



环球律师事务所  
GLOBAL LAW OFFICE

环球律师事务所

国有资产监管专题报告（第二辑）

2022年8月

## 前言

国有企业是中国经济中极具活力及责任感的一支力量。有关国资监管的法律法规也在随着国家治理理念的调整而修订、完善。

继本所 2020 年 3 月发布国有资产监管专题报告第一辑，本辑报告在近几年新出台的国资监管法规基础上，持续探讨国资监管热点问题：从与上市公司相关的国资相关问题的讨论，到国有产权交易结合投资热点的分析；从国有资本投资行为到投资风险管控；对于第一辑报告因篇幅所限未纳入的境外国资监管和国有企业相关的反垄断问题、争议解决等问题，也一并收入本辑报告。在我国持续推动国企合规经营、高质量发展的背景下，我们期望通过本报告，为读者提供较为全面的我国近期国资监管法规动态及重点问题解析。

## 联系我们

如您欲进一步了解本报告所涉及的内容，您可以联系本所以下合伙人（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)



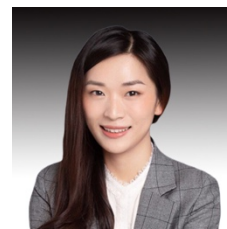
盛枫

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



刘宪来

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



李菁

[jessica.li@glo.com.cn](mailto:jessica.li@glo.com.cn)



张桐

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



刘成伟

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



祝芹

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



梁俊杰

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



刘平

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



康秋宁

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



代广颖

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



隋天娇

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



黄琳紫

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



刘淑珺

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

## 环球国有资产监管专题报告（第二辑）

2022年8月

### 目录

➤ 第一章：境外国资监管法律法规概述	4
➤ 第二章：国有金融机构资产转让监管规则概览	12
➤ 第三章：S基金交易之国有产权转让相关问题	19
➤ 第四章：国有资本参与股权投资和退出的国资监管要求探析	30
➤ 第五章：国有股东所持上市公司股份权益变动的关注要点	48
➤ 第六章：国资主体收购A股上市公司控制权的主要方式和注意事项	71
➤ 第七章：国资收购上市公司中的公司治理实务探析	77
➤ 第八章：深圳市属国有企业收购上市公司控制权的一般审批流程	85
➤ 第九章：对中央企业经营投资主要风险管控事宜的思考	95
➤ 第十章：国有资产交易中未及时履行国资监管程序的法律风险和补正措施	104
➤ 第十一章：国有企业“处僵治困”改革之路径选择及相关法律问题解析	118
➤ 第十二章：国有企业出租划拨土地上建成房屋的合同效力认定	133
➤ 第十三章：国有企业经营者集中实务的常见误区与合规要点	138
环球简介	152
版权与免责	153

## ➤ 第一章：境外国资监管法律法规概述

作者：金旭 | 朱丽

中国近些年实施“走出去”战略，推动国际化经营，积极发展国外市场。国有企业在海外市场非常活跃，已成为国际合作和跨国并购中一股核心力量。我国对于境内国有资产监管已经形成了全方位、体系化的成熟法律规则。境外国资监管法律规则虽然也陆续出台，相较而言，仍有很多问题需要澄清和关注。本文将介绍目前我国境外国资监管法律法规的框架，并对境外国资监管的一些具体问题予以探讨。

### 一、境外国资监管体系概述

目前境外国资监管的法律体系如下：

1. 《境外国有资产管理暂行办法》（财管字[1999]311号，1999年9月颁布实施，下称“《**境外国资办法**》”）：这应该是目前仍然有效的较早的一个全面规范境外国有资产监管的法规，明确了境外国有资产的范围、审核备案事项、产权登记等方面的规则。但需要注意这个规则的适用范围。我国国有资产监督管理的两大主要监管机关为：国务院国有资产监督管理委员会（下称“**国务院国资委**”）和中华人民共和国财政部。其中，财政部主管国有金融企业和行政事业单位国有资产，国务院国资委则主管中央直属企业（不含金融类企业）。《境外国资办法》的颁布机关是财政部、外交部、国家外汇管理局以及海关总署，并未包括国务院国资委。这就引发一个问题：由国资委负责监管的境外国有资产，是否适用这个规则？笔者注意到2019年8月在国务院国资委的网站上登载了如下问答：“问：《境外国有资产管理暂行办法》是否废止？答：《境外国有资产管理暂行办法》不是我委出台的文件，建议咨询其他单位”。同时我们注意到与《境外国资办法》基本处于同一时代的，由当时的国家国有资产管理局、财政部、国家外汇管理局共同颁布的《境外国有资产产权登记管理暂行办法》（国资境外发[1992]29号，1992年6月颁布实施），国务院国资委网站2019年1月登载的一则问答中明确回复：“《境外国有资产产权登记管理暂行办法》已不再执行”。就此，我们进一步了解《境外国资办法》的制定背景。《境外国资办法》于1999年颁布实施，彼时尚未设立国务院国资委<sup>1</sup>。随后，国务院国资委设立，承继了原财政部的国资局职能。如果从这段机构历史演变来推论，《境外国资办法》适用于国务院国资委监管的企业，也有一定合理性。考虑到近年国务院国资委相继出台多个中央企业境外国有资产管理的法律法规，在面对具体案例时，首先应考虑适用国资委出台的法律法规，

<sup>1</sup> 国务院国资委根据2003年通过的《第十届全国人民代表大会第一次会议关于国务院机构改革方案的决定》，于2003年设立。

在没有明确规定时参考《境外国资办法》，并争取与主管部门确认其适用性，是比较谨慎的做法。

2. 目前国务院国资委出台的境外国有资产监管法规主要集中在对中央企业的监督管理，具体如下：

- 《中央企业境外国有资产监督管理暂行办法》（国务院国资委令第 26 号，2011 年 7 月实施，下称“《**境外国资监管办法**》”）
- 《中央企业境外国有产权管理暂行办法》（国务院国资委令第 27 号，2011 年 7 月实施，下称“《**境外产权管理办法**》”）
- 《国务院国有资产监督管理委员会关于加强中央企业境外国有产权管理有关工作的通知》（国资发产权[2011]114 号，下称“《**加强境外国资管理通知**》”）
- 《中央企业境外投资监督管理办法》（国务院国资委令第 35 号，2017 年 1 月实施，下称“《**央企境外投资办法**》”）
- 《国务院国有资产监督管理委员会关于进一步加强中央企业境外国有产权管理有关事项的通知》（国资发产权规[2020]70 号，下称“《**进一步加强境外国资管理通知**》”）

3. 就地方国有企业而言，目前主要由各地国资监管部门出台的法规监管，比如《上海市企业境外国有资产监督管理暂行办法》、《广东省省属企业境外国有资产监督管理暂行办法》、《北京市国有企业境外投资监督管理办法》等。另外《境外产权管理办法》《进一步加强境外国资管理通知》等，也写明地方国资监管机构可参照并结合实际情况制定境外国有产权管理操作细则。所以在涉及地方国有企业的案例时，除了地方已出台实施的监管法规外，或者在尚未出台地方监管法规的情况下，也建议同时参考以上中央企业境外国有资产监管的法律法规。

## 二、境外投资方向

《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》（国办发[2017]74 号），将境外投资分为鼓励类、限制开展类、以及禁止开展类。其中，限制开展的境外投资包括：（1）赴与我国未建交、发生战乱或者我国缔结的双、多边条约或协议规定需要限制的敏感国家和地区开展境外投资；（2）房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等境外投资；（3）在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台；（4）使用不符合投资目的国技术标准要求的落后生产设备开展境外投资；（5）不符合投资目的国环保、能耗、安全标准的境外投资。禁止开展的境外投资包括：（1）涉及未经国家批准的军事工业核心技术和产品输出的境外投资；（2）运用我国禁止出口的技术、工艺、产品的境外投资；（3）赌博业、色情业等境外投资；（4）我国缔结或参加的国际条约规定禁止的境外投资；（5）其他危害或可能危害国家利益和

国家安全的境外投资。

国有企业境外投资方向，当然首先应遵守上述规则。经查询国务院国资委网站，2017年9月登载的一则问答中，对于国资委对中央企业境外投资有哪些政策要求和限制，国务院国资委的回答即引述了前述《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》的内容。此外，经公开信息检索，我们查询到某年度版本的《中央企业境外投资项目负面清单》，主要禁止了未按规定履行审批/决策程序项目、不符合国资委审核企业发展战略和规划的项目，并对项目预期收益率、项目资本金、投资金额等指标提出要求。同时，我们也查询到，一些地方国资委公布了省属国有企业境外投资项目负面清单，如《四川省属国有企业境外投资项目负面清单（2017年版）》《广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会履行出资人职责企业境外投资负面清单（2020年版）》。

根据我们以往的项目经验，在国资委提出的负面清单基础上，企业自身也可能会依此形成适用于本企业的境外投资制度和指引，更详细规定限制或禁止的境外投资方向，或者对拟开发的境外投资项目列出要求，例如对投资收益率、单项项目投资额等指标作出一定要求。

### 三、投资行为

#### （一）境外国有产权指什么？

根据《境外产权管理办法》，境外国有产权是指中央企业及其各级子企业以各种形式对境外企业出资所形成的权益。这里的“境外”包括：我国境外以及香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区。

更早期的《境外国资办法》将经外国有资产定义为“我国企业、事业单位和各级人民政府及政府有关部门以国有资产在境外及港、澳、台地区投资设立的各类企业 and 非经营性机构中应属国有的各项资产”，并对资产范围进行了列举。

#### （二）不同投资行为应履行的不同程序？

我们根据国务院国资委近年出台的法律法规要求，将投资行为应履行审批或备案程序，进行了如下总结：

履行程序	事项	法律依据
国资委审批	中央企业重要子企业由国有独资转为绝对控股、绝对控股转为相对控股或者失去控股地位	根据《境外产权管理办法》第11条及《境外国资监管办法》第30条，中央企业重要子企业由国有独资转为绝对控股、绝对控股转为相对控股或者失去控股地位的，应当报国

			资委审核同意。
		中央企业及其各级子企业独资或者控股的境外企业在境外首次公开发行股票，或者中央企业及其各级子企业所持有的境外注册并上市公司的股份发生变动，且境外注册上市公司属于中央企业重要子企业的	根据《境外产权管理办法》第 15 条，中央企业及其各级子企业独资或者控股的境外企业在境外首次公开发行股票，或者中央企业及其各级子企业所持有的境外注册并上市公司的股份发生变动，且境外注册上市公司属于中央企业重要子企业的，应由中央企业按《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》 <sup>2</sup> 等相关规定报国资委审核同意或备案。
		对列入中央企业境外投资项目负面清单特别监管类项目进行投资	根据《央企境外投资办法》第 9 条，列入中央企业境外投资项目负面清单特别监管类的境外投资项目，要报国资委审核。
		中央企业开展非主业投资	根据《央企境外投资办法》第 14 条，中央企业有特殊原因确需开展非主业投资的，应报国资委审核。
央 企 审 批	国 资 委 备 案/ 报 告	重组、上市、转让或者经营管理需要设立特殊目的公司	根据《境外产权管理办法》第 7 条，因重组、上市、转让或者经营管理需要设立特殊目的公司的,应当由中央企业决定或批准并以书面形式报告国资委。
		中央企业及其各级子企业独资或者控股的境外企业在境外首次公开发行股票，或者中央企业及其各级子企业所持有的境外注册并上市公司	根据《境外产权管理办法》第 15 条，中央企业及其各级子企业独资或者控股的境外企业在境外首次公开发行股票，或者中央企业及其各

<sup>2</sup> 2018 年 7 月 1 日，《上市公司国有股权监督管理办法》生效实施，《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》同日废止。因此，我们理解，2018 年 7 月 1 日以后应当按照现行的《上市公司国有股权监督管理办法》执行。

	<p>的股份发生变动</p>	<p>级子企业所持有的境外注册并上市公司的股份发生变动，需要将有关情况以书面形式报告国资委。</p>
	<p>新增个人代持境外国有产权</p>	<p>根据《进一步加强境外国资管理通知》，严控新增个人代持境外国有产权，确有必要新增的，统一由中央企业批准并报送国资委备案。</p>
<p>未明确要求向国资委备案/报告</p>	<p>除中央企业重要子企业之外的境外国有产权变动</p>	<p>根据《境外产权管理办法》第 11 条，境外国有产权转让等涉及国有产权变动的事项，由中央企业决定或者批准。其中，中央企业重要子企业由国有独资转为绝对控股、绝对控股转为相对控股或者失去控股地位的，应当报国资委审核同意。</p>
	<p>中央企业及其各级子企业独资或者控股的境外企业在境外首次公开发行股票，或者中央企业及其各级子企业所持有的境外注册并上市公司的股份发生变动。</p>	<p>根据《境外产权管理办法》第 15 条，中央企业及其各级子企业独资或者控股的境外企业在境外首次公开发行股票，或者中央企业及其各级子企业所持有的境外注册并上市公司的股份发生变动的，由中央企业按照证券监管法律、法规决定或者批准。</p>
	<p>中央企业境外投资负面清单之外的项目投资</p>	<p>根据《央企境外投资办法》第 9 条，负面清单之外的境外投资项目，由中央企业按照企业发展战略和规划自主决策。并且，根据《央企境外投资办法》第 15 条，中央企业向下授权境外投资决策的企业管层级原则上不超过二级。</p>

**(三) 哪些投资行为需要进行国有资产评估?**

## 1. 应进行评估的交易行为

根据《境外产权管理办法》第 9 条，中央企业及其各级子企业以拥有的境内国有产权向境外企业注资或转让，或以其拥有的境外国有产权向境内企业注资或转让，需要聘请境内评估机构对标的物进行评估，办理评估备案或核准。

《境外产权管理办法》第 10 条第 1 款规定：中央企业及其各级子企业独资或者控股的境外企业在境外发生转让或者受让产权、以非货币资产出资、非上市公司国有股东股权比例变动、合并分立、解散清算等经济行为时，应当聘请具有相应资质、专业经验和良好信誉的专业机构对标的物进行评估或者估值，评估项目或者估值情况应当由中央企业备案；涉及中央企业重要子企业由国有独资转为绝对控股、绝对控股转为相对控股或者失去控股地位等经济行为的，评估项目或者估值情况应当报国资委备案或者核准。根据《加强境外国资管理通知》，应当聘请具有相应资质、专业经验、良好信誉并与经济行为相适应的境内外专业机构进行评估。

## 2. 可以不评估的交易行为

如果是企业内部资产重组，转让方为中央企业及其直接或间接全资拥有的境外企业，受让方为中央企业及其直接或者间接全资拥有的境内外企业的，转让价格可以以评估或者审计确认的净资产值为底价确定。

根据《进一步加强境外国资管理通知》，中央企业在本企业内部实施重组整合，中央企业控股企业与其直接、间接全资拥有的子企业之间或中央企业控股企业直接、间接全资拥有的子企业之间转让所持境外国有产权，按照法律法规、公司章程规定履行决策程序后，可依据评估（估值）报告或最近一期审计报告确认的净资产值为基础确定价格。

根据《进一步加强境外国资管理通知》，注销已无存续必要的特殊目的公司，已无实际经营、人员的休眠公司，或境外企业与其全资子公司以及全资子公司之间进行合并，中央企业经论证不会造成国有资产流失的，按照法律法规、公司章程规定履行决策程序后，可以不进行评估（估值）。

### （四）个人代持的相关规定如何？

根据《财政部关于规范国有企业境外投资中个人代持股份有关问题的通知》（财企[2010]24 号），国有企业境外投资中，现有的个人代持股份应当按照财政部印发的《境外投资财务管理暂行办法》（财外字[1996]215 号）和《国务院办公厅转发财政部、国家国有资产管理局关于驻港澳机构以个人名义办理产权注册登记手续等问题的意见的通知》（国办发[1989]54 号）的有关规定进行规范。国有企业境外投资，原则上不再审批新的个人代持行为。

根据《境外产权管理办法》第 6 条，境外国有产权应当由中央企业或者其各级子企业持有。境外企业注册地相关法律规定须以个人名义持有的，应当统一由中央企业依据有关规定决定或者批准，依法办理委托出资等保全国有产权的法律手续，并以书面形式报告国资委。

根据《加强境外国资管理通知》，各中央企业要按照《境外产权管理办法》第 6 条、第 7 条的规定，切实规范个人代持境外国有产权和设立离岸公司等特殊目的公司的行为。要对个人代持境外国有产权和设立离岸公司等特殊目的公司的情况进行一次全面清理。

基于上述，针对个人代持境外国有资产，总体采取的是禁止态度。

#### **（五）是否需要履行进场程序？**

根据《境外产权管理办法》，中央企业及其各级子企业独资或控股的境外企业所持有的境外国有产权的管理，比照国资委境内国有产权管理的相关规定执行。与境内相比，境外国有产权的交易通过产权交易市场交易的实现存在一定的难度，所以相关规则并未对进场交易作出强制规定。例如：《境外产权管理办法》第 12 条规定，转让境外国有产权，要多方比选意向受让方。具备条件的，应公开征集意向受让方并竞价转让，或者进入中央企业国有产权转让交易试点机构挂牌交易。根据《进一步加强境外国资管理通知》，境外国有产权（资产）对外转让、企业引入外部投资者增加资本要尽可能多方比选意向方，具备条件的，应当公开征集意向方并竞价交易。

#### **（六）哪些事项要求产权登记？**

根据《境外产权管理办法》第 8 条，中央企业及其各级子企业发生以下事项时，应当由中央企业统一向国资委申办产权登记：

1. 以投资、分立、合并等方式新设境外企业，或者以收购、投资入股等方式首次取得境外企业产权的；
2. 境外企业名称、注册地、注册资本、主营业务范围等企业基本信息发生改变，或者因企业出资人、出资额、出资比例等变化导致境外企业产权状况发生改变的；
3. 境外企业解散、破产，或者因产权转让、减资等原因不再保留国有产权的；
4. 其他需要办理产权登记的情形。

#### **（七）产权转让价款支付的要求？**

根据《境外产权管理办法》第 14 条，境外国有产权转让价款应当按照产权转让合同约定支付，原则上一次付清，确需采取分期付款的，受让方须提供合法的担保。这一规则和境内国有产权转让交易价款的支付要求基本一致。

#### 四、总结

以上为我们对目前境外国资监管法律法规的概述，以及一些国资监管环节具体问题的总结分析。境外国有资产，不会因为其位于境外，需受到境外法律的规制，就不再适用境内法律的监管。但同时，考虑其位于境外的特质，在监管上也会与境内国有资产监管规则有一定的不同。境外国有资产法律问题的审查，有时会因为法规的不明确，或是境外文件的难以获得/理解，从而隐蔽其中的法律问题。因此，对于境外国有资产/境外国有资产交易应予以警觉，谨慎地结合境内外情况予以审视。

## ➤ 第二章：国有金融机构资产转让监管规则概览

作者：盛枫 | 帅雨函

2018年6月30日，中共中央、国务院发布了具有划时代意义的《关于完善国有金融资本管理的指导意见》，对国有金融资本管理工作进行了全面系统的部署；其中第三条第（十）款规定，加强金融企业国有产权流转管理，及时、全面、准确反映国有金融资本产权变动情况。可见，为维护国家金融安全，防范国有金融资本流失，构建国有金融机构资产转让的监管规则弥足重要。本文拟对相关规定进行梳理<sup>3</sup>，力求全面展现我国现有的国有金融机构<sup>4</sup>资产转让监管规则体系。

### 一、监管框架

#### （一）监管部门

《关于完善金融资本管理的指导意见》第二条第（五）款明确：各级财政部门根据本级政府授权，集中统一履行国有金融资本出资人职责。《国有金融资本出资人职责暂行规定》（国办发〔2019〕49号）第九条第二款进一步规定：财政部负责制定统一的国有金融资本管理规章制度，依法指导和监督地方国有金融资本管理工作。

由上可知，与一般由国资委履行监管职责的国有企业不同，具体的国有金融资本管理制度（包括国有金融机构资产转让监管规则在内）均是由财政部所制定，并由财政部及地方财政部门进行监督管理。

#### （二）监管规定

作为一般国有企业资产交易的基础性规定，《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 财政部令第32号，以下简称“32号令”）中第六十三条规定：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。由此可见，国有金融机构的资产转让监管规则与一般国有企业的资产转让监管规则虽一脉相承，却也另成体系。在国有金融机构进行资产转让时优先适用其特殊的监管规则，如未有所规定的，则适用一般国有企业的资产转让监管规则。

现有关于国有金融机构资产转让特殊的监管规则主要包括以下规定：

#### 1. 纲领规定

<sup>3</sup> 囿于篇幅，本文暂不对开展正常经营业务涉及的抵（质）押资产、抵债资产、诉讼资产、信贷资产、租赁资产、不良资产、债权等资产转让、报废资产处置、司法拍卖资产及政府征收资产等进行讨论。

<sup>4</sup> 囿于篇幅，本文暂不对上市国有金融机构的问题进行讨论。

《关于完善国有金融资本管理的指导意见》；

《国有金融资本出资人职责暂行规定》（国办发〔2019〕49号，以下简称“49号文”）；

## 2. 核心规定

《金融企业国有资产转让管理办法》（中华人民共和国财政部令第54号，以下简称“54号令”）；

《关于规范国有金融机构资产转让有关事项的通知》（财金〔2021〕102号，以下简称“102号文”）；

## 3. 其余规定

《金融企业国有资产评估监督管理暂行办法》（财政部令〔2007〕第47号，以下简称“47号令”）；

《规范产权交易机构开展金融企业国有产权交易管理暂行规定》（财金〔2020〕92号，以下简称“92号文”）；

《金融企业非上市国有产权交易规则》（财金〔2011〕118号，以下简称“118号文”）。

## 二、国有金融机构的认定

102号文对国有金融机构作了简单直接的定义，即国有金融机构系国有独资、国有全资、国有控股及实际控制的金融机构（含其分支机构及拥有实际控制权的各级子公司）。

### （一）国有性质的认定

对比102号文与32号令对一般国有企业的相关规定，102号文与32号令中对“国有”企业的定义均包括国有独资、国有全资、国有控股及实际控制的企业，可见二者对国有性质的认定标准乃一脉相承。因此，笔者认为可以参照32号令的规定详细厘清国有金融机构的国有性质。

具体而言，其股权结构及公司治理情况满足以下要求的金融机构属于“国有”金融机构：

1. 政府部门、机构、事业单位出资设立的国有独资金融机构，以及上述单位、企业直接或间接合计持股为100%的国有全资金融机构；
2. 上述单位、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金融机构；
3. 前述两项所列金融机构对外出资，拥有股权比例超过50%的各级子公司；
4. 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金融机构。

## （二）金融机构的认定

102号文对国有金融机构的定义中，仅对其国有性质略有提及说明，但并未见其对于“金融机构”性质的认定标准。故笔者对其余国有金融机构监管规定进行了查询，发现国务院办公厅发布的49号文和财政部发布的《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》（财金〔2019〕130号，以下简称“130号文”）对于金融机构（或称金融企业，本文统一表述为“**金融机构**”）有较为详细的定义，且二者规定中的范围一致，即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。

## 三、国有金融机构资产转让的具体规则

在现行的国有金融机构资产转让监管体制下，因资产类型不同，适用的监管规定有所不同。具体如下：

序号	资产类型	适用规定
1	股权类资产	适用 54 号令
2	底层资产全部是股权类资产且享有浮动收益的信托计划、资管产品、基金份额等金融资产	除国家另有规定外，比照适用 54 号令
3	不动产、机器设备、知识产权、有关金融资产等非股权类资产	除行业监管部门另有规定外，适用 102 号文
4	因开展正常经营业务涉及的抵（质）押资产、抵债资产、诉讼资产、信贷资产、租赁资产、不良资产、债权等资产转让及报废资产处置，以及司法拍卖资产、政府征收资产等	国家另有规定的从其规定 <sup>5</sup>

尽管适用的规定不同，但国有金融机构的股权类资产（以下将股权类资产及底层资产全部是股权类资产但享有浮动收益的金融资产合称为“**股权类资产**”）和非股权类资产的转让流程本身一致。具体如下：

<sup>5</sup> 该等规定包括但不限于《银行抵债资产管理办法》（财金〔2005〕53号）《金融企业不良资产批量转让管理办法》（财金〔2012〕6号）《中国银保监会办公厅关于开展不良贷款转让试点工作的通知》（银保监办便函〔2021〕26号）等。



### （一）内部决策

中共中央办公厅、国务院办公厅《关于进一步推进国有企业贯彻落实“三重一大”决策制度的意见》（以下简称“**决策意见**”）规定，凡是涉及资产调整、产权转让等方面的重大决策属于重大决策事项；党委（党组）、董事会、未设董事会的经理班子应当以会议的形式，对职责权限内的“三重一大”事项作出集体决策。不得以个别征求意见等方式作出决策。

102号文中对三重一大决策予以了明确：重大资产转让，应当严格落实“三重一大”决策制度，需经董事会或股东（大）会审议的，依法依规履行相应公司治理程序。54号令因形成时间早于决策意见，并未对此内部决策进行规定。但鉴于决策意见中明确规定，该意见适用于国有和国有控股企业（含国有和国有控股金融机构）。故股权类资产转让，如构成重大决策事项，亦应履行“三重一大”决策程序。

综上，国有金融机构资产转让，如构成重大资产转让或重大产权转让，则属于“三重一大”事项，应根据国有金融机构的公司治理程序，由国有金融机构的党委（党组）、董事会、未设董事会的经理班子在其职责权限内作出集体决策。

### （二）外部审批

54号令中对于国有金融机构产权转让的审批权限进行了明确的规定，包括控股（集团）公司审批及财政部门审批。具体如下：

1. 控股（集团）公司审批。国有及国有控股金融机构一级子公司（省级分公司或者分行、金融资产管理公司办事处）转让子公司产权；
2. 财政部门审批。国有及国有控股金融机构转让一级子公司的产权；或国有及国有控股金融机构一级子公司转让子公司产权时，涉及重要行业、重点子公司的重大国有产权转让或者导致转让标的企业所持金融企业或者其他重点子公司控股权转移。除明确规定需要报国务院批准外，中央管理的国有及国有控股金融机构转让一级子公司的产权应当报财政部审批；地方管理的金融机构国有资产转让的审批权限，由省级财政部门确定。

102号文提及国有金融机构转让非股权类资产“按规定需报财政部门履行相应程序的，应按规定报同级财政部门”，但规定中并未对何种情况下需报财政部门、以何种方式报财政部

门及报财政部门应履行的程序进行规定。在 102 号文颁布前，我国并无直接针对国有金融机构的非股权类资产监管规则。故笔者理解，目前可参照的监管规定亦仅见于 54 号令。但如前所述，54 号令对于转让审批权限确定的根据系拟转让股权所属的公司层级，对于非股权类资产的审批权限并不具有参考价值。

综上，对于股权类资产转让，应根据 54 号令确定的审批权限，履行审批程序；而对于非股权类资产转让，尽管 102 号文规定“按规定需报财政部门履行相应程序的”，但目前监管体系内仍不明确相应的审批权限，尚待财政部对此予以进一步的规定。

### （三）价格确定

对于国有金融资产转让价格的确定，无论是股权类资产转让还是非股权类资产转让，54 号令和 102 号文均贯彻了“以资产评估为原则，以无需资产评估为例外”的宗旨，以防范国有资产流失。具体如下：

资产类型	价格确定方式	具体适用
股权类资产	资产评估结果	(1) 适用 47 号令相关规定； (2) 产权交易过程中，首次挂牌价格不得低于经核准或者备案的资产评估结果； (3) 直接协议转让的，价格不得低于经核准或者备案的资产评估结果。
	无需整体评估，价格不低于最近一期经审计确认的净资产值。	在实施内部重组过程中，拟采取直接协议方式转让产权、且转让方和受让方为控股（集团）公司所属独资子公司的。
非股权类资产	资产评估结果	适用 47 号令，并以经核准或备案的评估结果为依据确定底价。
	无需资产评估，但需经国有金融机构或第三方中介机构论证不会造成国有资产流失的，并依法依规履行决策程序：	(1) 有明确市场公允价值的资产交易； (2) 转让标的价值较低（单项资产价值低于 100 万）的资产交易； (3) 国有独资、全资金融机构之间的资产交易；

	(1) 有明确市场公允价值的资产交易参照市场公允价值确定转让底价； (2) 其他资产交易参照市场公允价值、审计后账面价值等方式确定转让底价； (3) 投资协议或合同约定退出价格的资产交易，可按约定价格执行。	(4) 国有金融机构及其独资全资子公司之间的资产交易； (5) 国有金融机构所属控股子公司之间发生的不会造成国有金融机构拥有的国有权益发生变动的资产交易。
--	---	--

综上，对于资产评估而言，无论是股权类资产转让还是非股权类资产转让，如进行资产评估的，均应遵守 47 号令的规定。47 号令中亦规定，国有金融机构的产权转让、资产转让/置换/拍卖应当委托资产评估机构进行资产评估，并对该等资产评估项目进行核准和备案。而如该等转让属于满足条件的集团内部体系交易，两种资产类型均有存在无需资产评估的可能性；但因资产类型的不同，非股权类资产适用无需评估的情形较股权类资产更多。

#### (四) 交易开展

对于交易的开展，无论是股权类资产转让还是非股权类资产转让，54 号令和 102 号文均贯彻了“以公开交易为原则，以非公开交易为例外”的宗旨，以防范围有资产流失。具体如下：

交易类型	资产类型	具体方式	适用规则/具体情形
公开交易	股权类资产	进场交易	适用 118 号文
		拍卖	适用《中华人民共和国拍卖法》及其他有关规定
		招投标	适用《中华人民共和国招标投标法》及其他有关规定
	非股权类资产	进场交易	参照适用 118 号文
		公开拍卖	适用《中华人民共和国拍卖法》
		网络拍卖	向社会全程公开
		竞争性谈判 <sup>6</sup>	应当有三人以上参加竞价

<sup>6</sup> 对于竞争性谈判，102 号文中并未进行明确定义。参照财政部颁布的《政府采购非招标采购方式管理办法》（中华人民共和国财政部令第 74 号），竞争性谈判是指谈判小组与符合资格条件的供应商就采购货物、工程和服务事

		其他方式	国家有规定的，则从其规定； 无规定的，应当至少有两人以上参加竞价； 只有一人竞价时，需补登公告，公告 7 个工作日后，如确定没有新的竞价者才能成交
非公开交易	股权类资产	协议转让	经国务院批准或者财政部门批准： （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
	非股权类资产	协议转让	经国有金融机构按照授权机制审议决策： （1）属于集团内部资产转让； （2）按照投资协议或合同约定条款履约退出； （3）根据合同约定第三人行使优先购买权； （4）将特定行业资产转让给国有及国有控股企业； （5）经同级财政部门认可的其他情形

综上，对于公开交易方式而言，相比于非股权类资产转让存在其他情形这一兜底性规定，股权类资产转让的交易方式选择范围更小且要求更高。对于非公开交易方式而言，因资产类型存在差异，即使在两种资产类型转让均满足适用要求的情况下，股权类资产转让与非股权类资产转让需履行的批准程序亦存在差异：股权类资产需经国务院或者财政部门批准；非股权类资产仅需国有金融机构按照授权机制审议决策即可。

#### 四、结语

在 102 号文颁布前，国有金融机构的资产转让监管规则实质意义上只针对股权类资产转让。随着 102 号文填补了非股权类资产转让规定的空白，目前财政部已经建立起完整的国有金融机构资产转让监管框架。但必须承认的是，仍存在部分问题尚不明确，如国有金融机构非股权类资产转让应当如何进行审批，实践中国有金融机构转让非股权类资产时，采用向多家意向受让方询价的方式是否属于公开交易方式等等。前述问题亟待监管规则进一步予以确定，我们也将对此持续关注。

---

宜进行谈判，供应商按照谈判文件的要求提交响应文件和最后报价，采购人从谈判小组提出的成交候选人中确定成交供应商的采购方式。

## ➤ 第三章：S 基金交易之国有产权转让相关问题

作者：刘宪来 | 钱月

按照中国证券投资基金业协会（以下简称“中国基金业协会”）发布的《私募基金管理人登记及产品备案月报（2022年5月）》<sup>7</sup>显示，截至2022年5月末，中国私募基金存续规模为19.96万亿元，其中，私募股权投资基金存续规模10.84万亿元，创业投资基金存续规模2.56万亿元，私募股权投资基金和创业投资基金合计存续规模占中国私募基金整体存续规模的比例约为67.13%。随着私募股权投资基金和创业投资基金的迅速发展，其流动性的需求亦逐渐增加，由此提供私募基金份额交易的二级市场和专注于私募基金份额二级市场投资的S基金（Secondary Fund）成为各方关注的焦点，S基金交易也日趋火爆，在该背景下，开展私募股权投资和创业投资份额转让试点的区域性股权市场（以下简称“S基金交易市场”）也应运而生，以便利私募股权投资基金和创业投资基金投资人实现退出，推动形成有效的“募投管退”良性生态体系。

在S基金交易涉及的常见法律问题中，国有资产监管的问题一直颇受关注。由于私募基金本身需要受到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）和中国基金业协会的监管，被要求非公开募集和转让，而国有资产交易监管强调遵循公开公平的原则，在涉及到国有企业转让其所持有的私募基金份额的情况下，是否需要进场交易、如何确定法定产权交易场所、如何平衡非公开转让的私募属性与国有资产公开交易原则、如何定价确保转让价格的公允性等方面的问题均是各方关注与讨论的重点。

