其相关规则还有待另行制定。实际上, 这也是与这么多年来国资监管实践相一致的: 合伙制的国有背景基金的有关投资交易行为, 并未被严格要求按照 32 号令或 36 号令等国资监管规则履行审批或进场挂牌公开交易等程序。值得注意的是, 国务院国资委于 2020 年 1 月印发了《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》(国资发产权规[2020]2 号), 要求各级国资监管机构对其下辖国家出资企业及其控制的各级子企业对有限合伙企业出资所形成的权益, 进行国有权益登记。由此, 以有限合伙企业(各类人民币股权投资基金的主要企业形式)的国有权益登记为契机, 未来是否将开启对合伙制国有企业的逐步规范监管, 以及对这类基金的相关交易行为将如何履行审批、进场交易、估值定价等要求, 都值得关注。

另一方面, 从受监管的交易类型来看, 根据 36 号令第 2 条, 其所监管的范围是上市公司国有变动行为, 即, 涉及“上市公司国有股权持股主体、数量或比例等发生变化的行为”。其交易类型既可能是上市公司国有股转让, 也可能是国有股东受让或增持上市公司, 还可能涉及国有资产与上市公司或者国有控股上市公司与民营资产之间的重组行为, 具体包括如下:



不同的交易类型所涉及的监管要求及程序也各有差异。针对上述相关交易类型，受限于篇幅，本章将以上市公司国有股的转让为重点进行分析。

另外，就监管权限级别来看，近几年也有不少调整，部分重要审批权限已下放。比如，根据先前的《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》（国资委 证监会令[2007]第 19 号），涉及上市公司国有股的转让，即便是地方国有企业，也需要层报取得国务院国资委的批复；而根据 2018 年 5 月发布 36 号令（自 2018 年 7 月 1 日起执行，取代了先前的 19 号令），涉及地方国有企业的上市公司国有股转让则由省级国资监管部门审批即可，或者根据省级人民政府的同意授权地市级国资监管机构负责审批地市级以下的国有企业相关事项。此外，国务院国资委于 2019 年 6 月下发了《国务院国资委授权放权清单（2019 年版）》（国资发改革[2019]52 号）（以下简称“《授权清单 2019》”），对涉及国有资产交易及其他事项的国资监管权限进行了进一步调整，目前不少省市也都下发了各自管辖区域的相应授权清单。

综合来看，根据现有规则框架及相关监管实务，目前涉及上市公司国有资产交易事项监管的“国有资产监督管理机构”的权限划分主要如下：

- 国务院国资委，负责央企相关事项审批；
- 省级国资委，负责地方国有企业相关事项审批；
- 地市级国资委，根据经省级人民政府同意的授权，负责地市级以下国有企业相关事项的审批；
- 本级人民政府，负责相应级别国资委管辖但涉及控制权变更的交易；
- 集团母公司（即规则中的“国家出资企业”，通常为一级央企或地方国企），根据授权清单，负责审批授权范围内本集团及集团内二级及以下子公司相关的事项；以及

- 财政系统，负责金融机构或事业单位等实业企业以外国资单位的相关事项。

## 二、上市公司国有股的二级市场减持

二级市场交易，一个主要优势是其便捷性，如果二级市场交易本身还需要繁琐的审批程序，很可能会因为价格波动而错失时间窗口。另一方面，实务中，除了根据战略安排需要转移控制权或进行重组等，国有股东一般很少会通过二级市场大量抛售其所持上市公司股票，通常会从优化其财务结构等因素考虑根据市场行情而在合理范围内进行小规模减持。

从 36 号令的要求来看，针对国有股东二级市场减持行为的监管也体现了尽量保持其便捷性的政策取向。具体而言，36 号令第二章针对上市公司国有股“通过证券交易系统转让”进行了专项规定。根据 2008 年 12 月发布的《深圳证券交易所关于严格执行<上市公司收购管理办法>等有关规定的通知》以及 2009 年 1 月发布的《上海证券交易所关于执行<上市公司收购管理办法>等有关规定具体事项的通知》（上证公字[2009]3 号），《收购办法》项下的“通过证券交易系统的证券交易”包括“通过本所竞价交易系统或者大宗交易系统买卖上市公司股份”。也就是说，36 号令第二章所规定的“通过证券交易系统转让”，也就是俗称的二级市场交易，既包括集合竞价交易也包括大宗交易。

针对二级市场交易，36 号令根据减持规模比例等因素区分了不同的审核程序。具体而言，除了下述情形需要报送有权的国资监管机构事前审批以外，规模以下的交易事项交由国有企业自行审批或根据其内部授权由其母公司审批：

- 国有控股股东，转让导致持股比例低于合理比例
- 合理持股比例，由SS确定后报国资委备案，规则另行制定



## 三、上市公司国有股的协议转让（公开征集）

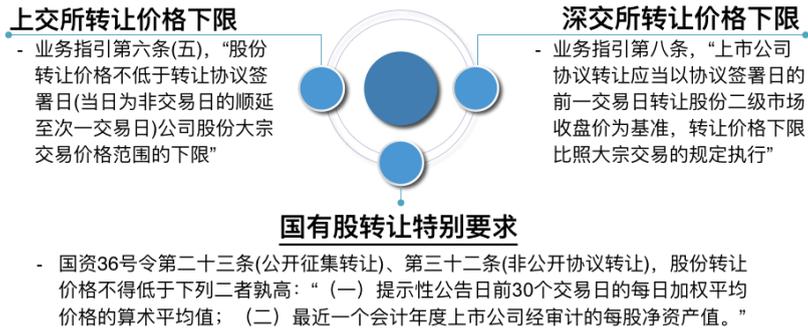
提及上市公司股份的“协议转让”，有两种不同的语境：一个是一般意义上的，即《证券法》或《收购办法》项下的“协议收购”或称流通股的“协议转让”，通常是指上市公司股份在转让双方签署转让协议后经交易所合规确认后去中国结算过户登记的交易。该等语境下的“协

协议转让”，属于一种场外交易，是相对于二级市场交易或要约收购这种通过证券交易系统直接操作的场内交易而言。而另一个语境下的“协议转让”，则是在国资监管背景下的一种狭义的讲法，是相对于“公开征集”而言的一种非公开交易方式。针对国有股权转让，一般原则是通过公开方式进行，要么通过产权交易所进场挂牌，或者通过沪深交易所系统发布公开征集公告的方式进行。只有在特定情形下，经批准才可以豁免进场挂牌或公开征集。

简言之，从证券监管或《收购办法》的角度，公开征集和非公开协议转让两者都是一种流通股的“协议转让”，都是不同于二级市场或要约收购的一种场外交易方式；而这种场外交易，从国资监管的角度，则又可根据交易程序的具体差异区分为公开征集的协议转让，和非公开的协议转让。从国资监管 36 号令的角度，对于公开征集和非公开协议两种国有股转让方式，无论从适用范围（公开为原则，非公开为例外）、审核程序（非公开的审核要求更高）还是定价原则（公开征集以二级市场股价为基础，非公开则有更多灵活空间）等诸多方面，均有重要差异。为此，就国有股东（SS 或 CS 股东）所持有的上市公司国有股的转让而言，36 号令第三章及第四章分别针对公开征集转让以及非公开协议转让进行了专门规定。另外，涉及国有股的交易，与涉及上市公司股份的相关要求相比，既有适用于所有上市公司的一般性要求，也有针对国资背景的特殊规定。

**首先，关于协议转让的定价。**价格是交易的核心商业要素。对于涉及上市公司股份转让的交易而言，由于其有公众性以及公开市场价格可供参考，因此相关规则对协议转让的价格也有规范性指引。

本质上，转让价格应由交易双方通过谈判磋商并结合交易情况协商确定。一个合理的商业定价需要综合考虑交易的具体情况，比如控制权溢价、上市公司资产负债状况、二级市场股价、不同交易主体的议价能力或谈判筹码等等。然而，对于境内 A 股上市公司而言，协议转让的定价又不是一个完全的商业谈判范畴。除了商业博弈因素以外，由于协议转让还需要办理交易所的合规确认，因此其定价还需要遵守监管机构的相关规范指引。按照《收购办法》、交易所规范指引（上交所 2018 年 1 月发布的《上市公司股份协议转让业务办理指引》，以及深交所 2016 年 11 月发布的《上市公司股份协议转让业务办理指引》及 2019 年 4 月发布的《上市公司股份协议转让业务办理指南》）以及 36 号令相关规定，协议转让需要遵守相应的价格下限要求，主要包括如下相关规则：



依据上述规则, 协议转让的价格底限需遵守如下两方面要求:

- **一般原则要求**, 比照大宗交易价格下限。根据《上海证券交易所交易规则》第 3.7.10 条及《深圳证券交易所交易规则》第 3.6.4 条, 大宗交易成交价格应在当日涨跌幅(即前一日收盘价 $\pm 10\%$ , 或对于 ST 类则 $\pm 5\%$ )限制内。也就是说, 协议转让的价格最低不应低于**签约前一交易日收盘价的 90%**; 以及
- **国资特殊要求**, 提示性公告日前 **30 个交易日**的**每日加权平均价格算术平均值**。与 2007 年的国资 19 号令(已被 2018 年 5 月发布的国资 36 号令取代)相比, 现行定价规则主要有两个变化: 一是无论公开征集转让还是非公开协议转让, 定价基准日均为提示性公告日(此前 19 号令项下区分公开征集的转让信息公告日及非公开协议的签约日, 与之相比, 36 号令项下的定价基准日提前至前述两个日期之前的交易提示性公告日); 二是原来 19 号令所允许的算术平均值基础上打九折的例外, 在 36 号令最新规则项下被取消。

针对上述定价规范, 需要注意的是, 对于国有股转让而言, 转让价格底限需同时遵守上述两方面的要求。其中, 国资 36 号令的定价下限(前 30 交易日均值)是属于法规明确要求, 不遵守涉嫌违规问题; 而对于交易所业务指引的要求(前一交易日收盘价的 90%)虽然不具有《立法法》意义上的法律强制性, 如若违反, 则面临可能无法取得交易所合规确认从而无法办理过户登记交割的尴尬。当然了, 如果不涉及国有股转让, 而是国有企业作为受让方去收购非国有的上市公司股份, 由于国资 36 号令对国企受让增持的定价没有明确指引, 此时只需要遵守交易所业务指引的一般性要求(不低于签约前一日收盘价的 90%)即可。

**其次, 关于转让价款的支付。**除了价格本身以外, 价款的具体支付安排也是一项重要的商业条款, 不同的支付安排会产生不同的驱动效果。本质上, 价款支付安排也是由交易双方协商确定的商业谈判范畴, 但前提是能与规则的明确要求有抵触。就价款支付而言, 对期限有明确要求的主要涉及国资和外资相关, 沪深交易所在这方面没有额外要求。具体而言, 涉及如下几方面规范指引:

- 双方协商确定
- 可一次性或分期，可过户前或过户后

## 一般原则



### 国有股东转让

- 国资36号令第二十六条、第三十五条
- 可分期支付，但
  - 协议签订后5个工作日内，收取不低于转让价款30%的保证金
  - 其余价款在股份过户前全部结清
- 过户前付清全款，在全部转让价款支付完毕或交由转让双方共同认可的第三方妥善保管前，不得办理股份过户登记手续
- 以非货币资产支付的，符合国家相关规定

### 外资战投受让

- 外资战投办法（2005）
- 负面清单应审批的，批复180日内完成投资
- 非负面清单的，价款支付由双方协商
- 2020年1月外资法失效后，2005外资战投办法有待修改，待根据修订后规则明确

其中，针对国有股转让，首期需要在签约后（即便此时尚未取得国资批复而协议尚未生效）即支付至少 30%的保证金；其后，在交易取得国资批复生效之后再支付余款，并且至迟应在向交易所提交协议转让合规确认申请之前结清全款。根据国资 36 号令第 27 条、第 36 条，全部转让价款支付凭证（包括非货币资产的交割凭证，如适用）是向交易所办理合规确认及向登记公司办理过户手续的必备文件。需要提示的是，上述要求是针对国有股转让的特别保障要求。如果是国有企业收购上市公司非国有股，对于支付期限则无特别要求。比如，在某国资委旗下的 A 公司自控制人处收购上市公司 B 公司的 10.78%股份的交易中，协议约定的是在过户后 3 个交易日内一次性付款。该笔收购已于 2018 年 8 月完成过户。

另一方面，对于其他交易（不涉及国有股转让或负面清单内的外资战投），转让价款支付的具体安排则完全是商业谈判范畴，具体由交易双方协商确定。比如，在 C 投资公司及 D 基金管理公司收购上市公司 E 公司的合计 13.24%股份的交易中，按三期进行付款：签约后支付 10%定金；交易所合规确认后支付 40%；过户完成后支付剩余 50%。实务中，从交易双方风险分配的角度，在全款交割之前的交易进展过程中，双方也可以根据情况达成账户共管或开立专户等双方均可接受的相关商业安排。

最后，关于协议转让（公开征集）的审批及交易流程。关于国资交易，国资审批程序通常应作为协议生效条件之一。而就国资审批而言，按照 36 号令以及《授权清单 2019》，除了涉及上市公司控制权变更或需要进行非公开协议转让的交易以外，其他大部分国资交易包括未导致控制权变更的国有股东公开征集转让以及国有企业协议受让增持等，其审批权限已下放至国企集团母公司，而无需再报国资委审批。另外，对于地方国有企业转让上市公司股份，即便需要报送国资委审批的，审批层级也已下放至省级国资委，而无需再一概上报至国务院国资委审批。具体而言，根据 36 号令的规定，涉及公开征集方式的国有股协议转让，其国资

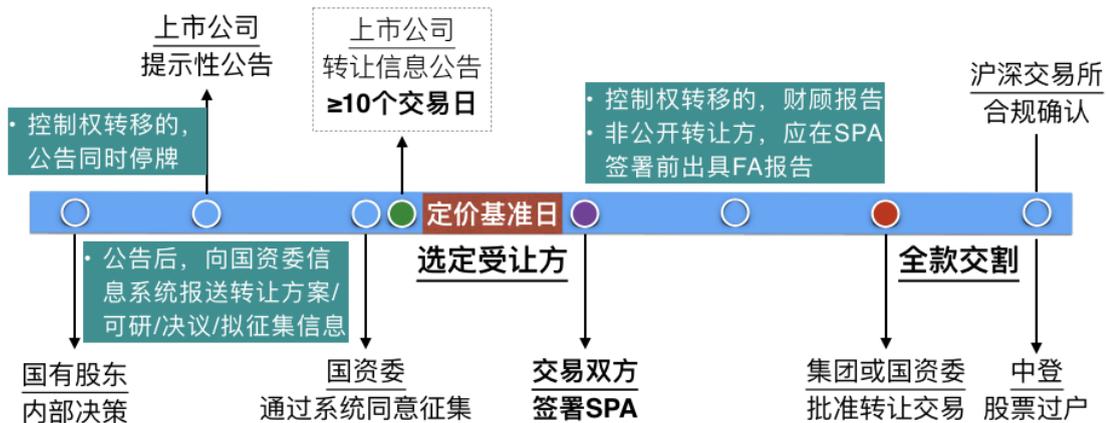
审核及交易流程将主要涉及如下先后环节：

- (1) 转让方（国有股东 **SS** 或 **CS** 股东），履行内部决策程序；
- (2) 上市公司接到转让方通知后，发布提示性公告。同时，若涉及上市公司控制权变更，应一并申请停牌。实务中，现行监管环境下，不鼓励长期停牌，老股转让交易的停牌时间一般不超过两周，而如果不涉及控制权变更的交易，交易所一般不允许停牌；
- (3) 公开征集信息内容的审核，由国有股东将转让方案、可研报告、内部决策文件及拟公布的公开征集信息等，通过管理信息系统报送主管国资机构。其中，公开征集信息除了包含交易基本信息以外，主要涉及潜在受让方的遴选标准、公开征集期限等，有关信息需要经主管国资机构审核同意后才能对外公开发布。实务中，国资机构尤其关注相关条件的设置是否存在指向性或违反公平竞争的条款。审核同意后，国资机构通过信息系统针对转让事项出具书面同意意见；
- (4) 公开征集信息的公告，经主管国资机构审核同意后，国有股东通过上市公司公开披露公开征集信息公告。公开征集期限不得少于 **10** 个交易日；
- (5) 潜在受让方的遴选，公开征集期满后，国有股东相关工作小组对潜在受让方进行评选。其中，涉及控制权转移的，转让方应聘请财务顾问（可以是具有财务顾问资格的券商或证券投资咨询机构）对竞购的潜在受让方进行尽职调查，出具尽调报告；并就交易本身及其对上市公司的影响出具财务顾问意见；
- (6) 协议签署，国有股东与经评选确定的受让方签署正式交易协议，协议条款尤其是价格条款及支付安排等应符合 **36** 号令及其他国资监管要求；
- (7) 交易审批，经签署的转让协议及其他配套文件应报送有权的国资监管机构。按 **36** 号令以及《授权清单 **2019**》等现行审核体系，不涉及控制权转让的交易通常由国有股东集团母公司审批；涉及控制权的交易则通常需要报送有权限的国资委（通常为省级以上，根据授权可以地市级）并报经本级人民政府同意；
- (8) 价款支付，经国资机构（集团母公司或主管国资委）批复后，转让协议生效。如上分析，对于国有股转让，虽然协议可以自主协商约定相关事项，但是对于转让价款，则必须在交割前支付完毕。
- (9) 交易所合规确认，转让双方应凭生效的转让协议、国资批复、价款付清的凭证及其他配套文件，报送沪深交易所按相关业务指引对协议转让进行合规确认；
- (10) 中国结算过户交割，凭生效的转让协议、交易所合规确认、国资批复、价款付清

凭证以及交易所合规确认函等文件，交易双方向中国结算公司办理转让股份的过户登记手续。

另外，需要特别提示的是，根据 36 号令第 27 条的要求，“上市公司股份过户前，原则上受让方人员不能提前进入上市公司董事会和经理层，不得干预上市公司正常生产经营。”

综上，涉及上市公司国有股通过公开征集方式转让的相关交易流程可以简要图示如下：



- ❁ - 国有股转让，SPA 签约后5个工作日支付30%；余款在过户前全部结清
- 原则上，过户前受让方人员不能提前进入上市公司董事会和经理层

#### 四、国有股的非公开协议转让

如上提及，针对国有股权转让，一般以公开为原则。只有在特定情形下，经批准才可以豁免进场挂牌或公开征集。具体就国有股东（SS 或 CS 股东）所持有的上市公司国有股的转让而言，36 号令第四章专门规定了国有股非公开协议转让的相关要求。相比较而言，在国资审核环节，非公开的协议转让不强制要求进行公开征集信息；但涉及的沪深交易所合规确认以及中国结算过户登记等要求则仍然适用。另外，实务中，从国有资产保值增值的角度，原则上还是鼓励通过公开征集方式进行转让以寻求出价最优的潜在买方，国资监管机构只有在特殊情形下才会同意非公开的协议转让方式。

根据 36 号令第 29 条规定，可以非公协议转让的情形主要包括如下：



另一方面, 关于非公开协议转让的定价, 原则上也是以前 30 交易日均价与最近一年经审计每股净资产值二者孰高为价格底限 (36 号令第 32 条), 但针对非公开协议转让的定价, 36 号令第 33 条也提供了一定的灵活性:



## 五、国有股的间接转让

在现有框架下, 有关间接收购/间接转让的专项规则主要包括:

- 《收购办法》, “第五章 间接收购”, 第 56 条至第 60 条;
- 国资 36 号令, “第六章 国有股东所持上市公司股份间接转让”, 第 41 条至第 47 条。

就其外延范畴来看, 《收购办法》项下的“间接收购”与国资 36 号令项下的“间接转让”之间有个值得注意的细节差异, 后者的范围与前者的范围相比较要窄一些:

- 间接收购, 《收购办法》项下主要包含两种类型, (1) “收购人虽不是上市公司的股东, 但通过投资关系、协议、其他安排导致其拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的 5%” (第 56 条); (2) “投资者虽不是上市公司的股东, 但通过投资关系取得对上市公司股东的控制权, 而受其支配的上市公司股东所持股份达到前条规定

比例、且对该股东的资产和利润构成重大影响的”（第 57 条）；

- 间接转让，国资 36 号令项下是指“因国有产权转让或增资扩股等原因导致国有股东不再符合本办法第三条规定情形的行为”（第 41 条）。<sup>1</sup>

笔者理解，上述差异并非实质性的，其逻辑主要在于，从国资监管角度，对于需要按照国资 36 号令框架进行规范的“间接转让”的范围尽量不扩大化，即，只有因国有股东的股权转让或增资扩股而导致国有股东（SS 或 CS）自身的国资性质发生变更（即 SS 或 CS 股东因间接转让而由国企变成非国有），才构成国资 36 号令项下的“间接转让”，从而需要遵守国资 36 号令的相关要求——主要包括定价规范、国资审核程序、聘请财务顾问等（国资 36 号令第六章）。而另一方面，对于未构成国资 36 号令项下的其他间接转让（即未导致 SS 或 CS 股东的国资性质发生变更），如下几点可能容易被曲解的地方需要特别阐明一下：

**首先，关于信息披露。**无论是否属于国资 36 号令项下的“间接转让”（导致 SS 股东国资性质变更或未变更），该等针对上市公司的 SS 股东从而也涉及上市公司的间接交易，如果达到了相应的信息披露标准，均需遵守《收购办法》的相关规范要求。

**其次，关于国资监管。**无论是否构成导致 SS 国资性质变更的国资 36 号令项下的“间接转让”，这个相对于上市公司的间接转让，对于 SS 自身而言则涉及到该国有股东 SS 自身的增资扩股或其股东的股权转让交易，而有关交易需遵守国资 32 号令的相关规范（包括国资审核、进场交易、评估定价等）。有关 32 号令项下涉及非上市公司国有股权交易的相关事项在前文其他章节已有详细分析，在此不再赘述。此处需要强调的是，若不构成国资 36 号令项下的“间接转让”，涉及 SS 股东自身的国资监管会有一些程序上的便利，主要包括两方面：（a）审批权限不是必须省级以上（国资 36 号令第 6 条、第 45 条），根据 SS 的所属管辖，可能当地市级就有权限；（b）不强制要求聘请财务顾问（国资 36 号令第 44 条）。

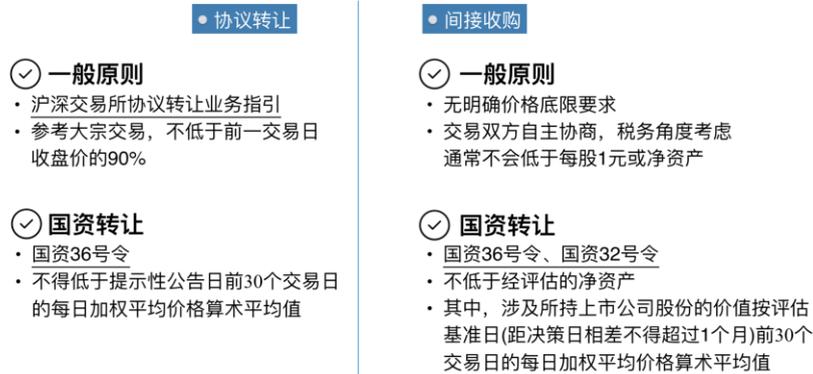
**最后，关于定价规范。**即便不属于国资 36 号令项下的“间接转让”（未导致 SS 国资性质变更），针对涉及股权转让或增资扩股的上市公司的 SS 股东进行评估定价时，也要遵守国资 36 号令的相关规范，其第 47 条明确规定：“国有股东产权转让或增资扩股未构成间接转让的，其资产评估涉及上市公司股份作价按照本办法第四十三条规定确定。”

具体涉及到定价，与协议转让（比照大宗交易，下限不低于签约前一交易日收盘价的 90%）不同，现有规则针对上市公司的间接收购不存在明确的定价指引（国资除外）。两种交

---

<sup>1</sup> 国资 36 号令第三条规定：“第三条 本办法所称国有股东是指符合以下情形之一的企业和单位，其证券账户标注“SS”：（一）政府部门、机构、事业单位、境内国有独资或全资企业；（二）第一款中所述单位或企业独家持股比例超过 50%，或合计持股比例超过 50%，且其中之一为第一大股东的境内企业；（三）第二款中所述企业直接或间接持股的各级境内独资或全资企业。”

易方式的相关定价指引对比简要图示如下：



在定价方面，间接收购交易中相较而言有更多的灵活空间，交易双方可以结合交易的具体情况协商确定。比如，在F集团通过控制目标公司G而间接收购上市公司H公司的交易中，收购目标公司73.32%股权（从而间接控制上市公司17.9%的股份）的总价款约定为1元。而签约日（20180703）前一交易日（20180528，期间停牌）收盘价是8.99元/股。若是按深交所协议转让指引，转让价格应不低于前述收盘价的90%，即每股8.09元。显然，考虑到标的资产整体的资产负债情况，如果按协议转让定价指引执行可能双方比较难达成一致。此等情况下，综合考虑标的资产的负债情况以及为避免与交易所协议转让业务指引的明确规定相抵触，间接转让的交易方式不失为一种可行的选项。

而如果涉及的是国有企业股东（SS）的间接转让，在定价方面要遵守相应的国资监管要求：

**首先**，上市公司的SS股东（通常是未上市国有企业）要遵守国资32号令的相关要求，其本身的价值（及相应的该SS股东本身的股东的股权转让或该SS本身的增资扩股的定价）要以评估为基础。

**其次**，在对SS评估定价时，其所持有的上市公司的股份的价值评估应遵守国资36号令第43的规定：“国有股东所持上市公司股份间接转让应当按照本办法第二十三条规定确定其所持上市公司股份价值，上市公司股份价值确定的基准日应与国有股东资产评估的基准日一致，且与国有股东产权直接持有单位对该产权变动决策的日期相差不得超过一个月。”而国资36号令第23条明确要求，国有股转让价格“不得低于下列两者之中的较高者：（一）提示性公告日前30个交易日的每日加权平均价格的算术平均值；（二）最近一个会计年度上市公司经审计的每股净资产值。”

**再次**，国资36号令第47条进一步规定，即便“国有股东产权转让或增资扩股未构成间接

转让的”（即未导致 SS 股东国资性质变更的），“其资产评估涉及上市公司股份作价按照本办法第四十三条规定确定。”也就是说，无论是否构成国资 36 号令项下的“间接转让”，对于国企 SS 股东所持上市公司股份的价值，其评估应参考上市公司国有股转让的定价原则——基准日前 30 交易日均价，且该等基准日距 SS 关于本次产权交易决策日相差不得超过一个月。

**最后**，需要特别注意的是，根据国资 36 号令第 43 条第 2 款的明确要求，“*国有产权转让或增资扩股到产权交易机构挂牌时，因上市公司股价发生大幅变化等原因，导致资产评估报告的结论已不能反映交易标的真实价值的，原决策机构应对间接转让行为重新审议。*”

## 第五章：“管资本”主线下国有上市公司的公司治理及创新突破探讨

作者：王睿 | 梁俊杰 | 卢维

中国关于国有资产管理体制的改革一直在进行，自十八届三中全会提出要“完善国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产监管”以来，可以说国资监管机构职能从“以管企业为主”向“以管资本为主”的转变已经从概念设计逐步进入到实施落地的阶段；近年来，中央和地方国资监管机构陆续出台了一系列关于“管资本”的政策文件，均有涉及上市公司的举措，为由国有企业<sup>1</sup>控股或实际控制的上市公司（以下统称“国有上市公司”）的公司治理创新突破提供了一定依据。

### 一、国企“管资本”改革的内在逻辑与现行规定

#### （一）国企“管资本”改革的背景及内在逻辑

我国目前经营性国有资产体量巨大，几乎涉及国民经济全部行业大类；按照分级管理原则，国有企业分为中央、省、设区的市、县四级管理。除国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）外，财政等有关部门也承担了部分国有企业出资人代表职能。随着国有资本体量不断增长，国有企业面临的市场化、国际化程度不断加深，现行国有资产管理体制存在的矛盾和问题越来越突出。主要表现在国资监管干预过度，一些本应属企业自主决策的事项需要国资监管机构审批，针对直属企业的监管事项延伸到了各级子公司，影响企业决策效率；同时，产权变动等监管过细，导致国有资产流动不畅，影响国有资本活力。

为解决国有资产管理体制存在的矛盾和问题，国家提出从管企业向管资本转变的改革思路。我们理解，所谓“管企业”是指当前的国资监管机构对所监管直属企业及其下属各级子公司全方位管理，管人、管事、管资产，包括监管企业的投资计划、产权管理、薪酬管理、财务管理等，远远超过一般的股东权利；而“管资本”则是一个非常复杂的概念，其中一个重要方面是需要区分国有资产所有权与企业经营权的职责边界，国资监管机构通过法人治理结构履职，将需要由企业自主经营决策的事项归位于企业。也即国资管理体制从管企业向管资本转变的关键一点就是授权放权。

从目前相关规定来看，国资监管的授权放权同时强调分类授权放权，即结合国有企业功

---

<sup>1</sup> 本文所称国有企业即国有及国有控股企业、国有实际控制企业；具体关于国有企业的认定标准实践中存在争议，此处不予讨论。

能界定与分类，有针对性地开展授权放权；例如试点国有资本投资、运营公司，对其进行特别授权等。

## （二）关于国企“管资本”改革的现行规定梳理

2015 年先后出台的《中共中央 国务院关于深化国有企业改革的指导意见》（中发〔2015〕22 号）、《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》（国发〔2015〕63 号）提出以管企业为主向以管资本为主的转变，改革国有资本授权经营体制等，明确了“管资本”改革的基本原则和方向。

根据上述文件的精神，《国务院办公厅关于转发国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案的通知》（国办发〔2017〕38 号，以下简称“国办发〔2017〕38 号文”）于 2017 年 4 月 27 日出台，精简了国资监管事项共 43 项（其中取消事项共 26 项，下放事项共 9 项，授权事项共 8 项），取消事项主要针对中央企业，下放事项基本都是关于上市公司国有股权的举措，该等举措基本已落实到 2018 年 7 月 1 日开始实施的《上市公司国有股权监督管理办法》（以下简称“36 号令”）中。

2019 年 4 月 19 日，为履行以管资本为主积极推进职能转变，《国务院关于印发改革国有资本授权经营体制方案的通知》（国发〔2019〕9 号）出台，就分类开展授权放权的基本方案进行了规定，明确对国有资本投资、运营公司及其他商业类企业（含产业集团）、公益类企业等不同类型企业给予不同范围、不同程度的授权放权；随后《国务院国资委授权放权清单（2019 年版）》于 2019 年 6 月 3 日发布，按照分类授权放权的原则进一步明确授权放权，授权事项分为四种类型，包括适用于各中央企业的授权放权事项 21 项；适用于各类综合改革试点企业（含国有资本投资运营公司试点、创建世界一流示范企业、东北地区中央企业综合改革试点、落实董事会职权试点企业等）的授权放权事项 4 项；适用于国有资本投资、运营公司试点企业的授权放权事项 6 项；适用于少数特定企业的授权放权事项 4 项。值得注意的是，该等授权放权事项中，涉及上市公司国有股权的，也并没有超出 36 号令规定的国家出资企业权限范围，相当于对 36 号令的重申。

2019 年 11 月，《国务院国资委关于以管资本为主加快国有资产监管职能转变的实施意见》（国资发法规〔2019〕114 号）及《国务院国资委关于进一步推动构建国资监管大格局有关工作的通知》（国资发法规〔2019〕117 号）先后出台，进一步明确了“管资本”主线，明确优化管资本的方式手段：实行清单管理；通过法人治理结构履职；分类授权放权；加强事中事后监管。

以上为国家层面关于管资本的主要规定，各省市包括广东省、云南省、福建省等地国资

监管机构均出台有关于以管资本为主推进职能转变的相关规定，基本方案和思路也基本均是通过清单的形式取消、授权一批国资监管事项。

## 二、国有上市公司公司治理的国资监管现状

### （一）国有上市公司公司治理的国资监管

关于国有企业的监管涉及诸多方面，国有上市公司也不例外；本文仅针对国家层面主要的监管规定进行简要梳理；值得注意的是，地方国资监管机构可能会在国家层面相关规定的基础上进一步细化或拓展；地方国有企业控股或实际控制的上市公司还应严格遵守地方国资监管机构的相关规定。

#### 1. 产权登记

关于企业国有产权登记的相关规定有《企业国有资产产权登记管理办法》（中华人民共和国国务院令 第 192 号）、《企业国有资产产权登记管理办法实施细则》（财管字[2000]116 号）、《国家出资企业产权登记管理暂行办法》（国务院国有资产监督管理委员会令 第 29 号，以下简称“**29 号令**”）、《国有金融资本产权登记管理办法(试行)》（财金[2019]93 号）、《国资委关于印发<有限合伙企业国有权益登记暂行规定>的通知》（国资发产权规[2020]2 号，以下简称“**2 号文**”）等。

目前适用范围最广泛的应是 29 号令以及 2 号文；根据 29 号令，国家出资企业、国家出资企业（不含国有资本参股公司）拥有实际控制权的境内外各级企业及其投资参股企业应纳入产权登记范围，2 号文进一步明确，国有企业对有限合伙企业出资形成权益，应进行产权登记；企业国有资产产权登记均分为占有产权登记、变动产权登记和注销产权登记。

也即对于国有上市公司，除非满足特殊例外规定<sup>2</sup>，国有企业取得该上市公司股权时，或该等股权发生变动或转让时，应办理产权登记；该国有上市公司及其控股、实际控制的各级子公司对外投资或以其他方式取得企业股权或权益时（无论出资比例大小），或该等股权或权益发生变动或转让时，也应办理产权登记。

#### 2. 产权处置

关于国有企业产权处置的现行规定主要是《企业国有资产交易监督管理办法》（中华人民共和国国务院国有资产监督管理委员会、中华人民共和国财政部令 第 32 号，以下简称“**32 号**

---

<sup>2</sup> 根据 29 号令，企业为交易目的持有的下列股权不进行产权登记：为了赚取差价从二级市场购入的上市公司股权；为了近期内（一年以内）出售而持有的其他股权。

令”），其对国有产权处置最主要的限制在于国有企业转让其所投资企业的股权<sup>3</sup>（国有企业转让合伙企业份额是否适用 32 号令实践中存在争议，此处暂不予讨论）以及国有企业自身增资<sup>4</sup>，原则上均应通过产权市场公开进行；满足特殊情形且经相应层级审批后才可以采取非公开协议方式进行交易。另外，产权交易市场由省级以上国资监管机构选择确定，如《深圳市属企业国有产权变动工作指引》（深圳市享有部分省级权限）确定深圳市属企业国有产权公开交易应当通过深圳联合产权交易所进行。

值得注意的是，关于上市公司国有股权处置有其特殊规定，即 36 号令；36 号令规定了国有企业取得或处置上市公司股份等行为所应履行的审批程序。

综上，对于国有上市公司，国有企业处置上市公司股份、国有上市公司增资应适用 36 号令而非 32 号令；但国有上市公司及其控股、实际控制的各级子公司转让其所投资企业的股权或自身增资（上市公司本级增资除外），我们理解应适用 32 号令，原则上需要通过产权市场公开进行。

### 3. 投资及资本运作

除产权登记，目前国家层面没有关于一般国有企业对外投资的专门文件规定；各地方国资监管机构可能制订出台适用于地方国有企业的文件，例如深圳市国资委出台的《深圳市属国有企业投资管理暂行规定》（深国资[2017]59 号），规定深圳国资委以及直管企业各自对下属国有企业对外投资行为（包括股权投资、固定资产投资、金融投资等）的审批权限。

目前关于国有上市公司资本运作事项的规制主要是 36 号令，36 号令规定了国有上市公司吸收合并、发行证券（包括采用公开方式向原股东配售股份、向不特定对象公开募集股份、采用非公开方式向特定对象发行股份以及发行可转换公司债券）、资产重组等资本运作事项需要报经国家出资企业或国有资产监督管理机构审核批准。