本文笔者将分析目前中国S基金交易市场及其概况、S基金交易及国有产权转让主要监管规则、S基金交易之国有产权转让相关现实问题及中国S基金交易市场目前关于国有产权转让机制的探索，以期抛砖引玉。

### 一、中国S基金交易市场及其概况

#### （一）中国S基金交易市场

按照专注于为中国另类资产投资提供服务的金融信息科技公司——执中发布的《中国私募股权二级市场白皮书 2022》<sup>8</sup>记载，2021年全年，中国私募股权二级市场累计发生交易353起，覆盖337只基金，可获知的累计交易金额达668.07亿元；相较于2020年全年264.45亿元的交易金额增长达153%。

<sup>7</sup> 网址：[https://mp.weixin.qq.com/s/rBGhWFqX9d3d\\_zWFB3UTLQ](https://mp.weixin.qq.com/s/rBGhWFqX9d3d_zWFB3UTLQ)。

<sup>8</sup> 网址：<https://mp.weixin.qq.com/s/hMlknAlaw73aj4lFN9EsA>。

在私募基金二级市场迅速发展的背景下，国家监管层面也正探索在区域性股权市场开展股权投资和创业投资份额转让试点，以拓宽私募基金投资人的退出渠道。截至目前，经批准开展私募股权投资和创业投资份额转让试点的 S 基金交易市场有两个，分别为北京股权交易中心及上海股权托管交易中心，该等 S 基金交易市场获批的主要事件如下：

时间	S 基金交易市场获批的主要事件
2020.7	国务院常务会议提出要依托区域性股权市场开展股权投资和创业投资份额转让试点。
2020.9	国务院发布《关于深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案的批复》，支持北京市在现行私募基金法律法规框架下，设立私募股权转让平台，拓宽私募股权和创业投资退出渠道。
2020.12	中国证监会批复同意在北京股权交易中心开展股权投资和创业投资份额转让试点（以下简称“北京试点”）。
2021.4	中共中央、国务院发布《关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见》，在总结评估相关试点经验基础上，适时研究在浦东依法依规开设私募股权和创业投资股权份额转让平台，推动私募股权和创业投资股权份额二级交易市场发展。
2021.11	中国证监会批复同意在上海股权托管交易中心开展私募股权和创业投资份额转让试点（以下简称“上海试点”）。

在北京试点及上海试点获批后，全国还有其他多个省市也纷纷提出拟探索设立 S 基金交易市场，北京及上海的相关主管部门也针对 S 基金交易及其中涉及的国有产权转让相关问题进行了研究并出台了一系列政策以完善交易机制及监管规则。

## （二）北京试点概况

按照《北京市人民政府关于公布北京市区域性股权市场运营机构的通告》（京政发〔2017〕22 号）的规定，北京股权交易中心有限公司是经北京市人民政府批准的全市唯一一家区域性股权市场运营机构，是为北京市行政区域内中小微企业证券非公开发行、转让及相关活动提供设施与服务的唯一合法场所。

在北京股权交易中心被批准开展私募股权和创业投资份额转让试点后，北京股权交易中心就私募股权和创业投资股权份额转让平台业务的开展发布了《北京股权交易中心股权投资和创业投资份额转让平台业务规则（试行）》《北京股权交易中心股权投资和创业投资份额转让平台登记业务规则（试行）》《北京股权交易中心股权投资和创业投资份额转

让平台投资者适当性管理规则（试行）》《北京股权交易中心股权投资和创业投资份额转让平台信息披露细则（试行）》等 11 项规则，在全国率先为 S 基金份额转让提供了规范指引。

2021 年 6 月，北京市地方金融监督管理局、中国证监会北京监管局、北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）、北京市财政局等部门联合发布了《关于推进股权投资和创业投资份额转让试点工作的指导意见》（以下简称“《北京试点工作指导意见》”），《北京试点工作指导意见》力求通过政策创新，持续推动份额转让试点，不断完善机制和服务，率先在全国建立了私募投资基金份额转让政策体系，同时，《北京试点工作指导意见》明确了国资基金份额转让和退出路径，支持各类国资相关基金份额进场交易，以市场化方式确定最终转让价格，在北京市层面弥补了国资私募基金份额转让的制度空白。

另外，北京多个政府部门发布了相关政策支持北京股权交易中心私募股权和创业投资股权份额转让平台业务的开展，该等支持性政策包括：

发文机关	文件名称	主要相关内容
北京市经济和信息化局、北京市发展和改革委员会	《北京市关于应对疫情防控常态化促进中小企业健康发展若干措施》	支持政府性引导基金通过投资份额转让试点进行份额交易和份额质押，支持私募股权二级市场平台建设，支持设立私募股权二级市场基金。
北京市科学技术委员会、中关村科技园区管理委员会、北京市地方金融监督管理局、北京市财政局、中国人民银行营业管理部、中国银行保险监督管理委员会北京监管局、中国证监会北京监管局、北京市朝阳区人民政府	《关于加快建设高质量创业投资集聚区的若干措施》	北京市股权投资和创业投资份额转让平台在朝阳区率先设立专属服务窗口，支持创投机构开展份额转让交易，提升创投基金流动性。支持社会资本发起设立私募股权二级市场基金（即 S 基金）、并购基金等，面向创投基金或投资项目受让二手份额或股权，拓宽私募股权和创业投资退出渠道。
北京市地方金融监督管理局、中国人民银行营业管理部、中国银行保险监督管理委员会北京监管局、中国证监会北京监管局、北京市朝阳区人民政府	《关于推进北京全球财富管理	充分发挥北京股权交易中心的股权投资和创业投资份额转让平台作用，为二级市场基金（S 基金）、境内外私募基金和合格投

管理委员会北京监管局、 中国证监会北京监管局	理中心建设的 意见》	资者提供优质投资标的。强化北京股权交 易中心权益交易、登记托管、投资融资、 并购重组等功能，打造服务中小企业创业 投资和股权投资“募投管退”主平台。
---------------------------	---------------	---

### （三）上海试点概况

按照《上海市人民政府关于公布本市区域性股权市场运营机构的通告》（沪府发〔2017〕59号）的规定，上海股权托管交易中心为上海市唯一合法的区域性股权市场运营机构。

在上海股权托管交易中心被批准开展私募股权和创业投资份额转让试点后，上海股权托管交易中心就私募股权和创业投资股权份额转让平台业务的开展发布了相应的业务指南，该等业务指南包括《上海私募股权和创业投资份额转让平台开户资料清单》《上海股权托管交易中心私募基金份额转让服务业务资格申请文件内容与格式指南》《私募股权和创业投资份额挂牌转让申请文件清单（试行版）》《上海股权托管交易中心私募股权和创业投资份额转让业务收费明细》《关于实施私募股权和创业投资份额协议交易费用优惠的通知》，对在上海股权托管交易中心进行私募股权和创业投资份额转让的开户资料、申请文件、收费明细等事项进行了规定。

针对国资私募基金份额转让在 S 基金交易中存在的监管空白，2021 年 11 月，上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）联合部分上海市属国有企业、上海股权托管交易中心，就私募基金份额评估管理程序、难点和优化建议进行研究并开启了《上海市国有企业私募股权和创业投资基金份额评估管理工作指引（试行）》的起草工作；2022 年 2 月，上海市国资委印发《上海市国有私募股权和创业投资基金份额转让监督管理办法（试行）》（沪国资委产权〔2022〕58 号），对上海市国有私募基金份额转让的规则进行了明确；2022 年 6 月，上海市国资委发布《上海市国有企业私募股权和创业投资基金份额评估管理工作指引（试行）》，对上海市国有企业私募股权和创业投资基金份额的评估管理工作进行了规定。

## 二、S 基金交易及国有产权转让主要监管规则

### （一）国家层面主要监管规则

截至目前，国家层面关于私募基金份额转让发布的主要监管规则包括：

发文机关	文件名称	相关主要内容
全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国证券投资基金法》 (主席令第九号)	<p>私募基金份额持有人转让私募基金份额的，应当符合：</p> <p>(1) 向合格投资者募集；(2) 不得向合格投资者之外的单位和个人募集资金，不得通过报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体或者讲座、报告会、分析会等方式向不特定对象宣传推介。</p>
中国证监会	《私募投资基金监督管理暂行办法》 (证监会令第105号)	<p>私募基金应当向合格投资者募集，单只私募基金的投资者人数累计不得超过《中华人民共和国证券投资基金法》《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国合伙企业法》等法律规定的特定数量。投资者转让基金份额的，受让人应当为合格投资者且基金份额受让后投资者人数应当符合前款规定。</p>
中国证监会	《关于加强私募投资基金监管的若干规定》(中国证监会公告(2020)71号)	<p>私募基金管理人及其从业人员在私募基金募集过程中不得直接或者间接存在下列行为：(1) 向合格投资者之外的单位、个人募集资金；(2) 通过报刊、电台、电视、互联网等公众传播媒体，讲座、报告会、分析会等方式，布告、传单、短信、即时通讯工具、博客和电子邮件等载体，向不特定对象宣传推介，但是通过设置特定对象确定程序的官网、客户端等互联网媒介向合格投资者进行宣传推介的情形除外。</p>

截至目前，国家层面关于国有产权转让发布的主要监管规则包括：

发文机关	文件名称	相关主要内容
全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国企业国有资产法》 (主席令第五号)	<p>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；国有资产转让应当以依法评估的、经履行出资人职责的机构认可或者由履行出资人职责的机构报经本级人民政府核准的价格为依据，合理确定最低转让价格；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。</p>

国务院	《国有资产评估管理办法》（国务院令第 91 号）	国有资产占有单位进行资产拍卖、转让的，应当进行资产评估。
国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）	《企业国有资产评估管理暂行办法》（国资委第 12 号令）	各级国有资产监督管理机构履行出资人职责的企业及其各级子企业有下列行为之一的，应当对相关资产进行评估：（1）非上市公司国有股东股权比例变动；（2）产权转让；（3）资产转让、置换；（4）收购非国有单位的资产……
财政部	《金融企业国有资产评估监督管理暂行办法》（财政部令第 47 号）	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、担保公司有下列情形之一的，应当委托资产评估机构进行资产评估：（1）非上市金融企业国有股东股权比例变动；（2）产权转让；（3）资产转让、置换、拍卖；（4）收购非国有单位资产……
财政部	《金融企业国有资产转让管理办法》（财政部令第 54 号）	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，符合该办法规定条件的，可以采取直接协议方式转让金融企业国有资产；财政部门的监督管理职责包括确定承办金融企业国有资产交易业务的产权交易机构备选名单。
国资委、财政部	《企业国有资产交易监督管理办法》（国资委、财政部令第 32 号，以下简称“32 号令”）	企业国有资产交易应当遵循等价有偿和公开公平公正的原则，在依法设立的产权交易机构中公开进行，国家法律法规另有规定的从其规定；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；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。
财政部	《关于规范国有金融机构资产转让有关事项的通知》（财金〔2021〕102 号）	国有独资、国有全资、国有控股及实际控制金融机构（含其分支机构及拥有实际控制权的各级子企业）转让股权类资产，按照《金融企业国有资产转让管理办法》（财政部令第 54 号）等相关规定执行；除国家另有规定外，涉及底层资产全部是股权类资产且享有浮动收益

		的信托计划、资管产品、基金份额等金融资产转让，应当比照股权类资产转让规定执行。
国资委	《关于企业国有资产交易流转有关事项的通知》（国资发产权规〔2022〕39号）	对协议转让的情形、非公开协议方式转让国有产权的定价等内容进行了规定。

## （二）地方层面主要监管规则

截至目前，北京及上海关于国资私募基金份额转让发布的主要监管规则包括：

发文机关	文件名称	相关主要内容
北京市地方金融监督管理局，中国证监会北京监管局，北京市国资委，北京市财政局，北京市经济和信息化局，北京市科学技术委员会，中关村科技园区管理委员会	《北京试点工作指导意见》	<p>（1）支持各类国资相关基金份额（包括但不限于国家出资企业及其拥有实际控制权的各级子企业出资形成的基金份额、各级政府投资基金出资形成的基金份额），通过北京股权交易中心份额转让试点转让交易。对于存续期未满但达到预期目标的政府投资基金出资形成的份额，经该基金行业主管部门审核后，可在北京股权交易中心份额转让试点转让交易。基金设立协议等对基金份额转让有明确规定或约定的，从其规定或约定。</p> <p>（2）简化国资相关基金份额转让审批流程，采取市场化方式确定最终转让价格。首次转让报价应以评估或估值结果为基准。</p>
上海市国资国企改革工作推进领导小组	《市国资委监管企业私募股权投资基金监督管理暂行办法》	<p>监管企业可以采取股权转让、份额转让、减少资本或赎回份额等方式提前退出基金。股权转让，应当按照《企业国有资产交易监督管理办法》（32号令）或其他相关国资监管规定履行交易程序。国有企业持有的份额转让，应当按照企业国有资产交易相关规定执行。</p>
上海市国资委	《上海市国有私募股权和创业投资基	上海市（区）国资监管机构所监管企业及其各级国有及国有控股企业、国有实际控制企业转让其在完成国有权益登记且经中国基金业协会备案的

	金份额转让监督管理办法（试行）》	合伙型、公司型、契约型等各类私募股权和创业投资基金中持有的权益应当通过上海市经中国证监会批准开展私募股权和创业投资份额转让试点的交易场所以市场化方式公开进行。
上海市国资委	《上海市国有企业私募股权和创业投资基金份额评估管理工作指引（试行）》	上海市国有及国有控股企业、国有实际控制企业，投资、转让经中国基金业协会备案的合伙型、公司型、契约型等各类私募股权和创业投资基金份额，及持有份额的基金发生非同比例增减资涉及资产评估的，应对基金份额进行评估和备案。若因客观条件限制，无法获取评估必需工作资料、无法有效履行必要评估程序的，可以采用估值报告，并按照相关要求备案。若符合《上海市企业国有资产评估管理暂行办法》（沪国资委评估〔2019〕366号）第六条相关规定的，可按经备案的评估值或最近一期审计报告确认的净资产值为基准确定相应价格。

### 三、S 基金交易之国有产权转让相关现实问题

#### （一）是否需要进场交易

目前实践中私募股权投资基金及创业投资基金的组织形式以合伙型为主，而国有企业转让所持有的有限合伙企业财产份额是否需要进场交易一直存在争议。

32 号令是目前关于国有产权进场交易监管的主要法规，按照 32 号令第四条的规定，32 号令适用的国有及国有控股企业、国有实际控制企业包括：（1）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；（2）本条第（1）款所列单位、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；（3）本条第（1）、（2）款所列企业对外出资，拥有股权比例超过 50% 的各级子企业；（4）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。

虽然 32 号令未明确规定其适用范围仅针对于公司制的国有企业，但国资委曾多次于其官方网站回复网友咨询时提及 32 号令第四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分类，不适用于国有企业转让有限合伙企业财产份额，例如，国资委

于 2022 年 4 月 13 日在其官方网站回复某网友关于国有全资公司转让有限合伙制私募基金份额是否必须进场交易的问题时提及“32 号令规范的对象是公司制企业的情形，国有企业处置其持有的有限合伙企业中的份额，不在 32 号令规范范围，建议按照企业内部管理制度履行决策批准和资产评估及备案等工作程序”<sup>9</sup>。

另外，32 号令第六十六条规定：“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。”前述规定对政府设立各类股权投资基金投资形成的国有产权转让程序作出了特别规定，目前实践中，多个部门及地区关于政府引导基金的政策未强制要求政府引导基金退出时需进场交易，但政府设立各类股权投资基金投资形成企业产（股）权在构成国有产权的情况下，出于国有资产增值保值避免国有资产流失的考虑，各机构对于不进场交易仍然持谨慎态度。

财政部在《关于规范国有金融机构资产转让有关事项的通知》（财金〔2021〕102 号）中规定：“除国家另有规定外，涉及底层资产全部是股权类资产且享有浮动收益的信托计划、资管产品、基金份额等金融资产转让，应当比照股权类资产转让规定执行。”前述规定明确了除国家另有规定外，涉及底层资产全部是股权类资产且享有浮动收益的基金份额转让应当比照股权类资产转让的规定执行，并未区分基金份额是公司制基金、合伙制基金还是契约型基金。

随着国资委于 2020 年 1 月发布的《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）的实施，有限合伙企业中的国有权益认定具备了明确的依据，中国证监会在 2022 年 2 月 18 日发布的《对十三届全国人大四次会议第 8511 号建议的答复》中提及“针对有限合伙企业份额转让，需要在信息披露、登记托管、交易规则等方面予以规范，国务院国资委将对上述相关事项持续关注，加强研究，探索政策支持，推动相关国有产权的规范有序流转，促进国有资产保值增值”。

综上所述，对于有限合伙制国资私募基金份额是否需要严格按照国有产权转让的规定进行进场交易，有待监管部门进一步明确。北京和上海的试点，在一定程度上为国有私募基金份额的转让提供了专门的交易场所。

## （二）非公开转让与公开交易的平衡

截至目前，按照国家层面的相关监管规则，私募基金份额转让，需要以非公开的方式进行并且应向合格投资者转让，而除国家法律法规另有规定外，国有产权转让应当在依法设立的产权交易所公开进行，两者之间存在一定的矛盾，传统的国有产权交易模式难以同时满足私募基金非公开转让及国资私募基金份额进场公开交易的要求。

<sup>9</sup> 网址：<http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/n9854167/c24506916/content.html>。

### （三）交易价格的确定

按照《国有资产评估管理办法》（国务院令第 91 号）等法律法规的规定，国有资产占有单位进行资产拍卖、转让的，应当进行资产评估，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。

但由于在 S 基金交易中，部分投资人转让的基金份额比例及该等基金份额对应的底层项目股权比例较小，尤其当标的基金为 FOF 基金时，拟转让的基金份额对应的底层项目股权比例可能更小，基金管理人以及底层项目公司配合资产评估的意愿不强，采用资产评估的方式定价在实践中操作难度较大，并且可能与市场化交易估值脱节。

### 四、中国 S 基金交易市场关于国有产权转让机制初探

针对上述 S 基金交易之国有产权转让相关现实问题，北京及上海相关部门在完善私募股权投资和创业投资份额转让交易机制方面进行了探索并出台了相关政策，使得在中国 S 基金交易市场开展国资私募股权投资和创业投资份额转让具备操作机制。

按照相关政府部门出具的政策文件并经笔者咨询相关试点交易场所、相关政府主管部门的工作人员，北京及上海目前就国资私募股权投资和创业投资基金份额转让是否必须在试点的交易场所交易、交易价格的确定及试点交易场所场内主要交易环节的相关意见如下：

事项	北京试点	上海试点
是否必须在试点的交易场所交易	支持国资私募股权投资和创业投资基金份额在北京股权交易中心转让交易，但未要求国资私募股权投资和创业投资基金份额必须在北京股权交易中心转让交易，对于存续期未达但达到预期目标的政府投资基金出资形成的份额，经该基金行业主管部门审核后，可在北京股权交易中心份额转让试点转让交易；基金设立协议等对基金份额转让有明确规定或约定的，从其规定或约定。	国资私募股权投资和创业投资基金份额应当在上海股权托管交易中心转让交易，该等国资私募股权投资和创业投资基金份额指上海市（区）国资监管机构所监管企业及其各级国有及国有控股企业、国有实际控制企业转让其在完成国有权益登记且经中国基金业协会备案的合伙型、公司型、契约型等各类私募股权和创业投资基金中持有的权益。

<b>交易价格的确定</b>	采取市场化方式确定最终转让价格，首次转让报价应以评估或估值结果为基准。	原则应当对基金份额进行评估和备案，特殊情况下可以采用估值报告或最近一期审计报告确认的净资产值为基准确定相应价格。
<b>试点交易场所场内主要交易环节</b>	股权投资和创业投资份额权益登记托管、转让意向发布申请、发布转让基础信息、合格投资者账户开立、定向披露信息、意向受让方筛选、确定受让方、组织转让签约、结算转让资金等。	提出挂牌申请、上海股权托管交易中心审核通过后基金份额挂牌、转让方在指定平台发布初始信息、意向受让方筛选、意向受让方对基金份额组织尽职调查、上海股权托管交易中心组织交易、清算交收等。

## 五、结语

我国 S 基金交易市场的发展尚处于早期阶段，虽然目前 S 基金交易中涉及国有产权转让相关问题的监管规则尚不完善，存在一定的监管空白，但随着北京试点及上海试点业务的不断开展、地方政策的陆续出台、交易机制的逐渐完善，也为全国其他各地在探索国资私募基金份额合法合规转让的方式提供了参考样板，笔者后续也将持续关注各地对 S 基金交易市场关于国有产权转让机制的探索及完善动态。

## ➤ 第四章：国有资本参与股权投资和退出的国资监管要求探析

作者：李菁 | 张桐

根据清科研究中心于 2022 年 7 月底发布的《2022 年上半年中国股权投资市场研究报告》<sup>10</sup>，2022 年上半年，人民币基金中大额基建和国资产业基金频频设立。截至 2022 年上半年，我国共设立 2,050 支政府引导基金，目标规模约人民币 12.82 万亿元，已认缴规模约人民币 6.39 万亿元。近年来，一些早期设立的政府引导基金已进入退出期，存量优化持续推进。同时，2022 年上半年各规模新募基金中，国资背景管理人的募资规模占比维持稳定，募资规模在 100 亿元及以上的人民币基金仍然全部由国资背景管理人负责管理。由此可见，国有资本在股权投资市场的地位和重要性日渐突出。相较于社会资本，国有资本因其资金来源的国有属性，后者在参与股权投资和退出时需要额外遵守国资监管部门的相关要求，以巩固和发展国有经济，防止国有资产流失。由于国资监管目前还存在以各级国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）和财政部门为主要监管部门、其他部门（如教育部门或中宣部）对特定事业单位及下属企业进行特别监管的多元监管状态，且广义的国有企业<sup>11</sup>包括“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”，为避免讨论范围过于宽泛且受限于篇幅，本文将仅从国资委和财政部门对狭义的国有企业作为投资人（以下简称“国有投资人”）参与中国境内设立的有限责任公司（以下简称“标的公司”）的股权投资<sup>12</sup>和退出的监管要求进行分析。本文所讨论的狭义的国有企业系指目前主要规制国有企业交易的部门规章：国务院国资委和财政部于 2016 年 6 月 24 日公布的《企业国有资产交易监督管理办法》（以下简称“32 号令”）所定义的“国有及国有控股企业、国有实际控制企业”。

### 一、国有投资人进行股权投资时需遵守的国资监管要求

根据现行有效的《企业国有资产法》《企业国有资产监督管理暂行条例》、32 号令以及其他有关国有资产评估和国有产权管理等方面的国资监管法律法规和规章，针对国有投资人的组织形式分别是公司和合伙企业，笔者将国有投资人进行股权投资（具体方式为认购标的公司新增注册资本或购买现有的标的公司股权）时需遵守的主要国资监管要求梳理如下：

<sup>10</sup> 报告全文参见：<https://mp.weixin.qq.com/s/1iTR-xmswij3UWO2JqyxYw>。

<sup>11</sup> 现行有效的法律法规中没有明确的“国有企业”的定义，笔者理解广义的国有企业定义对应规制国有资产的基本法律《企业国有资产法》所定义的“国家出资企业”。

<sup>12</sup> 为便于讨论且考虑到一般股权投资的非控股特性，本文假定国有投资人对标的公司进行股权投资后，标的公司并不构成狭义的国有企业，投资方式为现金，且投前标的公司的股东并没有狭义的国有企业。就国有资本参与境外投资的监管规定，请参见本报告的其他章节。

国有投资人的组织形式	资产评估要求	国资审批要求	进场交易要求	国有产权登记要求
公司	<p>一般不需要进行资产评估，但需要注意以下例外情况：</p> <p>(1) 有权的国有资产监督管理机构（以下简称“<b>国资监管机构</b>”）或一级国企<sup>13</sup>将购买现有的标的公司股权的行为归类为《企业国有资产评估管理暂行办法》（以下简称“<b>12号令</b>”）所规定的“收购非国有单位的资产”，从而要求国有投资人进行评估并就评估结果进行备案；或者</p> <p>(2) 一级国企基于</p>	<p>一般不涉及国资监管机构或政府的批准<sup>14</sup>。</p>	<p>不需要按照 <b>32</b> 号令进场交易。</p>	<p>逐级报送一级国企，由一级国企向国资监管机构申请办理占有产权登记。</p>

<sup>13</sup> “一级国企”系指国资委或其他政府部门直接作为出资人的一级国有企业。

<sup>14</sup> 中央企业在境内从事的股权投资还需要遵守《中央企业投资监督管理办法》所提到的中央企业投资项目负面清单，即列入负面清单禁止类的投资项目，中央企业一律不得投资；列入负面清单特别监管类的投资项目，中央企业应报国务院国资委审核；负面清单之外的投资项目，由中央企业按照企业发展战略和规划自主决策。

	其内部规定要求国有投资人进行评估并就评估结果进行备案。			
合伙企业	同上	同上	同上	<p>(1) 根据《关于印发&lt;有限合伙企业国有权益登记暂行规定&gt;的通知》(以下简称“<b>2号文</b>”),若国有投资人为有限合伙企业,则其上级出资企业应于<b>每年1月31日前向国资监管机构更新上一年度该国有投资人的对外投资情况</b>;以及</p> <p>(2) 由于《国家出资企业产权登记管理暂行办法》(以下简称“<b>29号令</b>”)并没有明确将合伙企业从其规制范围中排除,笔者理解理论上针对合伙企业类型的国有投资人,上文中公司制国有投资人所需完成的国有产权登记要求也同样适用。但是,考虑到实践中国资监管机构对于是否将具有国资背景的合伙企业视为</p>

				国有企业（从而适用上述规定）存在不确定性，建议 <b>就具体情况与国资监管机构进行沟通</b> ，以取得其明确的意见。
--	--	--	--	---

同时，提请读者注意，若标的公司在投前的股东已有狭义的国有企业以外的国资成分（如老股东为国有资本参股公司），可能会因原有国资股东对标的公司的持股比例发生变化而触发资产评估和/或其办理变动产权登记的要求，但笔者理解不影响上表中其他方面的国资监管要求内容。

## 二、国有投资人退出时需遵守的国资监管要求

鉴于市场上进行股权投资的投资机构往往会要求标的公司及其创始股东提供法定股东权利以外的一系列优先权利，本文拟就国有投资人退出标的公司，区分不涉及优先权利的主动退出和其他根据各类惯常的优先权利退出的情形进行讨论。

### （一）不涉及优先权利的主动退出

如果不涉及优先权利，国有投资人主动退出标的公司的方式基本是将其所持股权转让给老股东或其他第三方（本文暂不探讨标的公司 IPO 后国有投资人在二级市场交易退出的情形），笔者将该股权转让交易需遵守的主要国资监管要求梳理如下：

国有投资人的组织形式	资产评估要求	国资审批要求	进场交易要求	国有产权登记要求
公司	(1) 一般需要进行资产评估，且转让底价低于评估结果的90%时，应当经转让行为批准机构的书面	(1) 若国有投资人属于一级国企，则需要 <b>国资监管机构的批准</b> ；	一般 <b>需要按照 32 号令进场交易</b> （即通过产权市场公开进行），遵守 32 号令有关信息披露、受让方资格条件设置、交易价款支付等	逐级报送一级国企，由一级国企向国资监管机构申请 <b>办理注销产权登记</b> （假定国有投资人退出标的公司后，该公司不存在国有股东，下同）。

	<p>同意；以及</p> <p><b>(2) 资产评估项目</b> 还需按照国家和地方层面的具体规定在国资监管机构、中央企业或被授权的地方一级国企<b>完成核准或备案</b>。</p>	<p><b>(2)</b> 若国有投资人属于一级国企的重要子企业（即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），则需要<b>一级国企报同级国资监管机构批准</b>；以及</p> <p><b>(3)</b> 由于一级国企内部会制定其子企业产权转让管理制度，若国有投资人属于</p>	<p>具体的规定以及相应产权交易所的规则，但需要注意以下<b>两种可采取非公开协议转让方式的例外情形</b><sup>15</sup>：</p> <p><b>(1)</b> 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，且经国资监管机构批准；或者</p> <p><b>(2)</b> 涉及政府或国有资产监督管理机构主导推动的国有资本布局优化和结</p>	
--	--	---	---	--

<sup>15</sup> 根据 32 号令，还有一种转让情形可以采取非公开协议转让方式，即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，且经该国家出资企业审议决策。不过，考虑到本文所讨论的交易主体情况，笔者理解国有投资人通过股权转让主动退出标的公司不属于前述情形。

		<p>一级国企的子公司，则建议与相应一级国企沟通确认是否需要一级国企审批交易。</p>	<p>构调整，以及专业化重组等重大事项，企业产权在不同的国家出资企业及其控股企业之间转让，且对受让方有特殊要求。</p>	
合伙企业	<p>鉴于 32 号令<sup>16</sup>和 12 号令均没有明确将合伙企业从其规制范围中排除，笔者理解理论上针对合伙企业类型的国有投资人，上文中公司制国有投资人所需完成的资产评估要求也同样适用。但是，考虑到实践中国资监管机构对于是否将具有国资背景的合伙企业视为国有企业（从而适用上述规定）存</p>	<p>鉴于 32 号令没有明确将合伙企业从其规制范围中排除，笔者理解理论上针对合伙企业类型的国有投资人，上文中公司制国有投资人所需完成的国资审批要求也同样适用。但是，考虑到实践中国资监管机构对于是否将具有国资背景的合</p>	<p>同左列内容。</p>	<p>(1) 根据 2 号文，若国有投资人为有限合伙企业，则其上级出资企业应于<b>每年 1 月 31 日前向国资监管机构更新</b>上一年度该国有投资人的<b>对外投资情况</b>；以及</p> <p>(2) 由于 29 号令并没有明确将合伙企业从其规制范围中排除，笔者理解理论上针对合伙企业类型的国</p>

<sup>16</sup> 根据国务院国资委官网分别于 2018 年 12 月 29 日、2019 年 5 月 27 日以及 2022 年 6 月 22 日发布的三则问答选登，国务院国资委回复表示：“32 号令第四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协议中的约定为依据。”“32 号令适用范围是依据《中华人民共和国公司法》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。”“国务院国资委未出台文件对有限合伙企业的国有或非国有性质进行界定。”该等问答似乎显示出国务院国资委将合伙企业从 32 号令规制范围中排除的倾向，但考虑到该等问答仅供参考，并没有法律效力，笔者不建议仅依据该等问答认定具有国资背景的合伙企业无需遵守有关国有企业的国资监管要求。

	<p>在不确定性<sup>17</sup>，建议就<b>具体情况与国资监管机构进行沟通</b>，以取得其明确的意见。</p>	<p>伙企业视为国有企业（从而适用上述规定）存在不确定性，建议就<b>具体情况与国资监管机构进行沟通</b>，以取得其明确的意见。</p>		<p>有投资人，上文中公司制国有投资人所需完成的国有产权登记要求也同样适用。但是，考虑到实践中国资监管机构对于是否将具有国资背景的合伙企业视为国有企业（从而适用上述规定）存在不确定性，建议就<b>具体情况与国资监管机构进行沟通</b>，以取得其明确的意见。</p>
--	--	---	--	--

## （二）根据共售权退出

国有投资人根据共售权退出系指标的公司的创始股东或其他股东（以下简称“**转让方**”）向第三方转让其持有的标的公司股权时，国有投资人依照合同约定的共售权以转让方向该第三方提供的相同的转让价格和条件，与转让方一同向该第三方转让标的公司股权。由于前述退出的本质也是国有投资人进行股权转让，因此，上述第（一）部分“不涉及优先权利的主动退出”项下的国资监管要求也同样适用于国有投资人根据共售权退出标的公司的情形。但是，此处需要注意根据共售权退出情形下受让方以及转让价格和条件在完成交易前已确定，这一点其实就与进场交易原则上不得针对受让方设置资格条件，且（确需设置的）不得有明确指向性或违反公平竞争原则的要求相违背，并且由于届时转让价格并非由国有投资人主导确定，理论上存在转让价格低于评估结果的 90%时转让行为批准机构不同意的风险。若国有投资人按照上文的分析确需按照 32 号令进场交易，其只能要求上述第三方参与公开竞价以及转让方尽合理努力配合完成进场交易，但对国有投资人来说，理论上还是存在该第三方无法按照上述确定的转让价格和条件进行摘牌（如被其他出价更高的参与公开

<sup>17</sup> 此方面的具体分析可参见本所于 2020 年 3 月发布的国有资产监管专题报告“第一章：国有企业的认定”的相关内容。

竞价的交易主体摘牌)的可能性。因此,根据共售权退出的交易不一定适合进场交易。

从尽量保障各方权利义务得以实际履行的角度,笔者建议在投资交易文件中约定:(1)若国有投资人因无法完成国资监管要求而未能实际行使其共售权,则可以通过行使其他优先权利退出(如通过标的公司减资的方式行使其回购权);以及(2)在一定期限内,如果因为国有投资人无法完成进场交易或其他国资监管要求,则标的公司的其他股东视为已保障国有投资人的共售权,且可以先行与第三方完成股权转让交易。

### (三) 根据拖售权退出

拖售权一般是指在投资交易文件所约定的有关标的公司的拖售条件成就时,标的公司的特定投资人(以下简称“**拖售权人**”)有权要求标的公司的创始股东和其他股东(以下简称“**被拖售方**”)与拖售权人一同向第三方转让股权,被拖售方必须按照拖售权人与该第三方达成的价格和条件向该第三方转让股权,从而完成标的公司的整体出售。国有投资人根据拖售权退出标的公司的情形下需遵守的主要国资监管要求,视国有投资人是拖售权人还是被拖售方而有所不同,具体梳理如下:

国有投资人的身份	资产评估要求	国资审批要求	进场交易要求	国有产权登记要求
拖售权人	同上述第(一)部分“不涉及优先权利的主动退出”项下的资产评估要求,且由于国有投资人届时作为主动参与谈判并确定拖售交易价格的一方,从资本追求利益最大化的角度,笔者理解届时的拖售交易价格低于评估结果的情况不太会发生,从	同上述第(一)部分“不涉及优先权利的主动退出”项下的国资审批要求,即在 <b>特定情形下需要国资监管机构或一级国企的批准</b> ,且就合伙企业类型的国有投资人,建议提前与国资监管机构进行个案沟通。	同上述第(一)部分“不涉及优先权利的主动退出”项下的进场交易要求,即 <b>一般需要进场交易并注意两种特定的豁免进场情形</b> ,且就合伙企业类型的国有投资人,建议提前与国资监管机构进行个案沟通。	同上述第(一)部分“不涉及优先权利的主动退出”项下的国有产权登记要求,即向国资监管机构申请办理 <b>注销产权登记</b> ,且就有限合伙企业类型的国有投资人,更新对外投资情况以及提前与国资监管机构进行个案沟通产权登记要求。

	而无需额外经过转让行为批准机构的同意。			
被拖售方	<p>同上述第（一）部分“不涉及优先权利的主动退出”项下的资产评估要求，且由于国有投资人届时作为被动同意拖售交易价格的一方，需注意理论上存在转让价格低于评估结果的<b>90%</b>时转让行为批准机构不同意的风险。</p> <p>因此，笔者建议在投资交易文件条款设置时可以考虑：（1）从保护国有投资人的角度，约定<b>如果拖售交易需要国有投资人完成相关国资监管要求但实际无法按照届时有效的国资监管规定完成的，国有投资人可被豁免拖售；</b>以及（2）从保护</p>	<p>同上述第（一）部分“不涉及优先权利的主动退出”项下的国资审批要求，即在<b>特定情形下需要国资监管机构或一级国企的批准</b>，且就合伙企业类型的国有投资人，建议提前与国资监管机构进行个案沟通。</p>	<p>同上述第（一）部分“不涉及优先权利的主动退出”项下的进场交易要求，即<b>一般需要进场交易并注意两种特定的豁免进场情形</b>，且就合伙企业类型的国有投资人，建议提前与国资监管机构进行个案沟通。</p> <p>另需注意此情形下在受让方以及转让价格和条件方面，<b>存在上述第（二）部分“根据共售权退出”</b>下笔者分析的<b>同样问题</b>，笔者建议在投资交易文件条款设置时可以考虑做出左列“资产评估要求”下建议的相应约定。</p>	<p>同上述第（一）部分“不涉及优先权利的主动退出”项下的国有产权登记要求，即向国资监管机构申请<b>办理注销产权登记</b>，且就有限合伙企业类型的国有投资人，更新对外投资情况以及提前与国资监管机构进行个案沟通产权登记要求。</p>

	其他股东的角度，约定国有投资人应尽其合理努力以完成拖售交易所涉及的国资监管要求，并在适用法律所允许的范围内以其他方式合作实施拖售交易。			
--	---	--	--	--

#### (四) 根据回购权退出

国有投资人根据回购权退出系指发生投资交易文件所约定的回购触发情形后，国有投资人要求标的公司的创始股东或标的公司本身回购国有投资人持有的股权，具体方式分为国有投资人转让所持股权给创始股东和标的公司减资。笔者将两种回购方式下国有投资人需遵守的主要国资监管要求梳理如下：

国有投资人的回购方式	资产评估要求	国资审批要求	进场交易要求	国有产权登记要求
转让股权给创始股东	同上述第（一）部分“不涉及优先权利的主动退出”项下的资产评估要求，且可以通过在投资交易文件中提前约定回购价格以一般的回购价格（即投资本金加上一定的年化回报率）和回购的股权评估价格中孰高者	同上述第（一）部分“不涉及优先权利的主动退出”项下的国资审批要求，即在特定情形下需要国资监管机构或一级国企的批准，且就合伙企业类型的国有投资人，	同上述第（一）部分“不涉及优先权利的主动退出”项下的进场交易要求，即 <b>一般需要进场交易并注意两种特定的豁免进场情形</b> ，且就合伙企业类型的国有投资人，建议提前与国资监管机构进行个案沟通。  另需注意此情形下在	同上述第（一）部分“不涉及优先权利的主动退出”项下的国有产权登记要求，即向国资监管机构申请 <b>办理注销产权登记</b> ，且就有限合伙企业类型的国有投资人，更新对外投资情况以及提前与国资

	<p>为准，以避免额外的国资监管机构审批且符合资本追求利益最大化的原则。</p>	<p>建议提前与国资监管机构进行个案沟通。</p>	<p>受让方以及转让条件方面，存在上述第（二）部分“根据共售权退出”下笔者分析的同样问题。从尽量保障各方权利义务得以实际履行的角度，笔者建议在投资交易文件中约定：（1）若国有投资人因无法完成国资监管要求而未能通过转股的方式实际行使其回购权，则可以通过标的公司减资的方式行使其回购权；以及（2）在一定期限内，如果因为国有投资人无法完成进场交易或其他国资监管要求，则标的公司及其创始股东视为已保障国有投资人的回购权。</p>	<p>监管机构进行个案沟通产权登记要求。</p>
<p>标的公司减资</p>	<p>（1）由于标的公司减资会触发 12 号令所规定的需评估情形之一：非上市公司国有股东股权比例变动，则需要进行评估；</p>	<p>国资监管机构向标的公司派出的股东代表、董事应<b>按照国资监管机构（或被授权的一级国企）的指示就减资事宜发表意</b></p>	<p><b>不需要按照 32 号令进场交易。</b></p>	<p>同上述第（一）部分“不涉及优先权利的主动退出”项下的国有产权登记要求，即向国资监管机构申请<b>办理注销产权登记</b>，且就有限合伙企业类型的</p>

	以及 <b>(2) 资产评估项目</b> 还需按照国家 和地方层面的 具体规定在国 资监管机构、 中央企业或被 授权的地方一 级国企 <b>完成核                  准或备案。</b>	<b>见、行使表决                  权，并向国资                  监管机构报                  告；且就合伙                  企业类型的国                  有投资人，建                  议提前与国资                  监管机构进行                  个案沟通。</b>	国有投资人，更 新对外投资情况 以及提前与国资 监管机构进行个 案沟通产权登记 要求。
--	--	---	--

#### (五) 根据优先清算权退出

优先清算权一般是指标的公司发生法定清算事件或约定清算事件（即标的公司被收购等整体出售交易<sup>18</sup>）时，特定投资人有权优先于标的公司的其他股东（往往是创始股东）获得标的公司的剩余财产或交易对价的分配的权利；不同轮次的投资人的优先分配顺序往往有先后，且在前述优先分配之外，该等投资人可能还有权与其他股东一同按比例继续参与剩余财产或交易对价的分配。

首先，国有投资人根据优先清算权退出需注意在发生清算事件时所涉及的主要国资监管要求，笔者梳理如下：

清算事件	资产评估要求	国资审批要求	进场交易要求	国有产权登记要求
法定清算事件	<b>一般不需要进行资产评估</b> ，除非国资监管机构或一级国企将标的公司这种国资参股公司的解散或清算解释为 <b>12 号令</b> 或其他有关国有资产评估的规定所规制的范	国资监管机构向标的公司派出的股东代表、董事应 <b>按照国资监管机构（或被授权的一级国企）的指示就法定清算事件发表</b>	<b>不需要按照 32 号令进场交易。</b>	同上述第（一）部分“不涉及优先权利的主动退出”项下的国有产权登记要求，即向国资监管机构申请 <b>办理注销产权登记</b> ，且就有限合伙企业类型的

<sup>18</sup> 为便于讨论，本文提到的整体出售交易限于标的公司的股权出售，并不包括（非股权类）资产出售。

	<p>围，或者一级国企基于其内部规定，从而要求国有投资人进行评估并就评估结果进行备案。</p>	<p><b>意见、行使表决权</b>，并向国资监管机构报告；且就合伙企业类型的国有投资人，建议提前与国资监管机构进行个案沟通。</p>		<p>国有投资人，更新对外投资情况以及提前与国资监管机构进行个案沟通产权登记要求。</p>
<p>约定清算事件</p>	<p>由于国有投资人既可以作为主动发起约定清算事件的一方（类似上文中作为拖售权人），也可以作为被动参与约定清算事件的一方（类似上文中作为被拖售方），且约定清算事件和拖售交易的本质都是股权转让，前述两种约定清算事件下相应的国资监管要求梳理可参见上述第（三）部分“根据拖售权退出”下的表格内容，即<b>一般需要完成相应的资产评估要求</b>（就合伙企业类型的国有投资人，建议提前与国资监管机构</p>	<p>参见上述第（三）部分“根据拖售权退出”下的表格内容，即在<b>特定情形下需要国资监管机构或一级国企的批准</b>，且就合伙企业类型的国有投资人，建议提前与国资监管机构进行个案沟通。</p>	<p>参见上述第（三）部分“根据拖售权退出”下的表格内容，即<b>一般需要进场交易并注意两种特定的豁免进场情形</b>，且就合伙企业类型的国有投资人，建议提前与国资监管机构进行个案沟通；同时，考虑到国有投资人被动参与约定清算事件时，在受让方以及转让价格和条件方面，存在上述第（二）部分“根据共售权退出”下笔者分析的同样问题，建议在投资交易文件条款设置时就国资监管要求做好相应的约定。</p>	<p>同上述第（一）部分“不涉及优先权利的主动退出”项下的国有产权登记要求，即向国资监管机构申请<b>办理注销产权登记</b>，且就有限合伙企业类型的国有投资人，更新对外投资情况以及提前与国资监管机构进行个案沟通产权登记要求。</p>

	进行个案沟通)， 且建议在投资交易 文件条款设置时就 国资监管要求做好 相应的约定。			
--	--	--	--	--

其次，如果存在其他优先清算权人在分配顺位上优先于国有投资人的情况，则实际参与分配剩余财产或交易对价时，受制于现行有效的法律法规，可能会出现国有投资人将其先按照持股比例已获得的清算款项的全部或部分支付给该等优先清算权人（以使后者优先获得优先清算权条款所约定的清算款项）的情况。前述支付情况虽然**不涉及上表所列的国资监管要求**，但为避免出现实际操作障碍（如无法通过国有投资人或其出资企业后续的内部审计），建议**国有投资人在签署包含该等优先清算权条款的投资交易文件时获得必要的内部审批以及相应国资监管机构和/或一级国企的审批（如需）**。

### 三、政府投资基金退出的特别规定

除上述分析内容以外，笔者注意到 32 号令第六十六条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。虽然该等法律法规尚未出台，但是《政府投资基金暂行管理办法》（以下简称“**210 号文**”）这份由财政部在 32 号令颁布前发布的部门规范性文件以及近年来各地方相继出台的有关地方政府投资基金的政府规章或规范性文件对于政府投资基金退出均存在特别的规定（如以书面协议约定豁免评估或进场交易），笔者建议在**国有投资人属于“政府投资基金”的情况下，可以依照当地的具体规定并结合当地国资监管机构的意见来判断是否仍需遵守上文中的国资监管要求，特别是资产评估和进场交易的要求**。根据 210 号文，政府投资基金系指由各级政府通过预算安排，以单独出资或与社会资本共同出资设立，采用股权投资等市场化方式，引导社会各类资本投资经济社会发展的重点领域和薄弱环节，支持相关产业和领域发展的资金。政府投资基金的设立应当由财政部门或财政部门会同相关行业主管部门报本级政府批准，且其资金来源是财政部门通过一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算等安排的资金。

为举例列示之目的，笔者将目前公开检索并整理出的部分地方政府投资基金的政府规章或规范性文件中有关政府投资基金退出标的公司（并非政府出资从基金层面退出）的特别规定列明如下，以便参考：

序号	文件名称	退出规定	发布机构	发文时间
----	------	------	------	------

1.	《重庆市产业投资基金管理办法》	第二十条：“重庆市产业投资基金原则上应按照协议（章程）约定的退出价格执行。协议（章程）没有约定的，按国有资产管理有关规定需进行评估的，应按规定程序聘请具备资质的资产评估机构进行评估，按照相关规定实施退出。”	重庆市财政局	2022年5月31日
2.	《云南省重点产业投资基金管理暂行办法》	第十九条：“产业基金退出途径包括但不限于基金份额转让、并购退出、境内/境外 IPO 上市后股票减持退出、股东及管理层回购退出、股权协议转让及其他方式退出。产业基金在参股由有关部门认定的高层次创新创业团队所办企业时，可约定在一定期限内，创新创业团队按照投资本金和同期贷款市场报价利率回购股权，激发创新创业积极性。”	云南省财政厅	2022年2月26日
3.	《宁夏回族自治区政府投资基金管理办法》	第二十四条：“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。”	宁夏回族自治区人民政府办公厅	2021年8月6日
4.	《贵州省创业投资引导基金管理办法》	第二十条：“引导基金投资形成的股权或合伙份额可按照公共财政的原则和引导基金运作有关规定，根据投资协议，采取上市、股权或合伙份额转让、企业回购	贵州省人民政府办公厅	2018年12月27日

		<p>及破产清算等方式退出；在有受让人的情况下，引导基金可以随时退出，其他股东或合伙人具有优先受让权。”</p> <p>第二十一条：“引导基金及其子基金对外投资可采用估值报告作为定价依据，在投资时已约定退出方式和退出价格的，按约定直接退出。”</p>		
5.	《广西政府投资引导基金直接股权投资管理暂行办法》	<p>第二十一条：“直接股权投资公司要依据合同章程、入股协议约定，在合同期满或达到约定退出条件时，及时开展清算、评估工作。”</p> <p>第二十二条：“直接股权投资公司应当建立有效的退出机制，包括：公开发行上市、并购重组、协议转让、股权回购等方式。”</p> <p>第二十三条：“直接股权投资项目以股权回购退出时，投资协议应事先明确退出方式、条件及退出价格等事项。”</p>	广西壮族自治区人民政府办公厅	2017年3月24日
6.	《上海产业转型升级投资基金管理暂行办法》	<p>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</p>	上海市经济和信息化委员会 上海市财政局	2017年2月16日

		公开挂牌转让退出。”		
7.	《浙江省政府产业基金投资退出管理暂行办法》	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。”	浙江省财政厅	2016年8月23日
8.	《四川省省级产业发展投资引导基金管理办法》	第十七条：“投资基金存续期一般不超过10年，投资形成的股权可通过社会股东回购、股权转让（上市或非上市）或协议约定的其他方式退出。”	四川省人民政府	2015年9月30日
9.	《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》	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。”	北京市发展和改革委员会	2012年5月12日

综上所述，若国有投资人的组织形式为公司，其参与股权投资时主要需注意遵守国有产权登记要求，其退出时需注意遵守资产评估、国资监管机构或一级国企的审批、进场交易以及国有产权登记要求，以及在投资交易文件中提前约定万一无法实际完成前述国资监管要求的处理方式；若国有投资人的组织形式为合伙企业，建议就具体交易情况提前与国资监管机构沟通确认是否需要履行上述各种国资监管要求；若国有投资人属于政府投资基金，建议按照当地的特别规定就具体交易情况提前与国资监管机构沟通确认是否需要履行上述各种国资监管要求。

最后，笔者提请读者注意本文主要针对国家层面的国资监管规定进行简要梳理。由于

国资监管亦具有地方性，地方国资监管机构可能会在国家层面相关要求的基础上进一步细化或拓展（比如一些地方国资委就地方国有企业对外投资设置了地方国资委或其直管企业的审批权限），因此**在实际项目中还要注意遵守地方性的国资监管要求。**

## ➤ 第五章：国有股东所持上市公司股份权益变动的关注要点

作者：刘成伟

### 一、上市公司国资交易的监管框架

无论是因先前投资而直接 IPO 还是后续通过并购重组等，国有主体近年来都持有或控制了大量的 A 股上市公司。作为国有股东，其所持有的上市公司股份可能会因各种主动或被动原因而发生权益变动。

针对国有股东所持上市公司股份的权益变动，除了需要遵守国有资产监管的相关规则，还需遵守上市公司并购重组的相关规则，主要包括如下：

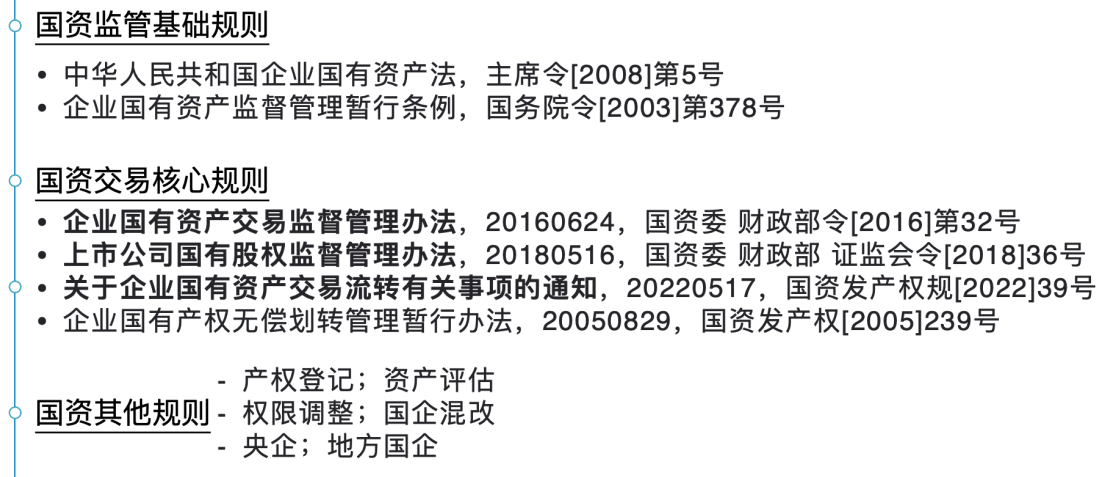


图 1 上市公司国资交易监管的规则框架

就国资监管而言，最为核心的监管规则是《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“**国资 36 号令**”；2018 年 5 月发布，2018 年 7 月 1 日起实施）。

根据国资 36 号令第 2 条，其所监管的上市公司国有股权变动行为，是指涉及“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”。实务中，涉及上市公司的国有资产交易，主要有两个层面，一是涉及上市公司自身的国有股权变动（直接或间接）；二是涉及国有资产（股权或非股权）注入上市公司。其中，第一个层面—上市公司国有股权变动，既包括上市公司国有股的转让，也包括国有企业收购上市公司；而第二个层面—国有资产注入上市公司，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或资产注入到国有或民营上市公司。

结合国资 36 号令及实务案例来看，涉及上市公司国有股权变动的交易场景主要有如下类型：

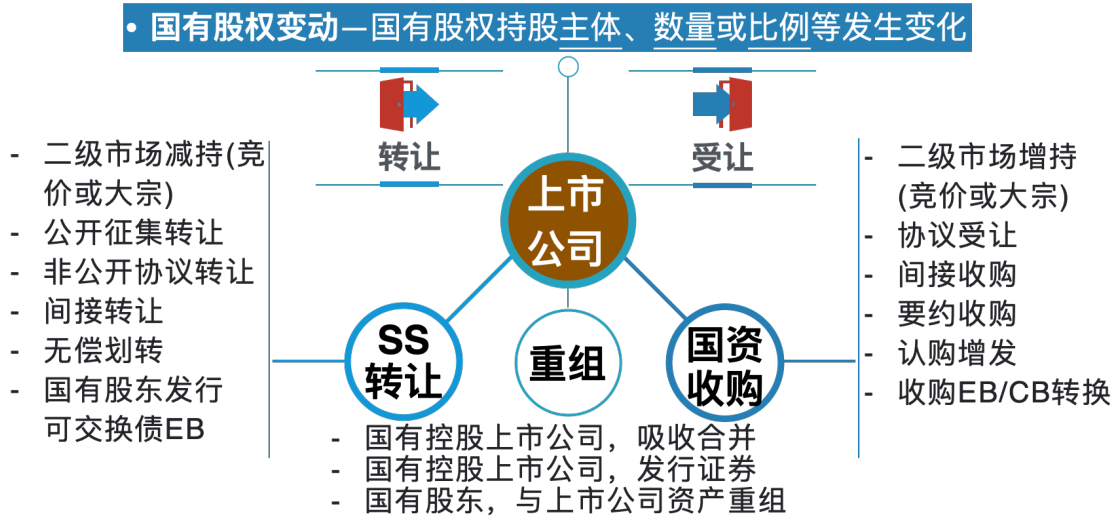


图 2 涉及上市公司国有股权变动的交易场景

不同的交易类型所涉及的监管要求及程序也各有差异。下文将主要针对国有股的转让或减持进行详细分析。而就国有股的转让或减持来看，国资 36 号令项下，上市公司国有股的转让通常有如下几种常见交易场景：



图 3 上市公司国有股转让的主要交易场景

## 二、上市公司国有股的二级市场减持

对于国有股东（证券账户通常会加标识“SS”或“CS”）通过二级市场减持（也即俗称的二级市场交易，包括集合竞价交易和大宗交易），国资 36 号令针对二级市场减持国有股的定价事项没有额外要求，执行交易所的交易规则按照二级市场定价机制即可；国资 36 号令主要是从审核程序方面提供了相应规范指引，该等指引兼顾了二级市场交易的灵活便捷及国资监管的基础要求。

具体而言，国资 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。

首先，国资 36 号令结合减持规模及比例等因素区分了不同的审核程序。具体而言，根据国资 36 号令第 12 条，下述情形需要报送有权的国资监管机构（国资委或财政部门等）事前审批：

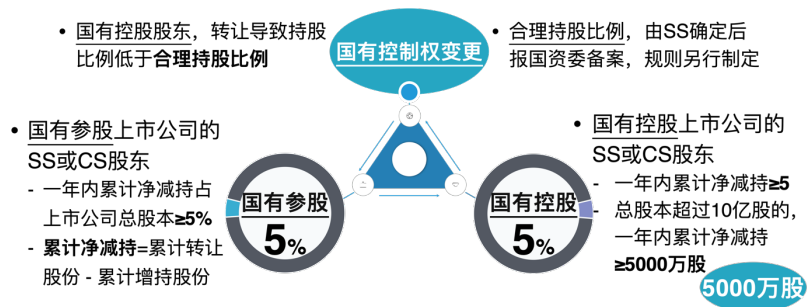


图 4 上市公司国有股二级市场减持—应事前审批情形

对于上述情形中提及的持股低于“合理持股比例”，国资36号令并没有统一的标准，授权省级以上国资机构另行制定具体办法。对于国有股东在某一上市公司的具体的“合理持股比例”（同一控制下持股合并计算），根据国资36号令第8条，“由国家出资企业研究确定，并报国有资产监督管理机构备案。”目前监管实践中，对于合理持股比例把握的内部标准一般是，总股本30亿股以下的，减持不超10%；总股本30亿股至200亿股的，减持不超5%；总股本200亿股的，减持不超3%。

对于上述情形以外的其他情形（减持5%以下或低于5000万股且不涉及控制权变更的），则由国家出资企业（即国资委等政府机构直接持股的一级国企）负责审核（国资36号令第7条第（一）项）。

根据国资36号令第13条，拟减持的国有股东需要提交的申请文件，除了内部决策文件以外，主要是关于相关减持的转让方案（转让的必要性，国有股东及上市公司基本情况、主要财务数据，拟转让股份权属情况，转让底价及确定依据，转让数量、转让时限等）以及可行性研究报告。

### 三、上市公司国有股的协议转让

#### （一）上市公司国有股协议转让的两种方式

对于上市公司国有股的直接协议转让，一方面要适用交易所关于流通股协议转让的相关业务指引，另一方面也有遵守国资 36 号令的相关规范要求。沿袭国有产权转让的一贯要求—以进场公开交易为原则（秉持公开公平公正原则，尽可能通过公开方式寻求潜在的优质买家以实现国有资本保值增值），以非公开直接协议转让为例外（集团内部重组或国家战略布局调整等特定情形），上市公司国有股的协议转让也区分公开征集（为主）与非公开的协议转让（例外）两种方式：

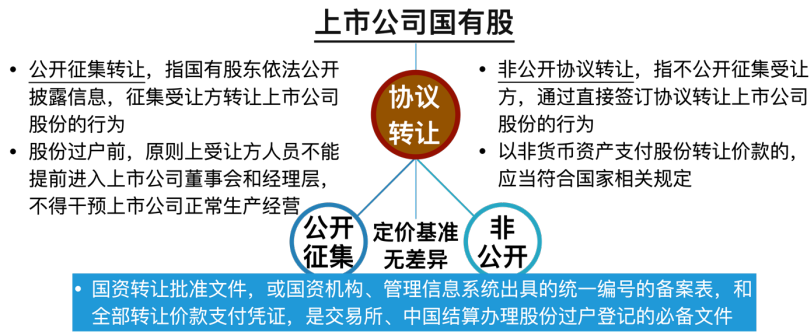


图 5 上市公司国有股协议转让—公开征集 vs 非公开

就公开征集转让而言，与非公开协议转让相比，一方面关于定价基准，两种交易场景下的定价指引（国资 36 号令第 23 条及第 32 条）并无差异。但在同一控制下交易等特定情形下，非公开协议转让可以合理估值或市盈率等综合指标为基础定价（详见下文）。

另外一个对比角度，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》《上市公司收购管理办法》（以下简称“《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——国有股的“非公开协议转让”，其是相对于国有股的“公开征集转让”而言的一种非公开交易方式。针对国有股转让，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（通常针对未上市国有股权），或者通过交易所系统发布公开征集公告的方式进行（适用于上市流通股）。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。

本质上，从证券监管或《收购办法》的角度，国有股的“公开征集转让”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差异区分为公开征集的协议转让，和非公开的协议转让。

## （二）上市公司国有股的协议转让（公开征集）

对于上市公司国有股的转让，是以公开征集转让为主，以特定情形下的非公开协议转让为例外。

关于国有股的协议转让（公开征集）的交易流程，按照 36 号令第三章及其他相关规范，可以简要图示如下：

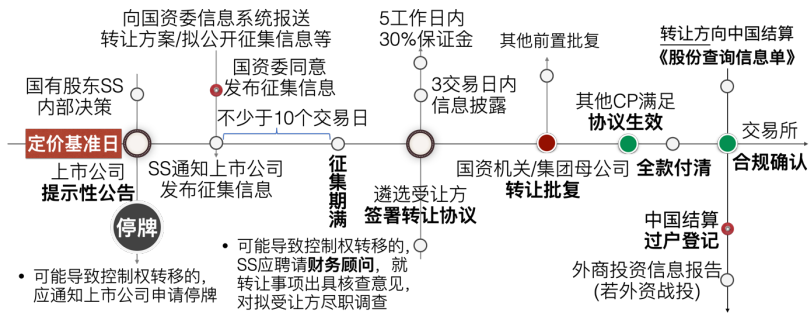


图 6 上市公司国有股协议转让（公开征集）的交易流程

### 1. 公开征集环节一，停牌

在上市公司股东转让存量老股的交易中，与上市公司自身的重大重组不同，通常不涉及上市公司自身的决策程序，上市公司通常也不需要停牌。

不过，若因转让而可能导致上市公司控制权变更的，根据国资 36 号令第 15 条，国有股东在作出拟转让的内部决策后通知上市公司发布提示性公告时，应一并通知上市公司申请股票停牌。而对于控制权变更交易中的股票停牌，按照交易所现行股票停复牌指引，停牌期限通常不超过 5 个交易日。

### 2. 公开征集环节二，提示性公告

如下文所将分析，上市公司提示性公告日是国有股转让的定价基准日。因此，提示性公告的发布时点对于交易相关安排具有重要意义。

从国资 36 号令的规定来看，其第 15 条仅仅是要求国有股东在内部决策之后应通知上市公司发布提示性公告，而对于具体的时限要求则没有更明确指引。实务中，拟转让方通常会结合交易的背景及二级市场股价走势选择一个合适的时机通知上市公司发布公告，并视情况请求上市公司申请停牌（若涉及控制权变更）。而对于提示性公告的内容，主要是提示拟转让的股份数量及比例，以及提示尚有待公开征集及履行国资审批等不确定性风险。

### 3. 公开征集环节三，拟公开征集信息的国资委审核

根据国资 36 号令第 16 条，在上市公司发布提示性公告后，国有股东应及时“将转让方案、可行性研究报告、内部决策文件、拟发布的公开征集信息等内容通过管理信息系统报送国有资产监督管理机构。”就本阶段而言，国资机构并非是对转让交易本身进行审批（因为公开征集尚未启动还无法确定受让方），而主要是审核 SS 将要发布的拟公开征集信息是否合规。

转让方通过上市公司发布的公开征集受让方的公告，其内容主要是关于股份转让的基本信息、受让方应当具备的资格条件、受让方的选择规则、公开征集期限等。尤其是，国

资36号令第17条第2款明确规定，“公开征集信息对受让方的资格条件不得设定指向性或违反公平竞争要求的条款”。实务中，有关潜在受让方的资格条件设定是否有倾向性或量身定做（所谓“携手进场”）等有违公平竞争的条款，这也是在该阶段国资机关审核的主要关注焦点。

无论如何，根据国资36号令第18条，只有经国资机关审核同意后，国有股东SS方可通知上市公司对外发布公开征集信息。国资机关将通过信息系统出具相关意见。

#### 4. 公开征集环节四，启动公开征集并遴选投资者

经国资委经由线上信息系统确认审核同意后，国有股东SS可通知上市公司对外发布公开征集信息。根据国资36号令第17条第2款，“公开征集期限不得少于10个交易日。”公开征集阶段，国有股东需要组织由内部职能部门及外部法律、财务专家组成的工作小组，严格按照已公告的规则选择确定受让方（国资36号令第19条）。

若涉及控制权转让的，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，需要近三年内无重大违反违规记录且与受让方无利益关联），对竞购的潜在受让方进行尽职调查，出具尽调报告（受让方基本情况、收购目的、支付能力及资金来源，以及促进上市公司持续发展及改善公司治理的能力等）；并就转让方式、价格以及交易对国有股东及上市公司的影响等事项出具财务顾问意见（国资36号令第20条、第21条）。

#### 5. 公开征集环节五，交易文件的签署

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。

#### 6. 公开征集环节六，交易的国资审批

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。按国资36号令以及《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》等现行国资审核体系，（1）若属于国资36号令第7条第（三）项所规定的（a）国有控股股东的公开征集转让，且“未导致其持股比例低于合理持股比例的”，即，国有控股股东转让部分股权且不涉及控制权变更的交易，或（b）国有参股股东的公开征集转让，则通常由国家出资企业（即一级国企、集团公司）审批；（2）其他公开征集转让情形则需要报送有权限的国资委或财政部门（通常为省级以上，根据授权可以地市级）审批，涉及控制权变更的还需要报经本级人民政府同意。

#### 7. 公开征集环节七，协议的生效及付款

经国资批复并且其他先决条件（如有）满足后，转让协议按照协议的约定依法生效。

如下文所将分析，对于国有股转让，收购人应在向交易所提交合规确认申请之前应付清全款。

## 8. 公开征集环节八，合规确认及过户交割

转让双方应凭生效的转让协议、国资批复或国资信息系统出具的统一编号的备案表、价款付清的凭证及其他附属文件，按相关业务指引报送交易所对协议转让进行合规确认。其后，双方凭交易所合规确认，向中国结算办理转让股份的过户登记手续。

最后，需要注意的是，对于国有股公开征集转让，国资36号令第27条第2款明确要求，“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。”而在非公开协议转让交易中，则没有前述类似限制。其背后的立法逻辑可能是，公开征集的受让方通常是外部第三方投资人，从保护国资利益角度，需要在款项结清且过户交割后方可进行董事提名及管理层更迭等后续安排。而非公开协议转让则往往是发生在同一控制下主体等特定情形，通常也不会进行管理层更迭安排。

### (三) 上市公司国有股的协议转让（非公开）

与未上市国有股权的转让类似，对于上市公司国有股的转让也是秉持以进场挂牌/公开征集为原则，以非公开协议转让为例外。

具体就国有股东（SS 或 CS）所持有的上市公司国有股的转让而言，国资 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。根据国资 36 号令第 29 条规定，上市公司国有股可以非公开协议转让的情形主要包括如下：



图 7 上市公司国有股协议转让（非公开）的适用情形

若属于上述情形的，则转让方无需经过公开征集程序，而是可以直接与潜在受让方签署转让协议。但若涉及控制权变更的，在签署协议之前，转让方需要聘请财务顾问对潜在受让方进行尽职调查并出具相关专业意见（国资 36 号令第 30 条）。

对于非公开协议转让的审批，（1）若属于国资 36 号令第 7 条第（二）项所规定的“国有股东所持上市公司股份在本企业集团内部进行的”非公开协议转让，则通常由国家出资企业（即一级国企、集团母公司）审批；（2）其他情形的非公开协议转让则需要报送有权限的国资委审批，涉及控制权变更的还需要报经本级人民政府同意。