### 4. 长效激励约束机制

---

<sup>3</sup> 根据 32 号令，以下情形的产权转让可以采取非公开协议转让方式：（1）涉及主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域企业的重组整合，对受让方有特殊要求，企业产权需要在国有及国有控股企业之间转让的，经国资监管机构批准，可以采取非公开协议转让方式；（2）同一国家出资企业及其各级控股企业或实际控制企业之间因实施内部重组整合进行产权转让的，经该国家出资企业审议决策，可以采取非公开协议转让方式。

<sup>4</sup> 根据 32 号令，以下情形经同级国资监管机构批准，可以采取非公开协议方式进行增资：（1）因国有资本布局结构调整需要，由特定的国有及国有控股企业或国有实际控制企业参与增资；（2）因国家出资企业与特定投资方建立战略合作伙伴或利益共同体需要，由该投资方参与国家出资企业或其子企业增资。以下情形经国家出资企业审议决策，可以采取非公开协议方式进行增资：（1）国家出资企业直接或指定其控股、实际控制的其他子企业参与增资；（2）企业债权转为股权；（3）企业原股东增资。

根据《国有控股上市公司<sup>5</sup>（境内）实施股权激励试行办法》（国资发分配〔2006〕175号）以及《国有控股上市公司（境外）实施股权激励试行办法》（国资发分配〔2006〕8号），国有上市公司以本公司股票为标的，对公司高级管理人员等实施中长期激励的股权激励计划应符合规定的标准，且在上市公司股东大会审议批准股权激励计划之前，应报国资监管机构审核。国有上市公司按批准的股权激励计划实施的分期股权授予方案，国有控股股东代表应当报国资监管机构备案，对境内国有上市公司特别明确需要事前备案。

值得注意的是，《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》明确中央企业控股上市公司股权激励计划报国资委同意后，中央企业审批分期实施方案。我们理解，目前中央企业控股上市公司按批准的股权激励计划实施的分期股权授予方案，无需向国资委备案，而由中央企业审批。地方国有企业控股的上市公司股权激励计划实施也可按照地方国资监管部门的授权放权清单执行。

## 5. 资产评估

资产评估实际是上述国有产权处置、国有企业对外投资等过程中需要履行的一项程序，根据《企业国有资产监督管理暂行条例》（中华人民共和国国务院令 第 378 号）以及《企业国有资产评估管理暂行办法》（国务院国有资产监督管理委员会令 第 12 号，以下简称“12 号令”），除特殊情形<sup>6</sup>，国有企业发生以非货币资产对外投资，合并、分立、破产、解散，产权转让，资产转让、置换，收购非国有单位的资产等事项（非穷尽列举），均应当对相关资产进行评估；企业国有资产评估项目实行核准制和备案制，经各级人民政府批准经济行为的事项涉及的资产评估项目，由同级国资监管机构核准；其他资产评估项目一般均为备案制，经济行为由哪一级机构审批，则涉及的资产评估项目由该级机构备案，例如需经某国资委审批的产权转让事项，则该产权转让事项涉及的资产评估需向该国资委备案。

国有上市公司及其控股、实际控制的各级子公司均应遵守上述关于国有资产评估的相关规定。

## 6. 其他

国有上市公司涉及的国家或地方层面的国资监管相关规定还可能包括融资、担保、股权投资基金等，例如深圳市就出台有《深圳市属国有企业贷款担保管理暂行规定》、《深圳市属

---

<sup>5</sup> 政府或国有企业（单位）拥有 50%以上股本，以及持有股份的比例虽然不足 50%，但拥有实际控制权或依其持有的股份已足以对股东大会的决议产生重大影响的上市公司。

<sup>6</sup> 根据 12 号令，企业有下列行为之一的，可以不对相关国有资产进行评估：（1）经各级人民政府或其国有资产监督管理机构批准，对企业整体或者部分资产实施无偿划转；（2）国有独资企业与其下属独资企业（事业单位）之间或其下属独资企业（事业单位）之间的合并、资产（产权）置换和无偿划转。

国有企业股权投资基金管理工作指引（试行）》（深国资委〔2017〕164号）等。

## （二）国资监管与上市公司治理的冲突

### 1. 国资监管与上市公司中小股东利益的冲突

根据《公司法》、《上市公司治理准则》相关规定，上市公司的重大事项分别由董事会或股东大会审议决定，董事会或股东大会设置有特定投票与表决机制，大股东或控股股东对上市公司的控制往往是通过行使其提案权和投票权来实现，而中小股东也有机会参与上市公司治理，行使提案权和投票表决权或发表意见。

国有股东原则上也应当根据上市公司章程，通过行使提案权和表决权等方式参与上市公司治理；但根据现行国资监管规定，一旦上市公司由国有企业控股或实际控制，则整个上市公司及其下属各级子公司均纳入到国资监管范畴，致使上市公司中小股东也被动纳入了国资监管的范畴，从而可能导致与中小股东利益相悖。例如，在上市公司股权分散的情况下，国有股东持有的表决权并未超过 50%，但通过一致行动协议或其他安排实现了对上市公司的实际控制。如果以特定价格将下属子公司股权以协议方式转让给特定方的事项符合上市公司及中小股东的利益，则中小股东有权进行提案，并在股东大会上在国有股东投反对票的情况下也可能审议通过。而现行国资监管规定要求产权处置需经过产权市场公开交易，则可能导致上述事项实际上无法实现，从而在该等事项上变相剥夺了中小股东的提案权和投票权，与上市公司中小股东的利益存在冲突。

### 2. 国资监管与上市公司公平信息披露规则的冲突

公平信息披露规则是指上市公司和相关信息披露义务人应当同时向所有投资者公开披露重大信息，确保所有投资者可以平等地获取同一信息，不得向单个或部分投资者透露或泄漏。《上海证券交易所股票上市规则》以及《深圳证券交易所股票上市规则》均对此进行了明确规定。

但国资监管可能导致国有上市公司必须提前向国有股东披露重大信息，例如上述提及的《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》规定，上市公司国有控股股东在股东大会审议批准股权激励计划之前，应将上市公司拟实施的股权激励计划报国资监管机构审核，经审核同意后提请股东大会审议；理论上可以在上市公司以公告方式通知各普通股股东之后再报送国资监管机构审核，但考虑到审批时限的问题，往往是提前报送，导致国有股东先于其他投资者知悉。另外，我们通过公开检索发现部分地方国资监管机构制定有重大事项报告制度或类似规定，对于特定重大事项，地方国有企业必须在本企业董事会或其他内部决策机

构会议作出决定前的一定时期内，向国资监管机构请示或者报告；这将导致国有上市公司履行国资监管规定时与上市公司公平信息披露规则相冲突。

### 3. 国有产权代表的职责与上市公司董事义务的冲突

根据《公司法》以及《上市公司治理准则》（中国证券监督管理委员会公告[2018]29号），董事应当遵守法律、行政法规和公司章程，对上市公司负有忠实义务、勤勉义务以及保密义务。

国有上市公司董事会成员中往往存在国有股东委派到上市公司的产权代表。该产权代表作为上市公司董事，对上市公司负有忠实义务、勤勉义务，以及保密义务；但国资监管机构履行监管职能往往会通过产权代表，例如前述所述部分地方国资监管机构规定对于特定重大事项需事前向国资监管机构报告或请示，而报告或请示的方式往往是先通知产权代表，由产权代表进一步上报。

这种形式可能导致上市公司董事将重大信息提前披露给了特定股东，从而导致国有产权代表的职责与其作为上市公司董事对上市公司的义务相冲突。

### 4. 国有资产交易管理要求与上市公司资本运作的冲突

上市公司资本运作之间强调对标的充分的尽职调查以及详细的信息披露等，整个磋商过程往往是一个私密的过程，需要各方进行充分的谈判以及明确细节、方案等。而国有资产交易管理制度是以竞价原理为基础的公开交易程序，防止不当利益输送以及实现国有资产保值增值；这两种程序理念和目的存在不同甚至冲突。

以国有上市公司转让子公司股权构成的上市公司重大资产重组为例，根据 32 号令，一般国有上市公司转让子公司需通过产权市场公开交易；但是上市公司重大资产重组几乎不可能通过产权交易市场公开竞价完成，上市公司重大资产重组往往需要经过一个漫长的文件制作、核查、谈判等过程，国资进场交易前买卖双方早已进行了深入的了解，国有产权市场公开竞价基本流于形式，且必须通过产权市场公开交易还将影响国有上市公司资本运作的效率。

另外，国有资产交易管理要求例如资产评估、产权市场公开交易等，也导致国有上市公司或其控股、实际控制各级子公司在参与市场交易过程中，难以正常履行常见的回购承诺、行使随售权等合同安排，以及交易相对方也难以正常行使常见的拖售权、优先购买权等，国有上市公司游离在正常市场交易规则之外。

## 三、“管资本”主线下国有上市公司公司治理的突破与困境

### （一）“管资本”主线下对国有上市公司公司治理创新突破的尝试

如前文所述，国办发[2017]38号文精简的国资监管事项共43项（大部分针对中央企业），关于上市公司国有股权的举措基本已体现在后续修订出台的36号令中；《国务院国资委授权放权清单(2019年版)》也主要是按照分类授权的原则对中央企业授权放权，其大部分授权放权事项并没有明显突破，但也存在部分创新，如中央企业控股上市公司股权激励计划分期实施方案由中央企业审批等，体现了国务院国资委在“管资本”主线下对中央企业控股上市公司公司治理创新突破的尝试。总体而言，国家层面关于“管资本”的规定主要是明确方向，在具体授权放权事项还在进一步探索，包括对国有上市公司公司治理创新突破的尝试。

各地方国资委按照中央文件的精神也出台了各自关于“管资本”的相关规定，开展关于“管资本”改革试点；我们也了解到部分地方国资监管机构将国有上市公司作为推进“管资本”改革创新的突破口之一，主要是通过试点下放对国有上市公司的各项审批权限，以保障上市公司的自主经营权。

### （二）“管资本”主线下国有上市公司公司治理创新突破的困境

目前国家层面在“管资本”主线下具体授权放权事项并没有突破32号令、36号令等主要国资监管规定。除非获得国家层面国资监管机构的特别授权，国有上市公司公司治理创新突破的尝试不能真正解决上述提及的国资监管与上市公司治理的冲突问题，特别是国有资产交易管理要求与上市公司资本运作之间的冲突。

地方国资监管机构在“管资本”主线下的探索，也主要是将地方国资监管机构制定的审批备案等事项进行精简，向下属企业授权放权，对于国家层面相关文件规定的国资监管事项则难以精简，这也给地方国资监管机构在国有上市公司公司治理创新突破的尝试上造成诸多障碍。

## 四、对“管资本”改革的立法展望与建议

### （一）突破国有实际控制企业的认定

根据32号令，政府部门、机构、事业单位、单一国有及国有控股企业直接或间接持股比例未超过50%，但为第一大股东，并且通过股东协议、公司章程、董事会决议或者其他协议安排能够对其实际支配的企业，将被认定为国有企业；政府部门、机构、事业单位和国有独资或全资企业通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配其行为的境内外企业也需要参照适用36号令。

如上所述，实践中存在部分上市公司股权比较分散，国有企业占比较低（例如百分之二十以下）但为第一股东，为保证上市公司治理的稳定性及其他需求，第一大股东与其他股东签订一致行动协议或其他安排，实现了对上市公司的实际控制；根据 32 号令等，这一安排将导致上市公司及其下属各级子公司也被认定为国有企业，被纳入国资监管范畴，例如产权转让需通过产权市场公开进行等；这将严重影响上市公司资本运作和市场交易的效率和安排，很多情况下甚至与其他合计占比达多数的中小股东的利益存在冲突。

建议在“管资本”主线下，试点突破国有实际控制企业的认定，对国有企业持股低于一定比例（例如百分之二十）的上市公司，即使满足 32 号令或 36 号令的条件，也不认定其为国有企业；对该等上市公司依靠公司章程治理，尊重其自主经营，国资监管不延伸到该等上市公司下属各级子公司。

## **（二）完善国有企业重大事项报告制度**

目前地方国资监管机构制定的国有企业重大事项报告制度往往忽视了与上市公司治理规则或上市公司的信息披露制度的衔接，如前述提及的国有企业重大事项报告制度可能造成与上市公司公平信息披露规则的冲突，或造成国有产权代表的职责与上市公司董事义务的冲突。

建议在国家层面相关规定进行明确，在国有企业重大事项报告制度与上市公司监管规定相冲突时，应遵守上市公司监管规定，促使地方国资监管机构调整国有企业重大事项报告制度或类似制度，以实现与上市公司监管规定的协调。

## **（三）优化国有上市公司长效激励约束机制决策权限**

如上所述，根据《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》，国有上市公司股权激励计划在股东大会审议批准之前，应报国资监管机构审核。国有上市公司按批准的股权激励计划实施的分期股权授予方案，国有控股股东代表应当事前报国资监管机构备案。

建议优化国有上市公司长效激励约束机制决策权限，国有上市公司股权激励计划由事前报批改为事后备案等，至少对于国有上市公司股权激励计划的分期股权授予方案应下放至国有上市公司自身，按照国有上市公司内部决策程序完成审批决策。

## **（四）国有产权交易制度的改革与创新**

如上所述，国有资产交易管理要求与上市公司资本运作之间存在冲突，国有上市公司游离在正常市场交易规则之外；实际上这不仅是国有上市公司面临的问题，也是其他国有企业市场交易中面临的困境，造成这一问题的主要原因在于现有国有产权交易制度过度追求“安

全”，将国有产权带上“国有”帽子，强行脱离了市场交易环境。“管资本”改革强调国资监管市场化、国际化，本文建议从以下几个方面创新国有产权交易制度，使其遵循正常的市场交易规则，平衡交易安全与效率，更好地促进国有资产保值增值。

### 1. 开放国有产权交易市场

32 号令规定了国有产权交易机构需达到的标准，由省级以上国资监管机构在全国范围选择开展企业国有资产交易业务的产权交易机构；省级国资监管机构往往将国有产权交易限定在本地的国有产权交易机构，即本地的产权交易所。

目前国有企业特别是上市公司下属各级子公司分布在全国各地，特定产权交易市场的限制严重影响国有产权交易效率；一方面，建议推动地方国资监管机构放开产权交易机构的限制，允许地方国有企业包括国有上市公司根据便利化的原则，在全国范围内自行选择国有产权交易机构进场交易；另一方面，当前互联网与各领域融合发展，司法拍卖等早已走上淘宝网等网络竞价平台，建议允许国有企业自行进入网络竞价平台进行国有资产公开交易，实现从有形市场向信息化无形市场的跨越，简化交易流程，提高交易效率。

### 2. 赋予国有产权交易更大的灵活性

如上所述，根据 32 号令，国有产权原则上均只能通过产权交易市场公开交易，采取非公开协议方式交易国有产权有着严格的限制：一方面需要满足 32 号令规定的适用情形，另一方面，需要经过国资监管机构审批或者经过国家出资企业审议批准。一般情况下，地方国资监管机构以及国家出资企业都无权自行扩大国有产权非公开协议方式交易的适用范围。

我们可以看到，现行国有产权交易制度通过追求“安全”和防止暗箱操作来促进国有资产保值增值，非公开协议交易的适用范围十分狭窄；这一理念将导致国有产权交易不具有灵活性和脱离市场，例如，随售权条款、拖售权条款、优先购买权条款等作为股东协议或投资协议中常见的交易条款，多数情况下国有企业包括国有上市公司难以正常行使或履行，也给交易对手方权利的正常行使造成严重障碍。国有产权交易制度追求“安全”的过程中，因对效率和市场交易规则的忽视实际上导致部分国有企业错失了很多机遇，例如漫长的审批流程可能导致错失交易机会，甚至部分企业极力避免国有企业的投资持股以免被纳入国资监管范畴，也即国有产权交易制度追求“安全”带来的并非完全是保值增值，反而存在无形的损失。

建议赋予国有产权交易更大的灵活性，尊重市场规则，扩大国有产权非公开交易的适用范围和权限，例如国有企业与特定投资方已有合同约定，并因合同条款约束而对产权受让方或增资入股方有特殊限制或特殊要求的情况下，可以基于契约精神，允许以非公开协议方式

进行交易。再例如，根据 29 号令，国有企业为了近期内（一年以内）出售而持有的公司股权，可以不进行产权登记，而实践中很多产权交易机构将产权登记表作为进场交易的必备文件之一，同时考虑到为了近期内（一年以内）出售而持有的公司股权本身就会追求交易的效率，是否可以考虑此类股权的转让也可以通过非公开协议方式进行交易。

## 第六章：国有企业合规体系建设的实务探索

作者：秦伟 | 王希 | 苏莉 | 李嘉杰 | 王轶昕 | 胡金彪

### 一、概述

#### （一）国有企业合规体系建设的背景

##### 1. 合规体系建设及合规管理能力的提升是打造企业核心竞争力的关键和基础

近年来，随着我国经济市场化改革不断深化、营商环境的持续优化，国内企业迎来了黄金发展的四十年，大量实力雄厚的国有企业和充满活力的优质民营企业的崛起为我国 GDP 跃居全球第二打下了坚实的基础。经历了高速发展后的国内企业，逐渐意识到需要建立相应的合规管理体系与制度，以升级、完善其内部管控，实现企业的现代化管理，以便换取更加长期、稳定、高速的企业发展。换言之，国有企业合规体系建设已经成为现阶段国有企业自我约束、主动升级迭代的迫切需求，这也是我国市场化、法制化发展的必然结果。

另一方面，随着国家“一带一路”战略路线的实施推进，国有企业走出国门，拓展海外市场的步伐越来越频密。国有企业将会应对从未经历的复杂国际政治形势，所在国的各项法律、政策、宗教、习俗规定以及来自于欧美发达国家跨国公司强有力的竞争和挑战，而这些大型跨国公司都已建立起成熟、有效的合规体系。

##### 2. “依法治国”的国家战略为“依规治企”提出要求、指明方向

2014年10月，党的十八届四中全会作出了“全面推进依法治国”的重大战略部署。在此背景下，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）采取了一系列措施来推进法治央企建设，并于同年12月颁布了《关于推动落实中央企业法制工作新五年规划有关事项的通知》，将“大力加强企业合规管理体系建设”作为“十三五”时期中央企业法治工作的重要着力点。

此后，2015年12月，国资委发布了《关于全面推进法治央企建设的意见》。该意见明确要求加快提升合规管理能力，建立合规管理工作体系，制定合规制度准则，加强合规教育培训，形成全员合规的良性机制。

2018年11月，国资委正式颁布了《中央企业合规管理指引（试行）》，全面加强中央企业的合规管理，要求中央企业加快建立健全合规管理体系，并在合规管理的职责、重点、运行

以及保障等方面作出了规定。

### 3. 国有企业海外经营风险挑战加剧

近年来，响应国家“一带一路”战略号召，越来越多实力雄厚的国有企业“走出去”的进程显著加快，不断开拓海外市场，海外投资、经营日益活跃，取得明显成效。我国国有企业逐步从资源开发、基础设施建设扩展到更多元的产业合作，带动当地经济发展、促进社会就业，推动了我国与项目所在国的互利共赢、融合发展、共同繁荣。2018年8月，习近平总书记在推进“一带一路”建设五周年座谈会上强调，要规范企业投资经营行为，合法合规经营。

然而各国家、地区之间法律环境、监管政策存在显著差异，尤其是近几年来，个别国家的反全球化倾向以及单边主义政治风险加剧，导致中资企业在“走出去”的过程中面临比往年更加严峻的合规挑战，加之部分国有企业自身缺乏基本的合规意识和完善的合规体系，使得合规风险转化为实际损失的案例屡屡发生。其中较为的典型包括：部分国有企业因在境外参加招投标的过程中存在欺诈、腐败等不合规、不诚信的行为，而受到制裁或处罚；部分国有银行在境外的分支机构因为没有履行反洗钱合规义务，而被处以巨额罚款；部分企业因违反当地规定而在出口管制合规方面付出沉重代价等。

## （二）合规的概念及国有企业合规的规则适用

### 1. 合规的来源与外延

合规并非一个法律专有名称，目前普遍认为企业合规源于1977年美国的《反海外腐败法案》，因此企业合规最初仅包括反贿赂、反腐败的内容。之后三资企业的建立将合规理念引入我国，2006年原中国银行业监督管理委员会（以下简称“银监会”）颁布《商业银行合规风险管理指引》后，率先在金融行业开展了合规管理。随着全球经济的发展，合规的外延也逐渐延伸到了反垄断、反不正当竞争、反洗钱、反舞弊、环保合规、数据合规、出口管制合规、制裁合规等方面。

### 2. 合规的概念与内涵

从字面理解，合规是由“合”与“规”构成。合，即符合、遵守、执行；规，即规范、规定、规则，故合规即符合规范。我国相关法律法规文件中对合规概念的界定亦是按照如此逻辑进行规定的。

如《中央企业合规管理指引（试行）》第三条规定，本指引所称合规，是指中央企业及其

员工的经营管理行为符合法律法规、监管规定、行业准则和企业章程、规章制度以及国际条约、规则等要求；《企业境外经营合规管理指引》（以下简称“《境外合规指引》”）第三条规定，本指引所称合规，是指企业及其员工的经营管理行为符合有关法律法规、国际条约、监管规定、行业准则、商业惯例、道德规范和企业依法制定的章程及规章制度等要求。

### 3. 国有企业合规的规则适用

规则适用的范围即合规规范的范围，合规规范是企业合规义务的来源。依据我国国家标准《合规管理体系指南》（GB/T 35770-2017）的规定，合规规范包括合规要求和合规承诺。根据该指南中所列举的例子，我们可以判断合规要求即企业外部合规规范，如国际条约、国际规则、法律法规、司法判例、监管政策、商业惯例、道德规范、行业准则等；合规承诺即企业内部合规规范，如内部规章制度、自愿性承诺、合同约定、企业章程等。

国有企业作为特殊所有权性质的企业，相对于一般企业的合规规范，还应当包括以下特殊合规规范：

- 党内法规

党内法规应当是我国国有企业党员干部和党员员工在国有企业经营管理时应当遵守的重要合规规范。

- 职责文件以及三重一大议事规则

根据《国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》的规定，是否正确履行职责、是否遵守三重一大议事规则属于追究违规经营投资责任的重要依据。

- 项目所在国的政治、文化、宗教因素

基于国有企业的特殊性质，国有企业在“走出去”的过程中需要全面分析可能影响国有资产安全和稳定的所有因素，因此政治动荡、文化障碍、宗教分析等因素也是国有企业必须考虑的外部合规规范。

企业在进行合规体系建设的前提和基础即选择合规规范、识别合规义务，企业应当结合自身经营所在区域、所属行业、业务范围以及所有权性质等内容，全面、动态、规范化地选择适用于自身的合规规范。

### （三）大合规时代下国有企业合规体系建设的必要性

#### 1. 合规创造价值已成为国际普遍共识

“合规创造价值”已成为全球企业发展的共识，并逐步被越来越多国家政府所接受，我

国相关部门规章文件规定中也有具体体现。合规体系的建设不仅可以帮助提升企业的管理能力和效率，节省管理成本，创造企业良好信誉和形象，还能够为企业带来更多的商业机会和业务，增强商业稳定性和持续性。因此，企业合规已成为企业软实力的重要体现，这是国家法律法规层面的要求，更是企业自身发展的内在需要，也是企业现代管理、现代治理体系和能力的具体表现。从某种意义上而言，合规能力正在逐渐成为继经济实力和科技水平之后，企业发展的又一大核心竞争力，合规经营是全球范围内现代企业发展的潮流，合规问题更是关乎企业的生死存亡。

## 2. 合规管理是国家战略导向所在

自 2014 年提出“全面推进法治央企建设”后，我国国有企业的合规建设取得了一定的成果，但是仍在职责划分、资源配置、合规有效性等方面存在着明显的不足。我国国有企业独立设置合规管理部门和独立首席合规官的比例并不高，究其原因主要是在国有企业现有的法务部、审计部、内控部、风控部、纪委等部门的基础上，合规管理部门的定位与职责一直属于合规管理开展的首要难点。由于企业合规体系的建设需要大量的人力、财力成本，且合规的效果往往无法量化，甚至会对企业的经济效益产生一定的影响，因此在未建立合规体系或合规体系不完善的企业内部，存在着合规不被重视继而合规资源配置不足的问题，因此我国国有企业大部分的合规往往局限于合规宣传、合规培训、合规规范制定等基础层面，尚未向合规审查、合规评估、合规考核等有效合规、实质合规以及合规创造价值的层面进化。

2016 年国务院发布了《关于建立完善守信联合激励和失信联合惩戒制度加快推进社会诚信建设的指导意见》、2017 年国家发改委、中国人民银行联合印发了《关于加强和规范守信联合激励和失信联合惩戒对象名单管理工作的指导意见》，上述文件均将贿赂、欺诈、串通等不合规行为、不诚信行为列为惩戒内。2018 年国资委颁布的《中央企业违规经营投资责任追究实施办法（试行）》规定，对于中央企业经营管理有关人员违反规定，未履行或未正确履行职责，在经营投资中造成国有资产损失或其他严重后果，经调查核实和责任认定，对相关责任人进行处理。

2017 年 12 月，国家质量监督检验检疫总局和国家标准化管理委员会在国际标准化组织发布的《ISO19600:2014 合规管理体系指南》的基础上，联合发布了国家推荐性标准《合规管理体系指南》（GB/T 35770-2017），为我国企业建立合规管理体系提供了指南和建议做法。

2018 年 12 月，国家发展改革委、外交部、商务部、人民银行、国资委、外汇局、全国工商联印发了《境外合规指引》，为我国企业境外经营管理提供了基础性指导和可操作的具体指引。

自《合规管理体系指南》以及《境外合规指引》的颁发实施以来，“大合规”的概念正式进入到我国企业的视野中，“大合规”时代正式到来。企业合规实现从银行、保险公司、证券公司和证券投资基金管理公司等金融行业到全行业合规、从中央企业等国有性质企业向所有性质企业的转变。

### 3. 合规管理是国有企业海外发展行稳致远的保障

我国国有企业在践行“走出去”、“一带一路”倡议的过程中，往往因为缺乏基本的合规意识而触犯当地法律、政策或规范，遭受经济制裁或巨额罚款，甚至是面临刑事调查和处罚；也常常因为企业合规管理不利或合规体系不完善而出现内部腐败、舞弊、欺诈等行为，导致企业正常经营受限或遭受经济损失，因此我国国有企业想要角逐国际市场竞争，避免在竞争开始前即被淘汰或被设置障碍的不利情况，建立健全合规管理体系，从快速、创新发展转型为全面合规、诚信合规发展已迫在眉睫。

我国国有企业在“走出去”过程中需要全面识别与企业自身有关的合规规范和合规义务，并予以遵守。此外，以下国际组织的合规指引也为国有企业合规管理提供了方向：

- 巴塞尔银行监管委员会的《合规与银行内部合规部门》

《合规与银行内部合规部门》规定了银行所必须遵循的合规政策和程序，其中不仅包括基本的市场行为准则，还包括反洗钱和反恐怖融资等特定领域以及与银行有关的税收方面的法律。

- 经合组织成员国的《内控、道德与合规，最佳实践指南》

2010 年经合组织成员国发布的《内控、道德与合规，最佳实践指南》主要为企业诚信合规提供了实践指南。

- 世界银行集团的《诚信合规指南》

世界银行集团的《诚信合规指南》适用于使用世界银行集团贷款的企业和项目，包含了企业合规治理的实践措施以及诚信合规的主要内容。

- 亚太经合组织的《高效率公司合规项目基本要素》

2014 年亚太经合组织发布的《高效率公司合规项目基本要素》是第一个明确提出公司合规管理 11 个基本要素的国际组织文件。

### 4. 国有上市公司的合规要求

上市公司是我国企业的领头军，在参与“一带一路”建设中发挥着示范引领作用。建立符合中国企业上市公司实际和适应国际规则的合规管理体系，不仅能够夯实上市公司合规管

理的基础，还能够积极防范政治风险、经济风险以及社会风险。

2018年5月，国资委、财政部、证监会颁布《上市公司国有股权监督管理办法》，规范上市公司国有股权变动行为的合规要求，推动国有资源优化配置，平等保护各类投资者合法权益，防止国有资产流失。

2018年9月，证监会颁布新修订的《上市公司治理准则》，进一步规范上市公司合规运作，提升上市公司治理水平，保护投资者合法权益，促进我国资本市场稳定健康发展。

国有上市公司（指政府或国有企业拥有50%以上股本，以及持有股份的比例虽然不足50%，但拥有实际控制权、能够支配企业的经营决策和资产财务状况或依其持有的股份已足以对股东会、股东大会的决议产生重大影响）更应做出表率。

## 二、国有企业合规体系建设的一般内容

### （一）机构设置——合规管理组织体系的构建

建设完善的国有企业合规体系，首先需要建立多层级、集中管控的组织体系。通过体系建设，建立完整的、自上至下的合规管理组织体系，明确合规管理责任部门和具体职责。具体而言：

#### 1. 公司治理层面

董事会负责制定国有企业整体的合规工作方向、方针，董事会下还可设置专门的风险合规委员会，负责董事会权利范围内的具体工作；监事会作为公司内部的监督机构，应当强化其在公司合规方面的监管管理责任；管理层层面，组建合规管理委员会，作为公司合规管理工作的领导机构，组织领导和统筹协调公司合规管理重大事项。

#### 2. 专门的合规管理部门和人员层面

国有企业应设立首席合规官岗位，公司若已有总法律顾问，首席合规官可由总法律顾问兼任，全面负责公司的合规管理工作。

国有企业还应当设置合规工作机构（如公司已有专门的法律事务部门，可由法律事务部门履行合规工作机构职责），作为合规管理的牵头和归口管理部门，部门内设立专职合规管理岗。

公司各其他职能部门设立兼合规员，具体承办该部门的日常合规管理工作。

### 3. 工作执行层面

在工作执行层面，兼联合规员负责并指导本部门其他员工具体开展合规工作，包括：（1）按照合规要求完善业务管理制度和流程，主动开展合规风险识别和隐患排查，发布合规预警，组织合规审查；（2）及时向公司法律合规部通报风险事项，妥善应对合规风险事件；（3）做好本领域合规培训和商业伙伴合规调查等工作；（4）组织或配合进行违规问题调查及整改。

### 4. 外部机构支持

在某些情况下，国有企业还需要借助外部机构进一步完善合规体系建设，前述外部机构包括律师事务所、会计师事务所、咨询顾问、调查公司、技术支持机构等。

#### （二）制度保障——内部合规管理文件的制定

国有企业合规体系建设的一个重要环节是企业合规管理制度文件的制定。合规制度不是某个固定的文件，而是一个以全面与重点相结合为原则、由不同层级的规范和专门审定流程构成的动态制度体系。

#### 1. 纲领类

纲领类合规文件即基于企业价值观和相关法律建立所有利益相关者的行为准则，是整个合规体系建设的基本指导思想。纲领类合规文件中体现的合规理念和合规原则形成企业的合规文化。

#### 2. 规范类

规范类合规文件从总体上规定合规管理体系建设内容，形式包括合规管理办法、合规手册、合规检查操作指引等，作为全公司使用的合规管理基本制度。

#### 3. 制度类

对公司运营中容易发生合规风险的领域针对性地制定相关制度，并贯彻执行。如商业合作伙伴管理制度、合规人事管理制度、礼品及邀请管理制度、赞助与捐赠管理制度等。若公司已存在现有相关制度，需结合最新的法律法规、政策、行业规则等对已有制度进行修订。

#### 4. 清单类

确认公司在运营中容易发生合规风险的领域并梳理具体合规风险、列入合规风险库，进行风险预防、风险预警。

### （三）管控机制——合规管理 workflows 的规范

在国有企业确定了合规管理组织体系和合规制度文件后，如何使其有效运作，规范合规管理流程，是国有企业合规体系建设的关键。



合规管理体系流程可以概括分为建立和改进两个阶段。

建立阶段除了前面述及的组织体系建设、制度建设外，还有一个重要方面，即合规风险的识别及评估。这一步骤，需要熟悉业务和相关法律规定的人员共同从定性和定量两方面进行识别及评估，从而建立起适合于企业自身特点的合规风险库。

改进阶段，需要规范合规事件处理流程，对内建立合规举报处理机制，对外建立外部合规事件的应对预案。同时，明确合规监控制度，动态监测合规风险。建立合规考核制度，将合规管理纳入公司经营业绩考核体系，作为管理控制事项指标进行管理。探索将合规管理纳入各部门和各类人员考核评价。此外，对于已经暴露出的合规风险，及时分析、应对并制定纠正措施。

### （四）文化支撑——合规经营文化理念的深化

合规管理对于一个企业的兴衰起到不可忽视的作用。而合规管理体系的建设如果只有公司的决策层、管理层在施行，是不可能最终完成的。只有形成全员合规、自主合规的文化氛

围，才能支撑一个企业的基业长青。近年来，很多企业，尤其一些著名国有企业，都因不合规而遭受巨大经济和声誉损失，一个重要原因是这些企业的员工，甚至管理层合规理念的缺失。当合规理念深入员工心中，其在进行每一项决策或行动时，就会首先意识到该事项是否合规。若每个企业员工都有这样的意识，企业的生产经营相关的各个环节才能合规，避免不必要的经济或声誉损失。

### 三、国有企业合规体系建设的重要环节

#### （一）合规体系顶层设计

国有企业在建设合规体系，需要首先确定合规建设的总体目标和基本原则，通盘考虑公司的实际情况制定合规体系建设方案。合规体系顶层设计尤为重要，在这个阶段各项因素考虑得愈周密，后期体系的运作愈有效率。

首先是确定公司的总体目标，以确保其合规管理体系与企业战略目标一致，且合规体系的有效运行有助于企业战略目标的实现。其次，在建立合规管理组织架构时，需结合国有企业规模、法人治理情况、业务流程等具体情况。比如，许多国有企业存在总部部门独立，业务部门与子公司合署办公等现象，管理条线上下不垂直的现实情况，需要在合规组织体系搭建中予以考虑；合规管理负责人在企业中的层级问题，层级过低容易影响企业合规工作的角色作用。再次，在完善合规管理制度时，应考虑如何将公司治理决策、经营业务、组织管理等与合规管理相协调，根据现实情况考虑设置单独的制度，或是将有关制度相融合。第四，在合规体系顶层设计时就应确定合规文化基本内涵，将合规从外部要求内化为企业文化的一部分。第五，国有企业应当考虑合规风险管理流程与业务流程的有效整合，创造在不影响业务的前提下运行合规管理的流程，这也有助于实现合规体系建设的最终目的，即合规创造价值。第六，企业在合规体系顶层设计阶段就需考虑其与政府部门的沟通机制，及时汇报、分析合规管理经验，接受政府部门的指导。

#### （二）在搭建合规体系组织体系时全面考虑审计、风险、内控、法律等相关条线的职能分担

根据以往项目经验，因大多数国有企业，尤其是央企，已建立了审计、风险、内控、法律、纪检、监察等职能部门，而前述部门不同程度上承担了部分合规责任，实践中国有企业在建立合规体系的组织架构时，通常首先面临整合现有的、分散的合规职能的难题。明确各相关部门的职责边界有利于合规任务的具体开展，也避免资源浪费，提高合规体系运转效率和企业管理效能。具体工作开展时，需要根据不同企业的实际情况，原则上在确认职能交叉的范围后，将重叠的职能仍交由其他部门负责，将剩余的合规专项职能进行划分，建立合规

部门和人员。

而在具体职能实现方面，一般而言，国有企业的合规部门最易与纪检监察部门、审计风控部门的职责发生冲突。三者之间的区分要点在于：

1. 基本原则和监督范围。合规管理的核心远在于促使企业及员工遵守法律法规、政策、标准等，避免因违规行为而遭受经济或名誉损失，甚至刑事责任。而纪检监察部门则侧重于党内监督，该部门的设置目的在于维护党章、党纪、党风，推进全面从严治党，对政治、思想、作用、纪律和反腐败建设方面进行监督，监督范围限于党内，因此无法全面覆盖公司员工。审计风控部门则系从会计准则角度出发对战略执行、运行质量及效率进行综合评价和防控，其工作原则在于根据需要对企业运行过程中的重要事项进行真实性验证并控制有关风险。