另外，虽然从国资监管角度非公开协议转让可以豁免公开征集信息环节，但流通股协议转让所涉及的交易所合规确认及中国结算过户登记等程序则仍然适用。

结合国资 36 号令的相关规定，上市公司国有股非公开协议转让的交易流程可以简要图示如下：

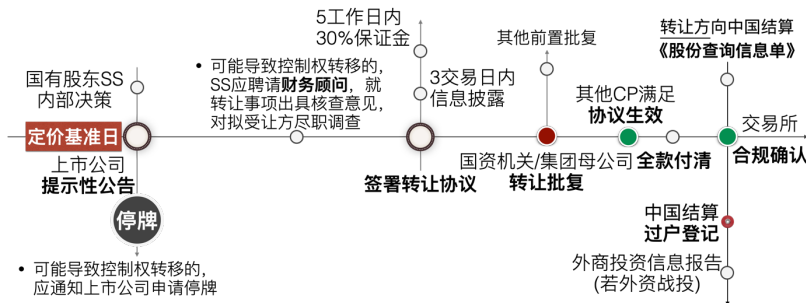


图 8 上市公司国有股协议转让（非公开）的交易流程

#### 四、上市公司国有股的间接转让

##### （一）国有股“间接转让”vs《收购办法》“间接收购”

所谓上市公司国有股间接转让，是指 SS 层面发生国有股权转让或增资扩股，导致受让方或新引入投资人于交易后因持有该 SS 的股权而间接持有上市公司的权益：

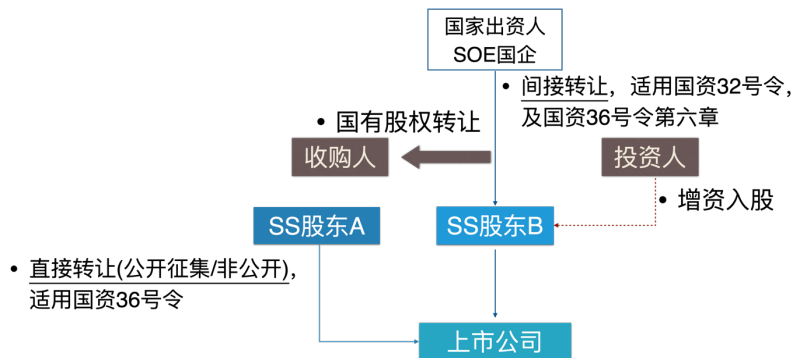


图 9 上市公司国有股间接转让的交易结构

就上市公司国有股的间接转让而言，其实际上是国有股东 SS 自身（性质为国有企业 SOE）的股权变动，与未上市国有企业 SOE 的股权变动（产权转让或增资扩股）一样，适用的主要是《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“**国资 32 号令**”）。另一方面，由于该等 SS 自身的股权变动还涉及其所持上市公司权益的间接变动，因此还需要遵守《收购办法》及国资 36 号令第六章的相关要求。

在现有框架下，《收购办法》项下的“间接收购”与国资 36 号令项下的“间接转让”略有差异，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[国有股东界定]<sup>19</sup>情形的行为”（第41条）。

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）。

## （二）国有股间接转让的信息披露

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），该等针对发生在上市公司SS股东层面的权益变动，也涉及上市公司的间接收购交易，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。

## （三）国有股间接转让的国资监管

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SS自身的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）。

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）。

---

<sup>19</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。”

另外，与上述国有股协议转让的审批（由国家出资企业或者国资委审批）不同，由于国资 36 号令项下的间接转让是指将导致 SS 国资性质变更的交易（第 41 条），也就是说该等交易都涉及国资控制权变更，因此均需要有权的国资委批复（而不存在可以由国家出资企业集团母公司直接审批的情形）。

#### （四）国有股间接转让的定价

即便是不构成国资 36 号令项下的“间接转让”（未导致 SS 股东国资性质变更），根据国资 36 号令第 47 条，交易中对该 SS 本身进行资产评估所涉及的其所持上市公司股份的作价，也应按照与构成国资 36 号令之“间接转让”（导致 SS 股东国资性质变更）的作价原则一样。

另外，与国有股的直接协议转让（公开征集或非公开）类似，间接转让若涉及国有控股股东并导致该国有控股股东 SS 性质变更的，也应聘请财务顾问，对国有产权拟受让方或投资人进行尽职调查，并出具尽职调查报告（国资 36 号令第 44 条）。

#### （五）国有股间接转让的交易流程

结合国资 32 号令及国资 36 号令相关规定，国有股间接转让（股权转让/增资扩股）的交易流程可以简要图示如下：

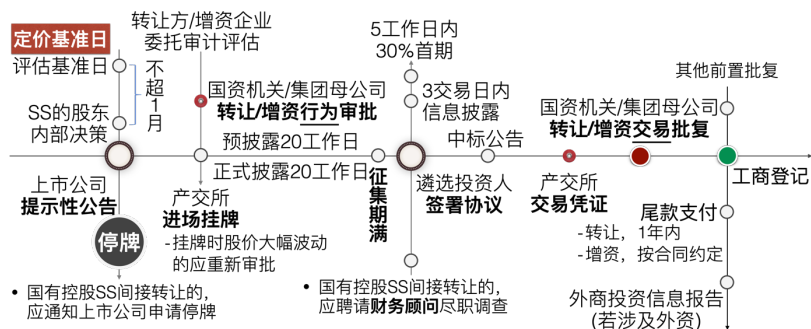


图 10 国有股间接转让的交易流程

对于上市公司国有股的间接转让（相对于 SS 自身而言，则是国资 32 号令项下的国有股权的直接转让），也是以进场挂牌为原则，以豁免进场直接协议转让为例外。根据国资 32 号令第 31 条，下列情形可以豁免进场而采用非公开协议转让方式：

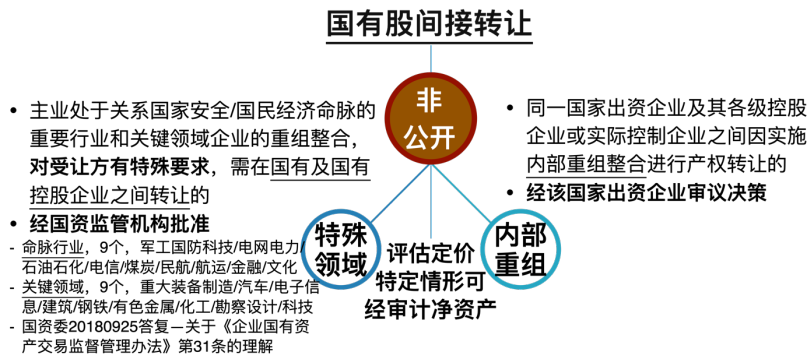


图 11 国有股间接转让（非公开转让）的适用情形

另外，若属于因 SS 增资扩股所进行的间接转让，根据国资 32 号令第 45 条及第 46 条，下列情形经国资委批准可以豁免进场而采用非公开协议方式：



图 12 国有股间接转让（非公开增资）的适用情形

## 五、上市公司国有股的无偿划转

无偿划转并非适用于所有情形。根据国资 36 号令第 37 条，下列主体之间可以进行国有股东无偿划转：

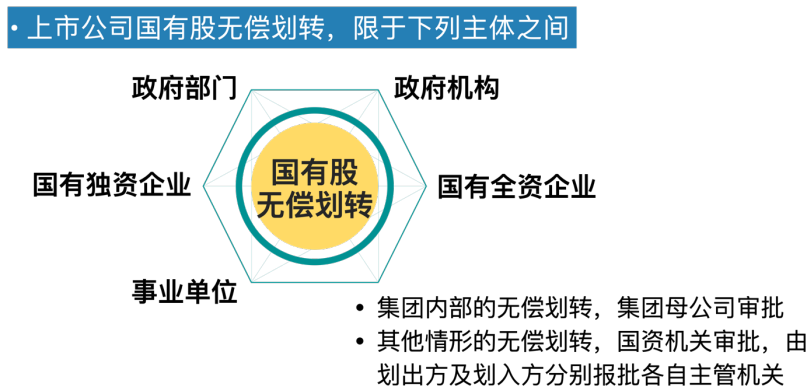


图 13 国有股无偿划转的适用范围

关于国有资产的无偿划转，根据国务院国资委 2005 年 8 月发布的《企业国有产权无偿划转管理暂行办法》（国资发产权[2005]239 号）以及 2009 年 2 月发布的适用于央企的《企业国有产权无偿划转工作指引》（国资发产权[2009]25 号），其适用主体范围原本仅限于

政府机构、事业单位及国有独资公司（国有一人公司）之间。国有全资企业（股东有多个，但全部均为国有独资）可以作为无偿划转主体是在国务院国资委 2014 年 7 月发布《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）之后方才实现的。而在现行的国资 36 号令项下，“国有全资企业”也被明确列为可进行国有股无偿划转的主体之一。

关于无偿划转的审批，除了集团内部进行的无偿划转直接由国家出资企业（集团母公司）审批以外，其他情形的无偿划转应报主管国资机关审批。而根据《企业国有产权无偿划转管理暂行办法》所确定的审批程序，无偿划转的双方（划出方及划入方）应分别报送各自的主管机关审批。比如，某家地方国企将其所持有的上市公司股权无偿划转给某央企，应分别报送该地方国资委及国务院国资委审批。另外，需要注意的是，根据《关于促进企业国有产权流转有关事项的通知》第 4 条规定，若涉及中央企业及其子企业无偿划入企业国有产权的，划转后企业管理层次原则上不超过三级。

关于无偿划转，根据《收购办法》第 63 条第（一）项，国资无偿划转是属于可以要约豁免的情形。不过需要注意的是，可以要约豁免的划转情形针对的是“无偿”的划转，若涉及有对价非无偿的划转，则无法适用要约豁免。

## 六、上市公司国有股东发行可交换债券 EB

可交换债（Exchangeable Bonds）是上市公司的法人股东以其所持上市公司的存量老股为基础证券，向 EB 债券投资人进行融资的一种证券发行安排。就上市公司国有股东发行 EB 而言，根据国资 36 号令第 48 条，“是指上市公司国有股东依法发行、在一定期限内依据约定条件可以交换成该股东所持特定上市公司股份的公司债券的行为。”

EB 融资包括 EB 发行以及投资人未来转换两个主要环节。对于国有股东 SS 发行 EB 债券，在 EB 发行阶段暂不涉及国有股的转让，但将来 EB 债券持有人根据 EB 条款要求将 EB 转换为上市公司股份时，则将发生上市公司国有股转让及股份过户手续。

上市公司国有股东发行 EB 的交易架构图示如下：

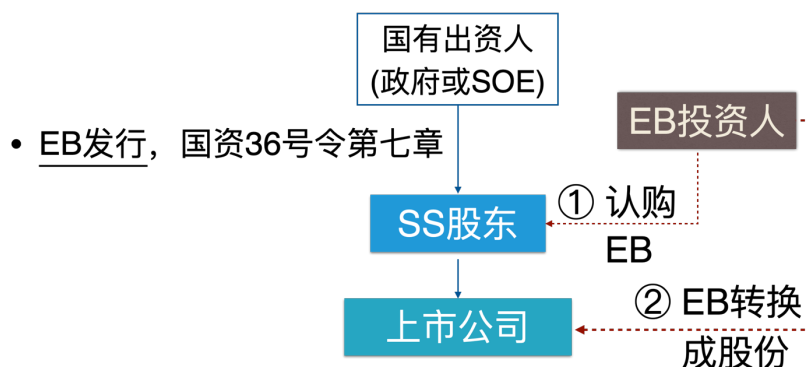


图 14 上市公司国有股东发行可交换债 EB

就EB的转换（换成上市公司股份）而言，核心条款之一是转换价格的确定。对于非国有股东发行的EB，根据《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》（证监会公告[2008]41号）第5条，其换股价格“应当不低于公告募集说明书日前20个交易日公司股票均价和前一个交易日的均价”；对于非公开发行的EB，其换股价格允许折价10%，即，不低于前述基准的90%。而对于国有股东作为EB发行人的，则没有价格折扣，根据国资36号令第49条的明确要求，国有股东所发行EB的换股价格“应不低于债券募集说明书公告日前1个交易日、前20个交易日、前30个交易日该上市公司股票均价中的最高者”。

## 七、上市公司国有股转让的国资审批

结合上述分析及国资 36 号令第 7 条及其他相关条款的规定，有关上市公司国有股转让所涉及的国资审批环节，其权限管辖分工可简要列示如下：

转让方式	国家出资企业审批(集团母公司)	国资机关审批(省级以上或授权市级)
二级市场 (第12条)	<ul style="list-style-type: none"> <li>国有控股SS, 减持后持股高于合理比例</li> <li>国有控股SS, 1年净减持&lt;5%; 或(10亿股本以上的)少于5000万股</li> <li>国有参股SS, 1年净减持&lt;5%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>国有控股SS, 减持后持股低于合理持股比例</li> <li>国有控股SS, 1年净减持≥5%; 或(10亿股本以上的)5000万股以上</li> <li>国有参股SS, 1年净减持≥5%</li> </ul>
直接转让 (第24条) (第31条)	<ul style="list-style-type: none"> <li>国有控股SS公开征集后未低于合理比例</li> <li>国有参股SS公开征集转让</li> <li>本企业集团内部进行的非公开协议转让</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>国有控股SS公开征集转让后低于合理比例</li> <li>其他情形的非公开协议转让</li> </ul>
间接转让 (第45条)	N/A [36号令41条, “间接转让”是指导致SS国资性质丧失的交易, 涉控制权变更]	36号令项下的“间接转让”全部要求国资机关审批
无偿划转 (第38条)	本企业集团内部进行的无偿划转	其他情形的无偿划转
SS发行EB (第51条)	<ul style="list-style-type: none"> <li>国有控股SS发行EB后未低于合理比例</li> <li>国有参股SS发行EB</li> </ul>	国有控股SS发行EB若全部转换将低于合理比例

图 15 上市公司国有股转让的国资审批—权限划分

而就国资审批的申请而言，不同的转让方式所要求的申请文件也有所差异。根据国资 36 号令相关规定（第 13 条；第 16、25 条；第 34 条；第 46 条；第 39 条；第 52 条），国资申请文件对比列示如下：

二级市场	公开征集转让	非公开协议	间接转让	无偿划转	SS发行EB
✓	内部决策文件	✓	✓	✓	✓
✓	交易方案；可研报告	✓	✓	✓	✓
	拟公开征集信息		评估核准/备案		
	受让方征集及选择情况		✓		
	国有股东基本情况 受让方基本情况及上一年度审计报告	✓	✓	✓	
	股份转让协议 转让价格的定价说明	转让协议 非货币支付说明	转让/增资协议 作价金额说明	划转协议	
	受让方与SS及上市公司近12个月内重大交易	✓		划出方债务处置方案, 主要债权人无异议函 划入方未来12个月对上市公司重组计划(或未来3年规划(涉控制权变更的))	
	财顾尽调报告(涉控制权)	✓	✓		
	法律意见书	✓	✓	✓	
✓	审批机关要求的其他文	✓	✓	✓	✓

图 16 上市公司国有股转让的国资审批—申请文件

## 八、 国有股转让的核心关注—定价与支付

对于国有资产交易而言，无论是上市公司还是非上市公司，除了程序合规以外，一个核心关注点就是国有资产的定价问题。从国有资产保值增值的角度，要确保定价公允，避免国有资产流失。而就上市公司公司国资交易而言，国资 36 号令确立了一些基本规范要求：



图 17 上市公司国资交易定价的基本要求

### (一) 上市公司国有股场外交易的定价规范

就上市公司国有股转让而言，若系通过二级市场进行的场内减持，则是按照交易所的交易规则执行，以二级市场的股票交易价格为准。

而若是通过场外交易转让国有股，则需要区分是直接转让还是间接转让，分别适用不同的定价指引：

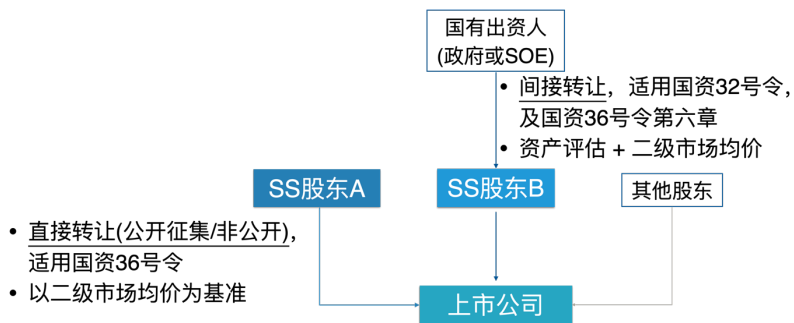
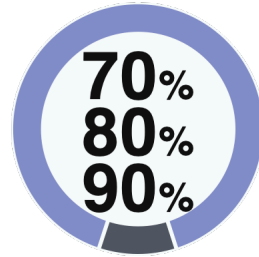


图 18 上市公司国有股转让的定价指引

### (二) 流通股协议转让的定价—国有股 vs 非国有股

就上市公司国有股的直接转让而言，其性质属于国有股东 SS 所持上市公司流通股的协议转让，需要办理交易所的合规确认以及中国结算的过户登记手续。而就上市公司流通股的协议转让而言，该等转让需要遵守交易所的业务指引，包括转让价格方面的规范要求。

在这方面，国有股转让与非国有股转让的定价要求，存在如下差异：



- 国资36号令第23条/第32条，价格不得低于二者孰高：
  - 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
  - 最近一个会计年度上市公司经审计的每股净资产值
- 京沪深交易所协议转让业务指引
  - 比照协议签署日大宗交易价格范围下限—以前1交易日二级市场收盘价为基准
  - 沪深主板，前一交易日收盘价90%；
  - 科创板/创业板，前一交易日收盘价80%
  - 北交所，前一交易日收盘价70%

图 19 协议转让的价格底线—国有股 vs 非国有股

### 1. 流通股协议转让价格的一般要求

根据交易所协议转让业务指引，流通股转让的价格不应低于协议签署日大宗交易价格范围的下限，即，以签署日前一交易日二级市场收盘价为基准，转让价格下限比照大宗交易的规定执行，即，应在当日涨跌幅限制内：

- 沪深主板，前 1 交易日收盘价的 90%；
- 科创板/创业板，前 1 交易日收盘价的 80%；
- 北交所，前 1 交易日收盘价的 70%；
- ST、\*ST 特别处理措施的，前收盘价的 95%。

### 2. 国有股转让价格底限的特殊要求

根据国资 36 号令第 23 条（公开征集方式转让）及第 32 条（非公开协议转让），国有股转让的价格不应低于下列二者孰高：

- （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。

针对国有股转让价格的底限要求—“前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值”，国资 36 号令并没有进一步明确其如何计算。通常理解，前 30 个交易日内每日加权平均价格相加，再除以 30，即为“算术平均值”。而“每日加权平均价格”，通常理解，即每日“股票交易总额/股票交易总量”。在这方面，证监会《上市公司非公开发行股票实施细则》（证监会公告[2020]11 号）第 7 条针对上市公司定向发行的定价基准所确定的如下公式可供参考：

“定价基准日前二十个交易日股票交易均价=定价基准日前二十个交易日股票交易总额/定价基准日前二十个交易日股票交易总量。”

就定价而言，与已被国资 36 号令取代的 2007 年印发的《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）（以下简称“**国资 19 号令**”）相比，国资 36 号令项下的定价要求有如下两项调整：

- 价格折扣，不再允许均价基础上有 90% 的折价（原 2007 年国资 19 号令曾规定，“确需折价的，其最低价格不得低于该算术平均值的 90%”）；
- 定价基准日，国资 36 号令项下的定价基准日为“提示性公告日”（原 2007 年国资 19 号令则区分公开征集的转让信息公告日及非公开协议转让的签约日）。在国资 36 号令项下，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。

### 3. 国有股转让价格底限的定价基准日

就定价基准日而言，国资 36 号令针对国有股转让的要求与交易所流通股协议转让业务指引的一般要求也有差异。交易所协议转让业务指引所确定的定价基准日是“协议签署日”，即，按转让协议签署日当天（当日非交易日的顺延至次一交易日）的大宗交易申报价格范围确定本次交易的转让价格底限—签约日前 1 交易日收盘价的 90%（或 80%或 70%）。

相比较，根据国资 36 号令，国有股的转让则是以“提示性公告日”为定价基准日，转让价格不得低于前 30 个交易日股票均价的算术平均值。实务中，国有股东通知上市公司发布拟转让上市公司股份的提示性公告的日期通常早于协议签署日。这是因为，按照国资 36 号令的要求，国有股转让通常需要公开征集潜在的受让方，经公开征集确定受让方之后方可签署正式交易文件。而公开征集的期限至少要 10 个交易日。且不考虑，公开征集之后还有应标投资者遴选及国资审核流程等。由此，提示性公告日一般会早于协议签署日，除非是属于根据 36 号令可以豁免公开征集程序直接进行协议转让的情形。

简言之，国有股转让的定价基准日与一般流通股转让定价基准日的差异可以图示如下：

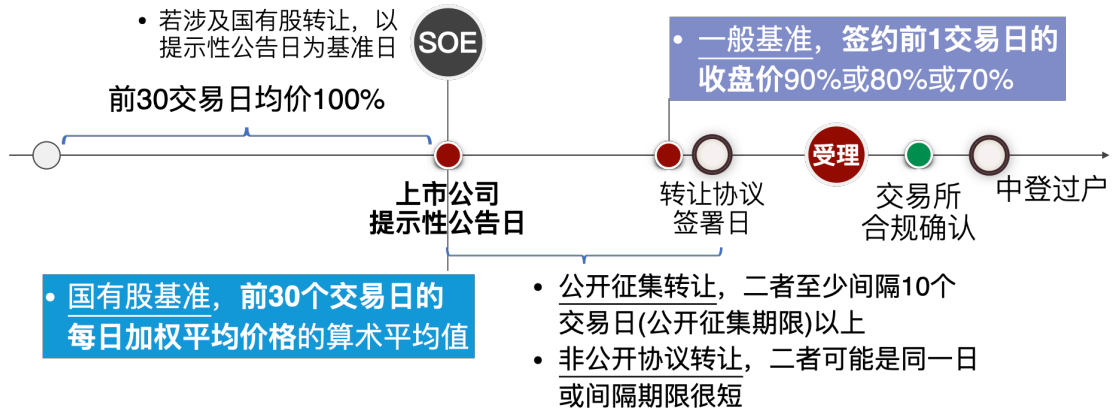


图 20 协议转让的定价基准日—国有股 vs 非国有股

针对上述定价规范要求，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（提示性公告日前 30 交易日均价的算术平均值）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（签约日前一交易日收盘价的 90%、80%或 70%）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。

综上，上市公司国有股转让时的定价，通常不得低于下述三项基准孰高者：

• 上市公司国有股转让的价格下限，不得低于下列三者孰高

- 基准A，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的100%



- 基准B，最近一个会计年度上市公司经审计的每股净资产值
- 基准C，签署日前一交易日二级市场收盘价的90%(或80%或70%)

图 21 上市公司国有股协议转让的价格底限

(三) 国有股协议转让的定价—公开征集 vs 非公开协议

就上市公司国有股的转让而言，国资 36 号令第 23 条及第 32 条分别针对公开征集转让及非公开协议转让的定价规范进行了规定，二者没有差异，均以前 30 交易日均价及最近一年经审计每股净资产二者孰高为定价基准。

另一方面，考虑到非公开协议转让的客观情况，国资 36 号令第 33 条也提供了一定的灵活性，允许符合条件的非公开协议转让的定价不严格按照上述定价基准执行：



图 22 上市公司国有股非公开协议转让的特殊定价机制

#### (四) 国有股东 SS 层面的间接转让的定价规范

间接转让也是上市公司国有股转让的一种方式，即，上市公司的直接股东不发生变化（不需要中国结算过户登记），而是上市公司的股东层面因股权转让或增资扩股而发生间接变化。

在现有框架下，《收购办法》项下的“间接收购”与国资 36 号令项下的“间接转让”略有差异，后者的范围与前者的范围相比较要窄一些。国资 36 号令项下的间接转让仅限于“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[即不再具有 SS 国有股东性质]的行为”（第 41 条）。

而就定价规范来看，无论是否构成国资 36 号令项下的间接转让，均需遵循同样的规则。即便未导致 SS 股东的国资性质发生变更，国资 36 号令第 47 条也明确规定：“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。”而根据国资 36 号令第 43 条规定，上市公司国有股间接转让的定价需要遵循如下规范要点：

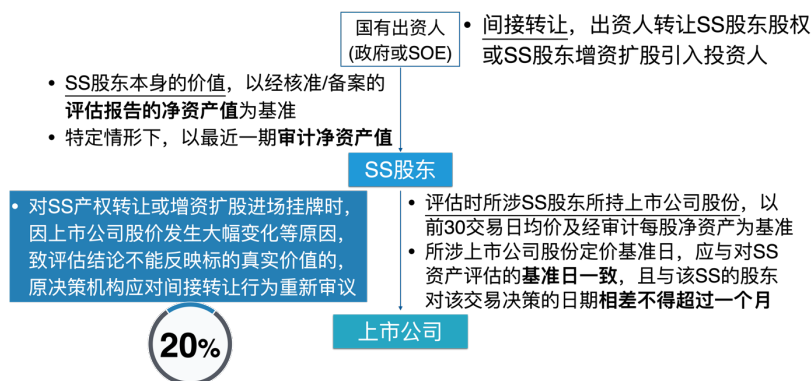


图 23 上市公司国有股间接转让的定价指引

##### 1. 以经核准或备案的评估结果为基础

上市公司的 SS 股东（本身是国有企业 SOE）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。根据国资 32 号令，对于国有企业（在上市公司国有股间接转让场景下，即此处的上市公司国有股东 SS）而言，“产权转让价格应以经核准或备案的评估结果为基础确定”（第 12 条）；其增资扩股的定价也应以评估结果为基础（第 38 条；第 42 条；第 43 条；第 47 条）。而对于评估报告的核准或备案程序及管辖机关，则是与所涉及的交易行为的主管程序相对应（通常不涉及国有控制权变更的以备案为主；目前大部分交易可以由集团母公司审核）。

而就国有资产评估要求来看，类似于上述直接协议转让交易，对于符合条件的非公开协议转让或者特定情形下的 SOE 增资扩股，也可以不要求评估。根据国资 32 号令第 32 条及第 38 条，下列情形下，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）：

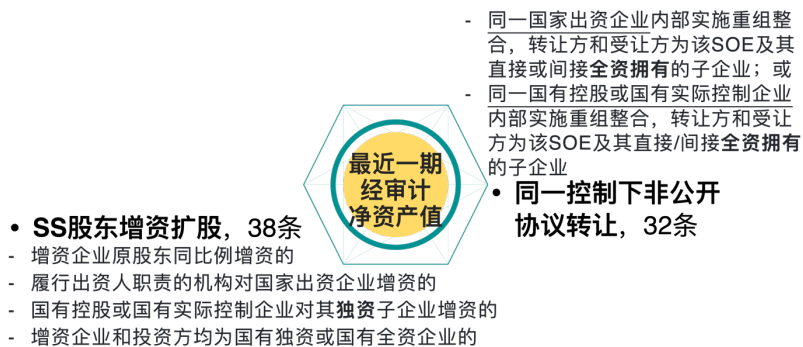


图 24 特定情形下间接转让的定价—以审计值为基准

## 2. 评估所涉 SS 所持上市公司股份的定价

在涉及上市公司国有股的间接转让交易中，对相关 SS 股东进行评估定价时，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 条的规定：“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。”

关于国资 36 号令第 23 条的定价指引（前 30 交易日均价及最近一年经审计每股净资产），在此需要特别强调的是，间接转让交易场景下的定价基准日不再是协议转让场景下的“提示性公告日”，而是应与对上市公司 SS 股东的评估基准日一致。而且，该基准日与 SS 股东之股东关于本次股权转让或对 SS 增资扩股的决议日期间隔不得超过一个月。比如，上市公司 SS 股东的股东于 2020 年 5 月 30 日就增资扩股作出决议，则不能以 2020 年 4 月的某个日期作为定价基准日，而应是 5 月份的某个日期。

### 3. 期间股价大幅波动的应重新审议

国资 36 号令第 43 条第 2 款明确指出，“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。”而对于何为“股价发生大幅变化”，国资 36 号令并没有明确规定。笔者理解，若股价变化幅度达到了证监会所规定“异常波动”程度，应可视为发生了大幅变化。具体而言，根据证监会 2007 年 9 月发布的《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》（证监公司字[2007]128号），“剔除大盘因素和同行业板块因素影响，上市公司股价在股价敏感重大信息公布前 20 个交易日内累计涨跌幅超过 20%的”，构成股价异常波动。

另外，笔者理解，对于国有股间接转让而言，若在 SS 所涉交易进场挂牌时股价相较先前定价基准发生了下跌，则先前所确定的价格与挂牌时基准相当于有溢价，此时并非必须重新审议；相反，若届时股价出现了大幅上涨，此时仍以较低的先前定价基准为基础进行交易，则可能涉嫌国有资产流失，需要重新审议。

### 4. 协议转让与间接转让的定价规范比较

与直接的协议转让的定价相比，上市公司国有股间接转让的定价规范主要差异如下：

协议转让	间接转让
<p>☑ <b>一般原则</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 沪深交易所协议转让业务指引</li> <li>• 比照大宗交易定价，不低于签约前一交易日收盘价90%、80%或95%</li> </ul>	<p>☑ <b>一般原则</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 无明确价格底线要求</li> <li>• 交易双方自主协商，税务角度考虑通常不会低于每股1元或净资产</li> </ul>
<p>☑ <b>国资转让</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 国资36号令</li> <li>• 不得低于提示性公告日前30个交易日的每日加权平均价格算术平均值；及</li> <li>• 最近一个会计年度上市公司经审计的每股净资产值，二者孰高</li> </ul>	<p>☑ <b>国资转让</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 国资36号令、国资32号令</li> <li>• 不低于经评估的净资产</li> <li>• 其中，涉及所持上市公司股份的价值按评估基准日(距决策日相差不得超过1个月)前30个交易日的每日加权平均价格算术平均值，及最近一年经审计每股净资产二者孰高</li> </ul>

图 25 国有股转让的定价—协议转让 vs 间接转让

#### (五) 国有股协议转让的价格上限/溢价幅度

与针对价格下限的设置明确规范指引不同，交易所现行业务指引对于流通股协议转让的价格上限或者溢价幅度均无明确的限制性规定。尽管在实务中，如果价格超过合理幅度（比如超过 20%），则可能面临交易所的反馈问询。

而就国资交易而言，国资 36 号令对此也无特别规定。实际上，从作为转让方的国有股东的国资利益角度来看，转让价格越高对国资越有利。相反，若是国有企业或国资主体作为受让方，则溢价幅度不仅面临交易所的合理性关注，从国资审核角度也可能面临反馈关

注。在此方面，针对国有股东受让上市公司股份的交易中，国资 36 号令要求在上报国资委或集团母公司审核的受让方案中应包含“价格上限及确定依据”（36 号令第 55 条第（二）项）。由此，从国资利益角度，如果国企受让的溢价幅度越高，解释定价合理性的难度以及通过国资审核的不确定性风险也就越大。

简言之，关于上市公司国资交易与一般非国资交易的转让价格上限或溢价幅度的相关要求可以简要图示如下：

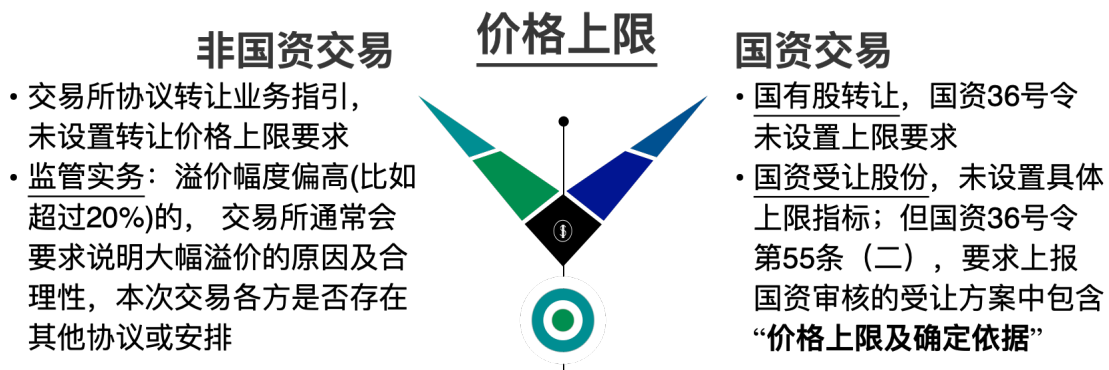


图 26 上市公司国资交易的定价—价格上限/溢价幅度

#### （六）上市公司国有股转让的价款支付

对于涉及国有资产的交易而言，除了关于定价规范有相关要求以外，针对价款的支付安排也有相应的明确指引：

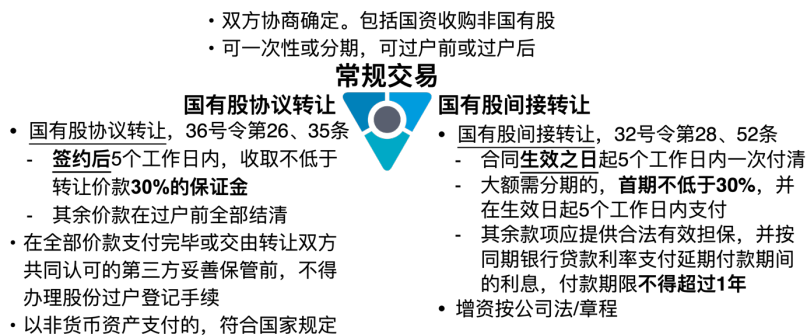


图 27 上市公司国资交易的价款支付规范

#### 1. 关于国有股协议转让价款的支付

针对国有股协议转让，无论是公开征集还是非公开协议转让，根据国资 36 号令第 26 条、第 35 条，收购方需要将不低于总价款 30%的保证金“在股份转让协议签订后 5 个工作日内”支付给转让方，即便此时尚未取得国资批复而协议尚未生效。其后，在交易取得国资批复从而协议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中国结算办理过户手续的必备文件。

## 2. 关于国有股东间接转让的价款支付

在国有股间接转让交易中，即，上市公司国有股东 SS 的股东的股权变动交易中，价款支付适用的是国资 32 号令的相关要求。若涉及 SS 股东自身的国有股权转让，根据国资 32 号令第 28 条，交易价款原则上应当“自合同生效之日起 5 个工作日内一次付清”；若属于金额较大确需分期支付的，“首期付款不得低于总价款的 30%，并在合同生效之日起 5 个工作日内支付；其余款项应当提供转让方认可的合法有效担保，并按同期银行贷款利率支付延期付款期间的利息，付款期限不得超过 1 年。”

## 3. 协议转让与间接转让的价款支付规范比较

与上述直接协议转让（公开征集或非公开）相比，上市公司国有股间接转让（适用国资 32 号令）与直接转让（适用国资 36 号令）有关价款支付的监管要求有如下主要异同：

首先，关于首付款。两种交易场景下的首付款比例的要求一致，均为不低于转让价款的 30%。但是，其支付节点有别：直接转让要求在协议签订后 5 个工作日内支付；而间接转让要求的则是在合同生效之日起 5 个工作日内支付。就国资转让而言，合同的生效往往需要国资委或集团母公司的审批，而该等审批程序通常需要在合同签订之后一两个月左右的时间。

另外，或许正是由于支付节点的要求不同，首付款的法律属性也有差异。对于直接协议转让，在合同签订后（但尚未生效前）支付的 30% 款项，其性质是“保证金”；而在间接转让中于合同生效后所支付的款项，其性质属于交易对价的首期付款。在此需要澄清的是，即便是合同生效前支付的“保证金”，其并不必然产生合同法上的“定金”的法律后果。对于合同法意义上的“定金”（可以因支付方违约而直接没收或因收款方违约而要求双倍返还），根据《民法典》第 586 条规定，其数额“不得超过主合同标的额的百分之二十，超过部分不产生定金的效力。”因此，对于国资 36 号令所要求的应于合同签订后即行支付的 30% 保证金，对其在因某一方违约时如何处置的安排，除了转让协议中的明确约定以外，还需要与《民法典》的相关规定相协调。

其次，关于尾款。对于上市公司国有股的直接转让，国资 36 号令的要求是“在股份过户前全部结清”；而对于上市公司国有股的间接转让（即 SS 自身国有股权的直接转让），国资 32 号令的要求则是“付款期限不得超过 1 年”。不过，需要注意的是，对于国资 32 号令项下的国有股权转让，在尾款付清之前，收购方需要就尾款支付“提供转让方认可的合法有效担保，并按同期银行贷款利率支付延期付款期间的利息”。

尽管上述，在符合国资监管要求的前提下，交易当事方可以根据谈判磋商情况在转让协议中有更为具体的约定。比如，即便在间接转让交易中，国资转让方也可以要求合同签

订后支付一定比例的保证金；或者，约定分两到三期支付或共管账户安排等。

## ➤ 第六章：国资主体收购 A 股上市公司控制权的主要方式和注意事项

作者：祝芹

无碍于疫情的影响，A 股上市公司控制权收购市场热度仍在，国资主体无疑是收购方中的一支生力军。相较于国资主体转让 A 股上市公司控制权在转让方式、价格等方面的限制，国资主体收购 A 股上市公司控制权更接近于市场化安排，本文结合相关监管规则及近年市场案例，对国资主体收购 A 股上市公司控制权的主要方式和注意事项进行归纳总结。

### 一、协议转让和大宗交易

协议转让是上市公司收购常见的方式，可以实现大比例股权的一次性转让，相较于集中竞价交易和大宗交易股票和价款的实时交割，协议转让的股票和价款的交割的条件和时间可以由交易双方协商而更具灵活性。相关的监管规则对协议转让的数量、价格下限、特定主体转让数量、减持期间等有若干限制性规定，具体如下：

#### （一）转让数量和价格

根据沪深交易所相关规则，除特殊情况外，协议转让的单个受让方最低受让比例不得低于 5%；协议转让的价格下限适用大宗交易价格下限，即协议签署日前一交易日收盘价的跌幅限制内（主板不低于收盘价 90%、创业板和科创板不低于收盘价 80%、北交所不低于收盘价的 70%），转让价格无上限限制由交易双方协商确认，在控制权出让的场景下，常见会较二级市场价格给予一定的控制权溢价。

#### （二）特定主体转让限制

根据《公司法》的规定，“*公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况,在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的百分之二十五；所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让。上述人员离职后半年内,不得转让其所持有的本公司股份。公司章程可以对公司董事、监事、高级管理人员转让其所持有的本公司股份作出其他限制性规定*”。

如果出售控制权一方为担任公司董监高的自然人，则需要遵守上述《公司法》的相关规定，其中，25%的转让限制系以前一年度的期末持股数为依据，如 2020 年 12 月转让 25%、2021 年 1 月即可以转让 2020 年期末持股的 25%，而不需要另行等待首次转让后 12 个月。

因前述转让数量的限制，可能导致一次转让无法实现控制权变更的目的，而需要约定二次转让或多次转让/远期交割的安排，需要注意的是，从市场案例看，后续转让通常可以约定转让的数量、期限、定价的原因，但因可能被认为规避协议转让价格下限的规定而无法限定转让具体价格。另一方面，为尽早完成控制权的变更，转让双方会配合约定增加受让方对上市公司控制权的措施，比如原控股股东将所持部分股份委托给受让方或放弃表决权以使受让方成为单一控制表决权最大的股东、配合受让方改组上市公司董事会或管理层等。

此外，在业绩预报、定期报告发布、重大事项公告等的敏感期，上市公司控股股东、实际控制人、董监高等不得减持股份，比如深交所主板、创业板规定“上市公司董事、监事、高级管理人员在下列期间不得买卖本公司股份：（一）公司年度报告、半年度报告前三十日，因特殊原因推迟公告日期的，自原预约公告前三十日起算；（二）公司季度报告、业绩预告、业绩快报公告前十日内；（三）自可能对本公司股票及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件发生之日或者进入决策程序之日至依法披露之日；（四）中国证监会及本所规定的其他期间”。

与协议转让类似，大宗交易也可以实现定向交易的目的，大宗交易单笔转让的股数少或者总价低，比如，上交所大宗交易要求 A 股单笔买卖申报数量应当不低于 30 万股，或者交易金额不低于 200 万元人民币，并且可以实现股票和价款的实时交割，转让的价格下限与协议转让相同，通常用于单一受让方受让数量不满足协议转让要求的场景。

## 二、定增

根据《上市公司证券发行管理办法》等的规定，“上市公司非公开发行股票，应当符合下列规定：（一）发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之八十；”，根据《上市公司非公开发行股票实施细则》等的规定，“《管理办法》所称‘定价基准日’是指计算发行底价的基准日。定价基准日为本次非公开发售股票的发行期首日”、“上市公司董事会决议提前确定全部发行对象，且属于下列情形之一的，定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或发行期首日，认购的股份自发行结束之日起十八个月内不得转让：……（二）通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者”。

以认购定增股份的方式取得控制权，可以以董事会决议公告日作为定价基准日从而提前相对锁定价格区间，同时可以适用定价基准日 8 折的价格优惠，如同时受让老股的可以通过定价的 8 折优惠价格平衡老股转让的溢价，降低整体控制权收购的成本，认购定增股份的资金注入上市公司也有利于上市公司的发展。

另一方面，相较于老股转让，定增的周期通常会更长一些，需要履行交易所审核和证监会审核/注册的程序，且需要满足发行条件的要求。根据《上市公司证券发行管理办法》的规定，“第三十九条上市公司存在下列情形之一的，不得非公开发行股票：（一）本次发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；（二）上市公司的权益被控股股东或实际控制人严重损害且尚未消除；（三）上市公司及其附属公司违规对外提供担保且尚未解除；（四）现任董事、高级管理人员最近三十六个月内受到过中国证监会的行政处罚，或者最近十二个月内受到过证券交易所公开谴责；（五）上市公司或其现任董事、高级管理人员因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查；（六）最近一年及一期财务报表被注册会计师出具保留意见、否定意见或无法表示意见的审计报告。保留意见、否定意见或无法表示意见所涉及事项的重大影响已经消除或者本次发行涉及重大重组的除外；（七）严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形”，以定增作为收购控制权的方式的，除了常规的对上市公司尽职调查外，还需要特别关注上市公司是否存在或可能存在不满足定增条件的情形，特别是对困境企业或现金流紧张公司的收购，可能出现上市公司控股股东资金占用、违规担保的情形且未及时披露的情形、进而可能因为信息披露合规而被立案调查，导致不满足定增发行条件。

以受让老股加参与定增的方式取得控制权属于较为常见的操作方式，同时满足原控制人全部或者部分退出以及上市公司的融资需求，常见为收购方与原控股股东签署一揽子协议以协议的方式锁定定增事项并约束原控股股东作出满足定增要求及以促成定增完成的承诺。

### 三、表决权委托

通常表决权委托的目的是为了增加收购方控制的上市公司表决权的比例暨增强收购方对上市公司的控制，减少原控股股东控制上市公司表决权比例暨弱化原控股股东对上市公司的影响力。表决权委托的适用场景常见有如协议转让需要分期交割、首期交割比例较低无法实现控制权转让的目的，需要通过定增方式取得控制权而定增的完成需要履行程序、想要弥补间隔期以尽早完成控制权的转移等，也有通过先行以表决权委托作为唯一方式实现控制权转移的案例，该种情况多数存在于控制权出让方所持股份存在质押、冻结等无法完成交割的情形。

表决权委托通常由控制权出让方将所持股份表决权委托给收购方，委托的范围通常为除委托股份经济利益外的其他股东权益，比如表决权、提名权、提案权等，表决权委托通常约定委托方不可单方撤销，委托期限自协议生效、老股转让交割等开始，自收购方取得拟受让全部股份交割/完成定增或者一定期间届满（比如 3 年）为止，在国资作为收购主体的情况下，因控制权的变更需要事先取得国资监管机构的审批通过，在部分案例里会附加

国资审批通过作为表决权生效的条件，表决权委托通常是附随老股转让、定增或者远期交割安排而出发，因此通常是无偿的。控制权出让方或相关方可以将所持有的全部或者部分上市公司股权委托给收购方，在部分股份委托表决权、部分股份表决权自持的情况下，交易所会关注如何行使表决权，委托方和受让方通常会作出承诺参加股东大会现场会议而不是网络方式以现场投票方式表决以实现同一主体名下股份的分别表决。为了避免控制权出让方处置（包括但不限于转让、质押、设立其他第三方权利等）委托股份导致其持有的委托股份数量减少进而导致收购方控制的表决权比例降低的，通常会约定控制权出让方处置委托股份需要取得收购方的同意等安排。在通过表决权委托增强收购方对上市公司控制力的场合，交易所通常会关注表决权委托的稳定性以及发生违约情形下的救济措施。

根据《上市公司收购管理办法》第83条的规定，“本办法所称一致行动，是指投资者通过协议、其他安排，与其他投资者共同扩大其所能够支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实。在上市公司的收购及相关股份权益变动活动中有一致行动情形的投资者，互为一致行动人。如无相反证据，投资者有下列情形之一的，为一致行动人：（六）投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系；”，同时参照沪深交易所《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引（征求意见稿）》<sup>20</sup>的规定，“投资者委托表决权的，受托人和委托人视为存在一致行动关系”、“投资者之间通过协议、其他安排以表决权委托等形式让渡上市公司股份表决权的，出让人与受让人为一致行动人”，表决权委托的场景下，多数案例将表决权委托的双方认定为一致行动人并约定以收购方意见为准，在这种安排下，收购方为新的实际控制人，控制权出让方或相关主体作为收购方的一致行动人；如构成一致行动人的，一致行动的各方在一致行动存续的期间共用股份减持的额度（比如90个自然日大宗交易减持不超过上市公司总股本的2%、集中竞价减持不超过上市公司总股本的1%），共同遵守信息披露的相关规定。尽管有前述规定，《上市公司收购管理办法》第83条同时规定，“投资者认为其与他人不应被视为一致行动人的，可以向中国证监会提供相反证据”，因此，也有若干市场案例，在存在表决权委托的情况下未认定表决权委托的双方构成一致行动关系，主要的依据和理由为双方没有一致行动的意思也未签署一致行动协议、签署表决权委托协议本身是为了巩固商业互信的安排等。

#### 四、表决权放弃

如前述，在表决权委托的场景下，表决权委托的双方多数会披露为构成一致行动关系，为了避免被认定为一致行动人，表决权放弃安排应运而生。表决权放弃通常适用于老股首期转让或者定增未完成前，收购方持有的上市公司股权比例仍低于原控制方或者与原控制

<sup>20</sup> 尽管征求意见稿发布至今未颁布正式生效的信息披露指引，但实践中已参照适用信息披露指引征求意见稿的部分监管要求。

方较为接近的场合，表决权放弃的比例根据收购方控制的上市公司表决权比例确定，可以为全部也可以为部分，通常应满足表决权放弃后收购方成为单一第一大股东且与第二大股东控制的表决权比例差额在 7% 以上。表决权放弃的生效条件、期限、对于放弃表决权股份处置等的限制与表决权委托情景下类似。

相较于表决权委托可以实质增加收购方的表决权比例，表决权放弃并未增加收购方控制的上市公司表决权比例，即收购方持有的上市公司股份比例可能仍会比较低，难以单一控制，这种情况下，通常会附加约定原控制权出让方配合收购方完成对上市公司董事会和经营管理层的改选，实现收购方在股权层面的单一最大持股和对董事会、经营管理层的控制，即从股份表决权和公司经营管理两个层面实现对上市公司的控制。

## 五、要约收购

要约收购包括部分要约和全面要约，在控制权收购的场合，部分要约由要约人设置最低要约的比例以实现控制权收购的要求，要约在满足完成最低要约比例的情形下生效交割；全面要约通常发生触发强制要约的情形，即收购方及其一致行动人通过二级市场交易、协议转让、定增、表决权委托、间接收购等各种方式控制的上市公司表决权比例达到 30% 以上并拟继续收购的，应当向全体股东（除收购方及其关联方以外）发出全面要约，在 12 个月内累计增持不超过 2% 的除外。为了避免触发全面要约义务，通常收购方会控制最终控制表决权的比例，比如约定最终各种方式下控制表决权比例不超过 30% 等，此外，在定增的场合，如果收购方承诺 3 年内（一般控制权收购场合，需锁定 18 个月）不转让通过定增取得的新股且上市公司股东大会同意收购方免于发出要约的，可以豁免要约收购义务。

此外，在表决权放弃的场合，从市场案例看，表决权放弃仅就放弃方放弃表决权部分生效，并不会因此认为收购方控制的表决权比例增加，即不会因放弃表决权导致可以行使表决权的股份总数减少，认为收购方控制的表决权比例增加，实践中，仍按收购方控制的表决权数量与包含表决权放弃股份在内的上市公司的总股本的比例认定收购方控制表决权的比例以确定是否触发全面要约义务。

## 六、间接收购

间接收购指收购方不直接收购上市公司股份，而通过收购上市公司的原控股股东或实际控制人实现对上市公司的控制。间接收购的方式包括受让上市公司控股股东或实际控制人的老股、向上市公司控股股东或实际控制人增资、受让上市公司控股股东或实际控制人的合伙份额、变更合伙企业普通合伙人/执行事务合伙人、调整控股股东或实际控制人决策机制等方式。相较于直接收购，间接收购通常可以以更低的成本控制更大比例的表决权，但需要注意的是，如果上市公司原控股股东或实际控制人控制的上市公司给表决权比例大于 30%，通过间接收购会导致收购方控制的上市公司表决权比例大于 30%，进而触发收购

方的全面要约义务。

因国资主体收购上市公司控制权需要事先取得国资监管机构的批准，相对于其他主体作为收购方完成上市公司收购所需时间较长而可能因此错失交易机会，实务中存在案例通过两步走的方式分步完成上市公司收购，即先行设立的收购主体设置为非国资控制架构（常见以合伙企业形式）并完成对上市公司的收购，再通过调整先行设立的收购主体的架构或者决策机制的方式（即间接收购）将非国资控制主体变更为国资控制主体（比如变更合伙企业的普通合伙人暨执行事务合伙人、修订合伙企业决策机制等）并在这一步完成对国资收购上市公司控制权的审批程序，最终实现国资主体对上市公司的控制。

## 七、无偿划拨

无偿划拨适用于 100% 国资持有的两个主体之间，通过无偿划拨，实现上市公司控股股东（直接持股主体）或者实际控制人（不同的国家出资企业或者国资委等）的变更。

## 八、破产重整或司法拍卖

近年来，上市公司或上市公司控股股东或实际控制人暴雷事件时有发生，参与上市公司或其控股股东或实际控制人破产重整以及通过司法拍卖取得上市公司控制权的案例也是取得上市公司控制权的路径之一，实践中已有国资主体通过参与司法拍卖取得上市公司控制权的案例。

如前述，与一般民资主体收购 A 股上市公司控制权相比，除了需要事先取得国资监管机构的审批外，国资主体作为收购方参与上市公司收购与其他非国资主体收购上市公司并无太大的差异。实务中，前述方式可以单一适用也可以灵活组合适用，比如协议转让+表决权委托、协议转让+定增、甚至协议转让+定增+表决权委托+表决权放弃等多种组合方式，目的无外乎更快更低成本的完成对上市公司的收购，以便尽快完成收购后的业务整合等，实现国有资产的保值增值，但无论是单一适用还是组合适用都需要综合关注和考虑相关收购方式的商业诉求和风险、监管规则和要求等。

## ➤ 第七章：国资收购上市公司中的公司治理实务探析

作者：梁俊杰

2018 年以来，国资收购上市公司成为市场的一大热点，甚至一度被解读为“国进民退”，然而客观来看，“国进民退”不免有被放大的嫌疑，这只是当前国企和民企的一种正常的市场化行为，是一种市场的自然选择。

从外部环境看，受国内经济增速放缓、中美贸易战不断加剧等宏观因素影响，出于经济维稳和保障就业等多方面考量，国资往往被动应战，对上市公司予以纾困，从而客观造成了国资收购上市公司的“盛况”。然而，实际上国资收购民营上市公司控制权仅占同期上市公司控制权收购的三成左右，并非市场的主流。但不可否认的是，国资收购上市公司往往集中在对国计民生具有重大影响的行业和公司，从这点来看，国资收购上市公司又对资本市场具有举足轻重的作用。

从微观角度看，国资收购上市公司有很大比例是起因于以下几个方面：上市公司主营业务陷入困境难以为继、上市公司经营成本过高陷入流动性危机、大股东遭遇质押爆仓风险急于解套等，在收购过程中，国资公司和上市公司原控股股东关注重点往往聚焦于对上市公司或原控股股东的解困和流动性支持，在上市公司的公司治理方面往往容易陷入误区，从而对国资监管及上市公司的合规体系构成挑战。

本文拟从上市公司治理的角度探析国资收购上市公司控制权过程存在的主要问题，以对上市公司收购的实务提供可行的建议。

### 一、国资收购上市公司的公司治理监管体系

#### （一）国资监管的法规体系及内在逻辑

目前的国资监管体系十分庞杂，这其中，《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》（2019 年修订，国务院令[2003]第 378 号）、《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）等法规处于核心地位。2018 年，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》（国资委、财政部、证监会令[2018]第 36 号）（以下简称“36 号令”），之后 36 号令成为国资对上市公司监管之圭臬。上述主要法规辅以国有产权登记、资产评估及备案、国有股东标识管理、授权经营等方面的相关规定，构成了国资监管方面的完整体系。

我国的国资监管体系，均基于一个天然假设——资本/资产的全民所有，但“全民”并不能直接占有并经营国有资本，只能授权政府机构（国资委或授权企业）对国有资本/资产进

行管理，首要任务便是国有资产的增值保值，从而形成了我国国资监管的特色——“国有”的利益最大化始终在国资监管甚至国资的市场化过程中处于无可撼动的地位。

## （二）上市公司治理体系及内在逻辑

我国的上市公司起步较晚，但是随着近 30 年的发展，我国上市公司治理水平在不断提升。目前我国的上市公司治理体系以《证券法》（2019 年修订，国家主席令[2019]37 号）为基础，形成了以《上市公司治理准则》（证监会公告[2018]29 号）为主，以《上市公司信息披露管理办法》（2021 年修订，证监会令[2021]第 182 号）、《上市公司章程指引》（2022 年修订，证监会公告[2022]2 号）为辅，以《上市公司收购管理办法》（2020 年修订，证监会令[2020]第 166 号）、《上市公司证券发行管理办法》（2020 年修订，证监会令[2020]第 163 号）以及证券交易所相关股票上市规则、规范运作指引等规定为翼的丰富的监管体系。

上市公司治理体系的内在逻辑在于规范上市公司合规运作，保护投资者合法权益，促进我国资本市场稳定健康发展，在上市公司治理体系中，保护投资者尤其是中小投资者的合法权益居于核心的位置。

## （三）国资监管与上市公司治理的碰撞与融合

由以上可知，在国资收购上市公司的过程中，国资监管与上市公司治理存在一个看似无法融合的矛盾之处，即国资监管应维护国资（收购后的上市公司大股东）的根本利益，而上市公司的治理逻辑在于保护投资者尤其是中小投资者的权益，在这种矛盾背后，两种理念必然会产生碰撞。

近几年，随着国资监管思路的改革和提升，国有经济的管理方式逐步从资产管理转化为资本运作，国资监管和上市公司治理出现了融合的可能性。在此背景下，2018 年 5 月，36 号令应运而生，明确提出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。上述原则将二者利益从对立转为调和，从而，实务中对于解决公司治理的困境亦变得有章可循、有法可依。

## 二、国资收购上市公司过程中的公司治理困局及解决之道

### （一）独立性

根据《上市公司治理准则》等相关规定，上市公司的独立性主要体现在人员、资产、财务、机构、业务五独立，具体表现为以下几个方面：

- （1）上市公司人员应当独立于控股股东。上市公司的高级管理人员在控股股东不得担任除董事、监事以外的其他行政职务。
- （2）控股股东、实际控制人及其关联方不得占用、支配上市公司资产。

- (3) 上市公司应当建立健全财务、会计管理制度，独立核算。控股股东、实际控制人及其关联方不得干预上市公司的财务、会计活动。
- (4) 上市公司的董事会、监事会及其他内部机构应当独立运作。控股股东、实际控制人及其关联方不得违反法律法规、公司章程和规定程序干涉上市公司的具体运作，不得影响其经营管理的独立性。
- (5) 上市公司业务应当独立于控股股东、实际控制人。控股股东、实际控制人及其控制的其他单位不应从事与上市公司相同或者相近的业务。控股股东、实际控制人应当采取有效措施避免同业竞争。

在以往的国资收购上市公司过程中，国资方往往基于管资产的传统理念，在协议中约定国资未来对上市公司的管理方式，包括直接委派工作人员（如财务人员）接管上市公司相关部门和业务，将上市公司纳入国资集团公司的财务管理体系（比如财务由集团财务公司统一管理），同时为了增强协同效应，对上市公司的业务与国资公司的业务进行整合，往往出现违反了同业竞争相关规定的情形。

随着国资监管体系的健全，在目前的实务中，国资收购上市公司过程中，双方应尽量按照上市公司的公司治理准则要求，建立新型的上市公司国资监管体系。基于上述，笔者建议，国资收购上市公司时，双方应对以下事项进行约定：

### **1. 人员、资产、财务、机构独立性方面**

国资方不得直接干预上市公司的独立运作，如需在收购过程中或收购完成后对上市公司进行控制，应约定由收购方和原控股股东进行股东之间的约定，双方通过股东大会、董事会、监事会等形式对相关事项形成决议，进而对上市公司产生约束力，该等事项不得通过直接约定上市公司作为义务方履行相关义务。

### **2. 业务独立性/同业竞争方面**

在国资收购过程中，如果国资方与上市公司不存在同业竞争，通常由国资方出具一般性的承诺函，承诺其控制的其他企业未直接或间接从事与上市公司（包括控股子公司）主营业务构成同业竞争的业务或活动，其将不以任何方式从事与上市公司现有或将来实际从事的主营业务构成或可能构成竞争的业务或活动。如国资方控制的其他企业从任何第三者获得的任何商业机会与上市公司主营业务构成实质性竞争的，国资方承诺将该等商业机会让与上市公司，以避免与上市公司形成同业竞争或潜在同业竞争。

由于国资收购往往会选择在同行业内具有一定业务互补的上市公司作为标的，因此，国资方与上市公司之间的业务会存在同业竞争的可能性，对于已经存在的同业竞争或潜在

同业竞争情形，国资方需要在一般性的承诺之外，还需承诺以下内容：将国资方业务机会中涉及同业竞争的业务转由上市公司实际实施，将涉及同业竞争的业务委托给上市公司进行管理，并承诺收购完成后一定期限内择机注入上市公司。

## （二）表决权委托/放弃

实践中，国资收购上市公司往往采取“花小钱，办大事”的方式，即国资收购并不会收购数量过高的上市公司股份，如果上市公司原控股股东持有的股份数量较多，则可能出现收购完成后国资方持有的股份数量与原控股股东持有的股份数量差额较小，不利于国资方实际控制权的稳定性。基于该等情况，表决权委托应运而生，在以往的表决权委托案例中，双方会约定原控股股东将一定数量的表决权委托给国资方行使，从而使得国资方的表决权达到接近 30%的比例，且该比例往往会远超原控股股东剩余表决权的股份比例，进而达到维持国资方控制权稳定的目的。

但是表决权委托由此带来新的挑战，根据《上市公司收购管理办法》第 83 条规定，在上市公司的收购及相关股份权益变动活动中有一致行动情形的投资者，互为一致行动人。如果表决权委托双方视为一致行动人，则双方持有的股份应合并计算，如果合计比例超过上市公司股份总数的 30%，则将触发要约收购。实践中，收购双方通过解释其不存在《上市公司收购管理办法》第八十三条所规定的一致行动情形，亦不存在通过任何协议或其他安排形成一致行动关系的情形，双方中一方为国资，一方为非国资（亦有转让方为国资但不属于同一国资委），不存在一致行动的基础，所以认定双方不属于一致行动关系。

值得注意的是，上海证券交易所和深圳证券交易所分别于 2018 年 4 月 13 日发布了《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引（征求意见稿）》《深圳证券交易所上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引（征求意见稿）》，根据上述文件的规定，投资者之间存在委托表决权的，受托人和委托人视为存在一致行动关系。如果按照该等规定，表决权委托将必然视为一致行动，前述解释将无法成立。不过截至目前，上述文件在征求意见结束后并未正式出台，因此，实践中，前述解释仍然被监管层接受。尽管如此，笔者建议，在采取表决权委托时，应尽量避免将双方在表决权委托中的行为扩大化，以使得该等委托行为具备一致行动的认定要件，同时，双方应明确约定不存在一致行动关系，双方在行使各自的表决权时（包括原控股股东行使已委托的表决权之外的剩余表决权）应依据自身意思，不宜约定为双方意思表示一致或者以国资方的意见为准。在国资方收购的股份数量较高，为了使得与原控股股东持有的剩余表决权数量保持一定的差距，建议可采取原控股股东放弃一定数量的表决权，以免造成争议。

## （三）董事会控制权

取得上市公司的控制权通常包含对持股比例和表决权比例的优势及董事会的席位优势两个主要方面。在上市公司收购案例中，收购方通常会在收购协议中约定由收购方通过控制董事会的方式来稳定控制权，国资收购方往往更注重对上市公司的控制权稳定，以达到会计并表的目的。

关于收购方控制董事会的方式，需关注以下两个方面：

### 1. 关于董事的更换

实践中，收购方与原控股股东约定，收购完成后（即便董事会任期未届满）更换董事会成员，原控股股东提名的董事将由收购方提名的董事取代。但是需要注意的是，如果收购完成时，原董事任期未至届满，该等约定仅对原控股股东具有约束力，并不必然对原董事产生约束力，因为上市公司的董事职位具有一定的人身属性，原控股股东提名的董事离职需履行相应的程序才能对该等董事产生效力。

根据上市公司的相关规定，任期未届满之董事的离任主要有两种方式：董事主动辞职和股东大会免职。

关于董事主动辞职，由于董事主动辞职需由其个人向董事会提出辞职报告，但是收购方和原控股股东的协议约定对董事个人并无约束力，因此，双方需就该事项约定由原控股股东促使其提名的董事在一定期限内辞职，否则由其承担违约责任。

关于股东大会对董事的免职（非主动辞职），主要规定见于《上市公司章程指引》和《上市公司独立董事规则》（证监会公告[2022]14号），根据上述规定，上市公司可在董事任期届满前由股东大会解除其职务，其中，独立董事任期届满前，上市公司亦可经法定程序解除其职务<sup>21</sup>。尽管如此，上市公司主动解除董事职务比较少见，可能会对上市公司造成不利影响，除非董事在任职期间出现不能担任公司董事的法定情形由上市公司解除其职务，或者董事不能履行职责由股东大会予以撤换，实践中，仍以原控股股东促使其提名董事主动离职为惯常方式。

### 2. 关于董事会控制权

由于国资监管对财务数据有一定的要求，因此除基于决策效率考虑之外，会计并表也是国资收购的一个考量重点，基于上述要求，国资收购上市公司过程中对董事会的控制具有较高的要求，惟其如此，国资收购的效率和经济效益才能得以充分的体现。

实践中国资方和原控股股东往往会约定原控股股东提名的董事离职之后，由国资方提名的董事超过全体董事的一半，以确保国资方控制上市公司。但是上市公司股权往往比较

<sup>21</sup> 《上市公司独立董事规则》实施之前，独立董事任期届满前，上市公司不得无故免除独立董事职务。

分散，由于累计投票权的引入，导致相对的控股（30%以下）很难满足国资方对董事会的绝对控制，董事席位仍然会保持一定程度的分散，在此种情形下，不少案例中，国资方将董事会席位一半以上的提名权扩大至包含独立董事（如9名董事中，国资方提名其中3名非独立董事和2名独立董事），此种安排虽然事实上并无不妥，然而从独立董事的设置理论基础来看，通过包含独立董事在内的一半以上董事提名权来达到控制董事会的做法，值得商榷。

《上市公司独立董事规则》第六条规定：“独立董事必须具有独立性。独立董事应当独立履行职责，不受上市公司主要股东、实际控制人或者其他与上市公司存在利害关系的单位或个人的影响。”从立法原意来看，虽然上市公司董事会、监事会、单独或者合并持有上市公司已发行股份百分之一以上的股东可以提出独立董事候选人，但是独立董事从法理上却并不受其提名股东制约或影响，独立董事的履职应对上市公司及全体股东负有诚信与勤勉义务，维护公司整体利益，尤其要关注中小股东的合法权益不受损害。

基于上述，笔者认为，如果国资方提名的董事中非独立董事未达到全体董事的一半以上，则可能影响国资方对董事会的控制或国资方对上市公司的并表。如需要达到并表要求，应以提名超过一半的非独立董事为宜。

#### （四）过渡期安排

国资收购上市公司过程相比非国资收购往往耗时较长，因为收购协议的生效应以国资审批为前提，且国资收购主体往往比非国资收购主体更容易触发反垄断申报<sup>22</sup>，在实践中，国资评估及备案、国资监管部门审批、反垄断申报往往旷日持久，动辄费时数月。在漫长的等待期内，市场瞬息万变，如果国资收购方失去对上市公司监督，则评估和审计基准日至交割日（过渡期）一旦出现不利状况，可能导致交易目的无法实现。因此，收购双方对过渡期的安排，对于整个交易的顺利完成和对国资监管的合规要求显得尤为重要。

实践中常见的过渡期安排包括：限制上市公司重大资产购置或处置、对外投资、新增借款和担保以及其他可能导致上市公司资产或负债发生重大变化的交易或行为，有的案例中，国资方还会委派人员进驻上市公司管理层或者财务部门。

需要特别关注的是，上述安排中，应区分对上市公司和对原控股股东的监督，因为上市公司并非股份转让协议一方，该等安排不应对上市公司产生约束力，国资方委派人员进

<sup>22</sup> 根据《国务院关于经营者集中申报标准的规定》（2018年修订，国务院令[2018]第703号）规定，经营者集中达到下列标准之一的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中：（一）参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过100亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过4亿元人民币；（二）参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过20亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过4亿元人民币。

驻上市公司管理层或者财务部门还导致违反上市公司独立性，不符合上市公司治理规范。较为合理的安排应是需将需要收购方需要关注的问题，赋予上市公司原控股股东相应的义务，通过规范原控股股东在股东大会以及其提名的董事在董事会的表决权，从而确保收购方对上市公司的运行具有一定的知情权和纠偏能力，最终使得交易能够顺利进行。

### 三、国资收购上市公司后的公司治理冲突与共存

国资收购上市公司后，国资监管与上市公司治理的冲突仍将贯穿整个上市公司的运行过程，国资监管与上市公司治理的冲突主要体现在国资监管决策体系与中小股东知情权及参与决策权的冲突。

根据国资监管规定，国资收购上市公司后，上市公司纳入国资监管体系，则上市公司的决策往往需要先履行国资监管程序，然后才能通过上市公司股东大会、董事会等进行决策，实际上造成国资决策是上市公司决策的前置程序，而中小股东却无权参与该等前置程序，甚至也没有知情权。一旦国资方通过了决策程序，由于国资方控制了上市公司股东大会和董事会，在上市公司股东大会和董事会很难受到中小股东的挑战。该等情形事实上可能导致中小股东失去对上市公司的参与度。