2. 运行模式。合规体系的运行包括四方面，即前文所述的组织体系建立、制度完善、合规风险检测、评价、监控及合规文化普及。而纪检监察部门则主要通过专项检查、执纪问责、纪律审查、调查处置、纪律教育、专项治理等方式运行。审计风控部门则是通过审计调查、制度控制的方式，审计侧重于事后检查，风控侧重于事前控制。

通过比较可以看出，合规管理更关注“符合规定”，对象范围覆盖企业及其员工，贯穿企业生产经营的全流程。

### （三）明确合规体系建设的重点领域

国有企业合规体系建设涉及企业生产经营等方方面面，但在有限的人力、物力条件下，需结合不同企业的特点明确其合规体系建设的重点领域，着力于更易出现风险点且造成企业损失的方向，才能达到更好地防范企业合规风险的目的。

国有企业合规体系建设重点领域的筛选维度包括：①公司发展战略；②公司主营业务；③公司创新业务、转型方向；④政策动向及市场热点；⑤行业周期；⑥内外部监管反馈；⑦与其他方产生的纠纷争议。

通常而言，可选取的重点领域包括：①公司主营业务相关，如采购管理、业务合作等；②对外投资、收购、合并、分立等；③重大合同签订、履行；④重大法律纠纷案件处置；⑤境外/直接/单项一定金额以上等重大融资；⑥对外担保；⑦重大债权债务重组；⑧合同金额达到招标限额的对外服务采购。当然，某个具体国有企业的合规体系建设重点领域仍需根据具体情况分析确定。

#### （四）国有企业合规风险的识别及评估

国有企业的合规风险是指国有企业及其员工因不合规行为，引发法律责任、受到相关处罚、造成经济或声誉损失以及其他负面影响的可能性。合规风险的识别与评估是国有企业内部主动预防和控制合规风险的有效方法，是企业合规风险管理的关键组成部分。

##### 1. 合规风险识别

合规风险识别是指发现、收集、确认、描述、分类、整理合规风险，对合规风险的产生原因、影响范围、潜在后果等进行分析归纳，为合规风险评估确定对象和范围的过程。合规风险识别是企业合规风险管理的基础和前提。

国有企业可以通过内部识别和外部识别两种途径识别合规风险。内部识别途径，即围绕关键岗位或者核心业务流程，通过合规咨询、审核、考核和违规查处等内部途径识别合规风险；外部识别途径，即通过外部法律顾问咨询、持续跟踪监管机构有关信息、参加行业组织研讨等方式获悉外部监管要求的变化，识别合规风险。

此外，国有企业也可以从不同的角度和内容进行合规风险的识别，如企业主要经营管理活动、组织机构设置、利益相关者的梳理、合规风险发生的原因、合规风险事件的后果、不同法律领域以及过往既有案件等角度。以“利益相关者的梳理”角度为例，国有企业除应当识别与企业自身经营管理活动有关的合规风险外，还需要关注与供应商、代理商、分销商、承包商等第三方相关的合规风险，以及识别新业务的拓展、新客户关系的建立以及客户关系发生重大变化等所产生的合规风险。

##### 2. 合规风险评估

合规风险评估，即对发现的合规风险进行分析和评价的过程。

在对合规风险进行分析时，可以对企业不合规或可能造成不合规的原因、来源、后果的严重程度、发生的可能性等进行定性、定量的分析，初步评定合规风险的等级，找出主要合规风险，进一步分析合规风险发生的可能性以及合规风险对企业经营管理和业务发展产生的影响。

在对合规风险分析完成后，企业需要根据企业的规模、目标、市场环境以及风险状况等情况，依照合规风险事件发生可能性的高低、影响程度的大小等因素，对合规风险进行排序，并对法律风险进行分级，从而进一步确定需要重点关注和优先应对的合规风险。

## （五）国有企业合规风险的动态监控

如前所述，国有企业合规体系是一个动态更新系统，来应对复杂且时刻变化的外部环境。一个健全的合规体系可以有效监测各种合规风险，并及时预防、应对。监控合规风险的途径主要包括：①监管机构检查反馈、处罚信息；②政策法规的颁布及修订；③商业环境变化；④企业自身变化，如组织架构和战略的调整、业务领域进入新的国家/地区、市场份额变化等；⑤执法重点变化；⑥内外部审计；⑦声誉危机及媒体、网络舆情；⑧诉讼、仲裁等争议；⑨商业合作伙伴变化可能带来的影响；⑩客户投诉；⑪定期分析运营数据异常信息。

国有企业在制定本公司的合规风险库后，需根据前述监控信息及时修改、增删合规风险库，形成动态更新机制。内部流程上，可设置定期合规会议和临时合规会议，由合规管理委员会负责召集，首席合规官主持。定时合规会议每月/每季度召开一次，总结一阶段的合规问题，安排下一阶段的合规任务，防范风险。发生重大合规问题时，召集临时合规会议，迅速应对解决。

## （六）重大合规风险事件的应对与预防

国有企业应当建立重大合规风险预警和处理机制，合规风险预警机制是在全面梳理经营中存在的合规风险后，系统分析各种风险的可能性、影响程度和潜在后果，对于较为严重的风险及时发布预警。例如，我们曾经负责的一个项目案例中，该公司为及时识别风险，进行预警，设置合规报告制度，分为即时报告制和定期报告制。即时报告制度要求业务部门、子公司发生某些特定范围的违规行为，可能导致政府部门行政处罚、国际组织、境外机构处罚、重大经济损失、声誉损失或负面影响的，应于知悉后3个工作日内，向公司法律合规部报告；情况较为严重的，公司法律合规部应当及时向公司首席合规官报告。定期报告制度是指各业务部门、子公司应将本部门、本企业合规风险事件情况、违规情况及季度/年度合规管理工作整体情况随季度/年度《法律风险事件报告》一并向公司法律合规部报送。

合规风险应对机制主要是指对发现的合规风险制定预案，及时有效地加以处置，最大限度化解风险，降低损失。国有企业可以根据自身情况制定合规风险应对管理制度，比如设置风险应对小组、委员会，规范风险应对中的上报流程，并考虑重大合规风险出现时与有关政府部门的对接与协调。

在发生重大合规事项后，为防范后续发生类似风险，建议公司还可以以专项风险提示函的形式进行总结并下发至各部门、分支机构和子公司，避免重蹈覆辙。

## （七）重大合规风险事件的责任追究

### 1. “严格责任追究”是国有企业改革的重要内容

2015 年中共中央、国务院发布了《关于深化国有企业改革的指导意见》，提出将“严格责任追究”作为一项重要改革任务。2016 年至 2018 年，国务院办公厅、国资委先后制定并出台了《国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》、《中央企业主要负责人履行推进法治建设第一责任人职责规定》、《中央企业违规经营投资责任追究实施办法（试行）》，构建了国有企业经营投资责任体系，将严格责任追究进一步落实。

### 2. 严格责任追究的意义与目标

重大合规事件发生后的责任追究的目的在于通过核查并处罚违规部门、人员，反映出国有企业对违反法律法规、公司规章制度等合规规范行为的强硬态度，强化企业内部整体合规意识和员工的合规意识，保障全体员工时刻践行合规文化。

因此，有效、合理、及时、准确的责任追究机制和处置结果，不仅可以让违规人员得到与其违规行为性质、后果相匹配的处置，为自己的违规行为付出代价，防止违规人员再次发生违规行为，从而避免给企业带来各类损失、维护国有资产的安全，而且还可以起到教育其他人员的作用，通过处置违规者维护公司的合规管理，守护公司的合规成果，使得其他人员不敢违规、不想违规，为国有企业合规体系建设保驾护航，保障企业的正常经营秩序。

### 3. 责任追究机制的运行

国有企业重大合规风险事件责任追究机制的运行，主要包括责任追究制度的设置、违规调查方式的适用以及违规问责管理职责的划分等内容。

在责任追究制度的设置方面，国有企业可以根据内部合规管理的规模、目标、违规发生可能性等因素决定是否单独建立合规事件责任追究制度，对于现有责任追究制度较为完备的，也可以与现有制度结合以实现合规事件责任追究的目的和效果。

在违规调查方式的适用方面，为保证违规调查的全面性、准确性和及时性，国有企业在综合考虑合规资源配置、合规风险事件的严重性以及违规调查的复杂程度等情况后，可以由内部职能部门主导违规调查，也可以聘请律师事务所、会计师事务所等外部顾问单位参与违规调查。

根据《中央企业合规管理指引（试行）》的规定，董事会有权决定有关违规人员的处理事

项，经理层职责包括按照权限对违规人员进行责任追究，合规管理部门受理职责范围内的违规举报，组织或参与违规事件的调查并提出处理建议，业务部门负责本领域的合规管理工作，组织或配合进行违规问题调查。此外，根据中国共产党党内法规以及《监察法》的规定，国有企业纪检监察部门负责受理违规举报与处置。因此，企业需要根据合规风险事件的严重程度、性质特点、发生领域以及相关责任人员的身份、职责等因素确定具体的责任追究管理部门。

## 四、国有企业合规审查的方法

### （一）合规审查的独立性要求

合规审查机制是国有企业规章制度制定、重大事项决策、重要合同签订、重大项目运营等经营管理行为的必经程序，发现不合规的内容并及时提出修改建议，对于未经合规审查的经营管理行为不得实施。

合规审查的独立性是企业合规管理独立性的应有之义，合规管理部门和合规管理人员独立履行合规审查职责，不受其他任何部门和人员的干涉。同时独立性原则也要求合规审查部门与人员享有履职所需的权限划分与资源配置，企业内部各部门均应积极配合，提供真实、全面、准确的信息与文件。

### （二）合规审查的对象与范围

#### 1. 全面合规审查

企业全面合规审查是合规管理全面覆盖的体现与延展，是企业合规审查的基本要求。全面合规审查首先要求审查企业合规体系是否符合与该企业有关的所有合规规范的要求以及是否存在持续更新的机制；其次要求审查企业的经营管理行为是否符合企业合规体系和制度的要求以及是否存在动态监控机制，从而确保整个企业合规管理的有效性和全面性。

#### 2. 重点合规审查

依据《中央企业合规管理指引（试行）》的规定，企业重点合规审查包括对重点领域、重点环节以及重点人员的合规审查。其中重点领域包括市场交易、安全环保、产品质量、劳动用工、财务税收、知识产权、商业伙伴以及其他需要重点关注的领域；重点环节包括制度制定环节、经营决策环节、生产运营环节以及其他需要重点关注的环节；重点人员包括管理人员、重要风险岗位人员、海外人员以及其他需要重点关注的重点人员。国有企业应当在全面合规审查的基础上，突出对上述重要内容的合规审查。

### 3. 专项合规审查

除全面合规审查和重点合规审查外，还包括对热点合规领域、重大合规事件的专项合规审查。相对于全面合规审查和重点合规审查的基础性，专项合规审查更加侧重于合规审查的灵活性与动态性。不同的行业、商业模式的国有企业的热点合规领域虽有不同，但目前较为突出的包括出口管理合规、网络安全与数据安全合规以及制裁合规等内容。重大事件的合规审查，则系对发生可能性较高、影响程度较大、应对级别较为优先的合规风险事件所对应的经营管理行为的合规审查。

#### （三）合规审查的方法与手段

##### 1. 事前审查与事后审查

如上所述，根据《中央企业合规管理指引（试行）》第二十条的规定，国有企业重大事项决策、重要合同签订、重大项目运营等经营管理行为必须采取事前合规审查的方式。此外，合规管理部门需要采取事后审查、追踪审查的方式动态评估上述行为的合规风险。

##### 2. 内部审查与外部审查

根据《中央企业合规管理指引（试行）》第十条以及第十一条的规定，业务部门负责组织本领域的合规审查；合规管理部门（可为法律事务机构或其他相关机构）参与企业重大事项合规审查。因此，可以由业务部门和合规管理部门进行内部合规审查。对于重大疑难合规事项或合规风险较高的事项，可以由上述部门聘请律师事务所等专业合规机构进行外部合规审查。

##### 3. 文件梳理与人员访谈

不论是业务部门、合规管理部门开展的内部合规审查，还是律师事务所等专业合规机构开展的外部合规审查，在审查的具体方法上，均可以梳理具体决策材料、合同文件、项目材料等书面文件以及 OA 办公系统，结合合规规范以及企业合规管理制度判断其合规性。此外，可以通过对具体参与人员进行访谈以了解更多潜在的合规风险。

## 五、国有企业境外经营合规体系要点分析及建议

《境外合规指引》明确“合规是企业‘走出去’行稳致远的前提，合规管理能力是企业国际竞争力的重要方面”。作为指导性文件，《境外合规指引》为企业境外经营的合规管理提供了框架性的指引与要求，基本涵盖了合规管理原则、合规管理要求、合规管理架构、合规管理制度、合规管理运行机制、合规风险识别、评估与处置、合规评审与改进、合规文化建设等多

个方面的内容。

其中，对于企业（包含国有企业）境外经营合规体系的建设，《境外合规指引》强调，企业需要根据自身的业务性质、地域范围、监管要求等进行合规体系的建立，结合特定行业或地区的合规要求开展合规管理，并提出通过法律顾问、梳理行业合规案例等方式动态了解掌握业务所涉国家（地区）政治经济和法律环境的变化，及时采取应对措施，有效识别各类合规风险。由此可见，熟悉与深入了解有关司法区域对企业合规体系的制度要求是根据上述指引，建立并实施有效合规体系的关键所在。

因篇幅有限，本节我们将主要从域外政府监管和执法的角度出发，对国有企业海外经营所涉及的重点法域及重要国际组织的合规体系建设要求进行逐一解读，并提出我国国有企业在开展境外业务<sup>1</sup>、搭建合规体系时所需重点关注的事项，为相关政策的落地和合规体系的建设与整合提出建议。

## （一）重点法域/国际组织执法视角下的合规体系要求

### 1. 美国执法视角下的合规体系要点解读

近年来，以美国政府为依托的美国法律体系在全球范围内的影响力越来越大，并且在反腐败、出口管制、贸易制裁、反恐融资等多个领域对域外交易活动或行为进行着法律域外适用<sup>2</sup>（法律中明确规定了域外适用相关条款）及“长臂管辖”<sup>3</sup>（从法理上理解，为法院对非居民被告行使管辖权），执法亦是愈发频繁，伴随而来的是动辄几十亿美元高昂的罚款、制裁措施及企业商业、声誉的损失。值得注意的是，执法部门在开展调查，对企业违法行为定性和处罚时，通常会对企业的内部合规体系进行评估，从而判断违法行为是否属于系统性风险，并将内部合规体系的评估结果作为是否要对企业提起民事/刑事指控，是否进行认罪协商等决定的重要考量因素之一。也正是由于合规体系评估结果的重要性，各个执法部门为了提升透明度，纷纷发布相关合规体系评估指引，明确对合规系统的评估标准。下面我们选取了相关

---

<sup>1</sup> 《境外合规指引》主要适用于“开展对外贸易、境外投资、对外承包工程等“走出去”相关业务的中国境内企业及其境外子公司、分公司、代表机构等境外分支机构”。在此基础上，我们进一步理解，国企境外经营合规体系一般包含两个层面的制度设计问题，第一个层面是国企在境外的主体（国企在境外的子公司、分公司、代表机构等境外分支机构），按照当地法律要求所建立起来的合规管理体系，第二个层面是国企在境内的主体，按照我国法律法规和相关政策性文件建立合规体系时，所需要考虑到的境外经营、法律环境和境内外合规体系与标准衔接的问题。

<sup>2</sup> 美国最高法院在 *Morrison v Nat'l Australia Bank Ltd.*, 561 US 247, 255 (2010) 一案中明确，除非国会立法意图表明法律可以在域外适用，最高法院认为美国法律不对域外有效力。诸如《反海外腐败法》（*Foreign Corrupt Practices Act*）、《出口管制条例》（*Export Administration Regulations*）等均有域外适用相关条款。

<sup>3</sup> 从法理上理解，“长臂管辖”（*Long-arm Jurisdiction*）原指在民事诉讼法中的“特定管辖权”（*Specific Jurisdiction*），在满足“最低限度联系”（*Minimum Contact*）的前提下获取对非本州居民被告的管辖权。根据美国最高法院的判例（*International Shoe Co. v. Washington*, 326 U.S. 310 (1945) 以及 *Asahi Metal Industry Co. v. Superior Court*, 480 U.S. 102 (1987)），法院需要考虑被告的行为与管辖地的联系度、诉由与被告行为之间的关系以及其他一些从公平、合理及后果角度出发的考量因素。

重要执法部门发布的合规体系评估指引，并对相关要点展开解读。

➤ 《企业合规体系评估指引》（Evaluation of Corporate Compliance Programs）

美国司法部（Department of Justice，以下简称“DOJ”）于 2019 年 4 月 30 日发布了《公司合规管理评估指引》（以下简称“DOJ《指引》”），对其 2017 年 2 月 8 日版本做了修改和补充。DOJ《指引》适用于 DOJ 开展的企业刑事调查，并规定检察官在对企业合规体系进行评估时需要明确三个基本问题：

第一、 企业是否制定了完善的合规体系？

DOJ 在其公布的《司法指引》（Justice Manual）中指出，虽然没有一套企业合规体系可以百分之百完全制止员工违法行为，但合规体系完善与否最关键的评价指标为是否**能够在最大程度上**预防不合规行为的发生<sup>4</sup>。合规体系架构在经历了过去几十年的发展，吸取了实践中各方面的经验后已形成了一套接受度较高的体系。DOJ《指引》将合规体系六个重要要素总结如下：

- **风险评估：**重点关注企业识别、分析、应对风险的管理流程、针对特定资源的分配是否合理以及风险评估流程的更新与修订等。这一点在实践中是最基本的要求。比如，很多跨国企业，每年都会对自己公司实体或商业运营涉及的所在国的法律和合规风险进行评估，对重点法律、政策的更新进行关注和学习，并且对公司的政策和运营作出相应调整以符合最新的法律和政策要求。
- **政策和程序：**重点关注企业制订和执行新政策及程序的流程及更新，以及政策和程序的运行整合流程及具体方式等。
- **培训与沟通：**重点关注企业是否根据风险类别的不同及员工岗位的不同开展定制化的培训以及企业给与员工提高的合规指导与资源等。
- **保密的报告结构和调查程序：**重点关注企业内部的举报及报告机制的保密性、有效性、运行流程，调查的及时性、专业性、完整性以及企业是否就调查结果展开问责机制等。保密的举报机制将十分有助于发现和预防不合规的行为，尤其还要考虑反打击报复的机制。
- **第三方管理：**重点关注对第三方展开的基于风险的尽职调查、控制措施及持续监督等。实践中，很多案件的爆发，往往与第三方控制管理不到位有关，比如代理、经销商、

---

<sup>4</sup> <https://www.justice.gov/jm/jm-9-28000-principles-federal-prosecution-business-organizations#9-28.800>  
《司法指引》是 DOJ 公布的内部指引，具有对内指导效力。

供应商等。

- **并购合规尽职调查：**重点关注企业并购流程中合规尽职调查的深度和广度，以及并购整合过程中合规部门所发挥的作用等。合规尽职调查的不到位或者流于形式，不仅会影响收购的价格，由于英美法下有继任者责任的问题（**Successor Liability**），若被收购企业存在合规问题但收购企业未发现且未及时制止不合规问题，则收购企业作为继任者可能需要对被收购企业先前以及仍在继续的不合规行为承担责任。但若能够尽早发现，及时采取补救措施建立合规系统，则将大大减轻对收购方的法律风险<sup>5</sup>。

## 第二、 企业合规体系的实施是否有效？

实践中，合规现已经是一件“政治正确”的事情，很少有公司的中高管会在明面上不合规，或者不支持合规。然而，是真正要合规，还是仅把合规当成“形象工程 **window business**”，甚至是“遮羞布”，才是关键所在。同样，即使合规体系制定的足够完善，但在实际运行过程中企业没有配备充足的、专业的人员和资源，或是企业内部的合规系统形同虚设，则合规体系的有效性也将大打折扣，无法达到预期的效果。DOJ《指引》中列举出下列指标，以初步衡量合规体系有效性：

- **中高级管理人员的合规承诺：**重点关注企业治理层和管理层对合规的重视程度、如何平衡业务收益及合规风险以及企业自上而下的监督职能等。
- **自主权和合规资源：**重点关注企业合规职能的组织架构、专业人力配备、合规职能的独立性、合规权限、合规资源（资金、人员）是否充足、合规部门是否直接向董事会汇报以及外包合规职能的有效性评估等。
- **奖惩措施：**重点关注合规处罚决定及落实、处罚的公平性与一致性、激励机制对合规的影响等。

## 第三、 实践中，企业的合规体系是否起到作用？

在不当的行为发生后，检察官必须评估违法行为发生时企业的合规体系是否有效地发挥作用。需要提醒的是，不当行为存在本身并不当然表明企业的合规体系未发生作用。当有不合规的行为发生时，需要去考虑该行为是如何被发现的、企业开展内部调查是否彻底、是否采取补救措施等一系列的问题。此外，也需要评价企业合规体系是否随着时间和内外部环境变化而持续更新、改进，以回应不断变化的合规风险。DOJ《指引》中列举出下列指标以评

---

<sup>5</sup> <https://www.justice.gov/opa/pr/deputy-assistant-attorney-general-matthew-s-miner-remarks-american-conference-institute-9th> DOJ 副总检察长在 2018 年 7 月的高风险反腐败合规的专家论坛上指出在 FCPA 执法层面，若继任企业能尽早发现被收购企业的不合规问题，并像 DOJ 进行报告，提供帮助的，则会大大降低 DOJ 对继任企业展开执法行动的可能性。

价合规体系是否在不当行为发生时起到作用：

- **持续审查及改进：**重点关注内部审计的评率及流程、控制测试、是否根据风险更新合规政策、合规文化等。
- **内部调查：**重点关注调查范围的适当性、调查人员的专业性及独立性、对调查报告及问责等。
- **补救措施：**重点关注对系统性风险的分析及应对、付款流程的改进、供应商管理流程的改进、补救措施与及时性、问责机制的执行情况等。

值得注意的是，在 2019、2020 年 DOJ 公布的多起涉及《反海外腐败法》（Foreign Corrupt Practices Act, 以下简称“FCPA”）的案件中，均提及了被调查企业合规体系实施有效性的问题，尤其是关于不执行或选择性执行合规制度，而此类问题也已成为 DOJ 执法的重要考量依据。此外，需要提醒的是，如果企业未能建设、运行有效的内部控制流程，该行为本身可能已违反 FCPA 中关于企业内部控制要求的规定。实践中，执法部门因企业违反 FCPA 内控条款的规定而进行处罚的情况也不在少数。

➤ 《OFAC 合规承诺框架》（A Framework for OFAC Compliance Commitments）

美国经济和贸易制裁的执法强度也同样在逐年加强，且对中国企业有一定的针对性。美国经济和贸易制裁监管体系十分庞杂，包括美国商务部、财政部司法部、国土安全部门等等。美国财政部下属海外资产控制办公室（the U.S. Department of the Treasury’s Office of Foreign Assets Control, 以下简称“OFAC”）主要负责管理和执行所有基于美国国家安全和对外政策的经济和贸易制裁，包括特殊指定国家和个人的制裁（Specially Designated Nationals Sanctions），反恐怖主义制裁（Anti-terrorism Sanctions），反大规模杀伤性武器制裁（Non-Proliferation Sanctions），反毒品和麻醉品交易制裁（Narcotics Trafficking Sanctions），古巴制裁（Cuba Sanctions），其他项目制裁（Other OFAC Sanctions Programmes）六大部分。

2019年5月2日，OFAC发布了《OFAC 合规承诺框架》，为企业如何建立有效的制裁合规体系提供了指引。OFAC 强烈鼓励受美国管辖的企业及在美国经营或与美国有业务往来的企业，使用美国原产物项或者服务的企业以及使用美国金融系统开展活动的企业采用风险为本的方式制定、实施并定期更新其制裁合规体系。制裁合规体系至少需要以下五个关键要素：

- **管理层承诺：**重点关注高级管理层是否审阅批准企业的制裁合规体系、高级管理层在实施合规体系中的参与度、充分的合规自主权与恰当的授权、充足的合规资源、高级管理层对合规文化的推动以及对违规行为的认识并采取补救措施等。

- **风险评估：**重点关注风险评估的频率、方式、充分性以及应对风险所采取的方法等。
- **内部控制：**重点关注制定、完善书面政策和程序、采取充分的内部控制措施、审计工作的安排、记录的完整保存、有效应对内部控制缺陷、员工对于制裁合规体系和政策的了解程度、制裁合规体系和政策与企业日常运营的融合等。
- **测试和审计：**重点关注审计的独立性和责任、审计的全面性和客观性以及企业应对合规风险及时采取补救措施等。
- **培训：**重点关注培训的频率、方式、可利用的资源等。

值得注意的是，OFAC 在执法及处罚过程中会考虑企业的制裁合规体系及其充分性。若企业建立了较为完善的制裁合规体系，并进行有效地落实，则 OFAC 并可能据此减轻对企业的行政处罚。此外，合规尽职调查及后续的合规监控也是不容忽视的重要环节。在 2019 年一起 OFAC 制裁案件中，某企业在收购谈判期间通过合规尽职调查发现了被收购方存在违法行为，并要求被收购方立即停止违法行为。然而，在收购完成后，被收购方继续开展违法业务，而该企业并未对被收购方的业务进行后续的监督与核实，最终导致该企业及被收购方一同受到 OFAC 的经济制裁措施<sup>6</sup>。

## 2. 英国执法视角下的合规体系要点解读

近几年，中国对英投资热度不断增长，2016 年至 2019 年，中国对英国投资金额超过 568 亿英镑，投资的行业范围包括房地产、医药、教育、人工智能、金融科技、游戏、消费品等，其中国有企业也占到了较高的比重。在加速海外投资经营的过程中，企业海外经营合规也是重中之重。相较于美国在反腐败上的激进和活跃，英国的反腐败执法也在不断升温，据不完全统计 2018 年全年英国严重欺诈办公室（Serious Fraud Office，以下简称“SFO”）进行的调查约有 70 起，尤其是 2018 年新的 SFO 负责人上任后，偏向于采取更为激进的执法方式及手段，以形成“更有影响力的案件”（“strong case-case with impact”）。<sup>7</sup>

下文我们选取了 SFO 于 2020 年 1 月最新发布的，针对欺诈、贿赂及腐败执法的《企业合规体系评估指引》（Evaluating a Compliance Program）（其中涵盖了英国司法部于 2011 年发布的反贿赂合规体系建设的六大原则），SFO 在所有涉及企业执法中对合规体系的评估要点做出解释。

反贿赂合规体系建设的六大原则包括适当的内部流程、高级管理层承诺、风险评估、沟

<sup>6</sup> <https://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/OFAC-Enforcement/Pages/20190327.aspx>

<sup>7</sup> <https://www.sfo.gov.uk/2018/09/03/lisa-osofsky-making-the-uk-a-high-risk-country-for-fraud-bribery-and-corruption/>

**通与培训、监督及审查。**对比 DOJ《指引》，英国司法部于 2011 年发布的反贿赂合规体系建设的六大原则并未给出深入或细节性的解释，因此在本文中不再赘述。

值得关注的是，SFO 在该指引中也再次强调了对合规体系的有效性的重视，而不是仅仅“纸上谈兵”，并且建议企业应当根据自身的特性采取适当的、风险为本的合规体系架构，并定期对其进行审查更新。

SFO 在该指引中首次明确检察官在开展企业合规体系评估时应当从以下三个时间点出发，进行完整的评估：

- **（过去）发生违法行为时合规体系的状态：**过去合规体系的状态是检察官决定是否要起诉、企业是否援引有效抗辩以及量刑幅度的重要考量因素。
- **（现在）决定处罚时合规体系的状态：**现在的合规体系是检察官决定是否要起诉（重点关注企业在违法行为发生后是否采取了补救措施）、是否延迟起诉以及量刑幅度的重要考量因素。
- **（未来）未来合规体系如何改善：**检察官在决定延迟起诉时，通常会在与企业的延迟起诉协议（Deferred Prosecution Agreement, 以下简称“DPA”）中加入实施有效合规体系的相关条款，而检察官在延迟起诉期间也将根据相关条款对企业的合规体系进行评估，以此来判定企业是否履行 DPA 中所约定的义务。

需要提醒的是，如《英国反腐败法案》（UK Bribery Act, 以下简称“UKBA”）在内的部分英国法律已将充足的合规体系作为法定抗辩<sup>8</sup>，若企业能够证明在发生违法行为时企业已建立并充分执行了控制程序，则企业就有可能在一些偶发性的案件中违法案件中提出积极抗辩（Affirmative Defense）<sup>9</sup>，尽可能地降低企业法律责任。

### 3. 法国执法视角下的合规体系要点解读

在全球的经济战中，各国均在使用规则、法律等各种武器。美国是全球第一个颁布海外反腐败法规的国家，此后，英国于 2010 年颁布了 UKBA，法国 2016 年 12 月法国国会投票通过的《萨宾第二法案》（《关于提高透明度、反腐败以及促进经济生活现代化法案》（Law No. 2016-1691 on Transparency, Fighting Corruption and Modernising Economic Life, 以下简称“Sapin II”）就在反腐败立法基础上做出了改革，以保护本国企业不被“长臂管辖”<sup>10</sup>。该法案

<sup>8</sup> 第七部分，《英国反腐败法案》，2010 年颁布。

<sup>9</sup> 指被告并不否认原告所主张之事实的真实性，而是提出其他的理由来说明为什么自己不应承担责任的答辩。因此，它并不反驳原告诉求之真实性，而只是否认原告在法律上有起诉的权利。

<sup>10</sup> 《美国陷阱》，弗雷德里克·皮耶鲁齐，马修·阿伦创作，2019 年出版。

首次明确符合条件的企业有建立合规体系的义务，符合条件的企业包括：1) 在法国运营，雇员达到 500 人并且年营业收入超过 1 亿欧元的企业；2) 总部在法国，全球雇员达到 500 人并且年营业收入超过 1 亿欧元的企业；或者 3) 法国工业或商业公共实体并且年营业收入超过 1 亿欧元<sup>11</sup>。

根据 Sapin II 的规定，自 2017 年 6 月 1 日起未履行规定建立合规体系的企业和相关的负责人（包括董事和高管）将受到处罚，对企业的最高罚款金额为 100 万欧元，对个人最高罚款金额为 20 万欧元<sup>12</sup>。

Sapin II 中规定的合规体系要素包括：

- **制定行为准则：**明确列明什么样的行为将构成腐败行为。
- **建立内部举报机制：**促使内部员工可以将其知晓的违规行为上报。
- **日常绘制风险地图：**识别、分析并有优先应对处理企业所面临的高风险事项，并通过书面形式细致地记录。
- **第三方尽职调查：**对客户、供应商和其他第三方开展尽职调查。
- **会计控制程序：**通过内外部会计控制程序确保公司的会计记录不被用来掩饰隐瞒腐败行为。
- **合规培训：**对高风险的员工开展反腐败培训。
- **纪律处分流程：**制定相关流程对违规员工进行纪律处分。
- **内部审计和评估机制：**评估、确保内部控制的有效性。

根据 Sapin II 的规定，法国反腐败机构（**French Anti-Corruption Agency**，以下简称“**AFA**”）成立并负责为合规体系的建立提供指导及监督工作。区别于上述美国和英国执法部门的做法（DOJ、SFO 一般只会在发生违法事件之后对企业开展调查，并对企业的合规体系进行评估），AFA 有权对风险较高且符合条件的企业开展合规检查，检查的主要关注点为相关企业合规体系是否健全及运行是否有效。如果 AFA 认为企业未履行法定的义务，则会将报告提交给 AFA 制裁委员会进行决定，制裁委员会由专业的法官组成，有权决定是否进行行政处罚及相关的金额。（若 AFA 在检查过程中发现腐败等违法行为，则会将案件移交至检察部门处

---

<sup>11</sup> 第 17 条，《关于提高透明度、反腐败以及促进经济生活现代化法案》，2016 年颁布。

<sup>12</sup> 同上。

理。)

AFA 在检查中通常采取十分严格的标准。根据公开信息，在 2019 年一起备受关注的案件中，某大型企业通过十分详尽的抗辩证明才最终免于受到制裁委员会的处罚，就风险地图举例而言，该企业向制裁委员会提供书面证明，表示其在绘制风险地图的过程中采用了 42 种不同的场景，访谈了 139 名员工，并在 44 个国家中识别出了 17 种主要风险，最终证明企业部署了 182 项行动计划来减轻不合规的风险。

对比英美在反腐败的立法及执法活动，法国在一定程度上对于反腐败合规体系建设采取了更为严格的监管方式。虽然目前该合规体系建设要求仅针对大型企业，但这仍预示着各国对合规体系建设要求的主要趋势以及合规体系建设对企业已产生或将要产生的重要影响。

此外，各国执法部门的联合反腐败执法合作也在逐步增加。2018 年 6 月，法国与美国宣布完成了针对一家总部位于法国的大型金融服务机构开展联合执法、调查<sup>13</sup>。2020 年 1 月，在历时长达四年的调查后，一家总部位于法国的大型航空制造公司分别与法国、美国、英国执法部门达成和解协议，支付金额总计高达 39.6 亿美元的罚金<sup>14</sup>。

#### 4. 世界银行诚信合规要点解读

近年来，中国企业参与了大量的在“一带一路”沿线国家开展的建设工程项目，其中不乏世界银行集团和其他多边金融机构资助的项目。随着中国企业承接的世界银行资助项目逐渐增多，中国企业受到世界银行制裁的情形也频繁发生，2019 年 6 月，3 家中国国有铁路公司受到世界银行的制裁，制裁所牵连的受控关联实体更是高达 730 家<sup>15</sup>。中国企业受制裁的原因包括虚假陈述、投标文件作假等，此类行为被世界银行视为不诚信的行为，而此类行为的发生，往往反映出的是一系列的系统系风险，即企业诚信合规体系在设计或实施的过程中存在缺陷，而建立并实施有效的诚信合规体系本身也是解除制裁的关键条件。

世界银行于 2010 年发布《世界银行集团诚信合规指引》，旨在为企业如何构建并实施有效的诚信合规体系提供指导性的原则和要素。该指引共包含十一项原则：

- **制止不当行为：**要求通过行为准则或其他方式将所要被禁止的不当行为落到纸面上并有效地进行传达。

<sup>13</sup> <https://www.justice.gov/opa/pr/soci-t-g-n-rale-sa-agrees-pay-860-million-criminal-penalties-bribing-gaddafi-era-libyan>

<sup>14</sup> <https://www.justice.gov/opa/pr/airbus-agrees-pay-over-39-billion-global-penalties-resolve-foreign-bribery-and-itar-case>

<sup>15</sup> <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2019/06/05/world-bank-group-debars-china-railway-construction-corporation-ltd-and-two-subsidiaries>

- **责任：**要求从管理层、个人责任及合规部门的责任出发，构建出以信任为基础的组织合规文化及合规承诺。
- **项目启动、风险评估和审查：**要求在项目启动前根据每个项目的特点（如规模、商业模式、所在地域、文化等）开展风险评估，并持续进行监督。若在过程中发现高风险领域，则需及时开展补救措施，抑制相关风险。
- **内部政策：**要求在对员工开展尽职调查、禁止与前政府官员达成协议、控制赠与/宴请/娱乐/差旅/消费、合法进行政治捐赠、合法进行慈善捐赠及赞助、禁止支付疏通费用、完善记录、发现并制止不当的欺诈行为等方面制定内部政策。
- **关于业务伙伴的政策：**要求从尽职调查、传递诚信合规要求、鼓励商业伙伴建立诚信合规体系、完善来往记录、支付合理对价、监督等方面采取相应的措施。
- **内部控制：**要求从财务记录的准确性和及时性、合同约定的执行及决策流程等方面加强内部控制。
- **培训和宣传：**要求通过合理有效的方式定期开展培训，提示风险并传达诚信合规的要求。
- **激励措施：**要求通过激励和惩罚措施，双管齐下推进诚信合规体系的建设。
- **报告：**要求建立合规举报热线，要求所有人员及时举报发现的不合规行为，为管理层提供有效的建议并定期对内部合规承诺开展审查及记录。
- **对不当行为的补救：**要求就潜在的不当行为开展调查并及时采取措施进行应对。
- **共同努力：**通过行业组织、专业协会等鼓励合规诚信体系的发展和完善，防止不当行为的发生。