同时，根据上市公司的信息披露原则，重大信息应同时向所有投资者公开披露。而由于国资决策的程序比较复杂，在很多事项的决策过程中，国资方往往需要漫长的前置审批流程。在这个过程中，上市公司可能面临一个悖论，一方面根据上市公司治理原则，重大信息需向全体股东进行披露，另一方面，根据国资监管规定，重大信息需提前向国有股东披露以取得其提前决策，如果国资方未履行完毕决策程序，往往无法达到上市公司披露的标准，也容易滋生内幕交易，故而导致上市公司信息披露的两难境地。

基于上述，笔者建议，在目前国资监管体系日益完善的前提下，各级国资监管部门及国有投资主体，应在提高国资监管决策效率的同时，更加关注和尊重上市公司治理规则，具体可通过以下几点来实现：

#### （一）国资监管以管资产向管资本进行转变

国资监管部门通过设立长期目标，建立健全激励机制，以管资本为切入口，抓大放小，适当授权放权，从对人财物的管理转变为目标管理机制，仅以对一般性事项放权为原则，对重大事项进行决策为例外，提高决策效率，保持上市公司的独立性。

#### （二）完善上市公司重大事项事前沟通、事中报告、事后监督的制度

国资监管部门对于上市公司重大事项，采取在不违反信息披露规则的前提下进行事前沟通的机制，国资方提名的董事、监事在不违反对上市公司忠实、勤勉及保密义务的前提

下，加强与国资方的沟通。在重大事项进展过程中，注意与上市公司治理规则、信息披露制度的衔接，并对国资方进行及时汇报。在重大事项履行完毕后，对上市公司及相关责任人员进行考核监督，将国资监管与上市公司治理进行融合。

#### 四、小结

国资监管的出发点是保护代表“全民”的国资利益，上市公司治理的基本原则是维护中小股东的权益，在国资收购上市公司的背景下，这两种文化理念难免发生碰撞与冲突。随着国资监管从管资产到管资本的转变，以及国资监管体系和上市公司治理体系的日臻完善，国资成为上市公司收购的主力军的同时，对上市公司的公司治理也日益重视，对上市公司治理环境来说是双重利好。国资利益的“全民”属性，与上市公司中小股东利益具有天然的趋同性，都是代表更为广泛的群体的利益，这两者不应有根本的冲突，更应该理性共存，互促共进。

## ➤ 第八章：深圳市属国有企业收购上市公司控制权的一般审批流程

作者：刘平 | 刘浩 | 吴子健

近年来，深圳市属国有企业收购上市公司控制权的案例逐渐增多，本文拟简要总结和归纳这一类型的交易中一般会涉及到的审批流程，主要涉及国资交易审批流程、及上市公司收购的相关流程。

### 一、主要适用法规

深圳市属国有企业收购上市公司控制权时主要适用的法规如下，主要涉及国资交易监管、上市公司收购两个方面：

#### (一) 国资交易监管

##### 1. 全国性规定

- 《上市公司国有股权监督管理办法》（2018年）
- 《企业国有资产交易监督管理办法》（2016年）

##### 2. 深圳市地方规定

- 《深圳市属国有企业投资管理暂行规定》（2020年修订）
- 《深圳市国资委授权放权清单》（2020年版）

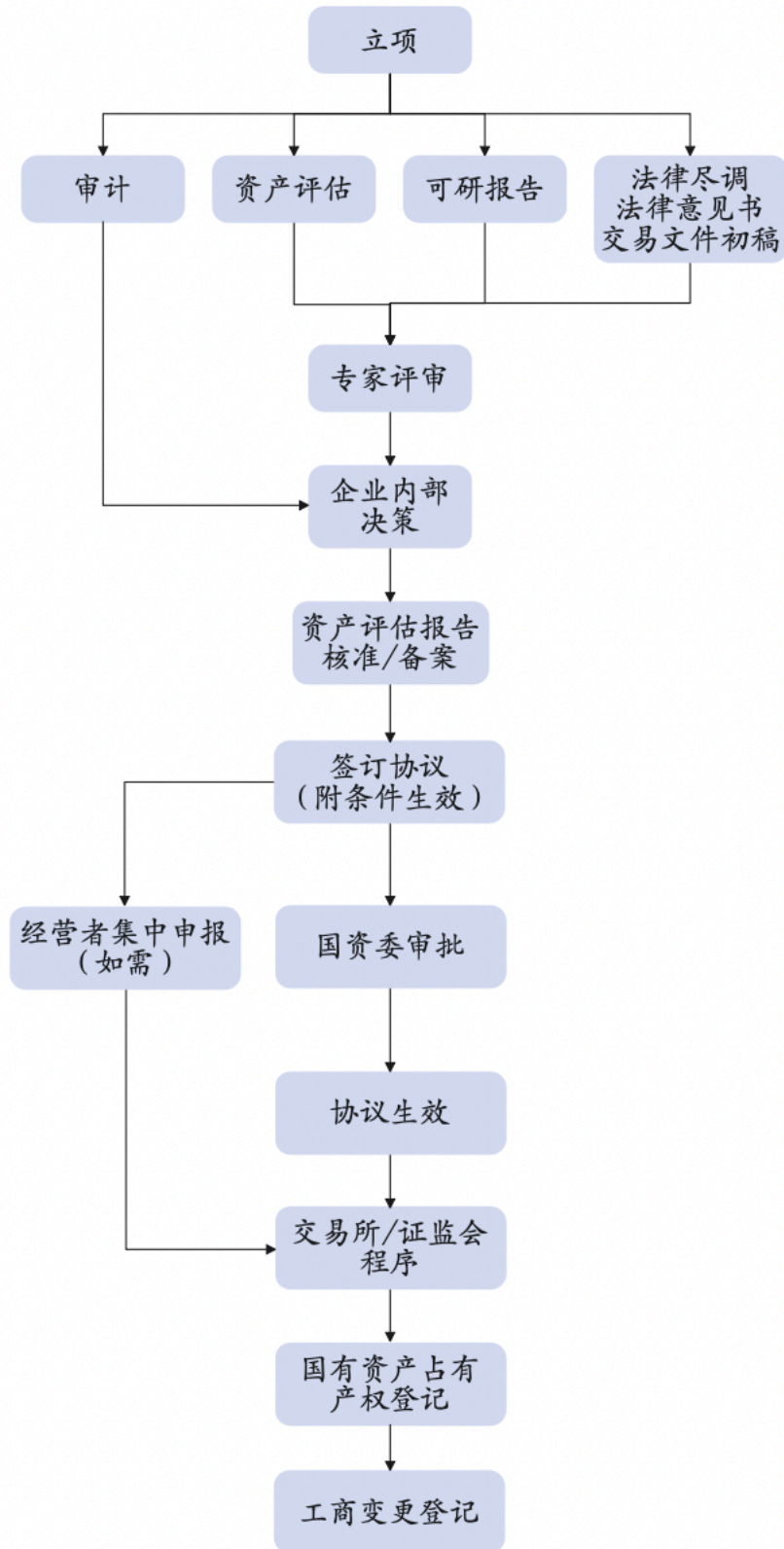
#### (二) 上市公司收购

- 《上市公司国有股权监督管理办法》（2018年）
- 《上市公司收购管理办法》（2020修正）

### 二、一般审批流程图

根据有关适用的规定，我们绘制了深圳市属国有企业收购上市公司控制权的一般审批流程图，仅供参考：

深圳市属国有企业收购上市公司控制权  
一般审批流程图  
(仅供参考)



### 三、一般审批流程

#### (一) 立项

##### 法规依据:

《深圳市属国有企业投资管理暂行规定》(2020年修订)第21条:对需提交股东会决策的投资项目,在充分研究投资必要性的基础上,市属国有产权代表应当先向市国资委申请立项,然后组织开展可行性研究论证等前期工作。经市国资委审核同意列入年度投资预算的新增投资项目视同立项。

第20条:直管企业应制定年度投资计划,并纳入全面预算管理,按照年初计划、半年总结、年度全面总结和汇总分析的要求定期向市国资委报告。

(一) 每年年初制定投资计划,并按照全面预算管理制度履行审核程序;

(二) 每年7月15日前,对投资情况进行半年总结和分析,报送书面报告;次年1月15日前,对上一年度投资执行情况进行全面总结和分析,报送书面报告。

#### (二) 可研报告

##### 法规依据:

《深圳市属国有企业投资管理暂行规定》(2020年修订)第8条:企业投资决策必须经过全面、充分、严密的前期可行性研究论证工作,按照规范要求编制投资项目可行性研究报告。

第10条:企业可自行编制投资项目可行性研究报告,但对于专业领域的投资项目或投资金额在1亿元人民币以上的项目,原则上应委托具有相应资质的专业中介机构进行编制。

#### (三) 资产评估

##### 法规依据:

《深圳市属国有企业投资管理暂行规定》(2020年修订)第11条:投资项目涉及收购股权、资产或以非货币资产对外投资的,应当聘请具有相应资质的评估机构进行资产评估.....

#### (四) 资产评估报告核准或备案

##### 法规依据:

《深圳市属国有企业投资管理暂行规定》(2020年修订)第11条:投资项目涉及收购股权、资产或以非货币资产对外投资的,应当聘请具有相应资质的评估机构进行资产评估,.....,资产评估报告应当按照有关规定履行核准或备案程序,经核准或备案后的评估结果作为对外投资的价值参考。

## (五) 审计

### 法规依据:

《深圳市属国有企业投资管理暂行规定》(2020年修订)第11条:投资项目涉及收购股权、资产或以非货币资产对外投资的,……,涉及企业股权的,还应聘请具有相应资质的审计机构进行专项审计……

## (六) 法律尽调、法律意见书、交易文件初稿

### 法规依据:

《深圳市属国有企业投资管理暂行规定》(2020年修订)未明确规定与法律服务相关的条款,但在第13条规定:投资项目应组织专家评审,评审的内容包括但不限于……法律意见书、合资合同、章程、协议等,专家评审未通过或存在重大争议的项目不得进入决策程序。

由此可见,在投资项目提交专家评审之前,应完成法律尽调、出具法律意见书、起草交易文件(合资合同、章程、协议等)的初稿。

## (七) 专家评审

### 法规依据:

《深圳市属国有企业投资管理暂行规定》(2020年修订)第13条:投资项目应组织专家评审,评审的内容包括但不限于可行性研究报告及相关资产评估报告、法律意见书、合资合同、章程、协议等,专家评审未通过或存在重大争议的项目不得进入决策程序。专家评审工作一般由企业组织,视项目具体情况,市国资委可派人参与监督或直接组织。

专家评审按照以下要求进行:

(一) 专家评审组原则上由5人以上奇数(含5人)的专家组成,包括行业技术、管理以及经济、财务、法律、资产评估等方面的专家;

(二) 专家评审组成员应当在有关专业领域具有较高声誉和专业素质,有长期从事资历,无不良记录。有关选聘工作按照公开、公平、公正和有利于专家独立、客观发表意见的原则进行;

(三) 参加评审的专家应当按照诚信、客观、负责的原则,对可行性研究论证涉及的本专业领域内容进行审核,书面提出具体、明确的评审意见,评审结束后由专家评审组提出综合评审意见;

(四) 专家评审组以表决方式对项目进行审议,原则上三分之二以上成员同意为评审通过。对影响项目决策的技术、财务、法律、资产评估等关键性因素,相关专家提出保留

意见的，应视为评审未通过。对涉及与非市属国有企业进行合资、合作或交易，以及投资额较大、情况复杂的投资项目，可采取无记名投票、非公开记名投票等方式进行表决。

## （八）决策程序

《深圳市属国有企业投资管理暂行规定》（2020年修订）第23条：对尚未按规定完成前期研究论证工作和决策程序的投资项目，企业不得进行实际投资，不得签定具有法律约束力的相关合同或协议。

### 1. 直管企业股东会决策的事项

法规依据：

《深圳市属国有企业投资管理暂行规定》（2020年修订）第14条：企业的投资项目，符合下列条件之一的，由直管企业（指深圳市国资委直接履行出资人职责的国有独资企业、国有独资公司和国有控股公司）股东（大）会（以下统称股东会）决策：

（一）主业范围以外的投资项目；

（二）投资额在直管企业净资产的50%以上的项目；

（三）除以下情形在境外及香港特别行政区、澳门特别行政区、台湾地区投资的项目：

1.对在香港地区、澳门地区成立的直管企业或所属企业在本地区的主业投资，可视为境内投资进行管理；

2.直管企业投资行为发生在香港地区、澳门地区，但被投标的主要资产和经营活动在境内（80%以上营业收入来自于境内），可视为境内投资进行管理。

项目退出或终止时，应在三个月内制定资金后续安排，如无明确资金后续用途的，应按原出资路径返回直管企业。

（四）直管企业资产负债率在70%以上的直接投资项目或下属企业为投资主体且下属企业资产负债率在70%以上的投资项目；

（五）与非国有经济主体进行合资、合作或交易，且国有经济主体（市属国企、央企、其他地方国企）没有实际控制权的项目。

对于上述投资事项，国有独资公司不设股东会，相应权限由市国资委行使；其它不设股东会的公司，相应权限由直管企业董事会行使，但市属国有产权代表应在董事会决策前参照本规定第26条履行相应程序。

“实际控制权”的标准：根据第44条，本规定所指的实际控制权，是指通过法人治理结构和经营决策机制安排，对公司日常经营管理和重大决策有控制力或主导权。

第 25 条：对于股东会决策的投资项目，市属国有产权代表应在前期工作中与市国资委充分沟通，并在董事会审议前书面报告市国资委，市国资委自资料齐全后 15 个工作日内予以回复，回复后方可提交董事会审议。市属国有产权代表应认真贯彻出资人意图，履行决策程序。

市属国有产权代表上报的书面材料，应当附送完备资料，主要包括：

- (一) 产权代表申请报告；
- (二) 可行性研究报告及其专家评审意见；
- (三) 审计及资产评估报告；
- (四) 法律意见书；
- (五) 有关合作意向书及其他重要法律文本（草案）；
- (六) 合资、合作方情况介绍、工商登记资料和资信证明；
- (七) 有关政府部门批复、专业技术鉴定等必要文件；
- (八) 市国资委要求提供的其他资料。

## **2. 直管企业董事会决策的事项**

法规依据：

《深圳市属国有企业投资管理暂行规定》（2020 年修订）第 15 条：第 14 条所列事项以外的投资项目，原则上由直管企业董事会决策。

第 26 条：对于董事会决策的投资项目，市属国有产权代表应视项目情况与市国资委进行沟通，原则上应在董事会决策前 10 个工作日将相关会议材料报送市国资委。

第 27 条：对两家以上市属国有企业联合投资的项目，市属国有产权代表应当联合或分别提交书面报告。直管企业的所属企业上报市国资委的项目书面报告，由直管企业提出审核意见后提交。

## **3. 需报深圳国资委决策的事项**

法规依据：

《上市公司国有股权监督管理办法》（2018 年）第 7 条：国家出资企业负责管理以下事项：

……

- (四) 国有股东通过证券交易系统增持、协议受让、认购上市公司发行股票等未导致

上市公司控股权转移的事项：

……

第 54 条：国有股东受让上市公司股份属于本办法第 7 条规定情形的，由国家出资企业审核批准，其他情形由国有资产监督管理机构审核批准。

《深圳市国资委授权放权清单》（2020 年版）第 13 项：直管企业审批未导致上市公司控股权转移的国有股东通过证券交易系统增持、协议受让、认购上市公司发行股票等事项。

《上市公司收购管理办法》（2020 修正）第 84 条：有下列情形之一的，为拥有上市公司控制权：

- （一）投资者为上市公司持股 50% 以上的控股股东；
- （二）投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过 30%；
- （三）投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任；
- （四）投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响；
- （五）中国证监会认定的其他情形。

根据上述规定，我们理解，如深圳市属国有企业通过证券交易系统增持、协议受让、认购上市公司发行股票等导致上市公司控股权转移的，应由深圳市国资委审核批准。

《上市公司国有股权监督管理办法》（2018 年）第 55 条：国家出资企业、国有资产监督管理机构批准国有股东受让上市公司股份时，应当审核以下文件：

- （一）国有股东受让上市公司股份的内部决策文件；
- （二）国有股东受让上市公司股份方案，内容包括但不限于：国有股东及上市公司的基本情况、主要财务数据、价格上限及确定依据、数量及受让时限等；
- （三）可行性研究报告；
- （四）股份转让协议（适用于协议受让的）、产权转让或增资扩股协议（适用于间接受让的）；
- （五）财务顾问出具的尽职调查报告和上市公司估值报告（适用于取得控股权的）；
- （六）律师事务所出具的法律意见书；
- （七）国家出资企业、国有资产监督管理机构认为必要的其他文件。

#### 4. “三重一大”决策程序

##### 相关依据:

《中共中央办公厅、国务院办公厅印发关于进一步推进国有企业贯彻落实“三重一大”决策制度的意见》（中办发[2010]17号）:

##### 二、“三重一大”事项的主要范围

（三）重大决策事项，是指依照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国全民所有制工业企业法》、《中华人民共和国企业国有资产法》、《中华人民共和国商业银行法》、《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国保险法》以及其他有关法律法规和党内法规规定的应当由股东大会（股东会）、董事会、未设董事会的经理班子、职工代表大会和党委（党组）决定的事项。主要包括企业贯彻执行党和国家的路线方针政策、法律法规和上级重要决定的重大措施，企业发展战略、破产、改制、兼并重组、资产调整、产权转让、对外投资、利益调配、机构调整等方面的重大决策，企业党的建设和安全稳定的重大决策，以及其他重大决策事项。

##### 三、“三重一大”事项决策的基本程序

（十三）董事会、未设董事会的经理班子研究“三重一大”事项时，应事先与党委（党组）沟通，听取党委（党组）的意见。进入董事会、未设董事会的经理班子的党委（党组）成员，应当贯彻党组织的意见或决定。企业党组织要团结带领全体党员和广大职工群众，推动决策的实施，并对实施中发现的与党和国家方针政策、法律法规不符或脱离实际的情况及时提出意见，如得不到纠正，应当向上级反映。

##### （九）交易所/证监会程序

企业应根据取得上市公司控制权的不同方式（要约收购、协议收购、认购上市公司发行股票等），分别遵守相应的法律法规和交易所规则，履行相应的交易所/证监会程序。

##### （十）国有资产占有产权登记

##### 法规依据:

《国家出资企业产权登记管理暂行办法》（2012年）第3条：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（以下统称企业），应当纳入产权登记范围……

前款所称拥有实际控制权，是指国家出资企业直接或者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。

第 11 条：履行出资人职责的机构和履行出资人职责的企业有下列情形之一的，应当办理占有产权登记：

.....

(二) 因收购、投资入股而首次取得企业股权的；

.....

第 15 条：企业发生产权登记相关经济行为时，应当自相关经济行为完成后 20 个工作日内，在办理工商登记前，申请办理产权登记。企业注销法人资格的，应当在办理工商注销登记后，及时办理注销产权登记。

#### (十一) 经营者集中申报（如需）

##### 法规依据：

《反垄断法》（2022 修正）第 25 条：经营者集中是指下列情形：.....（二）经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权.....

第 26 条规定，经营者集中达到国务院规定的申报标准的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中。

《国务院关于经营者集中申报标准的规定》（2018 年修订）第 3 条：经营者集中达到下列标准之一的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中：.....（二）参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过 20 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币。

市场监管总局 2022 年 6 月 27 日发布的《国务院关于经营者集中申报标准的规定（修订草案征求意见稿）》第 3 条：经营者集中达到下列标准之一的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中：.....（二）参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过 40 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 8 亿元人民币。

第 4 条规定，经营者集中未达到本规定第三条规定的申报标准，但同时满足下列条件的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中：（一）其中一个参与集中的经营者上一会计年度在中国境内的营业额超过 1000 亿元人民币；（二）本规定第二条第（一）项所规定的合并其他方或第二条第（二）项和第（三）项所规定的其他经营者市值（或估值）不低于 8 亿元人民币，并且上一会计年度在中国境内的营业额占其在全球范围内的营业额比例超过三分之一。

#### 四、小结

综上所述，深圳市属国有企业收购导致上市公司控制权转移的事项应由深圳国资委审批；但是一个交易是否导致上市公司控制权转移，什么时候导致上市公司控制权转移，对于分阶段的交易深圳国资委的审批需要在交易的哪个阶段出具，都是在实际交易中容易产生疑问、并值得进一步研究和论证的问题。

需要特别说明的是，上述总结和归纳仅用作交流和参考之目的，交易各方不应依赖上述内容进行决策和判断，在具体交易中遇到的任何相关法律问题，交易各方应独立地进行决策和判断，或咨询所聘请的专业顾问的意见。

## ➤ 第九章：对中央企业经营投资主要风险管控事宜的思考

作者：康秋宁

### 一、中央企业经营投资风险管控必要性

2016年8月，国务院办公厅发布《关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》（国办发[2016]63号），就建立国有企业违规经营投资责任追究制度提出相关意见，在责任追究范围、财产损失认定、经营投资责任认定、责任追究处理和责任追究工作的组织实施方面做出框架性规定。此后，《中央企业投资监督管理办法》（国资委令第34号）、《中央企业境外投资监督管理办法》（国资委令第35号）、《中央企业违规经营投资责任追究实施办法（试行）》（国资委令第37号）（下称“37号令”）等作为贯彻落实以管资本为主加强国有资产监管、有效防止国有资产流失，加强和规范中央企业责任追究工作的具体规定陆续出台。2019年至2022年，国务院国资委四次发文，要求并强调中央企业应当扎实做好违规经营投资责任追究工作，全面提升依法合规经营水平，促进企业持续健康发展。

在近年国务院国资委公布的巡视情况反馈、国家审计署公布的违纪违法问题线索查处情况以及市场上的公开案例中，中央企业因违规经营投资或造成国有权益损失而被查处的案件不在少数，企业内部追责和外部监管部门追责也逐渐成为常态。违法违纪案件的发生，一方面反映出中央企业合规管理、风险管控方面的问题，另一方面映射出违反党纪法规，谋求非法利益，甚至谋求个人利益的情形存在。为了防范此类案件的再次发生，就需要回归到监管部门对国有资产管理、对企业依法合规经营投资的要求以及企业经营实践上。本文旨在以37号令规则为基础，通过分析中央企业日常投资经营的违规要件，梳理中央企业投资经营的主要风险环节，从而反向推导出防范风险应采取的措施和注意事项，以应对国有权益损失风险和违规投资经营风险。

### 二、经营投资违规的构成要件和具体表现

依据37号令，违规经营投资责任追究是指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的工作。换言之，违规经营投资责任的构成要件包括（1）主体：中央企业的经营管理人员；（2）行为：违反规定，未履行或未正确履行职责；（3）后果：在经营投资中造成国有资产损失或其他严重后果；（4）因果关系：即行为与后果应当存在因果关系。

具体而言，经营管理人员包括对企业负有领导责任的领导人员，也包括对事项负有主管责任和直接责任的企业相关人员。违反规定中的规定，既包括国家法律法规、国有资产监管的规章制度，也包括企业内部管理规定等。未履行职责，是指未在规定期限内或正当合理期限内行使职权、承担责任，一般包括不作为、拒绝履行职责、拖延履行职责等；未正确履行职责，是指未按规定以及岗位职责要求，不适当或不完全行使职权、承担责任，一般包括未按程序行使职权、超越职权、滥用职权等。而经营投资损失指企业经营投资活动中发生的，或在可预见未来将发生的资产实质性灭失或经济利益不等价流出。特别地，37 号令中还强调和重申了《关于进一步激励广大干部新时代新担当新作为的意见》的“三个区分开来”原则，即因缺乏经验、先行先试出现的失误错误，同明知故犯的违纪违法行为区分开来；尚无明确限制的探索性试验中的失误错误，同明令禁止后依然我行我素的违纪违法行为区分开来；为推动发展的无意过失，同为谋取私利的违纪违法行为区分开来。这在很大程度上为中央企业保护和调动干部员工开拓创新精神、推动企业改革预留了容错空间。

就违规经营投资的行为要件，37 号令中详细列举了集团管控、风险管理、购销管理、工程承包、资金管理、国有资产处置、固定资产投资、投资并购、改制重组和境外投资十个方面责任承担的具体情形（具体文末附表），而这十个按照业务类型划分的责任承担情形项下又存在很多相似之处，例如固定资产投资、投资并购和境外投资的违规情形都包含风险研判、防范不充足，投资负面清单或者非主业项目；改制重组和国有资产处置的违规情形中则都包含虚假信息披露，指使中介机构出具虚假意见，以及损害国有权益相关的内容。如果将所有列举情形中偏重于外在表现形式和后果的部分剔除，可以发现这些有可能被追究责任的情形最终可归为两大类，即制度导致的追责情形和人造成的追责情形。下文将基于这两类情形分析探讨其违规频繁发生的原因以及相应的风险防范对策。

### 三、主要风险点、成因及防范对策

#### （一）制度建设和执行效果不佳

未执行已有规定或执行不力是 37 号令中被提及最多的情形，例如，对国家有关集团管控的规定未执行或执行不力，未按规定履行内控及风险管理制度建设职责，内控及风险管理制度未执行或执行不力，未按规定进行招标或未执行招标结果，以及违反规定开展商品期货、期权等衍生业务。这就引申出一个问题，中央企业合规体系建设工作已开展多年，为什么仍有未执行规定、规定执行不力甚至还有未制定相关制度的情形存在呢？笔者认为，内部控制体系未能有效建立并发生作用是导致这一情形存在的核心原因。

在企业的日常经营中，内控体系未能有效建立的原因多种多样，主要有：

1. 合规意识淡薄，对合规管控的重要性认识不足。不少企业在经营中业绩驱动，更重

视考核目标，甚至管理层自身就存在对合规管控和合规风险不够重视的情况，合规工作被视为无用、应付检查的工具，在企业的日常运营中远未被提到与业务同等重要的地位。

2. 合规制度制定后不能真正嵌入业务环节，无法实现合规制度的落地。合规制度建立的目的是实现企业的经营管理目标，有效防范风险，所以合规制度需要与业务流程以及企业日常运营中的难点、痛点、风险点深度绑定，才能有的放矢、起到作用。如果制度的制定者对于企业的业务、财务、信息化、人力资源等了解不深入，压根不知道企业日常运营中哪个环节易发生风险、风险环节违规操作的手法，制定出来的制度就没有针对性，难以落实到运营实践中，也达不到风险防范的作用。
3. 现有制度对管理责任、监督责任规定不清晰，或者制度规定的管理、监督责任与企业实际生产经营中的工作分工“两张皮”。有些企业虽然在制度层面规定了相关业务的分管/主管领导以及监督部门，但却存在权责规定不清晰，虽有名义上的领导但其实际没有尽到或无法尽到管理职责的情形；又或者在内部管理体系上虽然明确规定了某一业务由相关部门管理，但因为负责管理的几个部门监管的内容不同、标准不统一、协调机制不完善，最终导致实际无人监管业务或者无人了解业务全局和整体风险。
4. 岗位设置不合理或未能根据业务的不断发展变化及时调整。由于国有企业的特定原因，不少部门常年人手不足，一人身兼数职，无法实现岗位不相容原则，关键岗位任职人员既是“裁判员”，又是“运动员”。此外，风控岗位定级时未能充分考虑岗位职责、专业知识等与风控目标的协同，致使风控负责人级别不够，无权参与重大业务的决策讨论，或者当业务发展较快，风险等级升高后，相关岗位没有及时匹配了解业务实质的专业人才，使得关键环节的风控监督流于形式。

当内控体系不能有效建立并发生作用时，重大风险通常不能被及时地识别、评估、预警、应对和报告。在实践中内控体系问题导致的风险很多，有的体现为招采管理不严格，例如规避公开招标，职权干预、人为控制招标，合谋作假，设定不合理招标条件等，令招采领域的腐败案件频发；有的体现为资金管理使用随意，擅自担保、违规担保时有发生，使国有资产损失风险加剧。

对于违反制度和执行不力这类情形，企业必须强化合规管控的落地，加强对业务部门合法合规开展经营活动的指导，完善相应的落地政策，确保执行机制到位。这些政策和机制，应当既针对企业面对的具体行业的相关要求和规定，比如招投标、供应商管理、仓库管理、经销渠道管理、反垄断、反不正当竞争、食品安全、消费者保护等，也应当针对企业内部的管理、财务、生产经营、人力资源、信息化建设；企业还应当对其内部的合法合

规经营管理政策和机制进行定期回看和梳理，以便及时发现问题、总结经验教训。尤其在经销渠道、原材料供应等涉及上下游、涉及巨大经济利益的环节，应将其作为重点领域完善加强合法合规经营的内部制度规定和要求，以避免出现违规经营、谋求非法利益的风险敞口。而在合规意识建设层面，应加强对合规的宣贯，促进从上到下切实提高合规意识，依法依规开展管理和经营活动，认真履行合规职责。

## （二）人员管理失控

违规决策、滥用职权是中央企业违规责任追究的重灾区，对应到 37 号令中，其表现形式包括重大事项未经集体决策，超越权限审批，决策程序违规，决策缺乏充分依据，利益输送或侵占、私分国有资产等。而在日常经营的具体场景下，其可能表现为未经决策、讨论或者报批，负责人直接决定实施重大事项；或者虽经会议讨论研究，但在多数人不同意的情况下，负责人仍决定实施重大事项。

人员层面的风险成因比制度层面更为复杂，巨大经济利益的诱惑和监督不到位是违规决策和滥用职权的主要原因。正如马克思所言，有 50% 的利润，资本就铤而走险；而 100% 的利润就会使人不顾一切法律。巨大经济利益如果缺乏有效的监督机制，则会诱使、滋生权力寻租。例如，由于公司治理架构设置等方面的原因，有的企业未设置董事会，仅有执行董事，也未制定班子会议事规则，导致一把手权力过大，缺乏对一把手的必要监督和有效制衡；而企业内部作为监督机构的纪检或者其他风控部门在实操中又做不到平级监督，因此在一把手“一言堂”的情况下，相关监督机构要么对违规事项的发生完全不知情，要么因无法对抗上级领导而疏于履行职责。另外如前所述，部分企业存在制度建设（包括“三重一大”）不到位或者执行不力的情况，“三重一大”事项缺乏针对性，没能体现业务特点，没有清晰明确可执行的决策事项清单，这也可能导致企业重要决策未能履行“三重一大”集体决策程序。

针对这类情形，企业应当关注风控部门及其职责是否设立到位，独立性是否充足，如财务部、审计部、法务部等内控关键职位是否设立并履职，其职务、薪酬是由董事会集体决策还是一把手直接决定；总经理办公会、招采委员会、审计委员会等会议机制是否完备，是否严格履行了“三重一大”决策机制；尤其是“三重一大”中的大额资金使用、重大人事任命、重大经营决策等，是否履行了会议制度，是否有班子讨论，是否存在“一言堂”等风险；对于重大事项，是否存在界定不清，责任不明的条款，是否反映企业自身业务特点。如果决策机制存在问题和风险，应进一步加强对执行“三重一大”决策制度的管控，加大对“三重一大”决策制度执行情况的监督检查，对界定不清，责任不明的重大事项条款逐一修改，规范决策程序，将“三重一大”决策制度执行情况纳入年度内控评价内容，融入日常管理。

除前所述，违规决策在实践中也可能由其他原因导致。例如在投资并购类项目中，尤其是市场估值高需要抢项目时，决策流程倒置，先签后批或者未进行尽职调查、审计评估即做出决策的情况大量出现。尽管商业投资对决策时效性有较高要求，投资机会稍纵即逝，但投资安全与效率本身就是企业作为投资者需要协调和处理好的矛盾，不能因片面追求效率而放松对投资安全，尤其是国有权益安全的考虑。严格遵循投资审批流程，走好投资决策流程，能够为投资安全提供必要保障。此外，考核指标和绩效目标设定不合理也不排除是企业领导人员违规决策的诱因。如果对于企业领导班子绩效考核中，领导个人绩效与利润等指标挂钩，则存在为完成利润考核无视风险、违规操作的可能。

#### 四、虚拟案例

基于前述理论层面的探讨，我们接下来通过一个虚拟案例，进一步分析中央企业在避免违规经营投资方面可以加强哪些工作。

S 公司为一家以文化旅游投资为主营业务的中央企业，拟在北京郊区投资 2 亿元人民币建设民宿小院，打造精品旅游项目。民宿小院项目建设内容分为六个包，S 公司就建设项目的主体建设部分（包一和包二）开展了公开招标，但对于其他辅助类建设内容（包三至包六）未以公开招标方式进行采购。在小院项目建设过程中，小院项目负责人未经集体决策确定了工程监理单位和计价计量单位，而 S 公司的招采委员会讨论确定总包商时，因缺乏市场调研规则和评判标准，参与讨论的人员对入选短名单的三家总包商候选人各执己见，在讨论未能形成有效结论情况下，总经理决定了最终中标的总包商。此外，因未听取人力部门意见，小院项目后续建设成本与预算发生较大偏离，后续项目审计时，审计部门对小院项目负责人个人决定工程监理单位和计价计量单位，建设过程中成本价格偏离导致的国有权益损失以及确定总包商的合理性提出了质疑。