## （二）国有企业境外经营合规体系的重要性及重点关注方面

### 1. 国有企业境外经营合规体系的重要性

如上分析，在部分域外司法体系中，建立合规体系本身已被上升为企业需要履行的法定义务，未履行或未全部履行相应的义务则会使企业暴露在高度的经营和法律风险中。

据公开信息，2017年DOJ已对某大型中国石油企业开展FCPA调查。另外，DOJ在2018年11月份发布《中国行动》(China Initiative)中声称中国对美国的直接投资、供应链

等已对美国国家安全产生了威胁，美国会加大对相关产业和企业在知识产权、FCPA、外商投资、电信等多领域的调查。而受到政治、经济等大环境的影响，中国国有企业的海外投资可能进一步成为外国监管重点，因此，建立、运行完善的合规体系对于国有企业来说是保护企业自身利益以及国家利益非常关键的一步。

## 2. 国有企业境外经营合规体系的要点总结

根据上述各国执法部门在合规体系方面的要求，可以发现重点落在**合规体系设计是否健全、运行是否有效**以及**是否进行持续改进和更新**三方面，即：

合规体系设计	合规体系运行有效性	合规体系持续改进
— 合规管理架构与职责	— 管理层承诺	— 合规审计及监督
— 风险评估	— 合规资源的充足性	— 合规体系定期评价
— 政策和程序	— 内部控制运行	— 持续改进合规体系
— 培训与沟通	— 内部调查的力度及效果	— 补救措施的执行
— 合规文化	— 奖惩措施的执行	
— 举报机制		
— 内部调查和报告		
— 第三方管理		
— 并购合规尽职调查		

此外，我们总结出以下几项原则性的关键要求：

- 定制化：** 不论是企业风险评估还是机制的建立，都需要根据企业自身的运营、管理、风险特征、文化等进行定制化的设计，而不是照搬其他企业或者其他实体已有的合规体系。虽然现有成熟的合规体系具有较高的参考价值，但是否适用于企业自身仍需要经过审慎的评估及调整。
- 人员适格：** 这里不仅是指合规体系的建立及完善应当由合规专业的人士完成，并且在每项合规制度的安排、权责分配上也应当指定具有专业能力的人员负责执行。
- 风险识别：** 风险识别是合规体系建立的重要基础。各国的执法部门也均强调企业合规体系需要以风险为本进行恰当的设计，而企业合规资源也需根据风险的大小进行分配。
- 持续性：** 合规体系的建立及完善是一个动态的过程，并需要根据外部环境和因素的变动而不断修订和调整。

- **过程记录：**由于执法部门在评估企业合规体系时会对每一个要素都进行深入的了解和调查，因此企业在制定并实施合规系统时需要对每项要素在设计、执行、更新的过程进行充分记录。例如，风险识别过程中所考虑的因素、方法论、风险识别结果、参与人员等均需进行充分的记录。

### 3. 国有企业境外经营合规体系的其他重点关注方面

除了上述提及的各国执法部门在合规体系方面的要求。根据我们的经验，针对国有企业合规体系的建立，还需要关注如敏感信息保护、法律冲突等方面的问题。

#### ➤ 敏感信息保护

考虑到国有企业（尤其是涉及到高科技领域、基建等敏感行业的国有企业）在日常经营、管理、对外交流中会产生大量的敏感信息，如国家秘密、重要数据、情报、党密、商业秘密等，尤其是在电子化处理信息的当下，如何保护这些敏感信息在特定范围内使用则是一个十分严峻的问题。

需要澄清一个常见误区，不仅是在国内，国有企业在域外的经营、管理中也会产生大量的敏感信息（尤其是集团内部的信息交流、使用），同样会受到我国法律法规的相关规定，不论是在境内还是境外，国有企业均负有保护相关敏感信息的法律义务和责任，我国相关法律目前对非法获取、披露、使用上述敏感信息均规定的相应的行政和刑事责任。因此，我们建议国有企业在开展建设境内和境外合规体系建设过程中，需要加强对敏感信息保护的合规制度的重视，从信息的产生、收集、使用、传输、保存、销毁等环节展开全流程的监督，并根据信息的敏感程度和类别进行保护，在企业制度层面及实施层面加以控制。由于我国相关法律目前对上述敏感性信息均采用较为广泛的定义，因此，通常需要结合企业自身的特性、所在行业、收集、产生信息的属性和内容等因素对相关的信息进行审慎的识别和处理。

#### ➤ 法律冲突问题

国有企业在开展建设境外合规体系建设过程中，还需要考量不同法域间的法律冲突问题。例如，2018年10月26日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第六次会议表决通过了《国际刑事司法协助法》，其中第4条明确规定：“非经中华人民共和国主管机关同意，外国机构、组织和个人不得在中华人民共和国境内进行本法规定的刑事诉讼活动，中华人民共和国境内的机构、组织和个人不得向外国提供证据材料和本法规定的协助”，而这一规定，也体现出了中国对域外法律适用及“长臂管辖”所进行的应对措施。

就涉及 FCPA 违法事项的调查举例，执法机关 DOJ 和美国证券交易委员会（Securities

Exchange Commission, 已下简称“**SEC**”)通常会要求被调查企业开展内部调查, 并将调查发现汇报给 DOJ 和 SEC。因此, 若国有企业的境外分支机构被调查, 并被要求开展内部调查, 则是否配合调查以及配合调查的方式及范围都需要审慎地进行考量, 以防止与中国的法律产生冲突。此类型的调查通常会涉及多个法域, 而 SEC 和 DOJ 也会要求境外分支机构提供来自中国境内的信息和材料, 比如某些商业安排是否经过集团总部的批准等, 从而直接或间接地把调查范围扩展至中国境内, 引起法律上的冲突问题。需要注意的是, 《国际刑事司法协助法》明确禁止未经主管机关同意而开展的刑事诉讼活动, 虽然目前该法未对相关的法律责任作出明确的规定, 但我们认为, 在现在错综复杂的政治、经济格局下, 尤其是考虑到国有企业自身的特点以及所涉及信息的敏感性, 违法配合外国执法部门的调查可能会引发严重的法律后果。

因此, 我们建议国有企业在开展境外合规体系建设过程中, 需要在内部调查以及应对政府调查等中外法律产生冲突的方面多加考虑, 同时也需要注意境内外合规体系的整合与衔接问题, 进一步提升整体的合规情况, 降低合规风险。

## 第七章：国有企业员工持股的法律问题分析

作者：秦伟 | 隋天娇 | 葛广涛 | 杨卓雅 | 王轶昕 | 胡翔

### 前言

自改革开放以来至今 30 多年，国有企业改革一直是我们经济发展的核心旋律之一。国企改革先后经历了改革开放初始阶段的“扩大企业自主权”、“放权让利”，到 1993 年开始通过推行股份制等建立现代企业制度的尝试，再到 2003 年国资委成立后继续推进国企改革等几个阶段。2013 年十八届三中全会审议通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》（以下简称“《深化改革决定》”）吹响了新一轮国企改革的号角。《深化改革决定》要求积极发展混合所有制经济、进一步深化国有企业改革，要求国有企业必须适应市场化、国际化新形势。

2015 年，中共中央、国务院共同发布了《关于深化国有企业改革的指导意见》（以下简称“《国企改革意见》”）、国务院又单独发布了《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》（以下简称“《混合所有制意见》”）。依据《国企改革意见》及《混合所有制意见》，为促进国有企业转换经营机制，放大国有资本功能，提高国有资本配置和运行效率，混合所有制经济是国企改革的重要发展方向。

我们理解，国企混改主要涉及如下三方面的内容：

1. 引入非国有资本：鼓励非国有资本投资主体通过出资入股、收购股权、认购可转债、股权置换等多种方式，参与国有企业改制重组或国有控股上市公司增资扩股以及企业经营管理。这其中非国有资本既包括境内上市、非上市的民间资本，也包括境外资本，既包括战略投资者，也包括纯财务投资人；
2. 实行员工持股：支持对企业经营业绩和持续发展有直接或较大影响的科研人员、经营管理人员和业务骨干等持股。员工持股主要采取增资扩股、出资新设等方式。员工持股先从试点开始，待成熟后全面推广；
3. 建立健全公司法人治理结构：重点推进董事会建设，保障经理层经营自主权，充分发挥监事会的监督作用、党组织的政治核心作用。

2015 年至今国企混改已经全面铺开并进入关键阶段，2019 年 11 月召开的国务院国有企业改革领导小组第三次会议指出，未来三年是关键的历史阶段，要落实好国有企业改革顶层设计。要在推进混合所有制改革、加强国资国有企业监管、增强研发创新能力、强化财务硬

约束、削减和规范补贴、完善激励机制、提高劳动生产率和资金回报率等重点领域和关键环节，提出明确的任务举措，制定量化、可考核的具体指标。在总结前期混改经验的基础上，为稳妥有序推进混合所有制改革，2019年10月31日，国务院国有资产监督管理委员会印发了《中央企业混合所有制改革操作指引》（以下简称“《央企混改操作指引》”），《央企混改操作指引》系统梳理了混改的基本操作流程、操作要点及核心关注事项。虽然《央企混改操作指引》仅适用于央企及其各级子企业的混改工作，但对于地方国资混改工作也具有很强的指导价值，可以理解为后续国资混改的指导性文件。

员工持股作为混改核心内容的一部分，其核心目的是从企业内部对企业员工（尤其是对管理团队、技术人员等核心员工）进行激励，通过员工持股（尤其是中长期持股）实现员工与国企利益的共享及风险共担，激发企业发展活力，提高市场竞争水平。自2016年出台《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》（财资[2016]4号，以下简称“4号文”）、《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》（国资发改革[2016]133号，以下简称“133号文”）以来，相关机制也逐步完善，激励作用逐渐显现。《央企混改操作指引》也进一步强调“鼓励混合所有制企业综合运用国有控股混合所有制企业员工持股、国有控股上市公司股权激励、国有科技型企业股权和分红激励等中长期激励政策，探索超额利润分享、项目跟投、虚拟股权等中长期激励方式，注重发挥好非物质激励的积极作用，系统提升正向激励的综合效果”。

国有企业员工持股先后经历了股份制改造阶段的职工认购、后续中小国企MBO等阶段，中间也出现了持股混乱、超范围、超比例持股、股权代持等一系列问题，甚至存在国有资产流失的现象，中间一度被暂停。在新一轮国企改革的浪潮下，133号文、4号文等在总结历史经验的基础上，对国企混改过程中员工持股做出了一系列要求及限制，在防止国有资产流失的同时达到激励员工的目的，进一步提高国有企业的市场竞争力。

国企员工持股一方面要遵守国资监管、国有企业运营类的法律、法规，另外一方面还需要遵守一般性法规（如《公司法》，上市公司员工持股类法规等）的要求。虽然目前已经出台了一系列国企员工持股的法律、法规，但是大部分都属于原则性的规定，考虑到国有企业员工持股相对更为复杂，在设计国企员工持股方案时非常考验国有企业及相关中介的综合素质。为配合国企混改的进一步推进，本文拟对国有企业员工持股的相关法规、操作流程、核心关注点等进行梳理，并希望结合已经完成的诸多国企混改项目经验，“站在巨人的肩膀上”，提出一些可供参考的建议。

## 一、 国有企业员工持股的法律适用

自新一轮国企改革开展以来，国家和地方陆续出台了相关法律、法规、规章、规范性文件等规范和引导国有企业员工持股的发展。本章整理前述国家和地方（以北京市、上海市、广东省为例）对国有企业员工持股的规定如下：

### （一）国家相关规定

1. 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》；
2. 《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》（中发[2015]22号）；
3. 《财政部、科技部、国资委关于印发<国有科技型企业股权和分红激励暂行办法>的通知》（财资[2016]4号）及《财政部、科技部、国资委关于扩大国有科技型企业股权和分红激励暂行办法实施范围等有关事项的通知》（财资[2018]54号）；
4. 《国务院国有资产监督管理委员会、财政部、中国证券监督管理委员会关于印发<关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见>的通知》（国资发改革[2016]133号）；
5. 《国务院办公厅关于印发中央企业公司制改制工作实施方案的通知》（国办发[2017]69号）；
6. 《关于试点创新企业实施员工持股计划和期权激励的指引》（中国证券监督管理委员会公告[2018]17号）。

### （二）地方相关规定

1. 北京市
  - （1）《关于市属国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的实施办法》（京国资发[2016]21号）；
  - （2）《北京市人民政府关于市属国有企业发展混合所有制经济的实施意见》（京政发[2016]38号）；
  - （3）《北京市人民政府办公厅印发<关于深化市属国有文化企业改革的意见>的通知》（京政办发[2017]45号）；
  - （4）《北京市市属国有企业混合所有制改革操作指引》（京国资发[2019]15号）；

- (5) 《北京市人民政府印发<关于新时代深化科技体制改革加快推进全国科技创新中心建设的若干政策措施>的通知》（京政发[2019]18号）。

## 2. 上海市

- (1) 《上海市国有资产监督管理委员会关于印发<本市国有企业混合所有制改制操作指引（试行）>的通知》（沪国资委改革[2016]26号）；
- (2) 《上海市国资委、上海市财政局、上海市金融办、上海证监局关于印发<关于本市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作实施方案>的通知》（沪国资委改革[2017]18号）；
- (3) 《上海市国有资产监督管理委员会关于印发<关于全面推进上海法治国企建设的意见>的通知》（沪国资委法规[2019]277号）。

## 3. 广东省

- (1) 《中共广东省委、广东省人民政府关于深化国有企业改革的实施意见》；
- (2) 《广东省人民政府国有资产监督管理委员会、广东省财政厅、中国证券监督管理委员会广东监管局关于印发<广东省国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的实施细则>的通知》（粤国资资本[2017]2号）；
- (3) 《广州市人民政府关于市属国有企业发展混合所有制经济的实施意见》（穗府[2018]11号）。

## 二、国有企业员工持股的要求及流程

### （一）国有企业员工持股的要求

133号文和4号文是现行关于国有企业员工持股问题的两份主要政策性文件。但是，两个文件出台的初衷和背景略有不同。4号文是财政部、科技部、国资委为了加快实施创新驱动发展战略，建立国有科技型企业自主创新和科技成果转化的激励分配机制而出台的政策文件，所涉及的激励方式不仅包括股权激励方式还包括分红激励方式。而133号文的出台背景则是源于《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》（中发〔2015〕22号）的有关要求。133号文在最后一段明确其与4号文之间的衔接问题，即“国有科技型企业的股权和分红激励，按国务院有关规定执行。”实践中，133号文的适用范围更广，实践案例也更多。

除了适用的企业范围和激励方式有所不同外，4号文和133号文在员工持股的具体操作要求上也存在一些差异。因4号文中的股权激励具体包括股权出售、股权奖励以及股权期权多种形式，而133号文并不涉及股权期权的问题，因此本文仅对4号文中涉及的股权出售和股权奖励与133号文涉及的员工持股做一比较，具体梳理如下表：

事项	133号文	4号文
适用企业范围	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>试点企业的确定：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>【地方国有企业】</b>由省级人民政府国有资产监督管理机构协调有关部门，在审核申报材料的基础上确定。</li> <li>• <b>【中央企业所属子企业】</b>由国有股东单位在审核有关申报材料的基础上，报履行出资人职责的机构确定。</li> </ul> </li> <li>➢ <b>优先支持开展员工持股试点的企业：</b>人才资本和技术要素贡献占比较高的转制科研院所、高新技术企业、科技服务型企业；</li> <li>➢ <b>暂不开展员工持股试点的企业：</b>中央企业二级（含）以上企业以及各省、自治区、直辖市及计划单列市和新疆生产建设兵团所属一级企业；</li> <li>➢ <b>不得开展员工持股试点的企业：</b>违反国有企业职工持股有关规定且未按要求完成整改的企业。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>国有科技型企业：</b>中国境内具有公司法人资格的国有及国有控股未上市科技企业（含全国中小企业股份转让系统挂牌的国有企业），具体包括： <ul style="list-style-type: none"> <li>• 转制院所企业、国家认定的高新技术企业（简称“一类企业”）；</li> <li>• 高等院校和科研院所投资的科技企业（简称“二类企业”）；</li> <li>• 国家和省级认定的科技服务机构（简称“三类企业”）。</li> </ul> </li> <li>➢ 企业成立不满3年的，不得采取股权激励和岗位分红的激励方式。</li> </ul>
实施条件	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 主业处于充分竞争行业和领域的商业类企业；</li> <li>➢ 股权结构合理，非公有资本股东所持股份应达到一定比例，公司董事会中有非公有资本股东推荐的董事；</li> <li>➢ 公司治理结构健全，建立市场化的劳动人事分配制度和业绩考核评价体系，形成管理人员能上能下、员工能进能出、收入能增能减的市场化机制；</li> <li>➢ 营业收入和利润90%以上来源于所在企业集团外部市场。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>股权激励<sup>1</sup>和分红激励：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 已建立规范的内部财务管理制度和员工绩效考核评价制度。年度财务会计报告经过中介机构依法审计，且激励方案制定近3年没有因财务、税收等违法违规行为受到行政、刑事处罚；</li> <li>• 对于一类企业、二类企业，近3年研发费用占当年企业营业收入均在3%以上，激励方案制定的上一年度企业研发人员占职工总数10%以上。成立不满3年的企业，以实际经营年限计算。</li> <li>• 对于三类企业，近3年科技服务性收入<sup>2</sup>不低于当年企业营业收入的</li> </ul> </li> </ul>

<sup>1</sup> 企业可以采取股权出售、股权奖励、股权期权等一种或多种方式对激励对象实施股权激励。大、中型企业不得采取股权期权的激励方式。企业的划型标准，按照国家统计局《关于印发统计上大中小微型企业划分办法的通知》（国统字〔2011〕75号）等有关规定执行。

<sup>2</sup> 科技服务性收入是指国有科技服务机构营业收入中属于研究开发及其服务、技术转移服务、检验检测认证服务、创业孵化服务、知识产权服务、科技咨询服务、科技金融服务、科学技术普及服务等收入。

事项	133 号文	4 号文
		60%； ➤ <b>实施股权激励还需满足的条件：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>近 3 年税后利润累计形成的净资产增值额<sup>3</sup>占近 3 年年初净资产总额的 20% 以上，实施激励当年年初未分配利润为正数。</li> </ul>
持股员工范围	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>可参与持股的人员：</b>在关键岗位工作并对公司经营业绩和持续发展有直接或较大影响的科研人员、经营管理人员和业务骨干，且与本公司签订了劳动合同。</li> <li>➤ <b>不得持股的人员：</b>党中央、国务院和地方党委、政府及其部门、机构任命的国有企业领导人员。外部董事、监事（含职工代表监事）不参与员工持股。直系亲属多人在同一企业时，只能一人持股。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>激励对象：</b>与本企业签订劳动合同的重要技术人员和经营管理人员，具体包括：               <ul style="list-style-type: none"> <li>关键职务科技成果的主要完成人，重大开发项目的负责人，对主导产品或者核心技术、工艺流程做出重大创新或者改进的主要技术人员。</li> <li>主持企业全面生产经营工作的高级管理人员，负责企业主要产品（服务）生产经营的中、高级经营管理人员。</li> <li>通过省、部级及以上人才计划引进的重要技术人才和经营管理人员。</li> </ul> </li> <li>➤ 企业<b>不得</b>面向全体员工实施股权或者分红激励。</li> <li>➤ 企业监事、独立董事<b>不得</b>参与企业股权或者分红激励。</li> <li>➤ <b>股权激励的激励对象：</b>仅限于在本企业连续工作 3 年以上的重要技术人员。</li> </ul>
股权来源	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 主要采取增资扩股、出资新设方式开展持股。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 向激励对象增发；</li> <li>➤ 向现有股东回购；</li> <li>➤ 现有股东依法向激励对象转让其持有的股权。</li> </ul>
员工出资	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>出资方式：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>主要以货币出资，并按约定及时足额缴纳；</li> <li>以科技成果出资入股的，应提供所有权属证明并依法评估作价，及时办理财产权转移手续；</li> <li>上市公司回购本公司股票实施员工持股，须执行有关规定；</li> </ul> </li> <li>➤ <b>不得无偿赠与股份或者提供财务资助：</b>试点企业、国有股东不得向员工无偿赠与股份，不得向持股员工提供垫资、担保、借贷等财务资助。持股员工不得接受与试点企业有生产经营业务往来的</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 出资方式未作规定。</li> <li>➤ 股权激励中的股权奖励实为无偿赠与，但必须与股权出售相结合。</li> <li>➤ <b>不得提供财务资助：</b>不得为激励对象购买股权提供贷款以及其他形式的财务资助，包括为激励对象向其他单位或者个人贷款提供担保。</li> </ul>

<sup>3</sup> 近 3 年税后利润累计形成的净资产增值额，是指激励方案制定上年末账面净资产相对于近 3 年首年初账面净资产的增加值，不包括财政及企业股东以各种方式投资或补助形成的净资产和已经向股东分配的利润。

事项	133号文	4号文
	其他企业的借款或融资帮助。	
入股价格	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 不得低于经核准或备案的每股净资产评估值。</li> <li>➢ 国有控股上市公司员工入股价格按证券监管有关规定确定。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>股权出售：</b>应按不低于资产评估结果的价格，以协议方式将企业股权有偿出售给激励对象。资产评估结果，应当根据国有资产评估的管理规定，报相关部门、机构或者企业核准或者备案。</li> <li>➢ <b>股权奖励：</b>单个获得股权奖励的激励对象，必须以不低于 1:1 的比例购买企业股权，且获得的股权奖励按激励实施时的评估价值折算，累计不超过 300 万元。</li> </ul>
持股比例	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 员工持股总量原则上不高于公司总股本的 30%；</li> <li>➢ 单一员工持股比例原则上不高于公司总股本的 1%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>股权激励总额：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 大型企业不超过企业总股本的 5%；</li> <li>• 中型企业不超过企业总股本的 10%；</li> <li>• 小、微型企业不超过企业总股本的 30%，且单个激励对象获得的激励股权不得超过企业总股本的 3%。</li> </ul> </li> <li>➢ <b>股权奖励的激励额：</b>不超过近 3 年税后利润累计形成的净资产增值额的 15%。企业实施股权奖励，必须与股权出售相结合。</li> </ul>
股权结构	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 保证国有股东控股地位，且其持股比例不低于 34%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 企业不能因实施股权激励而改变国有控股地位。</li> </ul>
持股方式	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>持股方式：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 以个人名义直接持股；</li> <li>• 通过公司制企业、合伙制企业、资产管理计划等持股平台持有股权；</li> </ul> </li> <li>➢ 通过资产管理计划方式持股的，不得使用杠杆融资。</li> <li>➢ 持股平台不得从事除持股以外的任何经营活动。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 可以采用直接或间接方式持有激励股权。</li> <li>➢ 采用间接方式的，持股单位不得与企业存在同业竞争关系或发生关联交易。</li> </ul>
股权锁定期	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 应设定不少于 36 个月的锁定期。</li> <li>➢ 在公司公开发行股份前已持股的员工，不得在公司首次公开发行时转让股份，并应承诺自上市之日起不少于 36 个月的锁定期。</li> <li>➢ 锁定期满后，公司董事、高级管理人员每年可转让股份不得高于所持股份总数的 25%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 自取得股权之日起，5 年内不得转让、捐赠。</li> <li>➢ 在职激励对象不得以任何理由要求企业收回激励股权。</li> </ul>
员工离职后股权处置	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 持股员工因辞职、调离、退休、死亡或被解雇等原因离开本公司的，应在 12 个月内将所持股份进行内部转让。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 因本人提出离职或者个人原因被解聘、解除劳动合同，取得的股权应当在半年内全部退回企业，其个人出资部分由企业按上一年度审计后净资产</li> </ul>

事项	133号文	4号文
	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 转让给持股平台、符合条件的员工或非公有资本股东的，转让价格由双方协商确定；转让给国有股东的，转让价格不得高于上一年度经审计的每股净资产值。</li> <li>➤ 国有控股上市公司员工转让股份按证券监管有关规定办理。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>计算退还本人。</li> <li>➤ 因公调离本企业的，取得的股权应当在半年内全部退回企业，其个人出资部分由企业按照上一年度审计后净资产计算与实际出资成本孰高的原则退还本人。</li> </ul>
股权分红	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 企业及国有股东<b>不得</b>向持股员工承诺年度分红回报或设置托底回购条款。</li> <li>➤ 持股员工与国有股东和其他股东享有同等权益，<b>不得</b>优先于国有股东和其他股东取得分红收益。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>不得</b>向激励对象承诺年度分红回报或设置托底回购条款。</li> </ul>
破产重整和清算	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 员工持股企业破产重整和清算时，持股员工、国有股东和其他股东应以出资额为限，按照出资比例共同承担责任。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 未作规定。</li> </ul>
关联交易	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 国有企业<b>不得</b>以任何形式向本企业集团内的员工持股企业输送利益。</li> <li>➤ 有关关联交易应采用市场化方式，做到价格公允、交易公平。</li> <li>➤ 有关关联交易应由一级企业以适当方式定期公开，并列入企业负责人经济责任审计和财务审计内容。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 未作规定。</li> </ul>

在 133 号文的基础上，各省级国资委也陆续出台了地方国企员工持股试点的实施办法。因此，地方国企在实际操作员工持股制度时，还应当注意各地方国资委出台的政策性文件的具体要求。另外，《央企混改操作指引》中亦对混合所有制企业员工持股、中央企业控股上市公司股权激励以及国有科技型企业股权和分红激励也提出了概括性的指导意见，可供参考。

此外，2014 年发布的《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》（中国证券监督管理委员会公告（2014）33 号）（以下简称“33 号文”）对上市公司的员工持股问题作出了专门规定。但由于 33 号文适用于所有类型的上市公司，并非局限于国有上市企业，因此本文在此部分先不做讨论，对于国有上市企业将在本文第四部分进行详细论述。

## （二）国有企业员工持股的审批程序

### 1. 133 号文的相关规定

根据 133 号文，国有企业员工持股主要涉及以下四个环节：

(1) 试点企业的确定

开展员工持股试点的地方国有企业，由省级人民政府国有资产监督管理机构协调有关部门，在审核申报材料的基础上确定。开展试点的中央企业所属子企业，由国有股东单位在审核有关申报材料的基础上，报履行出资人职责的机构确定。

(2) 员工持股方案的制定

企业开展员工持股试点，应深入分析实施员工持股的必要性和可行性，以适当方式向员工充分提示持股风险，严格按照有关规定制定员工持股方案，并对实施员工持股的风险进行评估，制定应对预案。员工持股方案应对持股员工条件、持股比例、入股价格、出资方式、持股方式、股权分红、股权管理、股权转让及员工岗位变动调整股权等操作细节作出具体规定。

(3) 员工持股方案的审批及备案

试点企业应通过职工代表大会等形式充分听取本企业职工对员工持股方案的意见，并由董事会提交股东（大）会进行审议。地方试点企业的员工持股方案经股东（大）会审议通过后，报履行出资人职责的机构备案，同时抄报省级人民政府国有资产监督管理机构；中央试点企业的员工持股方案经股东（大）会审议通过后，报履行出资人职责的机构备案。

(4) 试点企业信息公开

试点企业应将持股员工范围、持股比例、入股价格、股权转让、中介机构以及审计评估等重要信息在本企业内部充分披露，切实保障员工的知情权和监督权。国有控股上市公司执行证券监管有关信息披露规定。

## 2. 地方性规定

如前所述，各省级国资委也出台了地方国企员工持股试点的实施办法，例如，北京市国资委出台了《关于市属国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的实施办法》（京国资发[2016]21号，以下简称“北京 21 号文”），上海市国资委、上海市财政局、上海市金融服务办公室和上海证监局联合出台了《关于本市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作实施方案》（沪国资委改革[2017]18号，以下简称“上海 18 号文”），广东省国资委、广东省财政厅、广东证监局出台了《广东省国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的实施细则》（粤国资资本（2017）2号，以下简称“广东 2 号文”），湖北省国资委、湖北省财政厅、湖北

证监局出台了《湖北省国有控股混合所有制企业开展员工持股试点实施办法》（鄂国资规〔2016〕1号，以下简称“湖北1号文”）等。

从各地出台的具体实施办法中，可以看出，在具体操作流程上，各地国资委的要求存在一定差异。举例说明如下：

（1） 北京 21 号文：

要求员工持股方案（草案）先听取本企业职工的意见，然后征求监事会、外部董事的意见，接下来经董事会审议并报一级企业审核后，方可向市国资委申请试点资格。进入试点名单企业可以发出召开股东会的通知，审议并实施员工持股。

（2） 上海 18 号文：

企业先逐级上报，申请开展员工持股的试点。待市国资委确定试点企业名单后，再由试点企业组织实施员工持股的具体工作，包括：①细化完善员工持股方案；②制定员工股权管理规则；③严格开展审计评估工作；④规范履行职工民主程序；⑤开展合法性合规性审核；⑥开展社会稳定风险评估；⑦履行企业内部决策程序，具体包括董事会审议及股东（大）会审议通过后方可实施；⑧及时办理产权和工商变更及备案报送。

（3） 广东 2 号文：

该文详细规定了试点企业的遴选程序，对试点企业具体实施员工持股工作的流程则简单概括为“实施员工持股试点的企业，应当依照本细则的规定，履行试点企业申报、审计评估、制定员工持股方案、企业信息公开、风险评估、监事会审核、履行决策程序、办理变更登记等程序”。

（4） 湖北 1 号文：

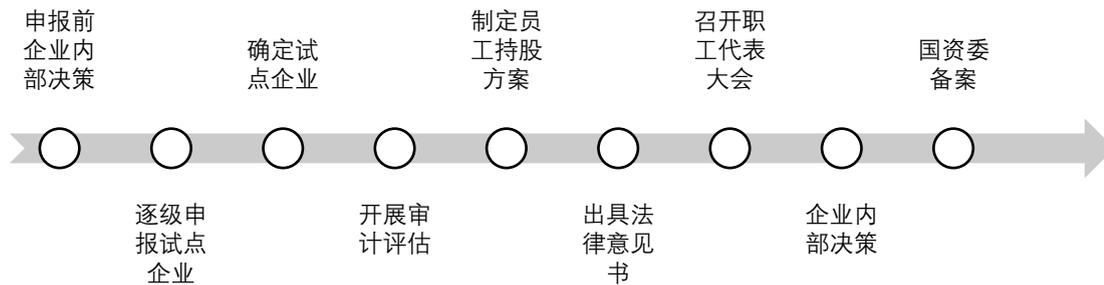
相比之下，湖北省国资委在实施细则中，明确提出企业内部决策包括两个阶段：

第一，在试点企业申报阶段，申报企业的立项申请就应按有关规定及公司章程，经过公司股东（大）会审议通过，然后再向国资监管机构逐级上报审核。

第二，在企业取得试点资格后开展员工持股工作阶段，试点企业完成信息公开、稳定风险评估、法律风险审核、监事会审核等程序后，应当将员工持股方案及上述材料作为公司重大决策事项，按照企业章程的规定，再次履行内部决策程序。

### 3. 总结

综合各地方国资委出台的相关实施办法，笔者将国有企业中员工持股的申报、审批、内部决策、外部决策等程序性要求总结如下图，供参考。具体实施仍应当以当地国资委的具体要求为准。



## 三、有关国有企业员工持股的重大法律问题

### （一）持股主体非本公司员工问题

关于国有企业员工持股中涉及的持股主体问题，133号文明确规定，参与持股人员应为在关键岗位工作并对公司经营业绩和持续发展有直接或较大影响的科研人员、经营管理人员和业务骨干，且与本公司签订了劳动合同。与此相对应，4号文也明确规定，股权激励的激励对象为与本企业签订劳动合同的重要技术人员和经营管理人员。可见，从133号文和4号文的具体规定上看，国有企业员工持股的持股主体原则上应当仅限于与本企业签订劳动合同的员工。

实践中，由于大型国有企业普遍存在集团公司与多级子公司分层、分级管理的复杂架构，以及集团公司与各级下属子公司合并报表的财务管理方式，导致集团公司的业绩成果往往与其下属子公司的贡献密不可分。因此，在实施员工持股计划时，难免会遇到非本公司员工能否参与持股的问题。具体体现为：第一，子公司员工是否可以参与母公司的员工持股计划的问题，俗称“下持上”；第二，母公司员工是否可以参与其投资的子公司的员工持股计划的问题，俗称“上持下”。

#### 1. 子公司员工能否参与母公司的员工持股计划

对于子公司员工能否参与母公司的员工持股计划（即“下持上”）的问题，133号文和4号文均没有进行明确的规定。但实践中，确实广泛存在子公司员工参与母公司员工持股计划的

案例，其政策依据是 2008 年国务院国资委发布的《国务院国有资产监督管理委员会关于规范国有企业职工持股、投资的意见》（国资发改革[2008]139 号，以下简称“139 号文”）。139 号文中规定，职工入股原则限于持有本企业股权。国有企业集团公司及其各级子企业改制，经国资监管机构或集团公司批准，职工可投资参与本企业改制，确有必要的，也可持有上一级改制企业股权，但不得直接或间接持有本企业所出资各级子企业、参股企业及本集团公司所出资其他企业股权。

可见，根据 139 号文的规定，在确有必要的情况下，子公司员工也可以参与上一级改制企业的员工持股计划，但应当履行国资委或者集团公司的批准程序。提请注意的是，根据 139 号文的规定，子公司员工的范围仅为实施员工持股计划的下一级子公司，而不能将子公司投资的子公司（即“孙公司”）等纳入员工持股计划的范围内。

## 2. 母公司员工能否参与其投资的子公司的员工持股计划

根据上文所述，139 号文明确规定，职工不得直接或间接持有本企业所出资各级子企业、参股企业及本集团公司所出资其他企业股权。

对于 139 号文出台之前已经实际发生的母公司员工持有下属子公司股权的情况，139 号文明确要求：（a）国有企业中已持有上述不得持有的企业股权的中层以上管理人员，自 2008 年 9 月 16 日后 1 年内应转让所持股份，或者辞去所任职务。在股权转让完成或辞去所任职务之前，不得向其持股企业增加投资。（b）已持有上述不得持有的企业股权的其他职工晋升为中层以上管理人员的，须在晋升后 6 个月内转让所持股份。法律、行政法规另有规定的，从其规定。

此外，北京 21 号文中也明确规定：员工不得持有本企业所出资企业、关联企业（包括业务关联）以及与本企业经营同类业务企业的股权。

因此，实践中，一度形成员工持股不得“上持下”的局面。即使因历史原因已经形成的母公司员工持有子公司股权的情况，也要按照 139 号文的规定予以清除。

但是，139 号文也规定了可以母公司员工可以参与其投资的子公司的员工持股计划的特殊情形，即科研、设计、高新技术企业科技人员确因特殊情况需要持有子企业股权的，须经同级国资监管机构批准，且不得作为该子企业的国有股东代表。

随着国有企业改革力度的不断加大，2019 年 8 月初，国务院国有企业改革领导小组办公室印发了《关于支持鼓励“双百企业”进一步加大改革创新力度有关事项的通知》（国资改办（2019）302 号）（以下简称“双百企业 302 号文”）。双百企业 302 号文规定，“双百企业”及所

出资企业属于科研、设计、高新技术企业的，其科技人员确因特殊情况需要持有子企业股权的，可以报经集团公司批准后实施，并报同级国有资产监管机构事后备案。其中，地方“双百企业”为一级企业，且本级企业科技人员确因特殊情况需要持有子企业股权的，须报经同级国有资产监管机构批准后实施。这一政策改变了过去员工持股不能“上持下”的状况，打通了改革推进的堵点，将进一步激发广大科技人员的积极性，也将促进企业在尽可能短的时间内突破关键核心技术。

综上，根据现有政策文件，原则上不允许母公司员工参与其投资的子公司的员工持股计划。但是，对于双百企业以及国有控股企业中的科研、设计、高新技术企业的员工确因特殊情况需要，可以持有子企业股权，但应事先履行相应的审批、备案程序。

## （二）持股方式

依据 133 号文，持股员工可以个人名义直接持股，也可通过公司制企业、合伙制企业、资产管理计划等持股平台持有股权。通过资产管理计划方式持股的，不得使用杠杆融资。

目前员工持股方式可以分为：(1)个人直接持股；(2)公司持股；(3)合伙企业；(4)信托、资管、契约型基金；(5)职工持股会。

职工持股会最早来源于国有企业在 20 世纪九十年代初的股份制改革尝试，属于当时国企改革的一部分，对国企改革起到了一定的促进作用。但是，由于缺少必要的法规进行规范等原因，导致了超范围、超比例、代持等乱象，极易产生腐败，而且存在管理困难，容易产生纠纷等问题，因此逐渐被停止。根据 2000 年 7 月 7 日颁发的《关于暂停对企业内部职工持股会进行社团法人登记的函》[民办函(2000)第 110 号]，民政部门不再接受职工持股会的登记，职工持股会不再具备法人资格。随后，2000 年 12 月，证监会在《关于职工持股会及工会能否作为上市公司股东的复函》中明确职工持股会不能成为上市公司的股东，同时对工会作为股东或发起人的公司公开发行股票的申请暂时不予受理。因此，职工持股会已经成为历史的产物。对于尚留存的员工持股会，通常需要重点关注如何依据相关法规进行规范化，以实现改制、上市的目的。

除了已经进入历史舞台的职工持股会外，笔者对其他几种持股方式的优劣势进行了简单整理：

持股方式	优势	劣势	备注
个人直接持股	<ul style="list-style-type: none"> <li>直接持股，未来上市后能够满足流动性需求；</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>员工持股人数受到限制（有限公司不超过 50</li> </ul>	通常适用于创始人或最核心（需要从股东会层面参与公司管理）的少数自然

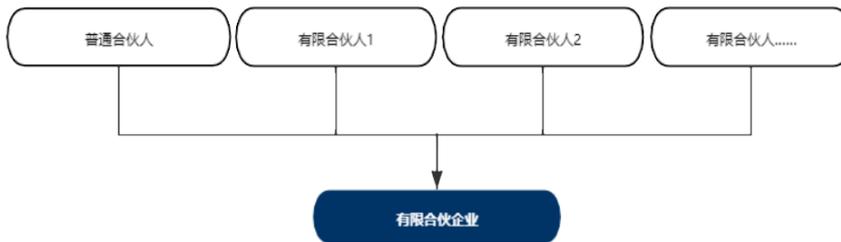
持股方式	优势	劣势	备注
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 税 负 明 确（20%）且相对较低；</li> <li>• 激励对象可以直接在目标公司层面行使表决权等其他股东权利；</li> <li>• 由于中间没有持股平台，无需承担平台费用，亦不会产生额外税负。</li> </ul>	<p>人，股份公司不超过 200 人），而且无法做到员工持股集中管理，股权分散；股权变动直接发生在目标公司层面，需要公司及其他股东的配合，（尤其是目标公司为拟上市主体时）受限于诸多法规及要求的限制，无法实现员工认购、退出等的灵活安排。</p>	人持股。
通过公司持股	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 相比于自然人直接持股，通过公司持股平台，可以实现更多员工持股；</li> <li>• 能够通过公司章程在一定程度上实现持股员工的管理；</li> <li>• 相关法规健全、稳定，员工退出时税负明确。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 从员工角度而言，无法直接行使股东权利；</li> <li>• 由于《公司法》等相关法规对于股东（尤其是中小股东）权利通常会设置保护性条款，在通过公司章程设计员工管理方案时会比较复杂，而且其有效性可能会受到挑战；</li> <li>• 员工需要通过减资等方式实现退出，程序复杂、周期长（需要履行公告等手续）；</li> <li>• 面临双重征税（企业所得税+个人所得税）。</li> </ul>	通常也仅适用于创始人或最核心的少数自然人持股，多见于家族、具有一致行动关系的员工持股
通过合伙企业持股	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 与公司一样，可以通过持股平台实现更多员工持股；</li> <li>• 合伙人之间法律关系相对灵活，通常允许合伙人之间自由约定，</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 从员工角度而言，无法直接行使股东权利；</li> <li>• 对于国企而言，需要结合公司情况设置好普通合伙人角色，尤其是作为普通合伙</li> </ul>	-

持股方式	优势	劣势	备注
	<p>尤其是可以设置普通合伙人、有限合伙人角色，目标公司可以通过普通合伙人角色实现对持股平台的有效管理；</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 虽然合伙企业层面也需要交纳一定税费，但通常较低，而且投资收益所得通常无需交纳企业所得税，有些税收洼地的合伙企业甚至可能享受更优惠的税率；</li> <li>• 合伙人退出、变更手续灵活，无需履行公告等手续。</li> </ul>	<p>人或普通合伙人股东的人选，程序相对复杂；</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 合伙企业所适用法规不如公司稳定，各地方对于“先分后税”的理解不同，合伙人面临一定承担较高税负（如果按照超额累进税率，最高可到35%）的风险。</li> </ul>	
<p>信托、资管、契约型基金（“三类股东”）</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 相比于公司、合伙平台形式，该三类持股方式更加灵活，通过合同条款可以灵活实现转让、分配、退出、优先权安排等，而且无需办理工商变更登记，不管从时间上还是程序上都有很大的优势；</li> <li>• 对于目标公司而言，由于将相关管理工作委托给了第三方，会极大的简化管理工作。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 除了新三板挂牌期间形成的外，上市时不允许存在“三类股东”；即便是在新三板挂牌期间形成的三类股东，在递交上市申请时会要求中介机构进行详细核查，一定程度上会影响上市进展；</li> <li>• 很多地方工商局无法将三类股东直接登记为公司股东，而需要通过管理人等代持的方式实现。</li> </ul>	<p>多见于上市公司及境外公司的股权激励计划；非上市公司很少采用。</p>

综合而言，从公司角度，持股平台持股的优势明显大于员工直接持股，同时考虑到管理的便捷、上市合规程度、税收、退出的灵活性等多方面因素，国企（尤其是非上市国企）员工持股过程中大部分采用合伙企业形式，我们下文将重点介绍合伙企业持股架构及注意要点：

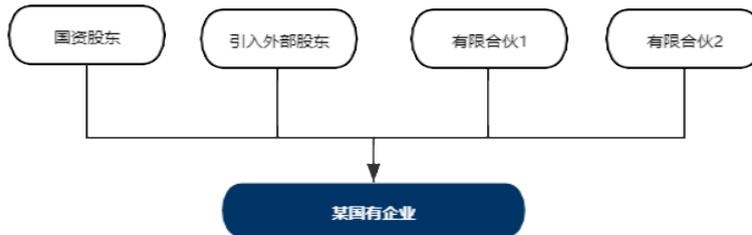
合伙企业分为普通合伙企业及有限合伙企业两种：普通合伙企业仅由普通合伙人组成，所有合伙人均对合伙企业的债务承担无限责任。有限合伙企业由至少一名普通合伙人及至少

一名有限合伙人组成，有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任即可，因此，对于有限合伙人而言，其承担责任的风险可控。不过，依据相关规定，有限合伙企业由普通合伙人执行合伙事务，而有限合伙人执行合伙事务，不得对外代表有限合伙企业。正是基于上述原因，员工持股通常通过有限合伙企业的方式进行，典型的有限合伙企业持股结构如下：

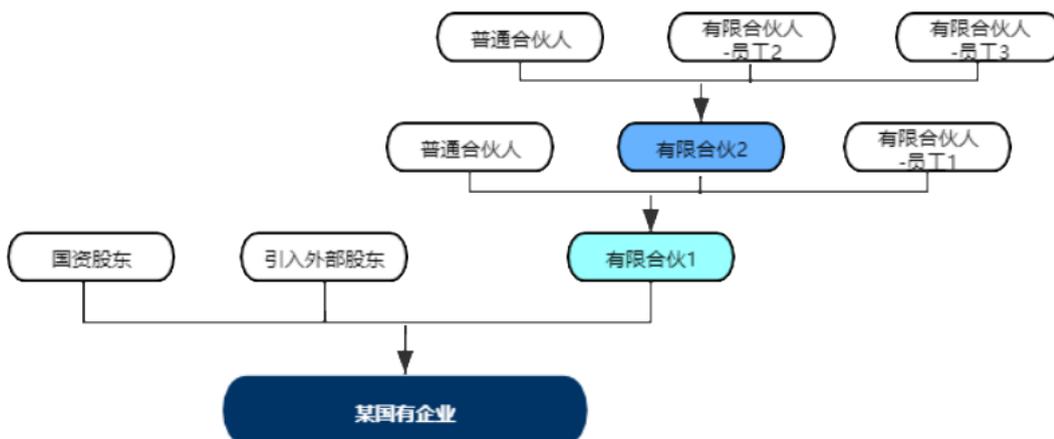


实践中，受限于员工持股人数（一个有限合伙的合伙人不超过 50 名）、入股时间、持股类型等的限制，一家公司通常会设置两个或两个以上的持股平台。为实现相应目的，存在平行架构、叠层架构两种模式。相关持股结构如下：

**模式一：平行架构**



**模式二：叠层架构**



模式一相比较于模式二具有一定优势，实践中采用的会更多，主要原因在于：

- (1) 为实现对于员工所持股权管理的目的，并满足员工适当情况下退出的诉求，叠层模式下需要设置较为复杂的管理制度及模式，相关设计越复杂，则发生潜在纠纷的风险越大；
- (2) 依据 133 号文，考虑到持股平台不得从事除持股以外的任何经营活动，持股平台仅为壳，员工所持有的实际还是所对应的目标公司的股权，模式一下员工通过一层合伙企业持有公司股权，持股更直接，未来退出、转让时更为简单、直接；
- (3) 如前文所述，有限合伙相关法规（尤其是税收方面）尚未成熟，多一层架构，税收风险也会相应增加。

当然，相比较于模式一，模式二也存在员工持股平台间持股更加有利于公司股权结构稳定、有利于统一管理等优势，具体采用何种模式需要结合公司实际情况及相关方的核心诉求最终确定。

此外，国企员工持股需要特别关注持股平台的普通合伙人的选择。根据 133 号文，员工所持股权一般应通过持股人会议等形式选出代表或设立相应机构进行管理。该股权代表或机构应制定管理规则，代表持股员工行使股东权利，维护持股员工合法权益。由于普通合伙人需就合伙债务承担连带责任，为隔离风险，实践中，普通合伙人通常由机构股东、管理层或持股员工共同选举的人员出资设立的公司担任。员工所持股权的管理机制则按照 133 号文的要求具体实施。

### （三）预留股的设置

预留股权是指股权激励计划推出时未明确激励对象、股权激励计划实施过程中确定激励对象的权益。为了保证激励效果的持续性，133 号文明确提出“企业可采取适当方式预留部分股权，用于新引进人才”。虽然目前的法规中并没有详细规定预留股相关的预留数量、预留方式等，笔者理解国有企业完全可以结合现有法律法规，在不损害国有企业利益，避免潜在纠纷的前提下，合理设置预留股，以满足对公司员工激励的需求。

结合既往项目经验及相关法规，预留股通常需要重点关注如下几方面：

#### 1. 预留股持股方式

预留股由于尚未确认激励对象，通常通过其他主体暂时“代持”的方式，未来确定激励对象后通过转让或者入伙等方式转让给激励对象。

一般的民企通常通过大股东代持，而在国企中，由于大股东通常为国资，受限于国资交易的一系列限制，国有股东难以担任相关角色，但可以通过其他非国有股东代持或管理层代持的方式实现。笔者注意到，实操中大部分案例都通过持股平台的普通合伙人（通常为管理层设立的公司）来实现代持安排。

## 2. 预留股比例

如果国有企业为上市公司的，依据《上市公司股权激励管理办法》第十五条的相关规定，上市公司在推出股权激励计划时，可以设置预留权益，预留比例不得超过本次股权激励计划拟授予权益数量的 20%。

如果国有企业为非上市公司的，133 号文及其他相关文件中并没有明确上限要求，企业可以根据自身状况及激励目的等综合确定。

## 3. 预留股来源

虽然 133 号文中并没有明确国企员工持股的预留股来源，但是参照《上市公司股权激励管理办法》及 133 号文中对于股权激励来源的一般要求，我们理解预留股来源与一般国有企业员工持股中的激励股权基本保持一致，即：

如果国有企业为上市公司，则依据《上市公司股权激励管理办法》，预留股可以来源于向激励对象发行股份、回购本公司股份或相关法规允许的其他方式；

如果国有企业为非上市公司，根据 133 号文“坚持增量引入，利益绑定”的原则，实践中大部分国有企业都是通过增资扩股的方式对员工实施股权激励，入股员工与企业共享改革发展成果，共担市场竞争风险。

## 4. 实缴安排

虽然可以通过其他方代替缴纳的方式完成实缴，但是笔者理解预留股通常不会提前完成实缴，而是等到确定激励对象后按照激励方案完成实缴即可，理由为：一方面目前《公司法》、133 号文等均不再强制要求实缴期限，何时缴纳完全取决于企业股权激励方案的安排；另外一方面，如果在尚未确定激励对象的情形下提前实缴，则会受到一系列限制，如 133 号文中明确要求“试点企业、国有股东不得向员工无偿赠与股份，不得向持股员工提供垫资、担保、借贷等财务资助。持股员工不得接受与试点企业有生产经营业务往来的其他企业的借款或融资帮助”，如果通过外部投资人完成实缴，也会受限于外部投资人内控要求等一系列限制。

## 5. 有效期

133号文并没有对预留股权的期限设置限制，但是考虑到预留股的入股价格安排、同期股权激励政策稳定性等，预留股通常不宜设置太长期限。依据《上市公司股权激励管理办法》，上市公司应当在股权激励计划经股东大会审议通过后12个月内明确预留权益的授予对象；超过12个月未明确激励对象的，预留权益失效。

### （四）员工持股与进场交易

根据“4号文”的规定，员工持股通过股权激励和分红激励两种方式实现，而“股权激励，是指国有科技型企业以本企业股权为标的，采取股权出售、股权奖励、股权期权等方式，对企业重要技术人员和经营管理人员实施激励的行为。分红激励，是指国有科技型企业以科技成果转化收益为标的，采取项目收益分红方式；或者以企业经营收益为标的，采取岗位分红方式，对企业重要技术人员和经营管理人员实施激励的行为。”根据“133号文”的规定，应坚持增量引入，“主要采取增资扩股、出资新设方式开展员工持股”。根据《企业国有资产交易监督管理办法》（国务院国有资产监督管理委员会、中华人民共和国财政部令第32号）（以下简称“《管理办法》”）规定，国有企业的产权转让、增资和资产转让原则上应通过产权市场公开进行。这是否意味着国有企业员工持股也需进场交易？“4号文”和“133号文”对此并没有明确规定，通过分析可知国企员工持股不需要进场交易。

第一，《管理办法》规定国有企业的产权转让、增资和资产转让以公开交易为原则、以非公开协议转让为例外，其目的在于“规范企业国有资产交易行为，加强企业国有资产交易监督管理，防止国有资产流失”。而根据“4号文”第五条和“133号文”第五条第四项，国企员工持股方案都有相应的外部审核或备案环节，防止国有资产流失。此外，“4号文”第十一条和“133号文”第三条第三项还规定，员工入股前应对企业资产进行评估，员工入股价格应不低于资产评估结果，通过规范员工入股价格，也可以有效防止国有资产流失。

第二，“4号文”第十一条和“133号文”第三条第三项规定，确定入股价格的依据是资产评估结果，从侧面可以看出国企实行员工持股并不要求进场交易，而是可以“以协议方式将企业股权有偿出售给激励对象”。

第三，国企员工持股，持股的主体是国企特定员工，本质是“入股员工与企业共享改革发展成果，共担市场竞争风险”。如果通过公开交易的形式持股，使持股主体变成社会投资者，则有违员工持股设置的初衷。

第四，在各地试点实践中，上海市在《上海市国资委、上海市财政局、上海市金融办、

上海证监局关于印发<关于本市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作方案>的通知》（沪国资委改革[2017]18号）第六条第三项中明确规定，“非上市公司以增资扩股方式实施员工持股可不进场交易”。

### （五）国有上市企业员工持股的特别规定

国有上市企业在实行员工持股时，除需适用国有企业员工持股的一般规定之外，还应适用上市企业有关员工持股的特别规定，包括《国务院国有资产监督管理委员会、财政部关于印发<国有控股上市公司（境外）实施股权激励试行办法>的通知》（国资发分配[2006]8号）（以下简称“《境外股权激励试行办法》”）、《国务院国有资产监督管理委员会、财政部关于印发<国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法>的通知》（国资发分配[2006]175号）（以下简称“《境内股权激励试行办法》”）、《国务院国有资产监督管理委员会、财政部关于规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的通知》（国资发分配[2008]171号）（以下简称“《通知》”）、33号文、《上市公司股权激励管理办法》（2018年修正）（中国证券监督管理委员会令第148号）等。总结对国有上市企业员工持股的特别规定如下：

第一，员工范围。不同于“4号文”规定“激励对象为与本企业签订劳动合同的重要技术人员和经营管理人员”，和“133号文”规定“参与持股人员应为在关键岗位工作并对公司经营业绩和持续发展有直接或较大影响的科研人员、经营管理人员和业务骨干，且与本公司签订了劳动合同”，《境内股权激励试行办法》第十一条规定“股权激励对象原则上限于上市公司董事、高级管理人员以及对上市公司整体业绩和持续发展有直接影响的核心技术人员和管理骨干”，提出董事和高级管理人员可以成为股权激励对象。《上市公司股权激励管理办法》第八条也规定“激励对象可以包括上市公司的董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员，以及公司认为应当激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工”，并明确如前述人员是外籍人士，也可以予以激励。

第二，持股比例。“133号文”对持股比例的规定是“员工持股总量原则上不高于公司总股本的30%，单一员工持股比例原则上不高于公司总股本的1%”，33号文第二条第六项则规定“上市公司全部有效的员工持股计划所持有的股票总数累计不得超过公司股本总额的10%，单个员工所获股份权益对应的股票总数累计不得超过公司股本总额的1%”。《境内股权激励试行办法》对于持股比例的规定也是累计不得超过公司股本总额的10%，但经股东大会特别决议批准，单个员工所获股份权益对应的股票总数累计可以超过公司股本总额的1%。

第三，入股价格。“4号文”和“133号文”中入股价格的确定依据是资产评估结果。而《境内股权激励试行办法》第十八条规定，根据市场价格确定员工入股价格，“根据公平市场

价原则，确定股权的授予价格（行权价格）。（一）上市公司股权的授予价格应不低于下列价格较高者：1.股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的公司标的股票收盘价；2.股权激励计划草案摘要公布前 30 个交易日内的公司标的股票平均收盘价。（二）上市公司首次公开发行股票时拟实施的股权激励计划，其股权的授予价格在上市公司首次公开发行上市满 30 个交易日以后，依据上述原则规定的市场价格确定。”《上市公司股权激励管理办法》第二十三条也规定，“上市公司在授予激励对象限制性股票时，应当确定授予价格或授予价格的确定方法。授予价格不得低于股票票面金额，且原则上不得低于下列价格较高者：（一）股权激励计划草案公布前 1 个交易日公司股票交易均价的 50%；（二）股权激励计划草案公布前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日公司股票交易均价之一的 50%。上市公司采用其他方法确定限制性股票授予价格的，应当在股权激励计划中对定价依据及定价方式作出说明。”

第四，审批程序。33 号文第三条规定，上市公司除应当通过职工代表大会等组织充分征求员工意见外，还应当请“独立董事和监事会应当就员工持股计划是否有利于上市公司的持续发展，是否损害上市公司及全体股东利益，公司是否以摊派、强行分配等方式强制员工参加本公司持股计划发表意见”，并“聘请律师事务所对员工持股计划出具法律意见书，并在召开关于审议员工持股计划的股东大会前公告法律意见书”。《境内股权激励试行办法》中规定，“对中央企业及其所出资企业控股的上市公司，其股权激励计划在报股东大会审议表决前，由集团公司按照《试行办法》（即《境内股权激励试行办法》）规定的程序报履行国有资产出资人职责的机构或部门审核；对中央企业所出资三级以下企业控股的上市公司，其股权激励计划在上市公司股东大会审议前，报履行国有资产出资人职责的机构或部门备案。”

第五，股权管理。33 号文第二条第七项规定，“上市公司可以自行管理本公司的员工持股计划，也可以将本公司员工持股计划委托给下列具有资产管理资质的机构管理：（1）信托公司；（2）保险资产管理公司；（3）证券公司；（4）基金管理公司；（5）其它符合条件的资产管理机构。”在股权流转方面，33 号文规定，“员工享有标的股票的权益；在符合员工持股计划约定的情况下，该权益可由员工自身享有，也可以转让、继承。员工通过持股计划获得的股份权益的占有、使用、收益和处分的权利，可以依据员工持股计划的约定行使；参加员工持股计划的员工离职、退休、死亡以及发生不再适合参加持股计划事由等情况时，其所持股份权益依照员工持股计划约定方式处置。”

第六，信息公开。33 号文第三条第十二项规定，“股东大会审议通过员工持股计划后 2 个交易日内，上市公司应当披露员工持股计划的主要条款”，第十三项规定，“采取二级市场购买方式实施员工持股计划的，员工持股计划管理机构应当在股东大会审议通过员工持股计划后 6 个月内，根据员工持股计划的安排，完成标的股票的购买。上市公司应当每月公告一次

购买股票的时间、数量、价格、方式等具体情况。上市公司实施员工持股计划的，在完成标的股票的购买或将标的股票过户至员工持股计划名下的 2 个交易日内，以临时公告形式披露获得标的股票的时间、数量等情况。”第十五项规定，“上市公司至少应当在定期报告中披露报告期内下列员工持股计划实施情况：1. 报告期内持股员工的范围、人数；2. 实施员工持股计划的资金来源；3. 报告期内员工持股计划持有的股票总额及占上市公司股本总额的比例；4. 因员工持股计划持有人处分权利引起的计划股份权益变动情况；5. 资产管理机构的变更情况；6. 其他应当予以披露的事项。”

## 第八章：国有金融企业相关法律适用问题探讨

作者：金旭

《中华人民共和国企业国有资产法》第 76 条规定：*金融企业国有资产管理与监督，法律、行政法规另有规定的，依照其规定。*这一规则将国有企业与国有金融企业的关系做了一个说明，即：从一般到特殊。国有金融企业是国有企业中的一类。根据中华人民共和国财政部官方网站对于本部职能的记载，财政部根据国务院授权，集中统一履行中央国有金融资本出资人职责；制定全国统一的国有金融资本管理规章制度。本文拟梳理国有金融企业从国有资产监管角度适用的相关规则。

### 一、国有金融企业定义

笔者查询了国有金融监管法规对于国有金融企业的定义。我国比较早涉及国有金融企业的法律文件是《金融资产管理公司条例》和《金融资产管理公司资产处置管理办法》，但该等文件只适用于金融资产管理公司，因此并未触及更宽泛的国有金融企业的概念。2008 年 1 月实施的《金融企业国有资产评估监督管理暂行办法》在界定适用该办法的对象时，描述为“*在中华人民共和国境内依法设立，并占有国有资产的金融企业、金融控股公司、担保公司*”。

2019 年 12 月实施的《财政部关于进一步明确国有金融企业增资扩股股权管理有关问题的通知》（以下简称“**130 号文**”）称：*本通知所称国有金融企业是指国家可实际控制的金融企业（包括依法设立的获得金融业务许可证的各类金融企业，主权财富基金、金融控股公司、金融投资运营公司以及金融基础设施等实质性开展金融业务的其他企业或机构），即通过出资或投资关系、协议、其他安排，能够实际支配金融企业行为，包括独资、全资、绝对控股、实际控制等情形。*笔者理解，这一定义更多地落脚点在金融企业，对于判断国有的标准描述并不具体，但明确了控股和实际控制。

为什么 130 号文没有对于国有的标准做详细的认定呢？我们可以回顾本报告的第一篇所讨论的国有企业的认定。目前认定国有企业的主流观点是依据《企业国有资产交易监督管理办法》（以下简称“**32 号令**”）中对于“国有及国有控股企业、国有实际控制企业”的界定。虽然 32 号令第 63 条规定：“*金融、文化类国家出资企业的国有资产交易和上市公司的国有股权转让等行为，国家另有规定的，依照其规定*”，但这一规定并不影响国有金融企业参照 32 号令对于国有标准的参考适用。32 号令对于国有企业的认定标准是可以适用于国有金融企业的。但需要提醒的是，对于那些是否属于 32 号令规定的国有企业存在争议的企业实体而言，

如果这些企业实体是金融企业，应征询财政部门的意见，而不是国资委的意见。

## 二、金融国有产权转让<sup>1</sup>

国务院于 2003 年制定《企业国有资产监督管理暂行条例》，该条例第 2 条第 2 款明确规定：*金融机构中的国有资产的监督管理，不适用本条例*。随后，2004 年 2 月，国有资产监督管理委员会、财政部共同发布的《企业国有产权转让管理暂行办法》（以下简称“3 号令”）正式实施。虽然财政部是发布机关之一，但 3 号令的第 2 条第 2 款仍然规定：*金融类企业国有产权转让和上市公司的国有股权转让，按照国家有关规定执行*。至 2009 年，财政部制定了《金融企业国有资产转让管理办法》（以下简称“54 号令”）。

54 号令对于国有资产的定义，与 3 号令一脉相承，即“各级人民政府及其授权投资主体对金融企业各种形式的出资所形成的权益”。

### （一）转让行为的审批

金融国有产权转让的审批，在 54 号令第 7 条和第 12 条中有清晰的规定，即：

- （1） 本级政府批准：财政部门转让金融企业国有资产。
- （2） 财政部门审批：国有及国有控股金融企业转让一级子公司的产权（如为中央管理的国有及国有控股金融企业，对应的财政部门为财政部）；国有及国有控股金融企业一级子公司（省级分公司或者分行、金融资产管理公司办事处）转让涉及重要行业、重点子公司<sup>2</sup>股权；转让导致一级子公司所持金融企业或其他重点子公司控制权转移的；国有及国有控股金融企业拟转让在境内外设立的特殊目的公司所持有的重点子公司。
- （3） 控股（集团）公司审批：国有及国有控股金融企业一级子公司（省级分公司或者分行、金融资产管理公司办事处）转让所持子公司股权（属于上述（2）情形的，由财政部门审批）。

在《财政部关于进一步加强国有金融企业股权管理工作有关问题的通知》（财金[2016]122 号）对于审批权限的表述进一步调整为：对于已完成公司制改革、治理机构健全的中央管理金融企业，其股权管理原则上由集团（控股）公司自主决策，其中中央管理金融企业本级、集团（控股）公司下属各级重点子公司重大股权管理事项，由财政部履程序。重

<sup>1</sup>篇幅所限，本文未将国有金融上市公司纳入讨论。

<sup>2</sup>根据财政部关于贯彻落实《金融企业国有资产转让管理办法》有关事项的通知，重要行业是指金融、军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、民航、航运。重点子公司是指国有及国有控股金融企业对涉及上述行业的公司拥有控股权，以及对上市公司拥有控股权。

点子公司一般指集团（控股）公司具有实际控制权的金融企业和上市公司，以及当期净资产占集团（控股）公司本级净资产超过一定比例的各级子公司。重点子公司净资产所占比例一般不低于集团（控股）公司本级净资产的 5%（含 5%），并综合考虑公司长期发展战略、金融业务布局、财务管理水平、风险管控能力、投资行业范围等因素确定，可根据实际情况适时调整。重大股权管理事项一般是指可能导致重点子公司实际控制权发生转移的股权管理事项。集团（控股）公司可自主决策的事项包括：中央管理金融企业非重点子公司产权转让、重点子公司非重大产权转让、为进行企业内部资产重组通过直接协议方式转让中央管理金融企业一级子公司产权，且未造成国有股权比例变动的<sup>3</sup>。

## （二）进场交易

金融企业的国有产权转让，为维护国有资产出资人的合法权益，防止国有资产流失，同样需要以进场交易为基本原则。54 号令第 5 条规定：金融企业国有资产转让以通过产权交易机构、证券交易系统交易为主要方式。

2011 年 9 月，财政部制定了《金融企业非上市国有产权交易规则》，对于金融企业在产权交易机构进行交易的流程及细节，从转让申请、发布转让信息、登记意向受让方、签约、结算、出具交易凭证等方面做了非常详细的规定。

进场交易的程序、价款支付安排等与国资监管规则类似，在此不再赘述。

## （三）协议转让

下面我们讨论 54 号令对于国有资产协议转让的规则。

根据 54 号令第 35 条，适用协议转让的情形包括：（1）国家有关规定对受让方有特殊要求；（2）控股（集团）公司进行内部资产重组；（3）其他特殊原因。相比 3 号令，情形规定比较简单，特别是“其他特殊原因”有很大的解读空间。与当时 3 号令要求协议转让须省级国资委批准不同的是，54 号令规定：原则上，协议转让应由国务院或财政部门批准。如果是控股（集团）公司内部进行资产重组的，中央管理的金融企业一级子公司的产权转让由财政部负责，一级以下子公司的产权转让由控股（集团）公司负责。

关于协议转让价格，如果是内部资产重组的，且转让方和受让方是控股（集团）公司所属独资子公司的，可以不对转让企业进行整体评估，但转让价格不得低于最近一期经审计确

---

<sup>3</sup> 此外，还有中央管理金融企业在依法设立的证券交易系统中转让所持参股上市公司股份；中央管理金融企业质押上市公司股份且不涉及重点子公司控制权转移；中央管理金融企业因开展正常业务涉及的抵押、质押、抵债、诉讼和商业化购买不良资产等获得的股权资产等。

认的净资产值。这个规则相比非金融国有监管规则而言，应属先进。2010年1月，国务院国资委在《关于中央企业国有产权协议转让有关事项的通知》（国资发产权[2010]11号）中，允许转让方和受让方均是中央企业及其直接、间接全资拥有的子企业时，可以审计报告确认的净资产为基准确定价格。于2014年的《关于促进企业国有产权流转有关事项的通知》中，该规则扩大适用到所有国有企业：“国有控股企业与其直接、间接全资拥有的子企业，或其直接、间接全资拥有的子企业之间转让所持股权，按照《中华人民共和国公司法》、公司章程规定履行决策程序后，可依据评估报告或最近一期审计报告确认的净资产值为基准确定转让价格”。

综上，金融企业国有产权转让的规则虽晚于非金融国有产权转让规则的制定，其规则相比同时期的非金融国有产权转让规则，更加详尽，甚至有超越当时非金融国有规则并为后续32号令所吸收的内容。我们知道，国有企业至今仍在纠结的一个难题就是，如果国有企业作为财务投资人的角色，未来退出时受到国有监管规则的限制，比如要进场交易、要评估。但是其实早在2014年，国有金融企业的规则就已经考虑了这个问题，即：《财政部关于进一步明确国有金融企业直接股权投资有关资产管理问题的通知》（以下简称“31号文”）。根据31号文，对于国有金融企业以自有资金和其他合法来源资金，通过对非公开发行上市企业股权进行的不以长期持有为目的、非控股财务投资的行为，按照投资协议约定的价格和条件、以协议转让或股权回购方式退出的，按照公司章程的有关规定，由国有金融企业股东（大）会、董事会或其他机构自行决策，并办理股权转让手续；以其他方式进行股权转让的，遵照国有金融资产管理相关规定执行。因此，国有金融企业的非控股财务股权投资行为，在该等股权未来退出时，如果投资协议约定了价格和条件，是无须履行进场程序的。但是如果投资协议没有做出约定，或者不属于非控股财务投资，则还应按照上文讨论的54号令和其他相关规则进场交易。现在有越来越多的国有企业参与投资于私募基金，或者本身作为财务投资人投资于不同行业的公司，未来退出的方式仍受限于国资监管的进场、评估等规则，上述31号文是否可以给非金融国有企业作出参考，值得探讨。

### 三、国有金融企业增资扩股

2019年11月财政部颁布130号文，弥补了国有金融企业增资的规则空白。对比来看，130号文参考了32号令中国有企业增资扩股的规则。具体如下：

#### （一）审批机关

审批/决策主体	经济行为
同级人民政府批准	国有金融企业本级增资导致国家不再拥有所出资金金融企业控股权

同级财政部门批准	国有金融企业本级增资导致国有股权比例变动； 国有金融企业重点子公司 <sup>4</sup> 增资导致实际控制权转移； 未完成公司制改革、治理结构不健全的国有金融企业子公司增资； 行政事业单位（除金融管理部门外）所办竞争性国有金融企业因增资行为导致实际控制权转移。
集团（控股）公司决策	完成公司制改革、治理结构健全的国有金融企业子公司增资

## （二）申请主体

增资行为的报告主体为集团（控股）公司。如被增资企业有多家国有金融企业作为股东的，由持股比例最大的国有股东负责履程序。持股比例相同的，由各股东协商确认一家股东履程序。

## （三）资金要求

被增资企业在对意向投资方资格审查时，130 号文强调了对增资资金的要求，即：（a）应为真实合法的自有资金；（b）增资额一般应低于投资方净资产；（c）不得使用受托（管理）资金、债务资金等非自有资金；（d）非货币出资应进行资产评估。

## （四）资产评估

国有金融企业增资应根据被增资企业评估价值和投资方的投资金额为依据确定投资方在增资后被增资企业的持股比例。与 32 号令类似，如下情形可以依据评估报告或者最近一期审计报告确定：

- a) 被增资企业原股东参与增资，且未造成国有股权比例变动；笔者理解，这只是 32 号令“增资企业原股东同比例增资”的另一种说法。
- b) 国有金融企业对其全资子公司增资；
- c) 被增资企业和投资方均为国有独资或国有全资金融企业。

## （五）协议增资的情形

<sup>4</sup> 130 号文对于重点子公司采取了列举加定义的方式。重点子公司由集团（控股）公司确定，综合考虑公司长期发展战略、金融业务布局、财务管理水平、风险管控能力、投资行业范围等因素，同时 130 号文列举了如下属于重点子公司：集团（控股）公司具有实际控制权的金融企业和上市公司，以及当期净资产占集团（控股）公司本级净资产超过一定比例（一般不低于 5%）的各级子公司。此外，国有金融企业应建立重点子公司动态名录，并报同级财政部门备案。

130 号文规定的可采取协议增资情形包括：

以下情形经同级财政部门批准：

- a) 国有金融企业因资本布局结构调整需要，各投资方均为国有企业的；
- b) 国家有关规定对投资方有特殊要求的；
- c) 由政府或履行出资人职责的机构指定其他单位参与增资的；
- d) 经同级财政部门认可的其他情形。

以下情形经集团（控股）公司审议决策：

- a) 集团（控股）公司直接或指定其控股、实际控制的子公司，对其子公司进行增资的；
- b) 国有金融企业债权转为股权的；
- c) 国有金融企业原股东增资的，其中，非原股东同比例增资的，参与增资的股东连续持股时间原则上不宜短于一年。

#### （六）字号的使用

根据 130 号文，因增资导致集团（控股）公司对被增资企业失去实际控制权的，被增资企业名称中不宜再使用集团（控股）公司名称中所含的字号。我们在过往案例中遇到非金融国有企业的内部制度，亦有类似要求。

### 四、国有金融企业国有产权登记

1996 年国务院颁布实施的《企业国有资产产权登记管理办法》，要求国有企业、国有独资公司、持有国家股权的单位以及以其他形式占有国有资产的企业，应办理产权登记。2007 年 1 月，《金融类企业国有资产产权登记管理暂行办法》实施，规定国有金融企业根据该办法进行国有产权登记。