首先，就这类大额招采，该小院项目除主体建设的总包商以外，监理单位、计价计量单位、工程审计单位、检验检测单位以及其他辅助建设单位是否属于法定的招投标范围？如果法律法规没有明确规定，S 公司自身的招采制度是否对这类建设内容应当采取的招采方式给予具体的规定？如有具体制度，是必须公开招标，还是可以不开公开招标？如果不开公开招标，应当采用什么方式采购？如果 S 公司自身的制度不能对前述问题给予答复和具体指引，则 S 公司的制度规定存在不到位。如果能够给予答复，在招采方式确定后，小院项目的执行落地团队在推进项目过程中还将面对一系列细节问题，如招采过程中多少资金合理？怎样的招采内容构成符合 S 公司的最大利益？这就引申出另外一个问题，即决策问题。谁有权决策？是项目负责人决定前述问题吗？项目负责人有权决策的金额是多少？超出项目负责人权限范围的事项，S 公司应如何决策？S 公司有无招采委员会、集采部门承担相应的职责？需要听取哪些部门的意见？这些部门如何工作？议事规则和机制是什么？听取相关

部门意见后招采委员会如何审核？招采委员会参与决策的委员应包含 S 公司哪些人员？S 公司的党委和纪检部门是否需要监督招采委员会的议事过程？怎样开会？应当形成哪些会议纪要？如果 S 公司的制度就前述过程有完整清晰的规定，那么小院项目的相关人员就可以基于充足的信息对招采过程中遇到的问题形成决策，大概率不会出现决策不充分、价格不合理以及违规投资经营的问题。

其次，机制制度建立后，为确保执行效果，制度还需要有一定的颗粒度。如果招采委员会开会讨论决策时可以参考市场调研规则、计量计价规定以及其他相应的制度实施细则，是不是就可以避免虽有讨论但没有结论的后果？

第三，制度建设完毕，执行实施细则也“万事俱备”，下一步则是人员问题。但鉴于人员管控是一个非常宽泛的话题，本案例仅探讨其中的一个问题，即特定人员（风险管理委员会或者实际履行风险管理职能的财务、审计和合规人员）在履行监督职责过程中的独立性问题，该等人员的任免、薪酬、职级是否为董事会决定，而不是掌握在个别人员手里？相关人员是否有权直接向 S 公司的董事会或者其他最高权力执行机构汇报工作？通常认为，只有当人、财独立后，人员功能才能独立，独立履行职责才有保障，才有可能发表不同的独立意见，而人员管理失控的概率则会降低。

## 五、结语

尽管本文就中央企业经营投资过程中两类有代表性的风险点进行了梳理并探讨其原因，但尚无法覆盖中央企业合规投资经营的全部问题，企业在合规经营和合规体系建设中仍面临许多困难，这些困难往往受企业文化、经济效益目标、行业的监管政策、外部环境制约，错综复杂，并非一朝一夕可以解决。本文的目的在于通过探讨日常经营投资中的高发风险及其原因归纳出企业在日常经营投资中应当注意什么，怎么做安全，哪些机制应建立，哪些动作要到位，从而对合规经营投资和避免触发责任追究产生一些启示。

合规经营投资活动的主体是人，管理客体是事（企业和人员的行为），只有真正做到制度管人、流程管事，方能长久促使企业依法合规开展各项经营投资活动。

附表：37 号令列明的责任承担具体情形：

序号	追责情形	具体表现
1.	集团管控	违反程序或超越权限
		未执行规定或执行不力
		对重大风险隐患、内控缺陷失察/未报告、处理
		子企业重大违法违规违纪，且对集团有重大影响
		拒绝/拖延整改监管机构要求
2.	风险管理	未履行内控及风险管理制度建设职责
		未执行或对内控及风险管理制度执行不力
		法律审核不合规
		未执行规定导致影响持续经营的债务危机
		恶意逃费金融债务
		瞒报风险、编制虚假财务报告、账实不符
3.	购销管理	合同价格明显不公允
		放弃合同权益
		违规开展融资性贸易
		关联交易输送利益
		未按规定招标或未执行招标结果
		违规提供信用、资质、担保，变相融投资
		违规开展衍生品业务
		未按规定收款或保全
4.	工程承包	未对合同标的调查论证
		决策审批程序违规，未经授权或越权投标
		无合理理由低价中标
		擅自签订或变更合同
		合同存在重大疏漏

		未按规定招标或规避招标
		违规分包
		超计价、超进度付款
5.	资金管理	违反程序或越权筹集、使用资金
		以个人名义存留资金、收支结算和开立账户
		设立“小金库”
		违规集资、发行证券、捐赠、担保等
		虚列支出套取资金
		超发、滥发职工薪酬福利
		制度缺失或未执行导致资金挪用侵占
6.	国有资产处 置	未履行决策审批或越权转让
		财务审计和资产评估违规
		虚假信息披露，指使中介机构出具虚假意见
		未执行回避制度
		低价转让国有资产
		未按规定进场交易
7.	固定资产投 资	未进行可行性研究或风险分析
		项目概算严重偏离实际
		擅自投资
		违规招标或操纵招标
		未及时调整投资方案并止损
		擅自变更工程内容或追加投资
		建设严重拖期、成本明显高于同类项目
		投资负面清单项目
8.	投资并购	未开展尽职调查或尽职调查存在重大疏漏
		财务审计、资产评估或估值违规

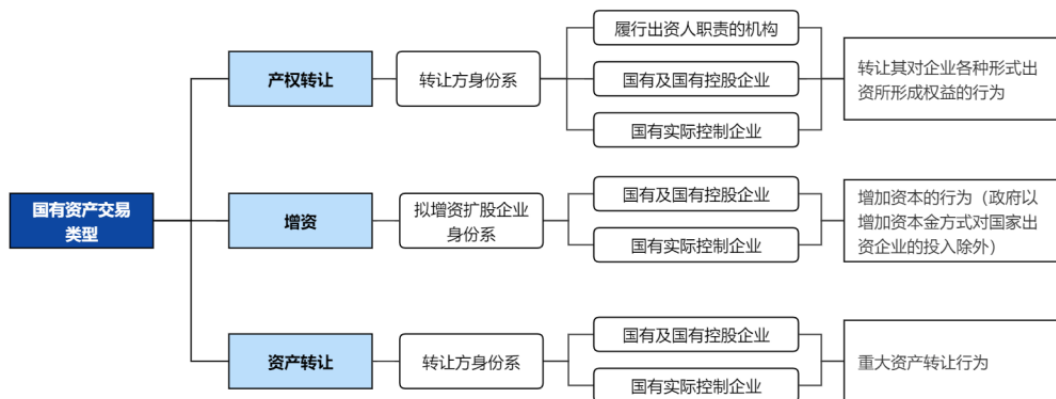
		指使中介机构出具虚假报告
		未履行决策审批程序、未考虑重大风险或制订防范预案
		违规垫资或利益输送
		法律文件存在有损国有权益条款、致使对企业管理失控
		提前支付价款
		投资后未整合指使企业失控
		参股后未行使股东权利，发生变化未及时止损
		投资负面清单项目
9.	改制重组	未履行决策审批程序
		未组织清产核资、财务审计、评估
		隐匿国有资产或指使中介机构出具虚假意见
		国有资产低价折股、出售或无偿给其他单位个人
		混改、员工激励或重整改制中私分国有资产
		未按规定收取转让价款
		法律文件存在有损国有权益条款
10.	境外投资	制度缺失导致管控缺失
		投资负面清单项目
		违规投资非主业项目
		未按规定风险评估并采取有效风险防控措施对外投资
		不当经营以及恶性竞争
		其他违反规定的经营投资行为

## 第十章：国有资产交易中未及时履行国资监管程序的法律风险和补正措施

作者：毛星来 | 沈沛 | 代广颖

国有经济是我国国民经济中的主导力量，为巩固和发展国有经济，加强对国有资产的保护，防止国有资产流失，我国出台了一系列法律法规，对国有资产交易行为进行了严格的规范和管理。特别是2016年6月24日出台的《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、财政部令第32号，以下简称“32号令”），对产权转让、增资和资产转让三大国有资产交易行为的各监管环节进行了系统性的规定。本文提及的“国有资产交易”即指上述三大国有资产交易行为，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，适用其特殊规定<sup>23</sup>，还有个别地方性规定就其辖区范围内的国有资产交易有特别规定<sup>24</sup>，该等特殊情形不在本文讨论范围之内。

具体而言，三大类国有资产交易是指相应主体<sup>25</sup>的以下交易行为：



通常而言，国资监管程序贯穿国有资产交易的全过程，一般情况下主要涉及国资监管

<sup>23</sup> 例如：根据《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》（财金〔2014〕31号，以下简称“31号文”）第八条第二款的规定，进行直接股权投资所形成的不享有控股权的股权类资产，不属于金融类企业国有资产产权登记的范围，但国有金融企业应当建立完备的股权登记台账制度，并做好管理工作。并且，31号文第九条的规定，国有金融企业开展直接股权投资，应当建立有效的退出机制，包括：公开发行人市、并购重组、协议转让、股权回购等方式。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。

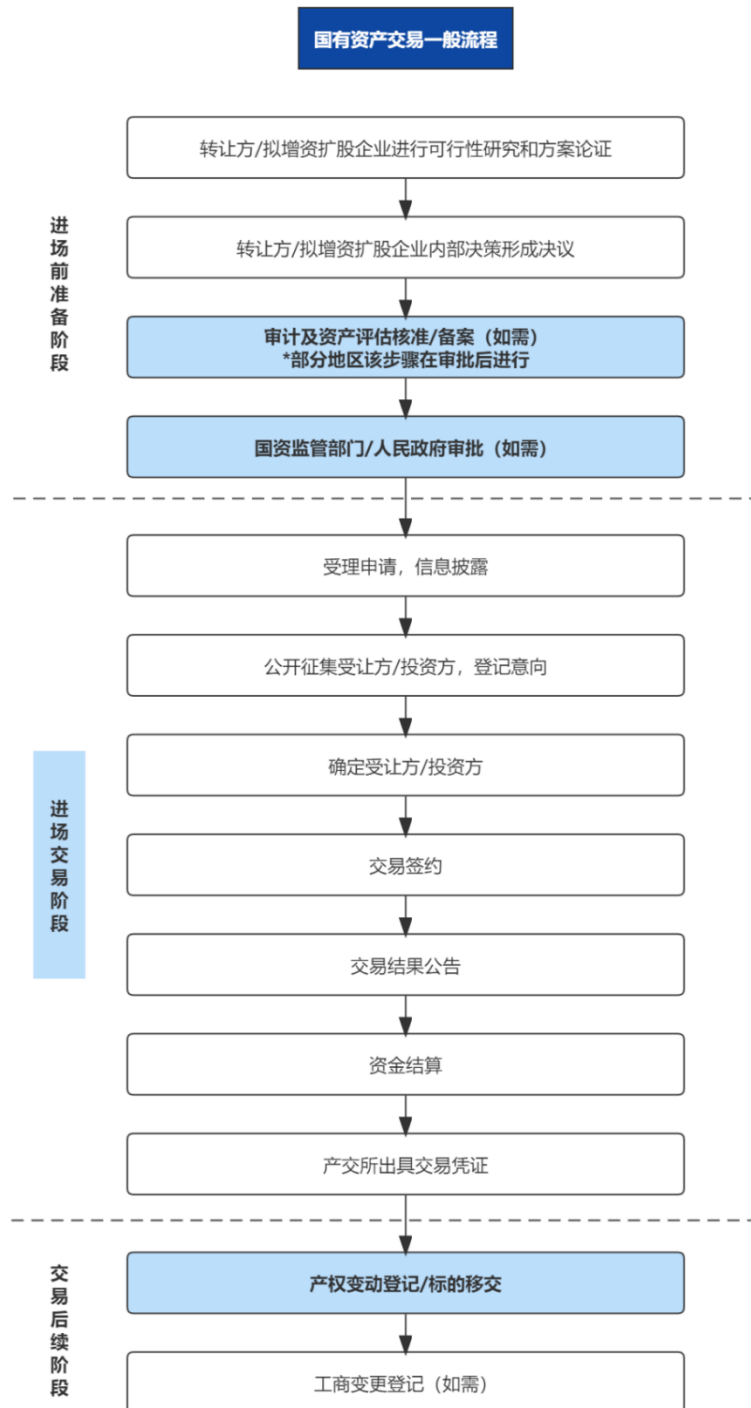
<sup>24</sup> 例如：根据《上海市国有创业投资企业股权转让管理暂行办法》（沪发改财金〔2010〕50号）第十条和第十四条的规定，国有创业投资企业转让股权时，投资协议中对转让事项（转让方式、转让条件、转让价格、转让对象等）事前约定并按规定履行备案的，可按事前约定依法决策。

<sup>25</sup> 国有企业主体的认定在实操中是一个较为复杂的问题，具体认定方式在《环球法律速递 | 国有资产监管系列文章之一：如何认定国有企业》一文中有详细的阐述，本文不再就此赘述，详情请参见<https://mp.weixin.qq.com/s/5f5XT5tPq0gnBDSZKSNI>。

部门/人民政府批准交易、资产评估及其备案或核准、进场交易、国有产权变更登记等环节。本文围绕该等主要监管程序的履行时点、未及时履行的法律风险和实践中常见的补正措施展开讨论并提出一些实操建议。

### 一、国有资产交易中的主要国资监管程序及履行时点

以下流程图展示了国有资产交易的一般程序，便于我们更直观地了解各国资监管程序在国有资产交易中的具体发生时点（不包括明确规定的例外情形）。



以下逐一就上述标记的事项展开讨论：

## （一）国资监管部门/人民政府批准

根据 32 号令的规定，**国资监管机构**负责审核**国家出资企业**（限于国资监管机构直接持股的企业）的（1）产权转让行为，（2）增资行为，以及（3）涉及国家出资企业内部或特定行业的确需在国有及国有控股、国有实际控制企业之间非公开转让的资产转让行为。其中，若因产权转让、增资或转让部分或全部国有资产致使国家不再拥有所出资企业控股权的，须由国资监管机构报**本级人民政府批准**。

对于国家出资企业**子企业**，其产权转让和增资行为由国家出资企业批准决定（若该子企业由多家国有股东共同持股，则由其中持股比例最大的国有股东负责批准；各国有股东持股比例相同的，由相关股东协商后确定其中一家股东负责批准），但对**重要子企业**的产权转让和增资，须由国家出资企业报同级国资监管机构批准。32 号令对“重要子企业”的范围进行了界定，即指“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”，实践中部分地区亦会进一步出台重要子企业的认定标准并公示重要子企业名单。

一般来说，国资监管部门/人民政府批准需要在交易方案制定、内部决议作出后，进场交易（如需）前进行。至于履行批准手续前是否需要完成审计或资产评估核准/备案，我们发现各地区国资监管部门发布的办事指南或监管办法对此规定有所差异，部分地区（如北京、上海）要求审批前需要完成审计或资产评估核准/备案，而另有部分地区（如深圳）则规定审批完成后方可进行审计或资产评估核准/备案。

## （二）资产评估及其备案或核准

为避免国有资产被擅自低价交易，公平合理的定价方式显得尤为重要。除 32 号令第三十二条<sup>26</sup>及第三十八条<sup>27</sup>规定的无需评估的情况外，国有资产交易均应当以经核准或备案的资产评估结果为作价参考依据。我国国有资产评估项目实行**备案制和核准制**<sup>28</sup>：（1）备案制：原则上由批准经济行为的单位负责该经济行为所涉及的资产评估项目的备案；（2）核准制：

<sup>26</sup> 根据 32 号令第三十二条的规定，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>27</sup> 根据 32 号令第三十八条的规定，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，可以依据评估报告或最近一期审计报告确定企业资本及股权比例：（一）增资企业原股东同比例增资的；（二）履行出资人职责的机构对国家出资企业增资的；（三）国有控股或国有实际控制企业对其独资子企业增资的；（四）增资企业和投资方均为国有独资或国有全资企业的。

<sup>28</sup> 根据《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〔2005〕第 12 号，“12 号令”）第四条的规定，企业国有资产评估项目实行核准制和备案制。企业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，分别由其国有资产监督管理机构负责核准。经国务院国有资产监督管理机构批准经济行为的事项涉及的资产评估项目，由国务院国有资产监督管理机构负责备案；经国务院国有资产监督管理机构所出资企业（以下简称中央企业）及其各级子企业批准经济行为的事项涉及的资产评估项目，由中央企业负责备案。地方国有资产监督管理机构及其所出资企业的资产评估项目备案管理工作的职责分工，由地方国有资产监督管理机构根据各地实际情况自行规定。

若经济行为需经各级人民政府批准的（即国家丧失控股权的交易），则该经济行为涉及的资产评估项目应由同级国有资产监督管理机构负责核准。

根据《国有资产评估项目备案管理办法》（财企〔2001〕802号）的规定，资产评估备案应在按有关规定进行资产评估后、**相应经济行为发生前**进行<sup>29</sup>，现有法律法规并未对如何界定“经济行为发生”进行明确规定。然而，对于需要进场交易的项目，32号令明确规定了进场交易阶段的信息披露环节应当披露转让底价，且该底价不得低于经核准或备案的转让标的评估结果，因此我们理解，涉及进场交易的国有资产交易项目需要在进场交易信息披露之前完成该等评估核准或备案手续；对于无需进场交易的项目，12号令和32号令等均规定了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，鉴于交易定价为交易文件项下的重要内容之一，出于保险起见，无需进场交易的国有资产交易项目的资产评估核准或备案建议在交易文件签署日以前完成。

### （三）进场交易

根据《企业国有资产法》及32号令的规定，国有资产交易原则上均应在依法设立的产权交易机构中公开进行（以下简称“**进场交易**”），但满足一定条件并经相关部门批准的特殊情形可采取非公开协议方式进行，32号令第三十一条<sup>30</sup>、四十五条<sup>31</sup>、四十六条<sup>32</sup>和四十八条<sup>33</sup>对该等例外情形进行了明确规定。

进场交易一般在国资监管部门/人民政府批准（如需）、资产评估及其备案或核准（如需）完成后进行，主要分为受理及信息披露、征集并确定意向受让方或投资方、签署交易文件、交易结果公告、资金结算、产交所出具交易凭证等环节，根据交易性质的不同，相应流程细节上存在一定差异。

### （四）国有产权登记

根据《产权登记管理办法》、《企业国有资产产权登记管理办法实施细则》和《国家出

<sup>29</sup> 根据《国有资产评估项目备案管理办法》（财企〔2001〕802号）第三条的规定，本办法所称国有资产评估项目备案，是指国有资产占有单位（以下简称占有单位）按有关规定进行资产评估后，在相应经济行为发生前将评估项目的有关情况专题向财政部门（或国有资产管理部门，下同）、集团公司、有关部门报告并由后者受理的行为。

<sup>30</sup> 根据32号令第三十一条的规定，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>31</sup> 根据32号令第四十五条的规定，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**：（一）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；（二）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。

<sup>32</sup> 根据32号令第四十六条的规定，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**：（一）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；（二）企业债权转为股权；（三）企业原股东增资。

<sup>33</sup> 根据32号令第四十八条的规定，涉及国家出资企业内部或特定行业的**资产转让**，确需在国有及国有控股、国有实际控制企业之间**非公开转让的**，**由转让方逐级报国家出资企业审核批准**。

资企业产权登记管理暂行办法》的规定，国有产权登记分为占有产权登记、变动产权登记和注销产权登记。

仅发生企业名称、住所或法定代表人变动的，应当于工商行政管理部门核准变动登记后 30 日内向原产权登记机关申办变动产权登记；企业组织形式、企业国有资本额、企业国有资本出资发生变动的及产权登记机关规定的其他变动情形，应当自政府有关部门或企业出资人批准、企业股东大会或董事会做出决定之日起 30 日内，向工商行政管理部门申请变更登记前，办理变动产权登记。若国有资产交易导致企业转让全部国有产权或改制后不再设置国有股权的，应当自出资人的母公司或上级单位批准后 30 日内向原产权登记机关申办注销产权登记。

## 二、未及时履行国资监管程序的法律风险

### （一）行政处罚、纪律处分

对于相关手续的义务履行主体而言，若其未在法律法规规定的时间内履行必要的国资监管程序，将可能面临行政处罚风险。我们将不同情形下的具体法律责任梳理如下：

情形	责任主体	法律责任	法律依据
未及时履行国资监管部门/人民政府批准手续	转让方/拟增资扩股企业	责令停止交易活动。	《国有资产法》第六十八条； 32 号令第五十六条； 32 号令第五十九条。
	直接责任人员	给予行政处分，造成国有资产损失的，承担赔偿责任。	
未及时履行资产评估及其备案或核准手续	转让方/拟增资扩股企业	责令停止交易活动； 责令改正； 通报批评； 国资监管机构必要时可向法院起诉， <b>确认经济行为无效<sup>34</sup></b> 。	《国有资产法》第六十八条； 32 号令第五十六条； 32 号令第五十九条； 12 号令第二十七条、第二十八条； 《国有资产评估管理若干问题的规定》第十六条、第十七条。
	直接责任人员	给予行政处分，造成国有资产损失的，承担赔偿责任。	
应当进场	转让方/拟增资	责令停止交易活动。	32 号令第五十六条；

<sup>34</sup> 关于本条规定将在下文进行阐述分析。

情形	责任主体	法律责任	法律依据
交易而未进场交易	扩股企业		32 号令第五十九条。
	直接责任人员	给予行政处分，造成国有资产损失的，承担赔偿责任。	
未及时履行国有产权登记手续	转让方/拟增资扩股企业/国有资产交易中其他应当进行国有产权登记的主体	责令改正； 通报批评； 处以罚款。	《企业国有资产产权登记管理办法》第十四条； 《国家出资企业产权登记管理暂行办法》第二十四条； 《企业国有资产产权登记管理办法实施细则》第二十五条和第四十八条。
	直接责任人员	追究个人责任，给予纪律处分。	

## (二) 对交易合同效力的影响

应当履行国资监管程序而未履行或未及时履行的，可能影响交易合同的效力。但司法实践历史上对该问题的部分观点存在差异，特别是《九民纪要》和《民法典》出台以前。根据历史司法判例，对于未经国资监管部门/人民政府批准的交易合同，未经资产评估核准/备案的交易合同，存在合同无效、合同有效及合同未生效的观点；对于应当进场交易而未进场交易而签订的交易合同，通常认为违反效力性强制性规定而认定合同无效，但也存在部分司法判例将其视为管理性强制性规定而认为不影响合同效力；对于未履行国有产权登记手续的，通常认为不影响合同效力。

从司法历史来看，司法实践中就国资监管程序在合同效力的认定上主要存在几个主要问题：一是合同未生效这一效力形态与合同无效的认定标准相混淆；二是效力性强制性规定和管理型强制性规定认定标准不清晰；三是将各种类型的国资监管规定笼统地认定为同一性质的强制性规定进行适用。随着我国民法体系的演变和发展，对于合同效力的认定问题逐步吸纳了司法实践中的主流观点，并且在认定标准和配套规定上也日趋完善。结合历史司法判例和目前法律法规的最新规定，本文认为：

### 1. 未经批准的交易合同未生效，但报批条款有效

在我国现行民法体系下，合同有效首先需要满足《民法典》第一百四十三条<sup>35</sup>规定的一

<sup>35</sup> 根据《民法典》第一百四十三条的规定，具备下列条件的民事法律行为有效：（一）行为人具有相应的民事行为能力；（二）意思表示真实；（三）不违反法律、行政法规的强制性规定，不违背公序良俗。

般有效要件。但同时《民法典》第五百零二条<sup>36</sup>第一款就“依法成立的合同自成立时生效”还规定了两类例外情况，即“法律另有规定”或“当事人另有约定”，因此在某些特定情况下，尽管合同已经具备了一般有效要件，但还需要满足特定的生效条件才能发生法律效力，例如当事人就合同发生效力约定了条件或者期限，再如法律、行政法规规定合同只有经过行政部门审批才能发生法律效力<sup>37</sup>。国资监管部门/人民政府对国有资产交易涉及的批准手续则属于合同需经审批才满足特定生效条件的情形之一，类似行政审批规定还常见于金融商事、外商投资、探矿权采矿权等领域。

我们注意到《民法典》第五百零二条第二款对行政审批报批义务条款的履行、效力与救济作出明确规定，“未办理批准等手续影响合同生效的，不影响合同中履行报批等义务条款以及相关条款的效力；应当办理申请批准等手续的当事人未履行义务的，对方可以请求其承担违反该义务的责任”。该规定全面吸收了《九民纪要》中关于“报批义务及相关违约条款独立生效”的规定<sup>38</sup>。且该条明确报批义务的履行方未履行报批义务，应当承担违约责任，而非以往部分司法判例中认定的缔约过失责任。同时，该规定与现已失效的《合同法》第四十四条<sup>39</sup>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“《合同法司法解释一》”）第九条<sup>40</sup>相比，继承了原有规定的基本原则，但删除了“登记”，将可以影响合同生效与否的行政审批手续仅限缩为“批准”。

依据《民法典》第一百五十三条<sup>41</sup>，违反法律、行政法规的强制性规定（效力性强制性规定）及公序良俗原则的民事法律行为无效，因此行政审批不仅可能影响合同生效，而且可能导致合同无效。但是，实际上在不存在合同无效的其他情形的前提下，未获行政审批并不必然违反强制性规定（效力性强制性规定），也并不必然违反公序良俗原则，因此将未获行政审批与合同违法等同起来而认定合同无效的理论实际有失偏颇<sup>42</sup>。

<sup>36</sup> 根据《民法典》第五百零二条的规定，依法成立的合同，自成立时生效，但是法律另有规定或者当事人另有约定的除外。依照法律、行政法规的规定，合同应当办理批准等手续的，依照其规定。未办理批准等手续影响合同生效的，不影响合同中履行报批等义务条款以及相关条款的效力。应当办理申请批准等手续的当事人未履行义务的，对方可以请求其承担违反该义务的责任。依照法律、行政法规的规定，合同的变更、转让、解除等情形应当办理批准等手续的，适用前款规定。

<sup>37</sup> 刘贵祥、吴光荣，《关于合同效力的几个问题》，载《中国应用法学》2021年第6期。

<sup>38</sup> 根据《九民纪要》第38条的规定，【报批义务及相关违约条款独立生效】须经行政机关批准生效的合同，对报批义务及未履行报批义务的违约责任等相关内容作出专门约定的，该约定独立生效。一方因另一方不履行报批义务，请求解除合同并请求其承担合同约定的相应违约责任的，人民法院依法予以支持。

<sup>39</sup> 根据《合同法》第四十四条的规定，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>40</sup> 根据《合同法司法解释一》第九条的规定，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。

<sup>41</sup> 根据《民法典》第一百五十三条的规定，违反法律、行政法规的强制性规定的民事法律行为无效。但是，该强制性规定不导致该民事法律行为无效的除外。违背公序良俗的民事法律行为无效。

<sup>42</sup> 谭佐财，《未经批准合同的效力认定与责任配置——〈民法典〉第502条第2款解释论》

## 2. 资产评估核准/备案属于管理性强制性规定，未履行核准/备案不影响合同的效力

根据上文论述，合同特定生效要件中行政审批手续仅限定在“法律、行政法规的**批准**手续”，“**核准/备案**”并不必然在此范围内，因此未履行资产评估核准/备案手续与未履行批准手续对合同效力的影响存在一定差别，在满足其他生效要件的前提下，未履行资产评估核准/备案手续原则上不会影响合同生效。

但是未经资产评估核准/备案是否会导致合同无效，则需要考虑其是否属于合同无效的情形。根据《民法典》总则编的规定，民事法律行为无效的一般情形之一为：违反法律行政法规效力性强制性规定的行为。其中，自《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“《**合同法司法解释（二）**》”）出台后，“法律行政法规效力性强制性规定”开始明确与“法律行政法规管理性强制性规定”进行区别，二者的区分标准从一开始的相对模糊发展至今，已逐步清晰。

2009年7月7日最高人民法院发布《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》（法发〔2009〕40号）强调，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。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。

此后《九民纪要》进一步强调了强制性规定的识别方式，纠正了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”而不影响合同效力的认定方法，强调人民法院应当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慎重判断“强制性规定”的性质，并充分说明理由。根据《九民纪要》，“管理性强制性规定”包括：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。而下列强制性规定应当认定为“效力性强制性规定”：

- (a) 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；
- (b) 交易标的禁止买卖的，如禁止人体器官、毒品、枪支等买卖；
- (c) 违反特许经营规定的，如场外配资合同；
- (d) 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；
- (e) 交易场所违法的，如在批准的交易场所之外进行期货交易。

为严格限制合同因违法而无效的范围，合同无效的强制性规定仅限制在“法律、行政法规的强制性规定”范围内，那么违反规章的合同是否必然有效呢？实际上，违反规章的合同并非必然有效，需要进一步考察是否违反公序良俗。《九民纪要》明确，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

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。

实践中，自《合同法司法解释（二）》出台后，主流裁判观点倾向于认定资产评估核准/备案相关的规定为管理性强制性规定，如最高人民法院在罗玉香案中从多个方面综合认定国有资产转让须经评估的强制性规定是管理性的而非效力性的，其中最为重要的一点是：未经评估而转让国有资产不必然导致国家利益或者社会公共利益受损害，也可能实际转让价格高于实际价值。资产未经评估转让的，国有资产管理机构有权责令国有资产占有单位改正，依法追认转让行为。由于无效的合同自始没有法律效力，无法追认，在某些情形下，反倒对国有资产保护不利。如果认定有关规定是效力性的，进而一概认定转让合同无效，当事人（包括受让人在资产贬值后）就可能据此恶意抗辩，违背诚实信用原则，就会危及交易安全和交易秩序。

但是我们也注意到，《国有资产评估管理办法施行细则》第十条<sup>43</sup>和 12 号令第二十七条<sup>44</sup>均规定了应当评估而未评估或未办理评估核准/备案手续的，相应的经济行为无效或者可以提起诉讼确认相应的经济行为无效。有观点认为，根据该等规定，未评估或未办理评估核准/备案手续必然导致合同无效。实际上，对于该条款的解读存在一定争议，主流观点认为该条款的本意为上述情形下可以提起确认经济行为无效之诉，而并非可据此直接认定合同无效。目前该条款适用性仍存一定局限，具体解释还有待有关部门进一步予以明确。

### 3. 进场交易的规定属于效力性强制性规定，应当进场交易而未进场交易，合同无效

根据上文所述之《九民纪要》对“效力性强制性规定”的界定，目前理论界主流观点认为违反进场交易的规定属于其中列明的“交易方式严重违法，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，如在批准的交易场所之外进行期货交易”，甚至可能落入范围更大的“涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的强制性规定”中。尽管以往部分司法判例将进场交易的相关规定视为管理性强制性规定而认为未进场交易不必然导致合同无效，但我们更倾向于认同目前理论界主流观点，即应当进场交易而未进场交易将可能违反效力性强制性规定而被认定为合同无效。

典型案例如（2021）最高法民申 89 号，最高院认定进场交易的规定属于效力性强制性规定的同时，也发现当事人未履行进场交易程序实际上侵害了不特定主体同等条件下参与竞买的权利，损害了社会公共利益，据此进一步认定当事人私下签订的交易合同无效。

<sup>43</sup> 根据《国有资产评估管理办法施行细则》第十条的规定，对于应当进行资产评估的情形没有进行评估，或者没有按照《国有资产评估管理办法》及本细则的规定立项、确认，该经济行为无效。

<sup>44</sup> 根据 12 号令第二十七条的规定，企业有下列情形之一的，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。

另外需要注意，应进场交易而未进场交易除了影响合同效力，还可能在实操上导致因无法取得产交所出具的产权交易凭证而无法办理权属变更登记手续。

#### 4. 国有产权登记手续仅系公示性质的登记，不影响合同效力

上文提到，《民法典》第五百零二条与现已失效的《合同法》第四十四条及《合同法司法解释一》第九条相比，对“批准”和“登记”作了严格区分，将可以影响合同生效与否的行政审批手续仅限定在“法律、行政法规的批准手续”，而“登记”手续则自此被明确排除在合同生效要件之外。我们理解，原《合同法》第四十四条及《合同法司法解释一》第九条在合同生效要件中提及的“登记”属于审批性质的登记，但在《合同法司法解释一》第九条“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”中所指的“登记”应当为公示性质的登记。公示性质的登记仅发生物权转移的公示效力，例如不动产权变更登记。我们理解，国有产权变更登记也属于公示性质的登记，因此未履行产权登记手续不会影响合同的效力。

综上所述，国资监管程序对合同效力的影响应当具体情况具体分析。同时还应当关注交易过程中是否存在其他导致民事法律行为无效的情形。尽管有些情况下未履行国资监管程序本身对合同效力不产生影响，但是也可能因交易存在其他无效情形而导致合同无效，因此需要综合各因素全面判断。

### 三、未及时履行国资监管程序的补正措施

国有股权变动一直为拟上市企业在上市审核中被重点关注的问题之一。通常上市监管机构会从以下几个方面进行审核：拟上市企业涉及国有股权的转让和增资是否已依法履行相关国资监管程序；若国资监管程序的履行存在瑕疵，是否实际造成国有资产流失的不利后果；是否就瑕疵问题通过补充履行相应程序或由有权部门出具书面文件对其进行确认等。典型上市案例梳理如下：

上市公司	概况	瑕疵补正方式
A 公司 <sup>45</sup>	发行人前身作为国有控股企业历史增资未履行审批、评估手续	2002年3月发行人前身设立、2003年5月发行人前身第一次增资以及2008年2月发行人前身第二次增资的过程中，发行人前身2002年3月设立及2003年5月第一次增资未进行评估且未履行国资审批程序，2008年2月第二次增资未履行国资审批程序，但是陕西省财政厅于2015年9月23日出具了《陕西省财政厅关于发行人前身历史沿革有关问题确认的复函》（陕财办采资〔2015〕111号），确认“发行人前身历史沿