2019 年 9 月，财政部根据《中共中央 国务院关于完善国有金融资本管理的指导意见》和《企业国有资产产权登记管理办法》重新制定了《国有金融资本产权登记管理办法（试行）》（以下简称“《**金融产权登记办法**》”），取代上述《金融类企业国有资产产权登记管理暂行办法》。根据《金融产权登记办法》，国有金融资本包括：“*国家及其授权投资主体直接或间接对金融机构出资所形成的资本和应享有的权益*”，以及“*凭借国家权力和信用支持的金融机构所形成的资本和应享有的权益*”。上述金融机构包括：“*依法设立的获得金融业务许可证的各类金融企业，主权财富基金、金融控股公司、金融投资运营公司以及金融基础设施等实质性开*

展金融业务的其他企业或机构”。同时，《金融产权登记办法》明确国有控股金融机构拥有实际控制权境外各级企业及前述企业投资参股的企业，亦应纳入产权登记范围。

《金融产权登记办法》亦明确了可不进行登记的股权：(a) 金融机构依法行使债权或担保物权而受偿于债务人、担保人或第三人，以及因开展受托理财等正常经营业务所形成的股权资产，该规则承继了 2007 年《金融类企业国有资产产权登记管理暂行办法》的规定；(b) 以交易为目的持有的，不在长期股权投资项下核算的股权（除非持有目的改变）。我们注意到，31 号文曾规定，对非公开发行上市企业股权进行的不以长期持有为目的、非控股财务投资形式的股权类资产，不属于金融类国有资产产权登记范围。笔者理解，一项股权资产如符合 31 号文的无需登记范围，但是不符合《金融产权登记办法》无需登记范围的，应进行登记。

## 五、金融企业国有资产评估

2007 年 10 月由财政部颁布，并于 2008 年 1 月实施的《金融企业国有资产评估监督管理暂行办法》（以下简称“《金融评估办法》”）规定了国有金融企业的资产评估。相比 2005 年由国务院国资委颁布并实施的《企业国有资产评估管理暂行办法》（以下简称“《国资评估办法》”），应评估的交易行为增加了如下几项：(a) 资产拍卖；(b) 债权转股权；(c) 债务重组；(d) 处置不良资产。这与金融企业的业务相关，并且这几项即使在国资委监管的国有企业交易行为中，也一般会落入《国资评估办法》规定的其他须评估的行为。

相比《国资评估办法》，可以不进行资产评估的情形增加了两项：“发生多次同类型的经济行为时，同一资产在评估报告使用有效期内，并且资产、市场状况未发生重大变化的”；“上市公司可流通的股权转让”。

金融资产评估项目同样实施核准制和备案制。根据《金融评估办法》，以下经济行为实行核准制：(a) 经批准进行改组改制、拟在境内或者境外上市、以非货币性资产与外商合资经营或者合作经营的经济行为；(b) 经县级以上人民政府批准单独其他涉及国有资产产权变动的经济行为。属于中央企业的前述行为，报财政部核准。属于地方企业的前述行为，报本级财政部门核准。

对应实行备案管理的资产评估行为，《金融评估办法》也做了详细规定：中央直接管理的金融企业发生核准之外的经济行为的，报财政部备案。中央直接管理的金融企业子公司、省级分公司或分行、金融资产管理公司办事处的资产评估项目，则按账面资产总额划分为：金额大于或等于 5000 万元人民币的，中央金融企业审核后报财政部备案；金额小于 5000 万元人民币的，报中央金融企业备案。中央直接管理的金融企业子公司、省级分公司或分行、金融资产管理公司办事处的下属公司、银行地（市、县）级支行的资产评估项目，报中央金融

企业备案。地方金融企业的项目备案，留由省级财政部门确定。根据《财政部关于<国有资产评估项目备案管理办法>的补充通知》（财资[2017]70号），国家设立的研究开发机构、高等院校科技成果资产评估备案权限已下放给研究开发机构和高等院校的主管部门。

## 六、小结

国有金融企业作为国有企业的一类，其相关规则自成体系。由于其国有的性质，国有金融企业的监管规则与非金融国有企业的监管规则在很大程度上是一脉相承的。但考虑到国有金融企业的行业及业务特性，其亦有特殊的规则需要遵守。我们理解，在判断国有金融企业某项行为法律适用时，首先应确认是否有财政部门制定的适用于国有金融企业的法律法规，如有，则优先适用。同时对于在该等法律法规制定后，财政部和国务院国资委共同颁布的并未明确排除金融企业适用的法律法规，也应同样考虑适用。

## 第九章：原则与责任：我国金融控股公司的公司治理与关联交易

作者：李文 | 王雪岚

2018年6月30日，中共中央、国务院发布了《关于完善国有金融资本管理的指导意见》，对今后我国国有金融资本管理作出了顶层设计和重大部署。该意见要求“*严格规范金融综合经营和产融结合，国有金融资本管理应当与实业资本管理相隔离，建立风险防火墙，避免风险相互传递*”。金融控股集团无疑具有典型的金融综合经营及产融结合特征。如何建立有效的金融控股公司和金融控股集团风险管理制度，对中央重大部署的顺利实施显然具有极为重要的意义。

2019年7月26日，中国人民银行发布《金融控股公司监督管理试行办法（征求意见稿）》（以下简称“**《金融控股公司监督办法》**”），公开征求社会各界的意见。迄今为止已7月有余，相信距离该监管文件的正式发布不会太远了。当前，以央企为代表的非金融国有资本控制的金融集团已经成为我国金融市场的重要组成部分。从英美日各国的实践经验来看，公司治理和关联交易一直是金融控股集团风险管理的两大重点和难点。本文拟参照《金融控股公司监督办法》，基于已经颁布的商业银行、证券公司和信托公司的相关监管文件，就未来金融控股集团可能要面临的公司治理和关联交易方面的挑战做一个简要分析。

### 一、金融控股公司与金融控股集团

中国人民银行制定的《金融控股公司监督办法》的直接适用对象是非金融企业设立的金融控股公司和金融控股集团。对于金融机构跨业投资控股形成的金融集团，比如以商业银行和保险公司为核心所构建的大型金融集团，相应的金融监管部门将根据该办法制定具体的实施细则。根据《金融控股公司监督办法》，金融控股公司是非金融企业出资设立的对两个或两个以上不同类型金融机构拥有实质控制权、自身仅开展股权投资管理、不直接从事商业性经营活动的有限责任公司或者股份有限公司。金融控股集团则是金融控股公司及其所控股机构共同构成的企业法人联合体。未经中国人民银行的批准，任何单位不得在名称中使用“金融控股”、“金控”、“金融集团”等字样。根据该办法，金融控股公司可以控股的金融机构有：1. 商业银行，不含村镇银行；2. 金融租赁公司；3. 信托公司；4. 金融资产管理公司；5. 证券公司；6. 基金管理公司；7. 期货公司；8. 人身保险公司；9. 财产保险公司；10. 再保险公司；11. 保险

资产管理公司；12.金融管理部门认定的其他金融机构。对于国有企业申请设立或投资入股金融控股公司，该办法特别要求，应当符合国有资本布局结构调整需要。

凡是符合《金融控股公司监督办法》规定的金融控股公司设立条件的非金融企业或自然人必须向中国人民银行申请设立金融控股公司，接受中国人民银行的监督和管理。对于涉及金融业务的企业集团，如果集团内的金融资产占集团总资产的比重达到或超过 85%，既可由企业集团申请设立金融控股公司，并以金融控股公司及其控股机构共同构成金融控股集团，也可将企业集团母公司设立为金融控股公司，企业集团整体被认定为金融控股集团。但是，根据《金融控股公司监督办法》的规定，金融控股公司的业务范围仅限于所控股的金融机构的管理，以及中国人民银行批准的其他金融业务，以使其具备对所控股的金融机构进行流动性支持的能力。因此，如果企业集团母公司在实际从事商业经营活动，将其申请变更为金融控股公司时，难免要对企业集团的非金融业务和资产进行转让重组。

此外，为了满足《金融控股公司监督办法》设立的金融控股公司的股东资格条件，以及达到该办法要求的金融控股集团的公司治理水平，金融控股公司申请人所在企业集团内部的股权和资产重组也将在所难免。为了推进企业集团的业务和资产重组工作，《金融控股公司监督办法》特别规定，实施经中国人民银行会同国务院银行保险监督管理机构、国务院证券监督管理机构认可的持股整改计划时，企业集团内部的股权整合、划转、转让涉及的资产评估增值等，符合税收政策规定的，可以享受相应的税收优惠政策；因改制接收相关股权环节，涉及证券登记结算机构变更登记的，免收过户费；涉及金融控股公司成为金融机构股东需要重新进行股东资格核准的，金融管理部门应当适用与金融控股公司相适应的股东资格条件。不过，在此类业务和资产的重组过程中，国有股权的处置问题、金融机构股东的资格问题，都将是一个不小的挑战。通常情况下金融股权价值巨大，税负难免沉重不堪，有效税务政策的及时到位对于企业集团重组的重要性不言而喻。现行企业重组税收优惠政策能否满足此类资产重组的需要，是否需要国家税务主管机关另行颁布新的政策文件，均需视实践情况而定。

## 二、金融控股集团的公司治理原则

为了提高国有金融资本管理的科学性和有效性，遵循“完善国有金融资本管理体制，优化国有金融资本管理制度”的指导思想，实现从“管企业”向“管资本”的转变，前述《关于完善国有金融资本管理的指导意见》特别指出应当“遵循实质重于形式的原则，以公司治理为基础，以产权监管为手段，对国有金融机构股权出资实施资本穿透管理，防止出现内部人控制”。可见公司治理在国有金融企业管理过程中的基础性作用。从过去十几年的金融风险处置经验来看，金融机构公司治理机制的缺失或形同虚设也是无法回避的关键问题。

为了确保金融控股公司和金融控股集团的公司治理能够建立在一个扎实的资本结构基石之上,《金融控股公司监督办法》明确要求金融控股公司的股权结构应当简明、清晰、可穿透,金融控股公司的实际控制人和最终受益人可识别。基于此项基本原则,该办法从金融控股公司的股东层面和金融控股集团内部成员之间的股权关系方面特别作出如下规定:1.金融控股公司的法人层级设置必须合理,新设金融控股公司的法人层级原则上不得超过三级,即金融控股公司股东、金融控股公司和所控股金融机构;2.金融控股公司所控股金融机构不得反向持有母公司的股权;3.金融控股公司所控股金融机构之间不得交叉持股。企业集团整体被认定为金融控股集团的,集团内的金融机构与非金融机构之间不得交叉持股;4.金融控股公司所控股金融机构不得成为其他类型金融机构的主要股东,除非金融机构控股与其自身相同类型的或者属业务延伸的金融机构,并经金融管理部门认可。该办法实施前金融控股公司所控股金融机构已经成为其他类型金融机构的主要股东的,鼓励其将股权转让至金融控股公司;5.不得以委托资金、债务资金等非自有资金以及投资基金等方式投资金融控股公司,不得委托他人或者接受他人委托持有金融控股公司的股权。对于股权结构不符合要求的企业集团,在提出金融控股公司设立申请时应当向中国人民银行提交持股整改计划,在金融管理部门认可的期限内,降低组织架构复杂程度,简化法人层级。另外,该办法还规定,关联方众多,股权关系复杂、不透明或者存在权属纠纷的机构或个人不得成为金融控股公司的控股股东或实际控制人。

公司治理机制建立在公司(集团)的股权结构基础之上,没有一个合理的股权结构,公司治理机制将难以有效运行。从已有实践经验来看,公司治理是一个相当复杂的系统工程。建立起一个能够有效防范金融风险的金融控股集团的公司治理机制,需要秉持久久为功精神,在不断试错的过程中探索前进。实事求是地说,金融控股集团的公司治理是一道世界性的难题,很难说哪一个国家在这个方面已经积累了相当成功的经验。基于我国当前的现实情况,对于金融控股公司的公司治理,《金融控股公司监督办法》特别提出了两个原则性要求:1.金融控股公司应当完善公司治理结构,依法参与所控股机构的法人治理;2.金融控股公司不得滥用实质控制权,干预所控股金融机构的独立自主经营,损害所控股金融机构及其相关利益人的合法权益。为此,该办法针对公司治理机制的关键执行主体董事和高级管理人员提出了一些具体要求,比如金融控股公司的高级管理人员原则上可以兼任所控股机构的董事,但不能兼任所控股机构的高级管理人员,所控股机构之间的高级管理人员不得相互兼任。

总体而言,当前的《金融控股公司监督办法》主要为金融控股集团的公司治理提出了一些基本原则。随着未来监管实践的不断丰富,以及对金融集团监管理论研究的深入,一定会有越来越多的执行性规则不断问世。从国有金融控股公司实际工作的层面来看,除了密切关注中国人民银行颁行的金融控股集团公司治理规则、规范、准则或指南之外,还需要认真研

究和执行具体金融监管部门提出的公司治理要求。比如,《商业银行公司治理指引》要求董事会由执行董事和非执行董事(含独立董事)组成,独立董事不得在商业银行担任除董事以外的其他职务,与所聘商业银行及其主要股东之间不存在任何可能影响其进行独立、客观判断的关系。《证券公司治理准则》则要求证券公司与其股东、实际控制人或者其他关联方应当在业务、机构、资产、财务、办公场所等方面严格分开,各自独立经营、独立核算、独立承担责任和风险。至于信托公司,则要求其董事会成员应当包含独立董事,独立董事人数不得少于董事会成员总数的四分之一。单个股东及其关联方、一致行动人合计持有信托公司三分之二以上资本总额或股份总额的信托公司,其独立董事人数不得少于董事会成员总数的三分之一。

### 三、金融控股集团的关联交易原则

金融控股集团与其关联方之间的关联交易不仅会导致出现违背公平竞争和反垄断法的交易,损害市场公平竞争秩序,更是金融风险 and 实体经济风险彼此之间互相传递和放大的重要渠道与工具。为了规范金融控股集团各个关联方之间的关联交易,《金融控股公司监督办法》设定了关联交易的基本原则:1.金融控股公司与其所控股金融机构之间,所控股金融机构之间,以及所控股金融机构与集团内其他机构之间的内部关联交易,应当遵守法律、行政法规和中国人民银行、国务院银行保险监督管理机构、国务院证券监督管理机构的相关规定,并按照企业会计准则进行会计处理。至于如何认定“关联方”、“关联方交易”,则以法律法规和财政部有关财务、会计规定为准;2.金融控股公司与其所控股金融机构之外的其他关联方之间发生的外部关联交易,应当遵循市场原则,不得违背公平竞争和反垄断规则。

理论上讲,对于关联交易的规范准则,应该是越具体越具备可执行性,越容易建立起刚性的制度保障。但是,金融控股集团成员单位之间可以实施的关联交易的数量和形态,从历史经验来看,恐怕会走在监管机构的监管能力建设的前面。因此,对于金融控股集团关联交易的监管,比较现实的做法可能还是采取原则监管为主的思路。为此,《金融控股公司监督办法》特意对以下金融控股公司及其所控股机构之间的关联交易做出了禁止性规定:1.利用其实质控制权损害其他股东和客户的合法权益;2.通过内部交易进行监管套利;3.通过第三方间接进行内部交易,损害金融控股公司稳健性;4.金融控股公司所控股金融机构(财务公司除外)向金融控股公司提供融资,或向金融控股公司的股东和其他非金融机构关联方提供无担保融资等;5.金融控股公司所控股金融机构(财务公司除外)向其他金融控股公司关联方提供的融资或者担保,超过提供融资或者担保的所控股金融机构注册资本总额的10%,或者超过接受融资或者担保的金融控股公司关联方注册资本总额的20%,金融监管部门另有规定的除外;6.金融控股公司所控股金融机构(财务公司除外)和所控股非金融机构接受金融控股

公司的股权作为质押标的；7.金融控股公司对金融控股集团外的担保余额超过金融控股公司净资产的 10%。

除了中国人民银行制定的关联交易规则之外，作为国有金融控股公司的董事、监事和高级管理人员，还须时刻关注中国银保监会、中国证监会、国家外汇局等金融监管机关执行和制定的相关法律、规则和文件。否则，恐怕难以对其所控股金融机构的关联交易风险开展有效的日常管理工作。比如，《中华人民共和国银行业监督管理法》规定，商业银行应当制定关联交易管理制度，并在章程中规定以下事项：1.商业银行不得接受本行股票为质押权标的；2.股东以本行股票为自己或他人担保时，应当严格遵守法律法规和监管部门的要求，并事前告知本行董事会；3.非上市银行股东特别是主要股东转让本行股份的，应当事前告知本行董事会；4.股东在本行借款余额超过其持有经审计的上一年度股权净值，不得将本行股票进行质押；5.股东特别是主要股东在本行授信逾期时，应当对其在股东大会和派出董事在董事会上的表决权进行限制。《证券公司治理准则》则要求证券公司董事会表决有关关联交易的议案时，与交易对方有关联关系的董事回避，董事会会议由过半数的无关联关系董事出席即可举行，会议所作决议须经无关联关系董事过半数通过。出席董事会的无关联关系董事人数不足 3 人时，须将该事项提交股东会审议。至于信托公司，监管机构则要求其董事会设立关联交易控制委员会，及时审查和批准关联交易，控制关联交易风险。而且，关联交易控制委员会成员不得少于三人，独立董事担任负责人。

#### 四、资本补充义务与损害赔偿責任

与英国和美国等历史悠久的世界性金融市场相比，我国现代金融市场的历史还非常短暂。虽然改革开放四十年以来，已经取得了巨大的成就。但是，我们在应对复杂金融风险和系统性金融风险方面依然还需更长时间的积累。如文首处所述，中共中央和国务院已经充分意识到金融综合经营和产融结合可能造成的巨大风险。作为应对金融控股公司可能引发的金融风险的重要措施之一，《金融控股公司监督办法》提出了一项资本补充义务的制度性安排，即：金融控股公司应当建立资本补充机制，当所控股金融机构资本不足时，金融控股公司应当及时补充资本。为此，中国人民银行要求金融控股公司的发起人或者控股股东在提交设立申请时须出具承诺书，承诺必要时由金融控股公司向所控股金融机构及时补充资本金。

此外，对于金融控股公司滥用实质控制权、干预所控股金融机构独立自主经营，导致其发生损失的行为，《金融控股公司监督办法》规定金融控股公司必须对该损失承担责任。至于如何判断实质控制权，该办法也作出了比较细致的规定：1.持有或控制金融控股公司股份总额 50%以上股份或表决权。在计算表决权时应当综合考虑股东直接或者间接持有的可转换工具、可执行认股权证、可执行期权等潜在表决权。2.持有股份总额不足 50%但对金融控股公

司经营管理有实质控制权的股东，以下情形均可以认定为实质控制：（1）通过与其他投资方签订协议或者其他安排，实质拥有被控股金融机构过半数表决权；（2）按照法律规定或者协议约定，具有实际支配被控股金融机构行为的权力；（3）有权任免被控股金融机构董事会或者其他类似权力机构的过半数成员；（4）在被控股金融机构董事会或者其他类似权力机构具有过半数投票权；（5）其他实质控制的情形，包括按照《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》构成控制的情形。

对于拟申请设立金融控股公司的中央企业及其他国有企业而言，如果未来出现了滥用实质控制权的情况，其法律风险是否就仅限于在金融控股公司层面承担相应的赔偿责任？对于这个问题，金融控股公司的发起人或控股股东可能还需要考虑最高人民法院不久前公布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》。比如，该纪要要求，当出现控制股东对公司过度支配与控制，操纵公司的决策过程，使公司完全丧失独立性，严重损害公司债权人利益的情形时，法院应当判决滥用控制权的股东对公司债务承担连带责任。

## 第十章：中央企业投资基金的监管现状及问题分析

作者：康秋宁 | 王京鹤 | 刘宪来

近年来，私募股权投资基金在中国发展迅猛，在激发市场活力，助推产业经济发展方面起了极大的促进作用。在此过程中，一方面，许多中央企业通过开展私募股权投资基金这一创新投资业务，响应落实国家创新驱动战略和服务实体经济的号召，有力地推动了国有企业改革和产业转型升级；另一方面，我们也看到中央企业投资基金运作不规范、管控不足导致的中央企业投资基金风险事件频出。本文希望就中央企业投资基金的监管现状进行梳理以就中央企业投资基金的风险防范提供有益建议。

### 一、中央企业投资基金的界定

本文所探讨的中央企业投资基金，是指由中央企业或其子企业（以下简称“**中央企业**”）参与出资设立的合伙制私募股权投资基金。根据中央企业在基金中的角色不同，以及出资金额和出资比例的不同，中央企业投资基金又可以分为中央企业可以控制的基金和中央企业不控制的基金（以下简称“**参股基金**”或者“**基金**”）。按照合伙制企业的特点，一般而言，该等参股基金可能是中央企业在基金的普通合伙人/管理公司（以下简称“**GP**”）中参与出资，但并非 **GP** 的控股股东；或者在基金中作为有限合伙人（以下简称“**LP**”）出资；又或者两者兼而有之。

笔者此前也服务过大量的中央企业、国有企业参与投资私募基金的案例，同时也为监管机关提供法律支持。结合过往实践，参股基金是中央企业投资基金的风险高发区，本文仅就中央企业投资不实际控制的参股基金予以探讨分析。

### 二、中央企业参股基金的形成原因和监管现状

目前，合伙制基金仍然是市场上私募股权投资基金的主流形式，即由出资较少、持股比例较小的 **GP** 执行合伙事务并实际控制合伙企业。由于《合伙企业法》第 3 条对中央企业担任普通合伙人明确禁止：“国有独资公司、中央企业、上市公司以及公益性质的事业单位、社会团体不得成为普通合伙人”，因此为合规目的，很多中央企业选择仅作为基金的 **LP**，或者即使在 **GP** 中出资，也倾向于作为 **GP** 的非控股股东。换言之，市场上存在大量中央企业虽然参与出资，但并不予实际控制的基金，即参股基金。

从立法层面，截至目前，尚无针对中央企业投资设立私募股权投资基金及其风险管控的

专门法律法规出台，如果将基金视为中央企业的对外投资（实际上在实践中也是将中央企业投资基金按照金融产品对外投资进行管理），则中央企业设立参股基金以及投后管理可以参考《中央企业投资监督管理办法》（以下简称“34号令”）的有关规定。但34号令更多是关于中央企业对外投资投前、投中和投后原则性的规定，例如投前应当进行项目评估论证，投中定期对实施、运营中的投资项目进行跟踪分析，投后编制年度投资完成情况报告，总结投资经验，为后续投资活动提供参考。针对具体的投资决策程序和管理制度，办法则要求中央企业结合本企业实际，做好投资管理制度建设，明确相应的管理机构。

从中央企业内控层面，虽然中央企业通常会制定内部控制基本制度、对外投资管理制度以及子公司投资管控制度，对其自身及子公司的公司治理、投资运营、人事任免和财务管理等方面进行规范。但谈及子公司的管控，基本上是指中央企业控股子公司的管控，中央企业为子公司管控所制定的内部制度的适用对象为中央企业的控股子公司，当这些制度偶尔提及参股子公司时，一般也仅以“参股子公司参照控股子公司规定执行”一带而过。在中央企业很少见到有专门针对参股子公司制定的完整的内部管理制度。

导致上述参股子公司管控制度上缺失的深层次原因，在财务上主要是参股子公司不属于中央企业并表管理的企业，而在日常运营方面，中央企业作为小股东，无论在股东会还是董事会层面，均无法对公司决策施加重大影响，也很难改变控股股东决策的结果。我们了解到一些中央企业一直有加强对参股子公司的管控的意愿，将中央企业的管理要求延申至参股子公司，但参股子公司的控股股东及其委派的管理层显然缺乏动力适用中央企业的管理要求。

鉴于上述原因，在实践中，作为参股子公司管理的参股基金非常容易脱离中央企业的管控，出现管控不足、风险防范不到位，最终造成中央企业的投资损失。

### 三、中央企业投资基金管控的主要问题

#### （一）内控制度缺位

谈到中央企业对参股基金的监管薄弱，首要原因就是作为基金的出资人-中央企业，未就参股基金和参股子公司（主要是中央企业在基金管理公司中出资的情形，以下简称“**基金和基金管理人**”）制定行之有效的管理制度，而仅对所控股企业制定了相关的管理规定，通常为中央企业自身的对外投资管理办法以及控股子公司的对外投资管理办法。例如中央企业的对外投资管理办法中常见如下描述，“*本办法适用于公司及其所属企业实施的投资事项。所属企业是指公司能够控制的各类被投资企业，包括拥有 50%以上权益性资本或拥有权益性资本，或虽不足 50%但具有实际控制权的企业。*”上述办法可以在中央企业进行对外投资以及其投资的控股子公司再投资两个层面对投资议事决策机构、组织结构、投资管理权限及流程、投资

责任追究方面提出要求并进行管理，但是对于参股子公司，则缺乏相应的制度和规定，因此当基金和基金管理人在运营和对外再投资过程中发生重大事项或重大变更时，包括基金管理人股权变更、基金的架构搭建、资金募集、投向、再投资等方面，中央企业往往没有对应的针对该等重大事项和变更的内部决策要求和流程，该等事项的可行性和风险可能并未经过中央企业的有效论证和集体决策。

## （二）委派人员失职

上述制度缺位还进一步延伸至中央企业委派至基金和基金管理人的董监高和专门委员会成员的履职。一般来说，如果中央企业未就参股子公司管控制定有效制度，其通常也不会建立委派参股子公司董监高等人员管理的制度及运行体系，即对该等人员的工作职责、权限、任职条件、工作流程、述职、报告、考核奖惩等设立一整套制度。而上述委派人员管理制度的缺失，又可能进一步导致中央企业委派至基金和基金管理人的董监高和专门委员会委员因为专业能力不足、精力有限和分工不明等原因，发生不同程度的未按要求履职或未能正确履职问题。在缺乏有效的奖惩、监督机制情况下，该等委派人员未履职或未正确履职问题也无法得到及时有效地纠正，中央企业委派人员参与和监督基金运营的目的落空，也由此引发中央企业利益被基金其他方侵害的情况时有发生。

## （三）已有制度未能有效执行

除了制度真空导致的基金管控问题，中央企业投资基金常见的高风险问题还包括已有制度未能有效执行，主要包含违规决策以及投资管理不力两方面。

未按规定程序集体决策和决策未经充分论证是最常见的违规决策情形。作为中央企业，其对外投资以及对外投资项目的重大变更往往需要履行总经理办公会、董事会和党委会决策程序。而在实践中，中央企业的参股基金发生问题往往与违规决策相关联，问题发生后总能追查到事前违规决策的情况。

中央企业的对外投资办法一般均设有投前、投中和投后管理的相关规定，例如“投资项目一经决策机构审定通过，责任主体应成立项目实施小组或指定相关部门进行具体落实”，“对投资项目的执行情况进行跟踪检查”，“如发现项目执行情况与审批或备案的内容差距较大，集团公司将要求所属企业分析原因，提出整改措施”，“由专人跟踪投资的进展情况及投资安全状况，及时了解异常情况，并上报集团公司，以便及时采取措施防止投资风险”，“及时了解投资项目执行情况、项目公司的运营状况，定期获取项目公司三会决议、经营数据、财务报表等文件，了解项目公司业务、运营、财务状况、客户关系、员工关系等情况，并向公司报告；及时了解主要包括项目备案、审批情况、项目公司设立或变更、资金筹措及投入、

建设进度、合同协议执行、公司治理、潜在纠纷及风险等”。然而在实践中，参股基金出现问题往往源于有些中央企业不重视并且没有严格履行有关投资管理的有关要求，导致已有制度成为一纸空文。

鉴于上述制度、人员和执行层面等原因，中央企业不能有效参与基金和基金管理人的日常经营管理，不能及时掌握其经营状态和财务情况，无法及时有效地防范风险并在风险发生时及时止损，最终导致财务、声誉损失和国有资产流失。

#### **四、中央企业投资基金防范风险的建议**

##### **（一）审慎选择合作基金管理人**

中央企业参与私募股权投资基金业务往往不是为了追求简单的财务回报，因此在确定合作方之前，应当首先明确投资基金的目的和定位，该等定位应当契合国家对于中央企业投资基金的职能定位，与中央企业的主营业务有协同作用。其次，鉴于中央企业的非控股地位，其对基金和基金管理人难以直接施加影响和控制，一旦基金失控则会给中央企业和国有资产造成重大损失，这种情况下尤其是对于财务性基金的合作基金管理人的选择必须慎之又慎。中央企业应当严格履行尽职调查程序，对合作基金管理人进行全面的尽职调查，以确定合作基金管理人的适格性和管理能力，并通过集体决策最终决定基金管理人，原则上应选择具有良好过往业绩、完善内部治理结构的市场头部机构作为合作对象。

此外，中央企业还应当严格管理参股基金对于中央企业名号的使用。实践中不少基金产品冠以中央企业的名号，但如果参股基金因运营不善出现资金链断裂、经营终止以及亏损等一系列问题，包括但不限于员工劳动仲裁、违约纠纷、投资者向基金业协会投诉以及基金业协会的自律监管措施，由于参股基金使用了中央企业名号，中央企业往往被投资者误认为基金的实际控制人，其处境将十分被动，不但需要出面处理残局，还会面临社会声誉受损的不利局面。考虑到前述情况，在中央企业不控制基金和基金管理人的情况下，建议不将中央企业名号授权给基金使用。

##### **（二）加强制度建设和执行**

国资监管部门应当制定针对基金和基金管理公司的专门管理制度，对中央企业投资基金的业务开展和风险防范进行有效指导，使得中央企业投资基金既能助力产业发展，又能规范有序运行。

中央企业还应当尽快建立健全针对基金和基金管理人的风控制度，为基金管理人和基金募投管退全流程的合规管理和风险管控提供参考依据。中央企业还可以结合中央企业责任追究有关法律法规建立责任追究机制，明确中央企业基金业务开展的责任人和主管机构，对于

管控不力、违规经营造成国有资产流失的主要责任人员进行追责问责。

### （三）分散投资防范风险

中央企业可以建立分散投资制度，明确对单只基金以及单个项目的投资金额上限，分散投资风险。而在投资协议方面，也可以通过条款设计，达到分散风险的目的。例如就实际出资进度，约定在其他投资人当期出资缴付一定比例后再出资，以防范其他投资人出现大面积违约的风险；在退出机制上，约定如投资策略出现严重偏离，管理人出现重大违约，中央企业可以退出。还可以要求基金通过在被投公司章程中明确设定优先权（包括但不限于优先认购权、优先购买权、共同出售权、优先分红权、优先清算权、反稀释、赎回权等），保证基金作为投资人的各项权利。

### （四）加强对参股基金投资的事中和事后监管

尽管中央企业或其子公司作为参股基金的有限合伙人，主要享有经济性权益，无法在治理结构上对参股基金形成有效监管。但可以考虑设计必要的否决权机制，对于超出参股基金投资范围，或对存在明显法律、财务问题，构成与管理人的关联交易的投资行为在投资决策时享有一票否决权，降低投资风险。建议可以考虑参照保险资金投资私募基金等做法，加强对合作管理人和参股基金信息披露方面的要求，随时掌握参股基金的动态，对于出现苗头的风险进行预警，并采取必要的行动。

### （五）进一步加强中央企业法律风险梳理

近年，部分中央企业开展内部专项法律风险梳理活动，聘请律师就专门领域或者专项内容梳理法律风险点。就中央企业投资基金业务，可以在自查基础上聘请外部律师协助中央企业梳理风险，制作基金合同范本，梳理法律风险库、案例库，出具法律分析管理报告以及法律风险防范指引，对基金业务的高发风险进行有效预防和管控。

## 五、展望

近日，国资委印发《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》，要求国有资产监督管理机构对本级人民政府授权履行出资人职责的国家出资企业（不含国有资本参股公司）及其拥有实际控制权的各级子企业对有限合伙企业出资所形成的权益及其分布状况进行登记。登记类型包括占有登记、变动登记和注销登记。该规定还指出，国家出资企业负责填报其对有限合伙企业出资所形成权益的相关情况，并按照出资关系逐级报送国家出资企业；国家出资企业对相关信息进行审核确认后完成登记，并向国有资产监督管理机构报送相关信息。这一规定的出台被解读为有限合伙企业、基金国资监管序幕的拉开，随着合伙企业的国有权益确权登记

制度的出台，以及在国有资产监督管理机构逐步摸清有限合伙企业和基金中的国有权益情况后，未来将有更多的关于基金国有权益监管的配套制度出台，中央企业投资基金监管必将进一步加强。

## 第十一章：国有性质政府引导基金投融资交易适用 PE/VC 惯常交易条款问题分析

作者：代广颖 | 郭嘉 | 王梦露 | 王天时

根据投中研究院于2019年10月发布的《2019中国政府引导基金专题报告》<sup>1</sup>，截至2019年6月底，国内共成立1,311支政府引导基金，自身总规模达19,694亿元，政府引导基金母子基金群总规模约为82,271亿元。该等政府引导基金多为有限合伙制或者公司制，由于政府引导基金的国有性质<sup>2</sup>，其可能受到一系列关于国有资产监管规定的约束，如购买资产可能需要进行评估、出售资产需要公开挂牌征集受让人并进行评估等。而投融资交易中的惯常交易条款可能会和前述监管要求存在冲突，本文将针对前述可能的适用冲突问题进行分析并提出应对建议。

### 一、优先清算权

在目标公司完成多轮融资的情况下，由于后轮投资人投资价格高于前轮投资人投资价格，后轮投资人通常会在交易文件的清算条款中要求在发生清算事件时有优先受偿的权利，即“后入先分”。但根据《中华人民共和国公司法》（以下简称“《公司法》”）第一百八十六条的规定，公司的清算财产在支付应付费用和税款后，应按照股东出资比例或者股份比例进行清算，且未规定“公司章程另有约定的，从其约定”的例外条款。此条是否意味着清算财产在股东之间必须按持股比例分配（且不可另行约定），目前尚无明确规定或结论意见。为避免清算条款被法院认定为违反前述规定被判无效而不具有可执行性，投资人通常会要求在清算条款中加入如下类似约定，“如按照相关法律法规规定，各投资人不能按照本清算条款分得优先清算金额，在各股东获得法律规定的清算金额后，公司各股东间应通过无偿转移、受让或法律许可的其他方式再次调整其从初次分配中获得的清算金额，使得投资人实际取得的金额等于优先清算金额”，以该等间接实现方式保障投资人落实优先清算权。

针对直接实现优先清算的安排（即不按照股比分配，直接按照约定规则进行清算分配），近期已有判例确认了优先清算条款的法律效力。北京三中院在（2019）京03民终6335号判

<sup>1</sup> 报告全文参见：<https://www.chinaventure.com.cn/report/1005-20191021-1573.html>。

<sup>2</sup> 政府引导基金有可能因为股东性质，而不被认定为国有性质。为本文便利讨论期间，本文所述的政府引导基金均假设为纯国有性质，被投资公司为境内设立的内资非国有有限责任公司，且投资完成后，被投资公司仍为非国有性质。本报告其他章节针对国有企业的认定以及相关管理要求进行了汇总和分析，读者亦可以有针对性地参考上述文章。

决议中认为股东协议“约定在支付了法定优于股东之间分配的款项后，股东内部对于分配顺序进行约定并不违反公司法的规定，对优先清算权的约定并不违反法律法规”。如果后续的司法解释或者司法实践政策进一步支持北京三中院的上述观点，则政府引导基金在适用该条款时，可以直接适用直接优先清算的相关约定，而不存在适用冲突问题。

如果所在地法院或者监管部门不支持上述意见<sup>3</sup>，而认定清算财产必须按照股比分配，则包括政府引导基金在内的投资人可能需要通过变通方案间接实现优先清算权。在间接实现优先清算权安排下，如果政府引导基金作为前轮投资人，可能需要按照该等条款的约定将已经获得的清算款项向后轮投资人予以支付，以实现后轮投资人的优先清算权益；而政府引导基金已获得的清算款项作为国有资产，如按照协议条款约定直接向后轮投资人进行支付，很可能存在操作障碍且也有可能无法通过国有企业后续的内部审计。从政府引导基金运作合规角度而言，在不能确定该等清算条款可以充分得到实现的前提下，政府引导基金应审慎评判该等条款是否能够接受，并向公司及后轮投资人充分释明风险，以保障自身运作的合规性；后轮投资人在面对前轮投资人中的政府引导基金时，亦应充分考虑该等风险并考量替代方案，避免产生争议或纠纷。

## 二、优先认购权

在目标公司进行新一轮融资时，政府引导基金作为前轮投资人，会根据交易文件的约定享有优先认购权，有权以同样的价格和条件优先于后轮投资人认购目标公司新增注册资本，但该等后轮次融资的价格通常高于政府引导基金进入公司时的价格。

根据《企业国有资产评估管理暂行办法》（以下简称“《评估暂行办法》”），企业有下列行为之一的，应当对相关资产进行评估：……（四）非上市公司国有股东股权比例变动；……（十）收购非国有单位的资产。因此，政府引导基金在行使优先认购权、认购目标公司新增注册资本时，需要按照前述规定履行评估手续。但是，根据交易文件的约定，政府引导基金行使优先认购权的价格为后轮投资人与公司协商一致的固定价格，如果交易价格高于评估价格，意味着政府引导基金的投资成本高于评估价值，很可能因此无法通过内部审批或者后续内部审计。

## 三、对赌及特定条款项下的回购安排

在交易文件中，投资人通常会要求目标公司及/或创始股东对目标公司未来一段时间的净利润、目标公司成功上市时间等做出相应承诺，如目标公司无法完成，则需要对投资人进行

---

<sup>3</sup> 中国并非判例法国家，过往的判决虽然具有一定的参考意义，但并不会对后续的具有法定的强制效力。

补偿，包括但不限于现金补偿或股权补偿等。在此情形下，投资人有权要求创始股东回购其持有的公司全部或部分股权；在除触发对赌条件的其他回购条件达成的情况下，如公司发生重大不利变化、创始人实质性违约等，投资人也有权根据交易文件的约定要求创始股东回购其持有的全部或部分股权。该等条款中会进一步约定回购价格，在实践中，各方多以返还投资本金及按照一定的年化回报率计算收益的方式确定回购价格。

对于政府引导基金而言，按照《企业国有资产交易监督管理办法》（以下简称“**32 号令**”）的规定，国有企业产权转让原则上应通过产权市场公开进行，只有在个别特殊情况下，国有及国有控股企业之间的产权转让以及同一控制下的国家出资企业内部重组而进行产权转让的，可以采取非公开协议转让方式<sup>4</sup>；按照《评估暂行办法》及 32 号令的规定，国有企业进行产权转让的，需要进行评估，且转让底价不得低于经核准或备案的转让标的评估结果<sup>5</sup>。

针对回购交易是否需要按照国有资产转让的相关规定履行进场交易程序，已有部分地方政府引导基金在管理办法中明确规定，政府产业基金在退出时，可以按照章程协议约定的条件、方式退出；部分地方政府在当地的政府引导基金管理办法中进一步规定，如章程或合同中未约定退出条件或退出方式，则需要履行评估程序，或公开挂牌转让退出；笔者理解，在该等规定项下，如各方已约定退出条件及退出方式，政府引导基金则可以按照各方的约定协议退出，无需额外履行评估或进场交易手续。笔者搜集整理的部分地方政府引导基金相关规定具体如下：

序号	法规名称	颁发机构	生效时间	对应条款
1.	《宁夏回族自治区政府投资基金管理办法（试行）》	宁夏回族自治区政府办公厅	2020.1.1	第二十三条：“政府投资基金可通过社会出资人回购、股权转让、到期清算或者协议约定的其他市场化方式退出。出资人根据投资基金具体情况在基金章程、合伙协议或投资协议中约定退出条件和方式。”
2.	《辽宁省产	辽宁省人民	2019.11.6	第二十三条：“引导基金退出时应当按

<sup>4</sup> 《企业国有资产交易监督管理办法》第十三条：“产权转让原则上通过产权市场公开进行。转让方可以根据企业实际情况和工作进度安排，采取信息预披露和正式披露相结合的方式，通过产权交易机构网站分阶段对外披露产权转让信息，公开征集受让方。其中正式披露信息时间不得少于 20 个工作日。因产权转让导致转让标的企业的实际控制权发生转移的，转让方应当在转让行为获批后 10 个工作日内，通过产权交易机构进行信息预披露，时间不得少于 20 个工作日。”第三十一条：“以下情形的产权转让可以采取非公开协议转让方式：（一）涉及主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域企业的重组整合，对受让方有特殊要求，企业产权需要在国有及国有控股企业之间转让的，经国资监管机构批准，可以采取非公开协议转让方式；（二）同一国家出资企业及其各级控股企业或实际控制企业之间因实施内部重组整合进行产权转让的，经该国家出资企业审议决策，可以采取非公开协议转让方式。”

<sup>5</sup> 《企业国有资产评估管理暂行办法》第六条：“企业有下列行为之一的，应当对相关资产进行评估：……（四）非上市公司国有股东股权比例变动；（五）产权转让；……。”《企业国有资产交易监督管理办法》第十七条：“产权转让项目首次正式信息披露的转让底价，不得低于经核准或备案的转让标的评估结果。”

序号	法规名称	颁发机构	生效时间	对应条款
	业（创业）投资引导基金管理暂行办法（辽政办发[2019]31号）	政府办公厅		照协议约定的条件退出；协议中没有约定的，应聘请具备资质的资产评估机构对出资权益进行评估，作为确定基金退出价格的依据。”
3.	《成都市政府投资基金暂行管理办法》	成都市人民政府	2019.2.26	第三十四条：“投资基金可通过社会出资人回购、股权转让、到期清算或者协议约定的其他市场化方式退出。出资人根据投资基金具体情况在基金章程或合伙协议中约定退出条件和方式。”
4.	《广州市政府投资基金管理办法》（穗财规字[2017]2号）	广州市财政局	2017.6.6	第二十二条：“政府出资从投资基金退出时，应当按照章程约定的条件退出；章程中没有约定的，应聘请具备资质的资产评估机构对出资权益进行评估，作为确定投资基金退出价格的依据。退出工作由业务主管部门组织实施。”
5.	《上海产业转型升级投资基金管理办法》（沪经信法[2017]82号）	上海市经济和信息化委员会、上海市财政局	2017.3.20	第二十条：“政府投资基金形成的股权，投资时在投资协议及相关合同中载明退出条件和退出方式的，可以按照合同约定退出；投资时未约定退出条件和退出方式的，可以按规定进行资产评估后，以不低于评估值退出，或者以评估值为依据在产权交易市场公开挂牌转让退出。”
6.	《浙江省政府产业基金投资退出管理暂行办法》（浙财企[2016]93号）	浙江省财政厅	2016.10.1	第十条：“政府产业基金退出，应当根据有关法律法规并按照章程协议约定的条件、方式办理退出手续；章程协议没有约定的，原则上应当在依法设立的产权交易机构中采取公开挂牌方式办理退出，并事先应聘请具备资质的中介机构对出资权益进行评估，作为确定政府产业基金退出价格的重要参考依据。”
7.	《福建省产业股权投资基金暂行管理办法》（闽政办[2016]102号）	福建省人民政府办公厅	2016.6.29	第二十四条：“政府出资从投资基金退出时，应当按照章程约定的条件退出；章程中没有约定的，应聘请具备资质的资产评估机构对出资权益进行评估，作为确定投资基金退出价格的依据。本章节有关基金的终止和退出的规定，同样适用于子基金。”

序号	法规名称	颁发机构	生效时间	对应条款
8.	《北京创造·战略性新兴产业创业投资引导基金管理暂行办法》	北京市发展和改革委员会	2012.5.12	第二十六条：“引导基金投资形成的股权应兼顾公共财政原则和市场化运作要求，确定退出方式及退出价格。对投资于天使期和初创期项目，在退出时予以适当让利。”

基于以上，如政府引导基金所在地已出台办法，允许政府引导基金对回购方式及回购条件在公司章程或投资协议中做出约定并且可以按照约定执行，则可以按照约定，以协议受让的方式要求创始股东回购股权；如政府引导基金所在地尚未出台相关规定，或各方未在协议中明确约定，则很可能需要履行进场交易程序。

在政府引导基金要求创始股东回购其持有的目标公司股权时，根据国资监管规定，需要对该等股权进行评估，操作中无法排除评估价格与约定的回购价格差异较大的可能性。如约定的回购价格高于评估价格，则不会产生国有资产流失的嫌疑；如约定的回购价格低于评估价格，按照约定的回购价格进行回购有被认为是国有资产流失的可能。从政府引导基金运作合规性角度考虑，可以将回购条款中的回购价格约定为以下价格中较高者：（1）投资本金加上一定年回报率之和；（2）投资人要求回购股权经评估后的评估价值；（3）投资人要求回购股权的市场价值。通过该等约定，可以保证回购价格不低于评估价格，避免国有资产流失。但是，上述安排也可能存在如下问题：（1）针对评估价值，公司、政府引导基金及其他投资人各方的立场不同，对于评估结果很容易产生争议；（2）对于公司股权的评估结果，其价格变动幅度较大，操作的直接简明程度上不够；（3）公司或者其他适用对赌条款的股东可能不同意相应的安排。

#### 四、共同出售权

共同出售权，简称为“共售权”，是指目标公司首次公开发行之前，如果创始股东或目标公司其他股东向第三方转让股权，则投资人有权按照拟出售股权的股东与第三方达成的价格和条件参与到这项交易中，按照一定的规则向第三方转让股权。通过主张共售权，投资人一方面可以起到限制创始股东退出目标公司的作用，另一方面也能够为投资人创造退出的机会。

《公司法》中虽然没有关于共售权的具体规定，但在《公司法》没有明确禁止的情况下，共售权的实施在目前的中国法律框架下并没有实质性障碍，投融资双方可以在投资协议或股东协议中对共售权进行约定。

由于行使共售权是政府引导基金对外转让所持目标公司股权（假设受让方均非国有性质），

因此若政府引导基金行使共售权，则所涉及的国资监管问题与“对赌及特定条款项下的回购安排”基本相似，故具体分析及建议请参见“对赌及特定条款项下的回购安排”部分。

## 五、领售权

领售权，又称强卖权、强制随售权或拖带权，是指如果目标公司在一个约定的期限内没有上市，或事先约定的其他出售条件成就，则投资人有权要求创始股东、其他股东和自己一起向第三方转让股权，创始股东、其他股东必须按照投资人与第三方达成的价格和条件及投资人在目标公司中的股权比例向第三方转让股权（不同的投资项目中，会根据实际情况的不同，对领售权设置不同的前提条件，如一定估值、一定比例的投资人同意等）。《公司法》第七十一条第一款虽然规定“股东向股东以外的人转让股权，应当经其他股东过半数同意”，但第三款规定“公司章程对股权转让另有规定的，从其规定”。因此，在不违反法律法规禁止性规定的前提下，《公司法》充分尊重公司的自治权，允许投资人与创始股东作出领售权安排。

投资人行使领售权时，可以主要分为两种情形：（1）由政府引导基金作为领售权行权人行使领售权，或（2）由其他投资人行使领售权，政府引导基金作为领售权被行权人。在政府引导基金作为领售权行权人的情况下，由政府引导基金指定受让方。在该等情况下，政府引导基金可以根据 32 号令的规定以进场交易的方式进行股权转让，并根据《评估暂行办法》的规定履行评估程序。由于股权交易由政府引导基金主导，股权出售的价格也由政府引导基金确定，因此该股权出售的程序和交易价格不难满足 32 号令及《评估暂行办法》对于进场交易和评估的要求。在该等情况下，笔者暂未发现政府引导基金行使领售权与 32 号令或《评估暂行办法》存在比较明显的冲突。

但假设政府引导基金作为领售权被行权人，即由其他投资人提出领售要求，政府引导基金按照其他投资人指定的出售对象以及价格出售所持目标公司权益时，此时该交易并非由政府引导基金主导，股权出售的价格和程序亦非由政府引导基金确定。在该等情况下，政府引导基金进行的股权出售的行为可能无法满足进场交易的要求，或实际交易价格低于评估价格，从而存在潜在的冲突。因此，笔者建议，在政府引导基金作为领售权被行权人被动转让其所持有的目标公司的股权时，政府引导基金应事先与领售权行权人就股权出售的程序、价格等进行充分沟通并释明风险；否则，笔者认为该等被动行使的领售权可能由于未经进场交易、交易价格低于评估价格等问题违反国资监管的有关规定。行使领售权的投资人在面对被行权人的政府引导基金时，亦应充分考虑该等风险并考量替代方案，避免产生争议或纠纷或者领售权的落空。

## 六、反稀释条款

反稀释条款，又称反摊薄条款，是指在目标公司进行后续项目融资或者定向增发过程中，投资人为避免自己的股权贬值或份额被过分稀释而采取的措施，其通常可以分为“完全棘轮”条款和“加权平均价格”条款。由于公司低价出售股权时，投资人持有的公司股权有可能贬值或被过分稀释，在此种情况下行使反稀释权利，投资人有权获得补偿，因而反稀释条款可以保障投资人的股权不被稀释。根据股权的来源不同，可以将反稀释保护的类型分为公司补偿和创始股东补偿两种类型。公司补偿是指当触发反稀释条款时，由公司向投资人发行新的无偿股权，以弥补投资人股权稀释所遭受的损失；创始股东补偿是指当触发反稀释条款时，由公司的创始股东向投资人转让其持有的公司股权以补偿投资人。

在触发反稀释权的情况下，若公司以低于此前最后一轮的价格进行融资，则需要公司向政府引导基金低价发股，或者由创始股东低价转让股份给政府引导基金。笔者认为，若政府引导基金投资目标公司后未改变目标公司的原有性质，即在目标公司不是国有企业的前提下，公司或创始股东对政府引导基金低价发股和低价转让的行为不属于 32 号令规定的国有资产交易行为，因此无须履行进场交易程序。但由于政府引导基金在目标公司持有的股权将发生变动，政府引导基金需要根据《评估暂行办法》的有关规定履行评估手续。在触发反稀释权的情况下，公司或创始股东对政府引导基金发股和转让的价格通常均低于实际价值，因此该发股或转让行为不会影响国有评估或审计。

## 七、股份兑现安排

投资人在决定是否对公司特别是初创公司进行投资时，通常较为看中公司的创始股东和管理团队，股份兑现条款是投资人保证创始股东和管理团队稳定的一个重要手段。一般而言，投资人希望创始股东和管理团队的股份都要经过一定的时间才可以完全兑现。例如，在创始股东和管理团队的股份分四年兑现的情况下，每年兑现 25% 的股份（也可以采用加速兑现的方式），创始股东或管理团队必须在目标公司履职四年才能拿到其所有的股份。若创始股东或管理团队未到兑现节点便提前离开公司，则根据股份兑现的约定，创始股东或管理团队只能拿到已经兑现部分的股份。对于未兑现部分的股份，通常会约定由公司或者由投资人以较低的价格收回。

同触发反稀释权的情况相似，投资人通常会以较低的价格对创始股东未兑现部分的股份进行回购，若政府引导基金投资目标公司后未改变目标公司原有性质，即在目标公司不是国有企业的前提下，公司或创始股东对政府引导基金低价发股和低价转让的行为不属于 32 号令规定的国有资产交易行为，因此无须履行进场交易程序，但仍需要根据《评估暂行办法》的有关规定履行评估手续。

## 八、定时退出条款

在国内特定省份，部分引导基金会在融资完成后特定时间内，主动退出以让利被投资企业和创业者，退出方式包括投资本金+固定回报，或者参考下一轮融资价格等方式。以浙江省为例，根据浙江省财政厅 2015 年 7 月印发的《浙江省天使梦想基金操作管理办法》，该基金采取“资助+期权+激励”相结合的方式，由浙江金控投资管理有限公司代表天使梦想基金与创业团队签署资助协议，并办理行权、退出等相关事宜；根据该办法，行权项目经一段时间培育后，在项目团队引进新一轮股权融资时，浙江金控投资管理有限公司根据创业项目企业新一轮股权融资的估值情况，通过协议转让方式退出所持股权，退出变现的股权溢价税后收益，其中 70% 部分一次性奖励给创业团队，其余股权溢价税后收益和 20 万元股本金转入“浙江省天使梦想基金”专户循环使用。该办法的出台主要是为了鼓励创业、激励创业团队，因而在退出方面有较为特殊的规定。在该等规定项下，政府引导基金通过协议方式退出，未明确要求履行评估或进场交易程序。

针对该等情况，如前所述，根据 32 号令及《评估暂行办法》关于转让国有产权的一般规定，转让国有资产需要履行评估及进场交易程序，转让价格不得低于评估价格，并且需要公开征集受让方。尽管 32 号令已规定，政府设立各类股权投资基金投资形成企业产（股）权对外转让，按照有关法律法规规定执行，但各地方政府或主管部门各自出台的引导基金管理办法恐怕无法被视为“法律法规”；各类政府引导基金在退出时，如未履行进场交易程序且并未经过评估，虽然符合当地的地方性规定要求，但严格来讲，该等退出程序和国有资产监管法律法规的相关要求并不完全相符；对于此类问题的定性以及处理，还有待于国资主管部门及司法部门的进一步规定或者意见认定。

## 九、基金境外投资问题

私募股权投资基金因其比较灵活的运作机制和高效的筹融资模式，一直以来在对外投资和经济合作领域扮演着重要的角色。近年来，为配合国家“一带一路”的政策，部分地方的政府引导基金已经开始参与到境外的项目投资，或在境外搭建基金<sup>6</sup>。与投资境内企业相比，除需要履行相应的产权登记、评估程序外，政府引导基金在投资境外企业时还需要根据如下规定履行相应的审批、备案程序，具体如下：

序号	法规名称	颁发机构	生效时间	对应条款
1.	《企业境外投资管理办	国家发展和改革委员会	2018.3.1	第十三条第一款：“实行核准管理的范围是投资主体直接或通过其控制的境

<sup>6</sup> 相关文章链接：《深度报告 | 政府引导基金的现状及未来变局》，<http://dy.163.com/v2/article/detail/EA00584K0519G7ME.html>。

序号	法规名称	颁发机构	生效时间	对应条款
	法》(国家发展和改革委员会令 第 11 号)			<p>外企业开展的敏感类项目。核准机关是国家发展改革委。”</p> <p>第十四条第一款、第二款：“实行备案管理的范围是投资主体直接开展的非敏感类项目，也即涉及投资主体直接投入资产、权益或提供融资、担保的非敏感类项目。实行备案管理的项目中，投资主体是中央管理企业（含中央管理金融企业、国务院或国务院所属机构直接管理的企业，下同）的，备案机关是国家发展改革委；投资主体是地方企业，且中方投资额 3 亿美元及以上的，备案机关是国家发展改革委；投资主体是地方企业，且中方投资额 3 亿美元以下的，备案机关是投资主体注册地的省级政府发展改革部门。”</p>
2.	《关于发布<对外投资备案（核准）报告暂行办法>的通知》（商合发[2018]24号）	商务部、中国人民银行、国务院国有资产监督管理委员会、中国银行及保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局	2018.1.18	第六条：“商务主管部门、金融管理部门依据各自职责负责境内投资主体对外投资的备案或核准管理。国务院国资委负责履行出资人职责的中央企业对外投资的监督管理。相关主管部门应根据各自职责按照“鼓励发展+负面清单”的模式建立健全相应的对外投资备案（核准）办法。”
3.	《国家外汇管理局关于进一步简化和改进直接投资外汇管理政策的通知》（汇发〔2015〕13号）	国家外汇管理局	2015.6.1	第一条：“取消境内直接投资项下外汇登记核准和境外直接投资项下外汇登记核准两项行政审批事项改由银行按照本通知及所附《直接投资外汇业务操作指引》（见附件）直接审核办理境内直接投资项下外汇登记和境外直接投资项下外汇登记（以下合称直接投资外汇登记），国家外汇管理局及其分支机构（以下简称外汇局）通过银行对直接投资外汇登记实施间接监管。”
4.	《境外投资管理办法》（商务部令 2014 年第 3	商务部	2014.10.6	第六条：“商务部和省级商务主管部门按照企业境外投资的不同情形，分别实行备案和核准管理。企业境外投资

序号	法规名称	颁发机构	生效时间	对应条款
	号)			涉及敏感国家和地区、敏感行业的，实行核准管理。企业其他情形的境外投资，实行备案管理。”

由此可以看出，相较于政府引导基金境内投资，政府引导基金向境外企业投资的程序较为复杂，需要主管部门核准、备案，不确定因素较多，完成交易的时间较长。因此，如果政府引导基金对境外企业进行投资，需要对整个投资方案进行整体规划。考虑到从出资到退出的各个步骤中均有可能涉及国有资产监管的要求，需要提前设置交易架构，优化审批、备案程序，从而降低风险和不确定性。

此外，政府引导基金投资境外公司时可能还存在中国和投资的境外目标公司所在地法律冲突问题。例如，在境外目标公司的投资协议和股东协议中约定前述投资人可以享有的优先权条款，并约定适用法律为目标公司所在地法律。因此，境外目标公司投资人优先权的行使可能因协议约定直接执行，而无法按照国内法律法规的规定履行国资监管程序。根据《评估暂行办法》第三十二条：“境外国有资产评估，遵照相关法规执行。”虽然《评估暂行办法》未直接规定境外投资的国有资产评估程序，而仅说明遵照相关法规执行，但目前已经存在部分地方国资委出台相应的境外投资的国有资产评估程序。根据青岛市人民政府国有资产监督管理委员会于2016年12月29日发布的《关于进一步完善市直企业国有资产评估管理工作有关事项的通知》（青国资委〔2016〕第55号）第三条第一款：“市直企业及其各级子企业以其拥有的境内国有产权向境外企业注资或者转让，或者以其拥有的境外国有产权向境内企业注资或者转让，应当依照《企业国有资产评估管理暂行办法》（国务院国资委令第12号）等规定，聘请具有相应资质的境内评估机构对标的物进行评估，并按程序办理评估核准或者备案。”因此，政府引导基金或其他投资人在行使前述投资人优先权时，可能由于法律冲突而导致违反国内的国资监管规定。因此，笔者建议，投资境外公司的政府引导基金应与境外公司及其他投资人充分沟通，促使将满足政府引导基金国资监管的要求作为优先权行使的前置条件，并在投资文件中予以明确，从而满足国资监管的合规要求。

## 第十二章：还要“痛”到何时——国有创投机构员工跟投问题探析

作者：袁媛 | 王京鹤

团队持股和跟投，作为实现团队激励和利益绑定的中长期措施，是创投管理机构吸纳创投人才、持续具备市场竞争力的核心机制之一，也是成熟 LP 筛选合作对象的重要考量因素。

但在国有企业改革的大背景下，国有企业员工持股及投资（尤其是后者）在监管政策方面均存在限制，该等限制性规定在客观上给国有背景创投机构在安排团队持股和跟投方面造成一定障碍，同时由于“激励员工”和“保国有资产”的平衡一直是国资监管领域的敏感话题，国有背景的创投机构在团队持股和跟投方面，步伐明显滞后于非国有投资机构，团队持股和跟投机制真正落地的国有创投机构数量寥寥。激励机制的缺失，一度是国有创投人才流失的主要原因，成为国有创投行业的普遍痛点。2019年4月19日，国务院印发的《改革国有资本授权经营体制方案》（国发[2019]9号），提出“支持国有创业投资企业、创业投资管理企业等新产业、新业态、新商业模式类企业的核心团队持股和跟投”被市场解读为是对国有创投机构推行团队持股和跟投制度的一颗“定心丸”。

在与员工持股相比，员工跟投涉及的环节更多，在跟投资金来源、跟投项目选择、跟投权益的取得及投资退出等问题上，均可能涉及与国有创投机构的利益冲突。因此，除需要相关监管政策作为支持外，跟投方案的具体设计也要时刻避免触及监管红线。

本文主要从团队跟投角度，对国有创投机构的管理团队跟投面临的障碍和新的政策导向进行简要梳理，以及在跟投方案设计方面提出我们的思考和建议。

### 一、国有创投机构员工跟投的可行性

#### （一）历史监管政策形成的障碍

防止国有资产流失始终是国有资产监管的核心原则之一。在国企改革过程中，有关机构和部门通过出台相关规定，对国有企业员工持股、投资予以规范和限制，以及强化对企业领导人员廉洁从业、行使权力等的监督，防范利益输送、侵害国有资产等现象出现：

1、针对国有企业改制引入职工持股以及职工投资新设公司过程中出现的一些问题，为规范国有企业改制，加强企业管理，防止国有资产流失，维护企业和职工合法权益，国务院

国资委于 2008 年 9 月 16 日发布《国务院国有资产监督管理委员会关于规范国有企业职工持股、投资的意见》（国资发改革[2008]139 号），规定：“严格限制职工投资关联企业；禁止职工投资为本企业提供燃料、原材料、辅料、设备及配件和提供设计、施工、维修、产品销售、中介服务或与本企业有其他业务关联的企业；禁止职工投资与本企业经营同类业务的企业。国有企业中已投资上述不得投资的企业的中层以上管理人员，自本意见印发后 1 年内转让所持股份，或者辞去所任职务。在股权转让完成或辞去所任职务之前，不得向其投资企业增加投资。已投资上述不得投资企业的其他职工晋升为中层以上管理人员的，须在晋升后 6 个月内转让所持股份。”

2、为规范国有企业领导人员廉洁从业行为，加强国有企业反腐倡廉建设，维护国家和出资人利益，促进国有企业科学发展，中国共产党中央委员会办公厅、国务院办公厅于 2009 年 7 月 12 日颁布《国有企业领导人员廉洁从业若干规定》，要求国有企业领导人不得“有利用职权谋取私利以及损害本企业利益的下列行为：（一）在本企业的同类经营企业、关联企业和与本企业有业务关系的企业投资入股...”。

上述文件的出台，或有其特殊背景（国企改制中出现的不规范操作），或有其特殊目的（防止国企领导人滥用权力损害企业利益），而国有创投机构的员工跟投安排，作为市场化投资管理机构应当具备的激励约束机制，与国企改制无关，在方案设置得当的情况下亦不损害国有创投机构自身的利益，相反对业务开展和提高竞争力有促进作用，与上述文件拟规范的情形具有本质区别。但由于国资监管领域的规则适用普遍采取审慎、从严态度，在彼时监管规则并无针对创投机构的特殊规定的情况下，国有创投机构对于安排员工参与对机构及其所管理基金的跟投，是否构成对上述规定关于领导人、职工不得对与本企业有业务关系企业投资的规定的违反，普遍存在顾虑。因此，该等限制性规定的存在，构成国有创投机构实施员工跟投机制的客观障碍。

2016 年，财政部、科技部、国务院国资委颁布的《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》（财资[2016]4 号）以及国务院国资委、财政部、证监会《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》（国资发改革[2016]133 号）相继出台，新一轮的员工持股拉开序幕。但前述规定的适用范围主要是科技类企业，以及符合试点条件的国有控股混合所有制企业，国有创投企业并未明确纳入适用范围，并且该等规定主要针对员工入股本企业，未涉及员工跟投事项。

## （二）新的政策导向

2016 年，国务院发布《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》（国发

[2016]53号)，首次提出“支持具备条件的国有创业投资企业开展混合所有制改革试点，探索国有创业投资企业和创业投资管理企业核心团队持股和跟投”。2019年4月19日，国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》（国发[2019]9号）（以下简称“《改革方案》”），提出“授权国有资本投资、运营公司董事会审批子企业股权激励方案，支持所出资企业依法合规采用股票期权、股票增值权、限制性股票、分红权、员工持股以及其他方式开展股权激励，股权激励预期收益作为投资性收入，不与其薪酬总水平挂钩。支持国有创业投资企业、创业投资管理企业等新产业、新业态、新商业模式类企业的核心团队持股和跟投”。

紧随《改革方案》，国务院国资委于2019年6月3日印发《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》（以下简称“《授权清单》”），其中，“授权董事会审批所属创业投资企业、创业投资管理企业等新产业、新业态、新商业模式类企业的核心团队持股和跟投事项，有关事项的开展情况按年度报国资委备案”。国有创投核心团队跟投事项的审批、备案程序得以明确。

《改革方案》的出台，被市场解读为对国有创投机构建立持股和跟投机制的利好。但也应当看到，《改革方案》着墨更多的，是国有资本投资、运营公司所出资企业的股权激励事项，包括审批层级、激励方式以及不与薪酬总水平挂钩等，对于国有创投机构，除通过《授权清单》明确审批权限外，《改革方案》并未提供可作为操作依据的更多细节。但从文件反映的监管对于国有创投机构建立团队持股和跟投机制的支持态度来看，相关机构将有机会对此做出更多探讨和尝试，仍具有非常重要的意义。

## 二、跟投方案需注意的问题

与非国有创投机构相比，国有创投机构的团队跟投方案设计，除考虑对基金合规性、被投资企业运作及上市的影响等常规因素外，还需严格避免触及占用国有资产、国有资产流失、损害国有企业利益等监管红线。具体而言，在跟投方案设计及执行过程中，重点注意如下方面：

### （一）跟投资金来源

员工跟投资金来源，原则上应为员工合法自有资金。国有企业改制以及混改相关文件中，均规定国有企业不得为职工投资持股提供借款、垫付款项等财务资助<sup>1</sup>，我们理解员工跟投安

---

<sup>1</sup> 《国务院国有资产监督管理委员会关于规范国有企业职工持股、投资的意见》（国资发改革[2008]139号）规定：“规范入股资金来源。国有企业不得为职工投资持股提供借款或垫付款项，不得以国有产权或资产作标的物为职工融资提供保证、抵押、质押、贴现等；不得要求与本企业有业务往来的其他企业为职工投资提供借款或帮助融资。对于历史上使用工效挂钩和百元产值工资含量包干结余以全体职工名义投资形成的集体股权现象应予以规范。”《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》（国资发改革[2016]133号）规定：“（二）员工出资。员工入股应主要以货币出资，并按约定及时足额缴纳。按照国家有关法律法规，员工以科技成果出资入股的，应提供所有权属证明并依法评估作价，及时办理财产权转移手续。上市公司回购本公司股票实施员工持股，须执行

排应当遵循同样的原则。

此外，实践中跟投资金的主要来源通常为员工的薪酬奖金。在此情况下，用于跟投的员工薪酬应当是根据公司薪酬制度实际归属于员工的部分，对于由于薪酬考核机制、奖金递延发放制度等尚不归属于员工的部分，不应预付给员工用于跟投。

## （二）投资环节

在投资机会的取得和投资持有过程中，员工跟投部分应当避免与国有创投机构之间发生利益冲突、损害企业利益，具体环节主要有：

1、在与跟投有关事项的决策方面，建议设置相对独立的内部机构，避免员工职责与其自身利益发生冲突，在投资额度分配、投资项目选择方面出现倾斜；

2、在跟投项目的选择方面，员工跟投的部分原则上应为整体跟投，参与国有创投机构的所有投资项目，或者按照统一的、有成文制度的标准分配不同项目的跟投额度，避免项目的选择具有不合理的倾向性或随意性；

3、投资时点原则上应与国有创投机构保持一致，避免出现国有创投机构为员工跟投垫资的情况；

4、员工跟投部分取得的权益所对应的被投资企业层面的直接或间接的表决权，原则上应与国有创投机构保持一致行动。

## （三）退出环节

原则上员工跟投的部分应与基金同时退出，员工跟投部分提前退出应作为例外情况，并在跟投方案中设置一定的实质条件和程序条件，满足条件方可提前退出，退出方式应避免由国有创投机构回购。

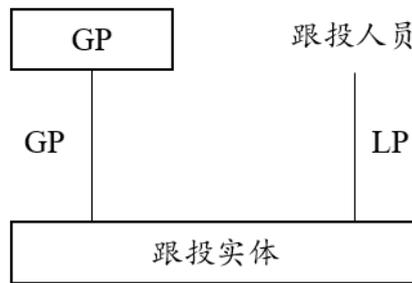
## 三、几类典型的跟投架构

结合过往经验，我们梳理了几类较为典型的跟投架构，并从若干方面进行了简要比较：

### （一）跟投人员设立有限合伙形式的跟投实体（“跟投实体”）

---

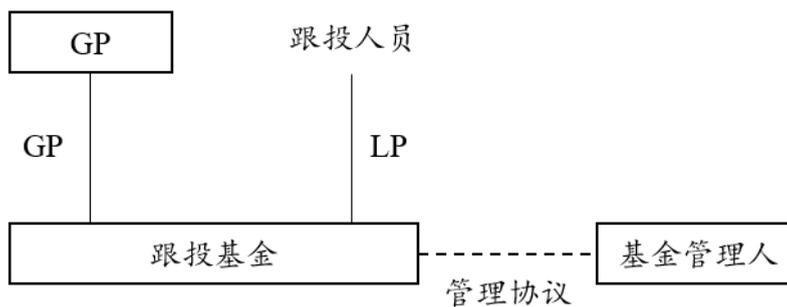
有关规定。试点企业、国有股东不得向员工无偿赠与股份，不得向持股员工提供垫资、担保、借贷等财务资助。持股员工不得接受与试点企业有生产经营业务往来的其他企业的借款或融资帮助。”



方案说明：

- 1、由国有创投机构或部分跟投人员设立一个有限责任公司（“GP”）；
- 2、GP 作为普通合伙人，跟投人员作为有限合伙人，共同设立跟投实体，单个跟投实体的有限合伙人数不超过 49 人；
- 3、跟投人员以自有资金（包括公司发放的归属于跟投人员的薪酬奖金）对跟投实体出资；
- 4、跟投实体通过基金跟投，或者直接在项目层面与基金共同对标的企业进行投资。

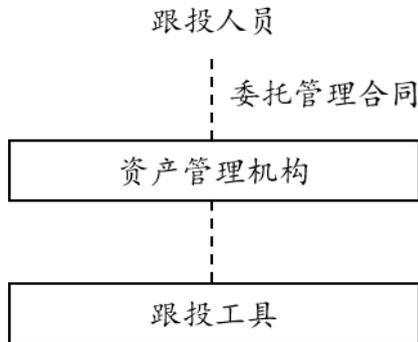
#### （二）跟投人员委托基金管理人设立有限合伙形式的跟投基金（“跟投基金”）



方案说明：

- 1、跟投人员作为 LP 设立有限合伙形式的跟投基金，跟投人员需满足合格投资者要求，单个跟投基金的 LP 数量不超过 49 人；
- 2、跟投人员以自有资金（包括公司发放的归属于跟投人员的薪酬奖金）对跟投基金出资；
- 3、国有创投机构作为跟投基金的管理人；
- 4、跟投基金通过基金跟投，或者直接在项目层面与基金共同对标的企业进行投资。

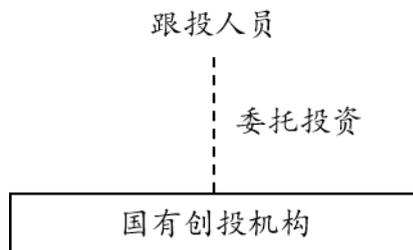
### （三）跟投人员委托资产管理机构设立非实体的跟投工具（“跟投工具”）



方案说明：

- 1、跟投人员与资产管理机构（例如信托公司、基金子公司等）签订委托管理合同，设立非实体的跟投工具；
- 2、跟投人员以自有资金（包括公司发放的归属于跟投人员的薪酬奖金）对跟投工具出资。跟投人员需满足合格投资者要求；
- 3、资管管理机构代表跟投工具，通过基金跟投，或者直接在项目层面与基金共同对标的企业进行投资。

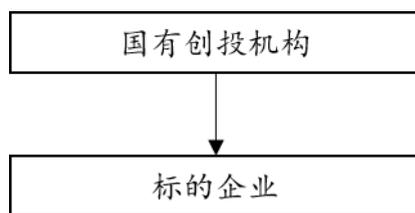
### （四）跟投人员委托国有创投机构代为投资（“委托跟投”）



方案说明：

- 1、跟投人员与国有创投机构签署委托投资合同；
- 2、国有创投机构除为自己利益投资外，还以自己的名义、受跟投人员委托对标的企业进行投资；
- 3、跟投人员以自有资金（包括公司应发放的归属于跟投人员的薪酬奖金）支付委托投资资金。

### （五）虚拟跟投



方案说明：

1、国有创投机构将应向跟投人员发放的薪酬奖金中的一部分，用于直接或通过基金对标的企业投资；

2、该部分投资金额对应的权益、未来产生的经济利益，作为薪酬奖金发放给相应的跟投人员。

上述各架构的对比如下，具体架构的选择需要结合国有创投机构自身以及基金、项目情况综合考虑、决策：

	跟投实体	跟投基金	跟投工具	委托跟投	虚拟跟投
1、国资监管	涉及到包括高管人员在内的各类人员设立企业且与国企共同投资，相对通常对国企高管人员的规范要求有较大突破。	涉及到包括高管人员在内的各类人员设立企业且与国企共同投资，相对通常对国企高管人员的规范要求有较大突破。	跟投人员未直接持有权益，相对通常对国企高管人员的规范要求有所突破，但相对方案一（跟投实体）、方案二（跟投基金）突破较小。	考虑到国资主体所受监管有诸多不便，实践中较少委托国资主体代持。	为此前常见方案，不涉及政策突破。
2、公司对跟投的管控	主要通过制度约束和协议约束	主要通过制度约束和协议约束	主要通过制度约束和协议约束	管控力强	管控力强

3、跟投门槛	无	需满足合格投资者条件	需满足合格投资者条件	无	无
4、人数限制	每个有限合伙型跟投实体可容纳 49 名跟投人员	每个有限合伙型跟投基金可容纳 49 名跟投人员	视资管产品类型而定，通常为 200 人。	无	无
5、操作复杂程度	跟投人员登记为相关实体的权益持有人，如有任何变动，涉及工商变更等事项，较为繁琐。	<p>1) 跟投人员登记为相关实体的权益持有人，如有任何变动，涉及工商变更等事项，较为繁琐。</p> <p>2) 由于 LP 均为管理人員工，能否作为基金完成备案存在不确定性。</p>	视具体投资工具形式而定，特别是转让和开放赎回的可操作性根据不同的资管产品有所不同，因不涉及工商登记，相对简单。	简单	简单
6、对投资及投资退出的影响	<p>1) 如通过基金跟投，增加基金穿透后的投资者人数，占用基金外部投资者名额；</p> <p>2) 如直接在项目层面跟投，增加被投资企业穿透股东人数。</p>	人数不穿透，算作 1 人。	根据目前政策，“三类股东”可能影响被投资企业 IPO	<p>1) 根据目前政策，代持可能影响被投资企业 IPO；</p> <p>2) 跟投部分体现在国有创投机构名下，退出可能需适用国有资产交易规则和程序；</p> <p>3) 跟投部分的退出体现在国有创投机构名下，需要考虑舆论影响。</p>	<p>1) 跟投部分体现在国有创投机构名下，退出可能需适用国有资产交易规则和程序；</p> <p>2) 跟投部分的退出体现在国有创投机构名下，需要考虑舆论影响。</p>

7、 操作 成本	有维护实体的成本	有维护实体的成本	产生向资管机构支付的成本	无	无
----------------	----------	----------	--------------	---	---

## 第十三章：争议解决中未履行特定程序的国有股权转让合同效力认定

作者：陈捷奕

### 前言

为管理、监督和防止国有资产流失，国有资产相关法律、法规等规定国有资产转让应履行一系列特定程序。国有股权转让作为国有资产转让的重要交易形式，需要履行批准、评估、公示、进场交易以及备案等各项程序。然而，具体交易中可能出现各种原因，导致国有股权转让程序未完全符合相关规定。该种情形下，相关程序瑕疵可能影响国有股权转让合同的效力，进而影响交易结果。由此引发纠纷而诉诸法院的案例层出不穷，司法实践就此作出诸多分析和阐释，本文拟分析一二，以供读者参考。

### 一、国有股权转让所需履行的特定程序

根据相关法律法规，国有股权转让时，可能涉及批准、评估和进场交易等三项重要程序。具体而言：

就批准程序，通常包括出资机构决定、本级政府批准两类批准。根据《中华人民共和国企业国有资产法》（以下简称“《**国有资产法**》”）第五十三条<sup>1</sup>、《企业国有资产交易监督管理办法》（以下简称“《**国资交易监管办法**》”）第七条<sup>2</sup>、《企业国有资产监督管理暂行条例》（以下简称“《**国资监管暂行条例**》”）第二十三条<sup>3</sup>，国家出资企业的股权转让由国有资产监督管理机构决定，其他国企的股权转让由出资国企决定；如国有股权转让涉及转让全部国有资产，或转让部分国有资产致使国家对该企业不再具有控股地位的，则需要履行本级政府批准程序。

---

<sup>1</sup> 《中华人民共和国企业国有资产法》

第五十三条 国有资产转让由履行出资人职责的机构决定。履行出资人职责的机构决定转让全部国有资产的，或者转让部分国有资产致使国家对该企业不再具有控股地位的，应当报请本级人民政府批准。

<sup>2</sup> 《企业国有资产交易监督管理办法》

第七条 国资监管机构负责审核国家出资企业的产权转让事项。其中，因产权转让致使国家不再拥有所出资企业控股股权的，须由国资监管机构报本级人民政府批准。

<sup>3</sup> 《企业国有资产监督管理暂行条例》

第二十三条 国有资产监督管理机构决定其所出资企业的国有股权转让。其中，转让全部国有股权或者转让部分国有股权致使国家不再拥有控股地位的，报本级人民政府批准。

就评估程序，根据《国有资产法》四十七条<sup>4</sup>、《国资交易监管办法》第十二条<sup>5</sup>，涉及转让重大财产或依据法律、行政法规、公司章程等规定应当评估的，应当履行评估程序。具体评估程序应依据《企业国有资产评估管理暂行办法》（以下简称“《**国资评估暂行办法**》”）等评估法规执行。但需注意的是，根据《国资交易监管办法》第三十二条<sup>6</sup>和《关于促进企业国有产权流转有关事项的通知》第二条<sup>7</sup>，国有企业间转让国有股权，转让价格除采用评估报告外，仍可以资产评估报告或最近一期审计报告中的净资产值确定。

就进场交易程序，根据《国有资产法》第五十四条<sup>8</sup>、《国资交易监管办法》第十三条<sup>9</sup>，除法律法规规定可以直接协议转让的以外，国有股权转让均应在设立的产权交易场所公开进行，如北京产权交易所、上海联合产权交易所、广东联合产权交易中心等。

## 二、未履行特定程序的国有股权转让合同效力认定

### （一）未履行特定程序的国有股权转让合同效力之法律法规层面认定

国有股权转让程序瑕疵的效力问题应诉诸《中华人民共和国合同法》（以下简称“《**合同法**》”），于《合同法》体系内讨论。主要涉及两个层面，其一，未经批准的国有股权转让合同

---

<sup>4</sup> 《中华人民共和国企业国有资产法》

第四十七条 国有独资企业、国有独资公司和国有资本控股公司合并、分立、改制，转让重大财产，以非货币财产对外投资，清算或者有法律、行政法规以及公司章程规定应当进行资产评估的其他情形的，应当按照规定对有关资产进行评估。

<sup>5</sup> 《企业国有资产交易监督管理办法》

第十二条 对按照有关法律法规要求必须进行资产评估的产权转让事项，转让方应当委托具有相应资质的评估机构对转让标的进行资产评估，产权转让价格应以经核准或备案的评估结果为基础确定。

<sup>6</sup> 《企业国有资产交易监督管理办法》

第三十二条 采取非公开协议转让方式转让企业产权，转让价格不得低于经核准或备案的评估结果。

以下情形按照《中华人民共和国公司法》、公司章程履行决策程序后，转让价格可以资产评估报告或最近一期审计报告确认的净资产值为基础确定，且不得低于经评估或审计的净资产值：

（一）同一国家出资企业内部实施重组整合，转让方和受让方为该国家出资企业及其直接或间接全资拥有的子企业；

（二）同一国有控股企业或国有实际控制企业内部实施重组整合，转让方和受让方为该国有控股企业或国有实际控制企业及其直接、间接全资拥有的子企业。

<sup>7</sup> 《关于促进企业国有产权流转有关事项的通知》

二、国有控股的企业与其直接、间接全资拥有的子企业，或其直接、间接全资拥有的子企业之间转让所持股权，按照《中华人民共和国公司法》、公司章程规定履行决策程序后，可依据评估报告或最近一期审计报告确认的净资产值为基准确定转让价格。

<sup>8</sup> 《中华人民共和国企业国有资产法》

第五十四条 国有资产转让应当遵循等价有偿和公开、公平、公正的原则。

除按照国家规定可以直接协议转让的以外，国有资产转让应当在依法设立的产权交易场所公开进行。转让方应当如实披露有关信息，征集受让方；征集产生的受让方为两个以上的，转让应当采用公开竞价的交易方式。

转让上市交易的股份依照《中华人民共和国证券法》的规定进行。

<sup>9</sup> 《企业国有资产交易监督管理办法》

第十三条 产权转让原则上通过产权市场公开进行。转让方可以根据企业实际情况和工作进度安排，采取信息预披露和正式披露相结合的方式，通过产权交易机构网站分阶段对外披露产权转让信息，公开征集受让方。其中正式披露信息时间不得少于 20 个工作日。

因产权转让导致转让标的企业的实际控制权发生转移的，转让方应当在转让行为获批后 10 个工作日内，通过产权交易机构进行信息预披露，时间不得少于 20 个工作日。

是否生效；其二，未履行评估、进场交易的国有股权转让合同是否无效。

### 1. 未经批准的国有股权转让合同是否生效

就国有股权转让合同生效问题，根据《合同法》第四十四条<sup>10</sup>以及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释（一）》（以下简称“《合同法解释一》”）第九条<sup>11</sup>，法律、行政法规规定应当办理批准等手续生效的，经批准后合同生效；办理批准手续之前，合同未生效。据此，在国有股权转让应经本级政府批准的情况下，如交易双方已签订股权转让合同但未履行本级政府批准程序，应认为相关股权转让合同成立但未生效。

### 2. 未履行评估、进场交易的国有股权转让合同是否无效

就国有股权转让合同无效问题，《合同法》第五十二条<sup>12</sup>规定了若干合同无效的情形。如违反国有股权转让程序，应适用“违反法律、行政法规的强制性规定”条款。根据《合同法解释一》第四条<sup>13</sup>以及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释（二）》（以下简称“《合同法解释二》”）第十四条<sup>14</sup>，适用“违反法律、行政法规的强制性规定”条款认定合同无效时，该强制性规定须是法律、行政法规的效力性规定。据此，未进行特定程序的国有股权转让行为的效力取决于相关规定的性质：如属于法律、行政法规效力性强制性规定，则合同无效；否则，合同并不必然无效。

如何区分效力性强制性规定和管理性强制性规定？该问题尚未有统一而明确的标准，但随着司法实践的发展，有判断标准逐步具化的趋势。根据《关于当前形势下审理民商事合同

---

<sup>10</sup> 《中华人民共和国合同法》

第四十四条 依法成立的合同，自成立时生效。法律、行政法规规定应当办理批准、登记等手续生效的，依照其规定。

<sup>11</sup> 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释（一）》

第九条 依照合同法第四十四条第二款的规定，法律、行政法规规定合同应当办理批准手续，或者办理批准、登记等手续才生效，在一审法庭辩论终结前当事人仍未办理批准手续的，或者仍未办理批准、登记等手续的，人民法院应当认定该合同未生效；法律、行政法规规定合同应当办理登记手续，但未规定登记后生效的，当事人未办理登记手续不影响合同的效力，合同标的物所有权及其他物权不能转移。合同法第七十七条第二款、第八十七条、第九十六条第二款所列合同变更、转让、解除等情形，依照前款规定处理。

<sup>12</sup> 《中华人民共和国合同法》

第五十二条 有下列情形之一的，合同无效：

(一)一方以欺诈、胁迫的手段订立合同，损害国家利益；  
(二)恶意串通，损害国家、集体或者第三人利益；  
(三)以合法形式掩盖非法目的；  
(四)损害社会公共利益；  
(五)违反法律、行政法规的强制性规定。

<sup>13</sup> 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释（一）》

第四条 合同法实施以后，人民法院确认合同无效，应当以全国人大及其常委会制定的法律和国务院制定的行政法规为依据，不得以地方性法规、行政规章为依据。

<sup>14</sup> 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释（二）》

第十四条 合同法第五十二条第（五）项规定的“强制性规定”，是指效力性强制性规定。

纠纷案件若干问题的指导意见》第 15 条、第 16 条<sup>15</sup>，“如果强制性规范规制的是合同行为本身即只要该合同行为发生即绝对地损害国家利益或者社会公共利益的”，法院应当认定合同无效；“如果强制性规定规制的是当事人的‘市场准入’资格而非某种类型的合同行为，或者规制的是某种合同的履行行为而非某类合同行为”，则法院须根据具体情况慎重认定。

另外，根据最高院近期颁布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“《九民纪要》”）第 30 条<sup>16</sup>，“强制性规定所保护的法益类型、违法行为的法律后果以及交易安全保护等因素”应当作为认定强制性规定的考量基础。根据该等规定，法律、行政法规之所以设定违反效力性强制性规定无效的法律后果，是为保护核心法益如“社会公共利益或国家利益”等而予以绝对禁止。如违反规定的行为严重性尚未危及核心法益，则法院会对合同效力作出慎重认定，避免直接对交易本身造成重大影响，而通过法律法规设定的罚则或其他途径给予法的消极评价。

具体而言，《九民纪要》明确规定下述情形属于“效力性强制性规定”：“强制性规定涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的”“交易场所违法的，如在批准的交易场所之外进行期货交易”“交易方式严重违法的，如违反招投标等竞争性缔约方式订立的合同”等。根据该等规定，未履行特定程序的国有股权转让合同是否无效，也应当区分讨论。

就国有股权转让未进场交易而签订的国有股权转让合同而言，首先，未进场交易符合“交易场所违法”的情况；其次，相关法规规定国有股权转让合同应当进场交易的目的除包

---

<sup>15</sup> 《关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》（最高人民法院，法发〔2009〕40 号，20090707）

15、正确理解、识别和适用合同法第五十二条第（五）项中的“违反法律、行政法规的强制性规定”，关系到民商事合同的效力维护以及市场交易的安全和稳定。人民法院应当注意根据《合同法解释（二）》第十四条之规定，注意区分效力性强制规定和管理性强制规定。违反效力性强制规定的，人民法院应当认定合同无效；违反管理性强制规定的，人民法院应当根据具体情形认定其效力。

16、人民法院应当综合法律法规的意旨，权衡相互冲突的权益，诸如权益的种类、交易安全以及其所规制的对象等，综合认定强制性规定的类型。如果强制性规范规制的是合同行为本身即只要该合同行为发生即绝对地损害国家利益或者社会公共利益的，人民法院应当认定合同无效。如果强制性规定规制的是当事人的“市场准入”资格而非某种类型的合同行为，或者规制的是某种合同的履行行为而非某类合同行为，人民法院对于此类合同效力的认定，应当慎重把握，必要时应当征求相关立法部门的意见或者请示上级人民法院。

<sup>16</sup> 《全国法院民商事审判工作会议纪要》

30.【强制性规定的识别】合同法施行后，针对一些人民法院动辄以违反法律、行政法规的强制性规定为由认定合同无效，不当扩大无效合同范围的情形，合同法司法解释（二）第 14 条将《合同法》第 52 条第 5 项规定的“强制性规定”明确限于“效力性强制性规定”。此后，《最高人民法院关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》进一步提出了“管理性强制性规定”的概念，指出违反管理性强制性规定的，人民法院应当根据具体情形认定合同效力。随着这一概念的提出，审判实践中又出现了另一种倾向，有的人民法院认为凡是行政管理性质的强制性规定都属于“管理性强制性规定”，不影响合同效力。这种望文生义的认识方法，应予纠正。

人民法院在审理合同纠纷案件时，要依据《民法总则》第 153 条第 1 款和合同法司法解释（二）第 14 条的规定慎重判断“强制性规定”的性质，特别是要在考量强制性规定所保护的法益类型、违法行为的法律后果以及交易安全保护等因素的基础上认定其性质，并在裁判文书中充分说明理由。下列强制性规定，应当认定为“效力性强制性规定”：强制性规定涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的；交易标的禁止买卖的，如禁止人体器官、毒品、枪支等买卖；违反特许经营规定的，如场外配资合同；交易方式严重违法的，如违反招投标等竞争性缔约方式订立的合同；交易场所违法的，如在批准的交易场所之外进行期货交易。关于经营范围、交易时间、交易数量等行政管理性质的强制性规定，一般应当认定为“管理性强制性规定”。

含程序公正以外，仍包含竞争公开，即类似招投标制度的竞争性缔约方式；最后，从法益保护的角度来说，进场交易所保护的亦是国有资产利益这一国家重要利益。因此，根据《九民纪要》的相关规定和文件精神，我们倾向于认为法院在今后审理国有股权转让合同争议案件中，更有可能认定违反进场交易要求的国有股权转让合同无效。

就未经评估的国有股权转让合同而言，我们理解，评估是股权定价、竞价的基础，但并不是决定性因素，其对交易安全的保护并不是决定性的，未经评估的后果未必是造成国有资产流失。因此，应结合交易对价、交易行为是否具备《合同法》规定的其他无效情形如损害社会公共利益等进行综合考量。

需要注意的是，《九民纪要》除就效力性强制性规定的含义作出阐释外，另于第 31 条<sup>17</sup>就“违反规章的合同效力”作出了特别规定，明确违反的规章内容涉及“金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的”，应当认定合同无效。鉴于最高院在《九民纪要》开宗明义曰“纪要不是司法解释，不能作为裁判依据进行援引……‘本院认为’部分具体分析法律适用的理由时，可以根据《会议纪要》的相关规定进行说理”，我们认为，该规定并非是对《合同法》第五十二条第（五）款的扩大解释或突破，而是对《合同法》第五十二条第（四）款的进一步阐释，即将违反“金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的”行为作为“损害社会公共利益”的情形。因此，《九民纪要》实际是作出特别提示，不能仅根据是否违反法律、行政法规强制性规定判断国有股权转让合同是否无效，而仍应关注规章规定的“损害社会公共利益”的情形，结合《合同法》其他认定无效的条款考虑合同效力问题。

除《合同法》体系外，国有资产相关法律法规中，《国资评估暂行办法》第二十七条<sup>18</sup>就未履行评估程序或评估程序存在瑕疵的效力问题进行了规定，明确国有资产监督管理机构有权向法院提起诉讼，要求确认相应的经济行为无效。但是，该条款未明确确认相应的经济行为无效是否即指确认转让合同无效；亦只载明国有资产监督管理机构有权提起确认无效之诉，未明确载明该种行为无效。故其应用范围具有局限性。

综上，未履行特定程序的国有股权合同效力的尚存争议的焦点问题集中于对“效力性强

---

<sup>17</sup> 《全国法院民商事审判工作会议纪要》

31. 【违反规章的合同效力】违反规章一般情况下不影响合同效力，但该规章的内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的，应当认定合同无效。人民法院在认定规章是否涉及公序良俗时，要在考察规范对象基础上，兼顾监管强度、交易安全保护以及社会影响等方面进行慎重考量，并在裁判文书中进行充分说理。

<sup>18</sup> 《企业国有资产评估管理暂行办法》

第二十七条 企业违反本办法，有下列情形之一的，由国有资产监督管理机构通报批评并责令改正，必要时可依法向人民法院提起诉讼，确认其相应的经济行为无效：

- (一)应当进行资产评估而未进行评估；
- (二)聘请不符合相应资质条件的资产评估机构从事国有资产评估活动；
- (三)向资产评估机构提供虚假情况和资料，或者与资产评估机构串通作弊导致评估结果失实的；
- (四)应当办理核准、备案而未办理。

制性规定”的理解，但迄今为止包括《九民纪要》在内的现行规定仍未进行准确、要件式的阐释，而留予一线司法裁判者较大的自由裁量空间，对该问题进一步细化和明确。

## （二）未履行特定程序的国有股权转让合同效力之司法实践层面认定

### 1. 未经批准的国有股权转让合同效力认定

最高院在（2013）民二终字第 42 号、（2016）最高法民申 410 号、（2016）最高法民申 474 号等多宗案例中认为，根据国有资产转让的相关法律、行政法规等规定，包括国有股权在内的国有资产重大交易应经有权机关批准后方才生效，如未得到有权机关批准，应认定为合同未生效，且该等生效条件属于法定生效条件和强制性规定，不允许当事人变更生效条件。

此外，最高院亦在部分案例中明确，未经批准并非认定国有股权转让合同无效的情形。如在（2017）最高法民终 734 号中，最高法认为无法律法规规定未经国资委批准时涉诉股权转让就无效，因此当事人以股权转让未经国资委批准为由主张股权转让合同无效的请求不应得到支持。另外，最高院在涉及国有资产转让的部分案例中的观点亦可供参考，在（2014）民提字第 216 号中最高院认为“国有资产转让应当进行评估、批准等程序的规定，系对履行出资人职责的机构及相关人员行为的规范，是法律对国有资产管理课以义务，要求管理者审慎地履行自己的职责，上述规定均属规范内部程序的管理性规定，而非效力性强制性规定，不应影响国有企业与第三人签订合同的效力”，故不能以违反法律、行政法规强制性规定为由，主张股权转让合同无效。相似的，广东高院在（2017）粤民终 2966 号中亦运用该观点作出判决。

根据上述司法案例，我们可以就司法实践审理未经批准的国有股权转让合同效力问题归纳以下观点：一，根据规定应经有关机关批准而未经批准的国有股权转让合同未生效；二，国有股权转让合同应经有关机关批准的规定属于国有资产管理内部程序规定，并非效力性强制性规定，不应以违反法律、行政法规强制性规定为由主张未经批准的国有股权转让合同无效。

需注意的是，在具体案件审理中，法院也可能为避免认定股权转让合同不生效带来的消极影响，综合考虑交易的实际履行情况、国有资产流失情况、法益受损情况、双方主观意愿等因素判断交易效力。

### 2. 未经评估的国有股权转让合同效力认定

首先，最高院在（2013）民申字第 2119 号传达的观点为，法律法规并未明确载明当事人不得就未经评估的国有资产签订转让合同，亦未明确未经评估的国有资产转让合同无效。由

此可见，法院缺少直接认定未经评估的国有股权转让合同无效的法律依据。

其次，如前所述，最高院在（2014）民提字第 216 号中认为，国有资产转让所应履行的评估程序是对国有资产管理课以的义务，属规范内部程序的管理性规定而非效力性强制性规定，不影响国有企业与第三人签订合同的效力，故不能以违反法律、行政法规强制性规定为由，主张股权转让合同无效。最高院在（2013）民二终字第 33 号、（2013）民申字第 2119 号和（2018）最高法民终 313 号中进一步阐释，法律法规规定未经评估不得转让的目的是“防止恶意低价转让国有资产，以保护国有资产”，但未经评估未必代表贱卖国有资产，仍可能转让价格高于实际价值。如认为相关规定是效力性规定，则国有资产管理机构无法追认该转让行为，反而无法保护国有资产。因此应当认为《国有资产评估管理办法》关于国资交易应经评估的规定是管理性而非效力性强制性规定，不得据此否定股权转让合同的效力。

但是，最高院在个别案例如（2013）民申字第 1301 号中提出不同的观点，即认可上海高院关于评估程序属于国有资产转让的法定前置程序，属于防止国有资产流失的效力性强制性规定的观点，最终认定国有资产转让合同因未办理评估程序而无效。

根据上述相关案例，我们理解，就未经评估的国有股权转让合同效力问题，最高院倾向于认定法律法规中关于国有资产交易应当经过评估的程序为管理性强制性规定，违反该规定不应直接认定合同无效，而应结合交易行为是否具备其他无效情形如损害国家利益、社会公共利益等进行考量。但是，仍不排除法院在个案中将评估相关规定认定为效力性强制性规定，进而否定股权转让合同效力。

### 3. 未进场交易的国有股权转让合同效力认定

最高院在（2016）最高法民申 876 号，以及广东高院在（2017）粤民终 2966 号中均认为，国有资产转让须在产权交易所公开交易仅是内部的管理性强制性规定而非效力性强制性规定，未在产权交易所内公开交易并不因违反法律行政法规强制性规定而无效。但是，也有地方法院认为进场交易属于效力性强制性规定。黑龙江高院在（2015）黑高民申二字第 590 号中认为《国有产权转让管理暂行办法》第四条关于“国有产权转让应当在产权交易机构进行的相关规定”属于效力性强制性规定而非任意性规定，原审法院据此认定转让合同无效并无不当。

另，如前所述，鉴于《九民纪要》将“交易场所违法”“违反招投标等竞争性缔约方式”列为效力性强制性规定，司法实践是否据此认定未进场交易的国有股权转让合同无效尚存在不确定性，仍待理论界和实务界进一步探讨。

需注意的是，尽管司法实践中未履行评估、进场交易程序相对更可能被认定是违反管理性规定而非效力性规定而不被认定为合同无效，但法院仍有可能据《合同法》第五十二条的其他条款认定合同无效。如上海高院在（2009）沪高民二（商）终字第22号中，认为关于国有产权转让应在批准的交易场所公开进行的规定是“在于通过严格规范的程序保证交易的公开、公平、公正，最大限度地防止国有资产流失，避免国家利益、社会公共利益受损”，进而认为涉案股权转让合同违反该条款，属于损害社会公共利益，而被认定为无效。又比如，实践中涉及低价贱卖国有资产、损害国有资产权益的行为，法院可依据恶意串通损害国家、集体利益的方式认定合同无效。因此，具体案件中，除考虑是否违反法律、行政法规效力性强制性规定外，仍须考虑是否存在损害社会公共利益，恶意串通损害国家、集体或第三人利益等其他导致合同无效的情形。

### 三、国有股权转让合同瑕疵后果的补正措施

#### （一）因未经批准而未生效的国有股权转让合同的补正措施

针对未经批准的国有股权转让合同，如前所述，根据《合同法解释一》第九条<sup>19</sup>，一审法庭辩论终结前，当事人仍可通过办理批准手续补正合同效力；否则，法院将认定合同未生效。福建高院（2016）闽民终524号即认为涉案国有股权转让“未经国资管理部门批准对外转让股权虽有程序瑕疵，但经各方协商已经补正程序并实际完成了股权转让”，认可出资国企决定、政府批准的补正措施。

但是，就多数案件而言，如争议已经进入诉讼阶段，当事人通常难以就补正国有股权转让合同效力达成一致意见，违约方亦可能以未经批准的瑕疵问题主张国有股权转让合同未生效，以期免除其相关责任。针对该问题，最高院在《九民纪要》第35条、第37条<sup>20</sup>提供了指

<sup>19</sup> 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释（一）》

第九条 依照合同法第四十四条第二款的规定，法律、行政法规规定合同应当办理批准手续，或者办理批准、登记等手续才生效，在一审法庭辩论终结前当事人仍未办理批准手续的，或者仍未办理批准、登记等手续的，人民法院应当认定该合同未生效；法律、行政法规规定合同应当办理登记手续，但未规定登记后生效的，当事人未办理登记手续不影响合同的效力，合同标的物所有权及其他物权不能转移。合同法第七十七条第二款、第八十七条、第九十六条第二款所列合同变更、转让、解除等情形，依照前款规定处理。

<sup>20</sup> 《全国法院民商事审判工作会议纪要》

35.【未经批准的合同的效力】民商事审判中存在大量的合同需要批准的情形，如《商业银行法》《证券法》《保险法》等法律都有购买商业银行、证券公司、保险公司百分之五以上股权须经相关主管部门批准的规定。法律、行政法规规定某一类合同应当办理批准后才能生效的，批准是合同的法定生效条件，未经批准合同因欠缺法定生效条件而未生效。合同未生效，并不意味着没有任何效力，其效力主要表现在以下几个方面：一是具有形式拘束力。此时合同已经依法成立，任何一方当事人都不得擅自变更合同。二是不具有实质拘束力。合同未生效属于欠缺生效要件，有别于有效合同，一方不能直接请求另一方履行合同或者承担该合同约定的违约责任。当事人请求履行合同、承担合同约定的违约责任的，人民法院应当向释明，告知其将诉讼请求变更为继续履行报批义务。经释明后当事人仍拒绝变更诉讼请求的，可以驳回其诉讼请求。三是可以通过办理批准手续促成合同生效。未生效合同仍有通过办理批准手续而趋于有效的可能，故也不同于无效合同。当事人直接请求确认合同无效的，人民法院不予支持。

37.【不履行报批义务的后果】一方请求履行报批义务的，人民法院可以依法判令另一方履行报批义务。报批义务人根据生效判决履行报批义务后，有关部门未予批准的，合同确定不生效；报批义务人拒不履行生效判决确定的报批义务的，当事人可以另行起诉，请求赔偿包括差价损失、合理收益以及其他损失在内的预期利益损失的，人

导意见。具体而言，应经批准而未经批准的国有股权转让合同虽未生效，但因其已成立而具有形式拘束力，此时，任一方不得擅自变更合同，且一方有权请求报批义务方履行报批义务，法院可以依法判令报批义务方履行报批义务。

如报批义务人履行报批义务后，国有资产监督管理机构或出资国企未予批准的，国有股权转让合同不生效；如报批义务人拒不履行生效判决确定的报批义务的，则另一方可以另行起诉，请求赔偿预期利益损失（包括差价损失、合理收益以及其他损失）。该规定与《合同法解释二》第八条<sup>21</sup>的规定基本相符，实质上延续了《合同法》第四十二条第（三）项<sup>22</sup>规定的缔约过失责任。

司法案例中，最高院在（2016）最高法民终 803 号中即根据《合同法解释二》第八条认定涉案国有股权转让合同虽因未经批准而不生效，但未履行报批手续的报批义务方应承担缔约过失责任。因此，即使国有股权转让合同确已无法通过补正效力瑕疵而生效，守约方仍有权向报批义务方主张相应损失。

## （二）因未经评估、未进场交易的股权转让合同的补正措施

如前所述，根据现有司法案例，最高院倾向性观点认为，未履行评估、进场交易的国有股权转让合同并不必然无效。但从尽量避免法院对合同效力作出消极性评价的角度考虑，当事人仍可采取补正措施。

由于司法案例中就未经评估、未进场交易的股权转让合同采取补正的案例较少，我们以国有企业上市申报时，针对证监会进行合规性审查时所采取的补正措施作为参考。根据国有企业上市案例，国有企业通常采取的补正方式包括：补充办理追溯性评估手续，聘请评估机构对股权转让时的企业价值进行补充评估等；如果确存在国有资产流失的可能，仍需弥补损失。

此外，如国有企业取得国有资产管理监督机构/出资企业、政府的书面批复确认文件，则

---

民法院应予支持。报批义务人拒绝根据约定履行报批义务，经催告后在合理期限内仍不履行报批义务，另一方请求赔偿因未履行报批义务而造成的实际损失的，人民法院应予支持。

<sup>21</sup> 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释（二）》

第八条 依照法律、行政法规的规定经批准或者登记才能生效的合同成立后，有义务办理申请批准或者申请登记等手续的一方当事人未按照法律规定或者合同约定办理申请批准或者未申请登记的，属于合同法第四十二条第（三）项规定的“其他违背诚实信用原则的行为”，人民法院可以根据案件的具体情况和相对人的请求，判决相对人自己办理有关手续；对方当事人对由此产生的费用和给相对人造成的实际损失，应当承担损害赔偿责任。

<sup>22</sup> 《中华人民共和国合同法》

第四十二条 当事人在订立合同过程中有下列情形之一，给对方造成损失的，应当承担损害赔偿责任：

- （一）假借订立合同，恶意进行磋商；
- （二）故意隐瞒与订立合同有关的重要事实或者提供虚假情况；
- （三）有其他违背诚实信用原则的行为。

更可能取得证监会的认可。具体而言，该类文件通常载明国有股权转让虽未经评估、未进场交易，但经国有资产管理监督机构/出资企业、政府确认，不存在导致国有资产流失的情况。如上市公司 A 虽未履行评估程序，但取得了 xx 国资委确认函件；上市公司 B 虽未履行进场交易程序，但亦取得了 xx 国资委确认未造成国有资产流失的函件，最终均通过证监会的合规性审查。

## 环球简介

环球律师事务所（“我们”）是一家在中国处于领先地位的综合性律师事务所，为中国及外国客户就各类跨境及境内交易以及争议解决提供高质量的法律服务。

历史. 作为中国改革开放后成立的第一家律师事务所，我们成立于 1984 年，前身为 1979 年设立的中国国际贸易促进委员会法律顾问处。

荣誉. 作为公认领先的中国律师事务所之一，我们连续多年获得由国际著名的法律评级机构评选的奖项，如《亚太法律 500 强》（The Legal 500 Asia Pacific）、《钱伯斯杂志》（Chambers & Partners）、《亚洲法律杂志》（Asian Legal Business）等评选的奖项。

规模. 我们在北京、上海、深圳三地办公室总计拥有逾 400 名的法律专业人才。我们的律师均毕业于中国一流的法学院，其中绝大多数律师拥有法学硕士以上的学历，多数律师还曾学习或工作于北美、欧洲、澳洲和亚洲等地一流的法学院和国际性律师事务所，部分合伙人还拥有美国、英国、德国、瑞士和澳大利亚等地的律师执业资格。

专业. 我们能够将精湛的法律知识和丰富的执业经验结合起来，采用务实和建设性的方法解决法律问题。我们还拥有领先的专业创新能力，善于创造性地设计交易结构和细节。在过去的三十多年里，我们凭借对法律的深刻理解和运用，创造性地完成了许多堪称“中国第一例”的项目和案件。

服务. 我们秉承服务质量至上和客户满意至上的理念，致力于为客户提供个性化、细致入微和全方位的专业服务。在专业质量、合伙人参与程度、客户满意度方面，我们在中国同行中名列前茅。在《钱伯斯杂志》举办的“客户服务”这个类别的评比中，我们名列中国律师事务所首位。

## 版权与免责

**版权。** 环球律师事务所保留对本报告的所有权利。未经环球律师事务所书面许可，任何人不得以任何形式或通过任何方式复制或转载本报告任何受版权保护的内容。

**免责。** 本报告不代表环球律师事务所对有关法律问题的法律意见，任何仅依照本报告的全部或部分内容而做出的作为和不作为决定及因此造成的后果由行为人自行负责。如您需要法律意见或其他专家意见，应该向具有相关资格的专业人士寻求专业帮助。

**联系我们。** 如您欲进一步了解本报告所涉及的内容，您可以通过下列联系方式联系我们。

### 环球律师事务所（北京总部）

北京市朝阳区建国路81号华贸中心1号写字楼15层&20层 邮编：100025

电话：(86 10) 6584 6688

传真：(86 10) 6584 6666

电邮：global@glo.com.cn

### 环球律师事务所（上海）

上海市黄浦区湖滨路150号企业天地5号楼26层 邮编：200021

电话：(86 21) 2310 8288

传真：(86 21) 2310 8299

电邮：shanghai@glo.com.cn

### 环球律师事务所（深圳）

深圳市南山区深南大道 9668 号华润置地大厦 B 座 27 层 邮编：518052

电话：(86 755) 8388 5988

传真：(86 755) 8388 5987

电邮：shenzhen@glo.com.cn

北京市朝阳区建国路81号华贸中心  
1号写字楼15层&20层 邮编: 100025  
15 & 20/F Tower 1, China Central Place,  
No. 81 Jianguo Road Chaoyang District,  
Beijing 100025, China  
电话/T. (86 10) 6584 6688  
传真/F. (86 10) 6584 6666

上海市黄浦区湖滨路150号企业天地  
5号楼26层 邮编: 200021  
26F, 5 Corporate Avenue,  
No. 150 Hubin Road, Huangpu District,  
Shanghai 200021, China  
电话/T. (86 21) 2310 8288  
传真/F. (86 21) 2310 8299

深圳市南山区深南大道9668号  
华润置地大厦B座27层 邮编: 518052  
27th Floor Tower B, China Resources Land Building  
No. 9668 Shennan Avenue, Nanshan District,  
Shenzhen 518052, China  
电话/T. (86 755) 8388 5988  
传真/F. (86 755) 8388 5987