<sup>45</sup> 于2021年6月9日在上交所科创板A股上市。

上市公司	概况	瑕疵补正方式
		<p>革清晰，股东出资、股权转让、受让等过程履行了法定程序、有关部门批复、工商变更登记等必要手续，真实合法有效，没有国有资产流失的情形。”</p>
B 公司 <sup>46</sup>	<p>国有股东出资未履行审批、评估手续</p>	<p>发行人设立时涉及非货币出资及国有主体出资的情形，该次出资存在部分非货币资产未经专项评估及评估报告过期等瑕疵情形。根据追溯评估结果，成都市国资委已出具确认函，确认发行人国有股东以非货币资产出资设立发行人前身及非货币资产权益转让行为合法、有效，不存在国有资产流失情形。因此，前述瑕疵事项已经成都市国资委确认，不存在国有资产流失或权益纠纷的情形，不存在被处罚或导致发行人股权结构发生变动的风险。</p>
C 公司 <sup>47</sup>	<p>国有股东持股比例变动未履行评估及评估核准/备案手续</p>	<p>尽管发行人曾经存在国有股东持股比例变动未履行评估及评估核准/备案手续的情形，但基于下述分析，上述程序瑕疵不会对发行人本次发行构成实质性障碍：（1）上述程序的义务主体并非发行人；（2）发行人历次增资的股东（大）会中国有股东委派代表均针对增资决议事项投了赞成票，认可出资及持股比例变化事项；（3）发行人国有股东存在程序瑕疵时的增资价格，均不低于前次增资价格或剔除整体变更导致股本增加因素影响后的前次增资价格，不存在国有资产流失的情形；（4）发行人相关国有股东在提交发行人国有股权管理方案批复的申请时，已经完整汇报了发行人历次股本变动的有关情况，国有股东主管单位并未就发行人上述程序瑕疵事项对发行人或其国有股东进行处罚，亦未对该等股权变动结果提出异议，且已签发《广州市国资委关于发行人国有股东标识有关问题的批复》，认可了发行人目前的国有股东及其持股数量；⑤已取得相关国有股东主管单位确认意见或向其确认相关情况，相关股权变动不存在被国有股东国有资产监督管理主管部门行政处罚或认定无效的风险，发行人历次增资不存在造成国有资产流失的情形。</p>

<sup>46</sup> 于 2022 年 3 月 22 日在深交所创业板 A 股上市。

<sup>47</sup> 于 2022 年 5 月 27 日在上交所科创板 A 股上市。

上市公司	概况	瑕疵补正方式
D 公司 <sup>48</sup>	发行人及其子公司作为国有控股企业历史股权变动未履行评估手续	<p>             发行人及其子公司部分增资及转让未履行评估程序，但发行人及其子公司历次国资增资及转让价格不高于同次及后续增资及转让中其他股东单价，受让价格亦均低于经追溯评估的净资产评估值，且通过历次国资增资及转让使其国有股东的持股比例保持不断增高。为进一步消除履行程序相关瑕疵，发行人及其子公司将其历次增资、转让具体情况及其履行程序已在报国资确认函中详细披露，并按国资监管部门相关要求补充追溯评估，根据追溯评估结果所示，发行人及其子公司国资参与的历次增资及转让均低于经追溯评估的净资产评估值。此外，相关履行程序及追加程序已由国资监管部门张家港市人民政府于 2020 年 11 月 28 日统一确认批复，确认相关主体的历次国有股权变动行为，履行了必要的法律程序，实现了国有资产的保值增值，未造成国有资产流失；发行人的设立、国有股权变更及变更设立股份公司等程序符合国有资产管理有关规定，履行了必要的法律程序，未造成国有资产流失。           </p>
E 公司 <sup>49</sup>	国有股东股权转让未履行国资审批、评估、备案等程序	<p>             发行人历史沿革中累计有 6 笔共计 4,100,690 股涉及国有主体的股份转让未按当时有效的规定履行国资审批、评估、备案等程序，不符合《国有资产评估管理办法》、《企业国有产权转让管理暂行办法》等规定。但根据规定，法律、行政法规中的管理性强制性规定不能作为认定合同无效的依据。因此，违反《投资入股规定》、《国有资产评估管理办法》、《公司法》的规定，并不必然导致股权转让行为无效。陕西省人民政府于 2016 年 12 月 8 日出具《确认函》，确认部分本行股份变动存在瑕疵，但“涉及的股份数额较小，自转让行为发生至今未有任何相关方对转让的有效性提出异议，同时也未损害发行人及其现有其他股东的利益”、“发行人历次股权变动未导致重大纠纷，也没有影响发行人的持续稳定经营，未造成国有资产流失，股份变动有效”。           </p>

<sup>48</sup> 于 2022 年 6 月 17 日在深交所创业板 A 股上市。

<sup>49</sup> 于 2019 年 3 月 1 日在上交所主板 A 股上市。

上市公司	概况	瑕疵补正方式
F 公司 <sup>50</sup>	国有股东股权转让未进场交易	<p>国有股东股权转让未在依法设立的产权交易机构中公开转让，不符合当时适用的《企业国有产权转让管理暂行办法》的相关规定。2019年11月，汕头市人民政府出具书面文件，对发行人改制及国有产权转让过程中的瑕疵予以确认及认可。因改制及产权转让行为未造成国有资产流失，汕头市人民政府认为发行人改制及国有产权转让情况有效，对发行人的历史沿革没有异议。2020年11月2日，广东省人民政府办公厅出具《广东省人民政府办公厅关于确认广东发行人历史沿革有关情况的复函》（粤办函〔2020〕280号），确认尚未发现发行人存在重大权属纠纷，如出现纠纷或其他问题，由汕头市人民政府负责依法依规协调解决。</p>
G 公司 <sup>51</sup>	国有股东股权转让未进场交易	<p>2005年国有股东转让持有的发行人股权当时已获得所出资企业批复同意，经资产评估机构评估并予以备案，股权转让价格公允，本次股权转让时虽未在产权交易机构中公开进行，存在一定的程序瑕疵，但相关方已就前述事项取得了国有股东上级单位及天津市人民政府办公厅的确认，不存在导致国有资产流失的情形。</p>
H 公司 <sup>52</sup>	历次增资过程中中国有股东未办理国有资产评估备案、未办理国有产权登记	<p>发行人国有参股股东发行人在股转系统挂牌期间历次增资过程中，其国有参股股东存在未严格履行国有资产管理相关规定的情况，包括未办理国有资产评估备案、未办理国有产权登记。2019年4月6日，江苏省人民政府办公厅出具《关于确认发行人历史沿革有关问题合规性的函》（苏政办函〔2019〕26号），确认发行人历史沿革相关事项经主管部门批准，符合当时国家法律法规和政策规定。</p> <p>发行人股本演变中存在未进行国有资产产权登记、部分增资过程未履行评估及资产评估项目备案程序的情形，该等情形不符合国有资产产权登记及国有资产评估管理的相关规定，</p>

<sup>50</sup> 于 2017 年 12 月 5 日在深交所创业板 A 股上市。

<sup>51</sup> 于 2021 年 5 月 12 日在深交所创业板 A 股上市。

<sup>52</sup> 于 2019 年 7 月 22 日在上交所科创板 A 股上市。

上市公司	概况	瑕疵补正方式
		但不会对本次发行上市构成实质性障碍。

结合上市案例分析，拟上市企业历史沿革若涉及国资监管程序履行瑕疵的问题，通常采用的补正措施和解释思路包括：（1）对相关交易进行追溯评估，并根据追溯评估结果阐释交易定价的合理性和公允性，并且行为瑕疵并不导致经济行为无效，及未造成国有资产流失的后果。（2）由有权部门出具书面确认函，确认交易行为合法、有效，不存在被国有资产监督管理主管部门行政处罚或认定无效的风险，不存在国有资产流失情形。（3）在发行人本身不属于国有控股企业的案例中，发行人并非国资监管程序的义务履行主体。

#### 四、建议

综上所述，在涉及国有资产交易的项目中，我们建议对以下几个方面予以重点关注，以避免相关国资监管程序未予履行、未及时履行或履行瑕疵而给交易各方或交易本身造成不必要的风险：

1. 在交易方案设计阶段，应对各个交易主体的国资成分进行充分分析，并与相关主体的上级股东或国资监管部门进行提前沟通确认，以准确判定相关交易主体是否属于国资监管规制的对象，进而厘清拟议交易是否需要履行国资监管程序。
2. 鉴于实践中国资程序往往手续繁琐、耗时较长，对交易的整体时间进度会产生很大影响，因此要特别对国资监管程序中的例外情形予以关注，判定拟议交易是否适用该等特殊规定。
3. 在交易实施过程中，建议对各个国资监管程序的时间节点进行充分把握，避免未及时履行相关手续而导致行政处罚风险或对交易合同的效力产生不利影响。
4. 一旦发现国资监管程序履行存在瑕疵，需要积极与上级股东或国资监管部门就采取有效补正措施进行沟通，争取通过补充履行、有权机关出具书面确认或其他方式对程序瑕疵及时进行弥补。

## ➤ 第十一章：国有企业“处僵治困”改革之路径选择及相关法律问题解析

作者：隋天娇

2015年8月24日，中共中央、国务院印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）。《指导意见》第十四条明确了“以管资本为主推动国有资本合理流动优化配置”的改革目标，并进一步明确了“建立健全优胜劣汰市场化退出机制，充分发挥失业救济和再就业培训等的作用，解决好职工安置问题，切实保障退出企业依法实现关闭或破产，加快处置低效无效资产，淘汰落后产能”的工作方向。

2019年6月22日，国家发展改革委、最高人民法院等13个部门联合印发了《加快完善市场主体退出制度改革方案》（以下简称“《改革方案》”）。《改革方案》提出推动国有“僵尸企业”破产退出。对符合破产等退出条件的国有企业，各相关方不得以任何方式阻碍其退出，防止形成“僵尸企业”。不得通过违规提供政府补贴、贷款等方式维系“僵尸企业”生存，有效解决国有“僵尸企业”不愿退出的问题。国有企业退出时，金融机构等债权人不得要求政府承担超出出资额之外的债务清偿责任。

2022年3月29日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于推进社会信用体系建设高质量发展促进形成新发展格局的意见》，再次提出“完善市场退出机制，对资不抵债失去清偿能力的企业可依法破产重整或清算，探索建立企业强制退出制度”。

可见，国有企业改革一方面要建立和完善现代企业制度，规范企业治理模式，激发企业的创造力、创新力等内在活力，另一方面也需要建立和完善企业退出机制，实现优胜劣汰，推动国有资本的优化配置。有鉴于此，本文拟根据我国现行法律法规的规定，结合相关实践经验，对国有企业“处僵治困”的路径选择及相关法律问题进行梳理和总结。

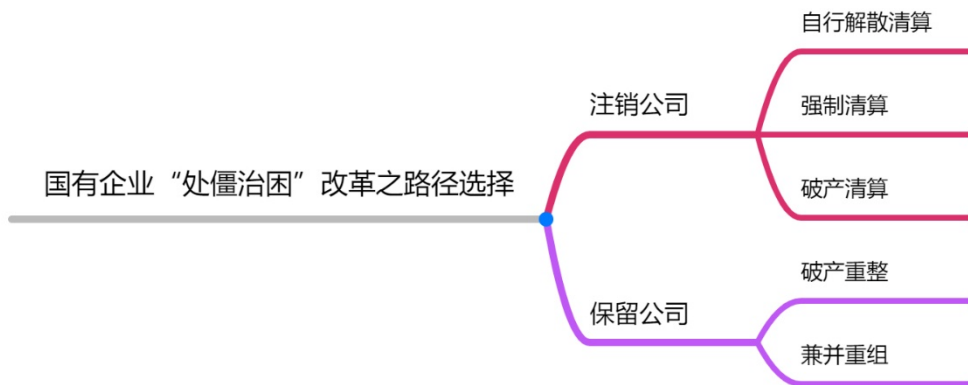
### 一、国有企业“处僵治困”之路径分析

《企业国有资产法》第三十条规定，国家出资企业合并、分立、改制、上市，增加或者减少注册资本，发行债券，进行重大投资，为他人提供大额担保，转让重大财产，进行大额捐赠，分配利润，以及解散、申请破产等重大事项，应当遵守法律、行政法规以及企业章程的规定，不得损害出资人和债权人的权益。因此，从法律层面上，国有企业作为市场主体，在进行解散清算、破产清算、破产重整时，同其他市场主体一样，主要依据《民法典》、《公司法》、《合伙企业法》、《破产法》的相关规定开展清理、关闭、改革改制工作。

当然，在此基础上，《企业国有资产法》、《企业国有资产监督管理暂行条例》、《全民所

《中华人民共和国企业破产法》等法律、法规也对特殊性质企业的解散、破产清算等工作做出了一些特殊规定。

国有企业在制定“处僵治困”的改革方案、选择改革路径时，应当根据企业自身的实际情况，具体问题具体分析，制定有针对性的、个案化的改革方案。整体来讲，国有企业“处僵治困”的改革路径通常分为两大类，一类是通过清算程序最终关闭、注销企业的路径，另一类是通过债务重组、破产重整、兼并收购、经营方式调整创新等方式实现企业的成功转型。



## （一）自行解散清算

### 1. 自行解散清算的条件

自行解散清算是最常见的关闭注销公司的路径，通常适用于公司已经出现解散事由且能够形成有效的股东会或者股东大会决议的企业。

首先，根据《公司法》第一百八十条的规定，企业启动自行解散清算程序时通常具备以下解散事由：

- （一）公司章程规定的营业期限届满；
- （二）公司章程规定的其他解散事由出现；
- （三）依法被吊销营业执照、责令关闭或者被撤销。

对于尚不具备上述解散事由的企业，如能形成提前解散的股东会或者股东大会决议，也可以启动自行解散清算程序，进而完成公司的关闭注销手续。

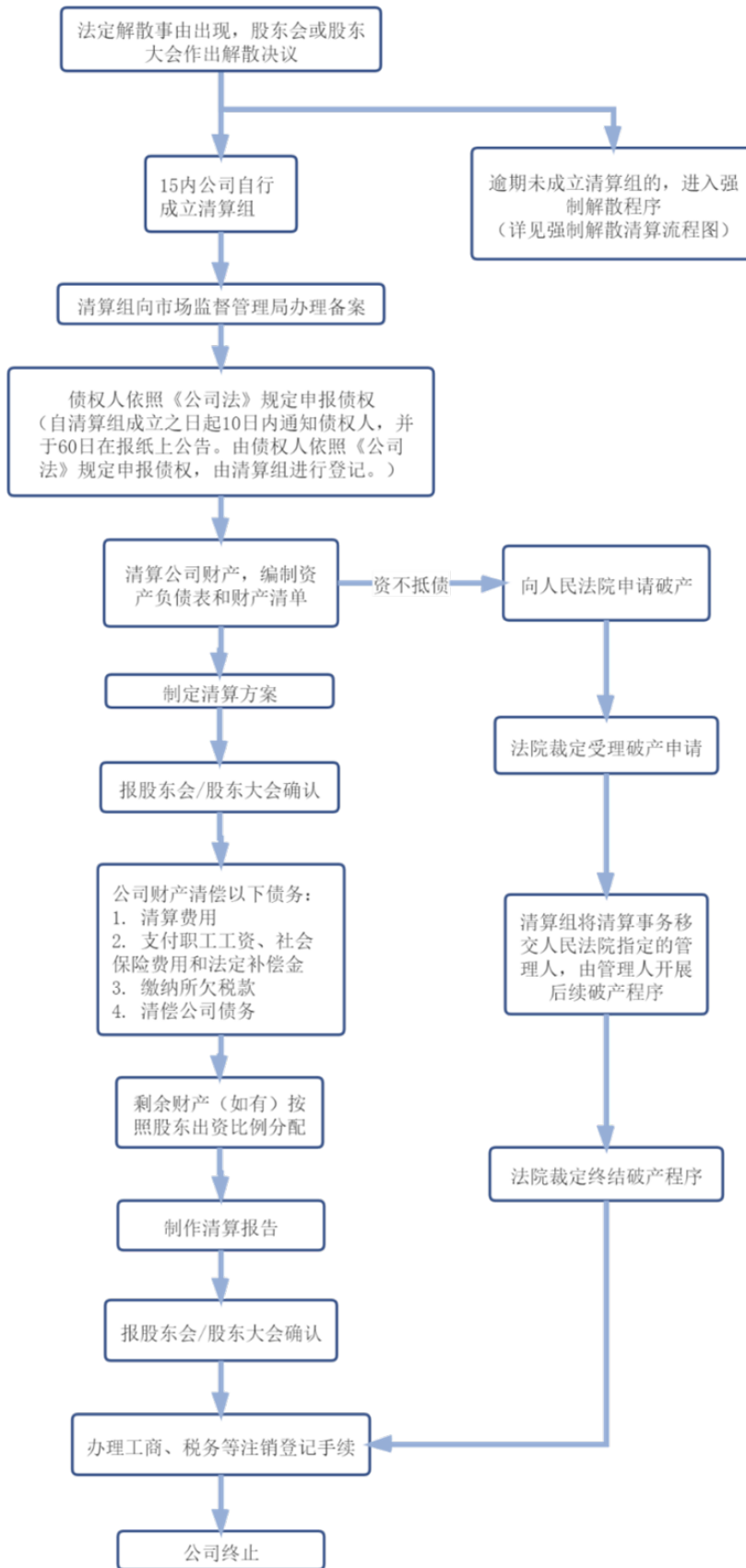
如果公司无法形成有效的股东会或股东大会决议，且公司经营管理发生严重困难的，单独或者合计持有公司全部股东表决权百分之十以上的股东可以根据《公司法》第一百八十二条的规定向人民法院提起请求解散公司的诉讼。人民法院准予解散的，企业也应当进入解散清算程序。但是，此类公司的股东之间往往难以自行成立清算组，通常会通过强制

清算程序进行清算。

当然，需要说明的是，对于公司章程规定的营业期限届满或者出现公司章程规定的其他解散事由的企业，并非必然进入解散清算程序，公司可以通过修改公司章程的方式使公司继续存续。并且，修改公司章程时，有限责任公司须经持有三分之二以上表决权的股东通过，股份有限公司须经出席股东大会会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。

## **2. 公司自行解散清算的流程**

公司自行解散清算的流程图如下：



## （二）强制清算

如果公司无法形成有效的股东会或者股东大会决议，无法通过自行解散清算的方式完成公司的关闭注销，在满足一定条件的情况下，公司股东可以依法向法院申请对公司进行强制清算。

### 1. 申请强制清算的条件

《最高人民法院关于适用<中华人民共和国公司法>若干问题的规定（二）》（以下简称“《公司法解释（二）》”）第七条第二款规定，有下列情形之一的，债权人、公司股东、董事或其他利害关系人申请人民法院指定清算组进行清算的，人民法院应予受理：

- （一）公司解散逾期不成立清算组进行清算的；
- （二）虽然成立清算组但故意拖延清算的；
- （三）违法清算可能严重损害债权人或者股东利益的。

因此，在申请强制清算案件中，申请人需要做好以下几个方面的准备工作：

- A. 准备被申请人（即拟被强制清算的公司）已经发生解散事由的证明材料；
- B. 准备申请人对被申请人享有债权或者股权的证明材料；
- C. 如果以“公司解散逾期不成立清算组进行清算”为由，应准备被申请人逾期不成立清算组或者无法成立清算组的证明材料；
- D. 如果以“虽然成立清算组但故意拖延清算”或者“违法清算”为由，应准备关于故意拖延清算或者存在违法清算行为可能严重损害其利益的证明材料。

### 2. 强制清算费用

关于强制清算案件的申请费，根据《关于审理公司强制清算案件工作座谈会纪要》（以下简称“《强清纪要》”）第20条的规定，参照《诉讼费用交纳办法》第十条、第十四条、第二十条和第四十二条关于企业破产案件申请费的有关规定，公司强制清算案件的申请费以强制清算财产总额为基数，按照财产案件受理费标准减半计算，人民法院受理强制清算申请后从被申请人财产中优先拨付。因财产不足以清偿全部债务，强制清算程序依法转入破产清算程序的，不再另行计收破产案件申请费；按照上述标准计收的强制清算案件申请费超过30万元的，超过部分不再收取，已经收取的，应予退还。

尽管有上述规定，司法实践中，由于进入强制清算的公司多存在无财产可供支付清算费用的情况，故法院通常会要求申请人预先垫付一定金额的清算费用。如经强制清算，被申请人确实没有财产可供支付清算费用，则申请人垫付的清算费用最终可能由申请人承担。

### 3. 强制清算程序的终结

根据《强清纪要》第 28 条及第 36 条的规定，分别按照以下方式处理：

第一，对于被申请人**主要财产、账册、重要文件等灭失**，或者被申请人人员下落不明的强制清算案件，经向被申请人的股东、董事等直接责任人员释明或采取罚款等民事制裁措施后，仍然无法清算或者无法全面清算，**对于尚有部分财产，且依据现有账册、重要文件等，可以进行部分清偿的**，应当参照企业破产法的规定，对现有财产进行公平清偿后，**以无法全面清算为由**终结强制清算程序。

第二，对于**没有任何财产、账册、重要文件**，被申请人人员下落不明的，应当**以无法清算为由**终结强制清算程序。

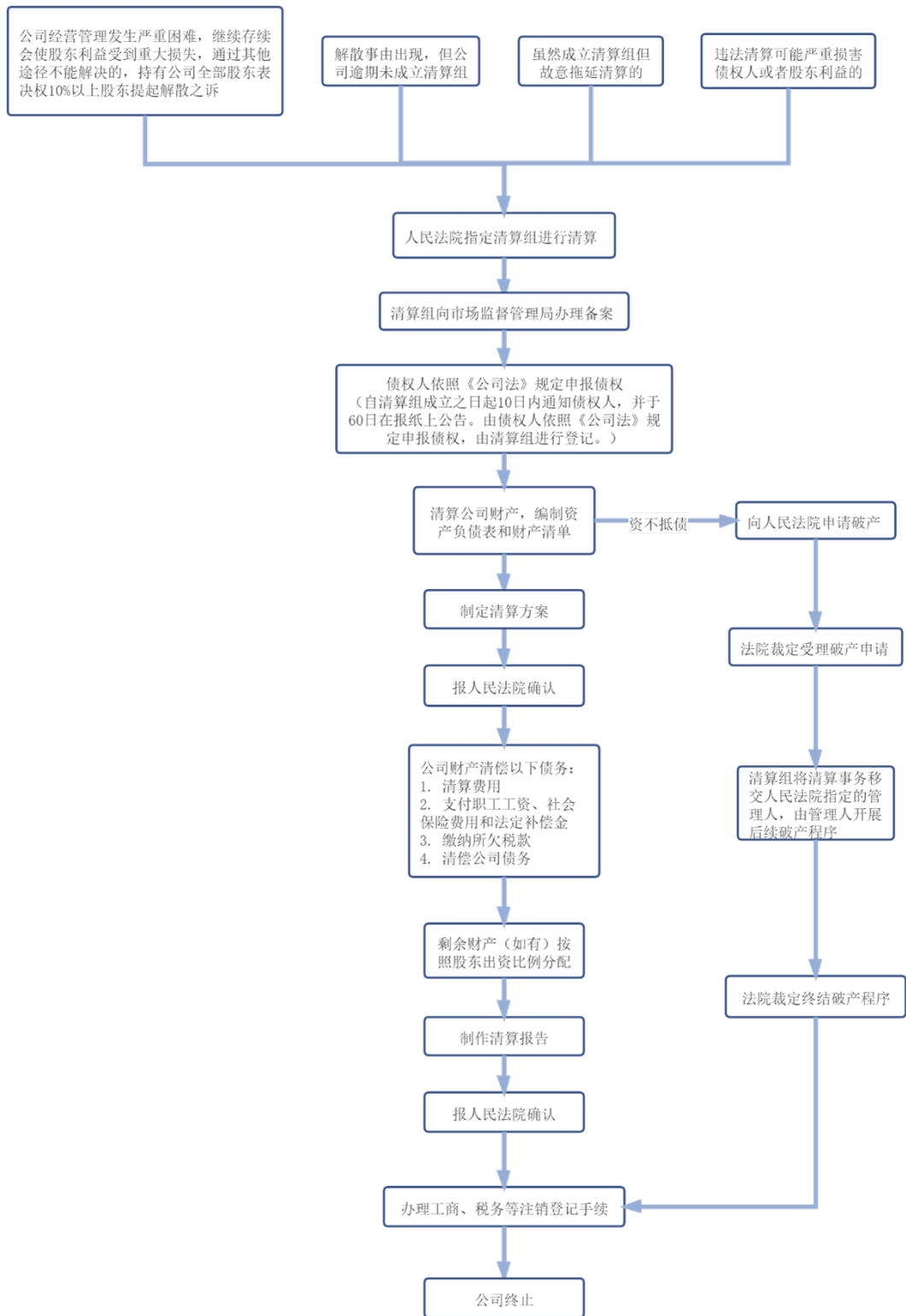
第三，公司依法清算结束，清算组制作清算报告并报人民法院确认后，人民法院应当裁定终结清算程序。公司登记机关依清算组的申请注销公司登记后，公司终止。

另外，根据国家税务总局于 2022 年 6 月 14 日发布的《关于简化办理市场主体歇业和注销环节涉税事项的公告》（2022 年第 12 号公告），经人民法院裁定强制清算的市场主体，持人民法院终结强制清算程序的裁定向税务机关申请开具清税文书的，税务机关即时开具。

可见，对于适用强制清算程序的企业来说，只要法院出具了终结裁定，办理清税证明和注销登记时将更加便捷和顺利。

#### 4. 强制清算程序的流程

公司强制清算的流程图如下：



### （三）破产清算

前文所述的自行解散清算和强制清算均建立在公司的资产大于负债且尚不具备破产原因的前提下。如果公司在进行清算程序之前已经资不抵债，或者在自行解散清算或者强制清算过程中发现存在资不抵债等破产原因，那么，公司应当依法转入破产清算程序。

## 1. 破产原因

根据《企业破产法》第二条、第七条的规定，企业法人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力的，债务人或者债权人可以依法向法院申请破产清算。

### (1) 关于“不能清偿到期债务”的认定

根据《最高人民法院关于适用<中华人民共和国企业破产法>若干问题的规定（一）》（以下简称“《破产法解释（一）》”）第二条的规定，只有债务人同时具备以下情形时，才能被认定为“不能清偿到期债务”：

- (1) 债权债务关系依法成立；
- (2) 债务履行期限已经届满；
- (3) 债务人未完全清偿债务。

### (2) 关于“资产不足以清偿全部债务”的认定

根据《破产法解释（一）》第三条的规定，债务人的资产负债表，或者审计报告、资产评估报告等显示其全部资产不足以偿付全部负债的，人民法院应当认定债务人资产不足以清偿全部债务，但有相反证据足以证明债务人资产能够偿付全部负债的除外。

### (3) 关于“明显缺乏清偿能力”的认定

根据《破产法解释（一）》第四条的规定，债务人账面资产虽大于负债，但存在下列情形之一的，人民法院应当认定其明显缺乏清偿能力：

- (一) 因资金严重不足或者财产不能变现等原因，无法清偿债务；
- (二) 法定代表人下落不明且无其他人员负责管理财产，无法清偿债务；
- (三) 经人民法院强制执行，无法清偿债务；
- (四) 长期亏损且经营扭亏困难，无法清偿债务；
- (五) 导致债务人丧失清偿能力的其他情形。

## 2. 企业进入破产清算程序的不同路径

### (1) 直接申请破产清算

根据《企业破产法》第七条的规定，债务人具有破产原因的，可以向人民法院提出重整、和解或者破产清算申请。债务人不能清偿到期债务的，债权人可以向人民法院提出对债务人进行重整或者破产清算的申请。

### (2) 自行解散清算转破产清算

根据《公司法》第一百八十八条第一款的规定，清算组在清理公司财产、编制资产负

债表和财产清单后，发现公司财产不足清偿债务的，应当依法向人民法院申请宣告破产。

### （3）强制清算转破产清算

根据《强清纪要》第 32 条的规定，公司强制清算中，清算组在清理公司财产、编制资产负债表和财产清单时，发现公司财产不足清偿债务的，除依据《公司法解释（二）》第十七条的规定，通过与债权人协商制作有关债务清偿方案并清偿债务的外，应依据公司法第一百八十八条和企业破产法第七条第三款的规定向人民法院申请宣告破产。

### （4）执行程序转破产清算

根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》第五百一十一条的规定，在执行中，作为被执行人的企业法人符合企业破产法第二条第一款规定情形的，执行法院经申请执行人之一或者被执行人同意，应当裁定中止对该被执行人的执行，将执行案件相关材料移送被执行人住所地人民法院。

因此，企业进入破产程序存在很多种路径，应当根据企业的具体情况选择确定可适用的最佳方案。

## 3. 破产清算的适用情形

破产清算的意义在于，在债务人已经出现资不抵债等破产原因的情况下，使众多债权人获得公平清偿，同时又可以帮助经营失败的企业家卸下沉重的债务包袱和法律风险，重新出发。

破产清算通常适用于债务人已经陷入严重的债务危机，不具有重整价值或者重整成本过高的企业。

例如，上海破产法庭最新公布的一个破产清算案例，而且是实质合并破产案例。被申请破产的企业为上海某生鲜食品有限公司（以下简称“**生鲜公司**”）。该生鲜公司在鼎盛时期，开设了 32 家商超菜场，经营面积近 10 万平方米。然而，没有几年，公司就陷入严重债务危机，形成巨额负债。债权人向上海破产法庭申请进入破产程序。2020 年 12 月，法庭裁定，该生鲜公司进入破产清算程序。

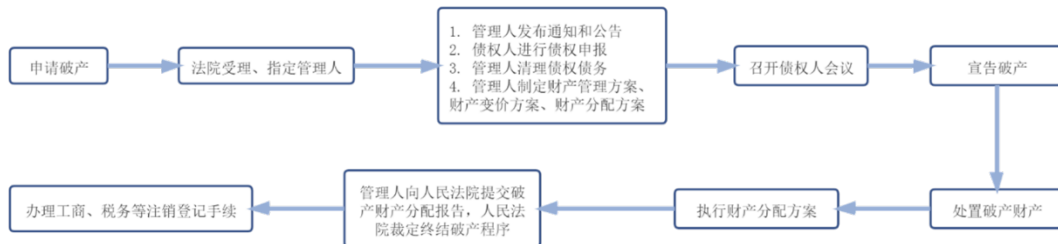
经调查，该生鲜公司作为核心企业，各家子公司在经营、财务、人员、管理等方面出现高度混同。为维护全体债权人公平清偿利益，合议庭经审理依法裁定该生鲜公司等 15 家公司实质合并破产清算。同时，合议庭指导管理人分类制定职工安置方案，妥善安排 500 余名职工再就业；分类灵活处置门店及数十万件商品，通过公开拍卖、线下促销、打包出售等多种方式有效开展资产处置。

经依法审理以及相关职能部门联动配合，2021 年 12 月，《破产财产分配方案》获债权人会议表决通过，在 600 多名债权人将主要财产分配完毕后，依法裁定终结破产程序。

经过该类破产清算程序，不仅债权人的债权实现了最终清偿，虽然通常清偿比例不高，但结束了一直处在执行程序中“悬而不结”的状态，另一方面也实现了经营不善企业的市场退出，使得股东可以卸下包袱，摆脱债务负担，开始新的商业项目，为市场经济创造新的活力。

#### 4. 破产清算的流程

公司破产清算的流程如下：



#### （四）破产重整

##### 1. 破产重整程序的申请

《破产法》第七十条的规定，债务人具有破产原因的情况下，债务人、债权人可以直接向法院申请对债务人进行重整。债权人申请对债务人进行破产清算的，在人民法院受理破产申请后、宣告债务人破产前，债务人或者出资额占债务人注册资本十分之一以上的出资人，可以向人民法院申请重整。

可见，公司进入破产重整程序也存在两种可能性，其一是直接申请重整，其二是在法院宣告破产之前由破产清算转破产重整。

##### 2. 破产重整程序的适用情形

破产重整则是法庭审查后认为债务人还具有挽救的可能，在征得债权人会议同意后，通过采取一系列重整措施（如调整经营方式、经营团队，延长还债时间，减免部分债务，债转股等方式），使得债务人得以继续存活，慢慢恢复盈利能力，摆脱债务危机。

破产重整通常适用于债务人虽已陷入严重的债务危机，但该债务人名下具有一些特殊的行政审批资源（如债务人具有金融等特殊行业的营业执照、上市公司的融资外壳、特殊的经营许可/经营资质）或者特殊的营运生命体系（如营销体系、客户资源、上下游业务协助关系、人力资源、技术研发体系等），并且该等重整价值能够得到市场的承认，能够得到新战略投资者的加入和资金的投入。

例如，2019年7月，郑州市中级人民法院裁定受理的河南某建设集团有限公司（以下简称“建设集团”）破产重整案。本案中，被申请重整的企业建设集团具有房屋建筑工程施

工总承包一级资质等，注册资本金 1.4 亿元，是河南省重要的国有建筑企业，河南诸多大型、重要的工程都是由他们承建的。

不过，由于企业自身改革滞后、转型迟缓，发展模式也比较落后，长期依靠挂靠的模式来发展，缺乏在建筑市场中的竞争力。最终，导致公司债务缠身、诉讼不断，发生债务危机后无法自救。

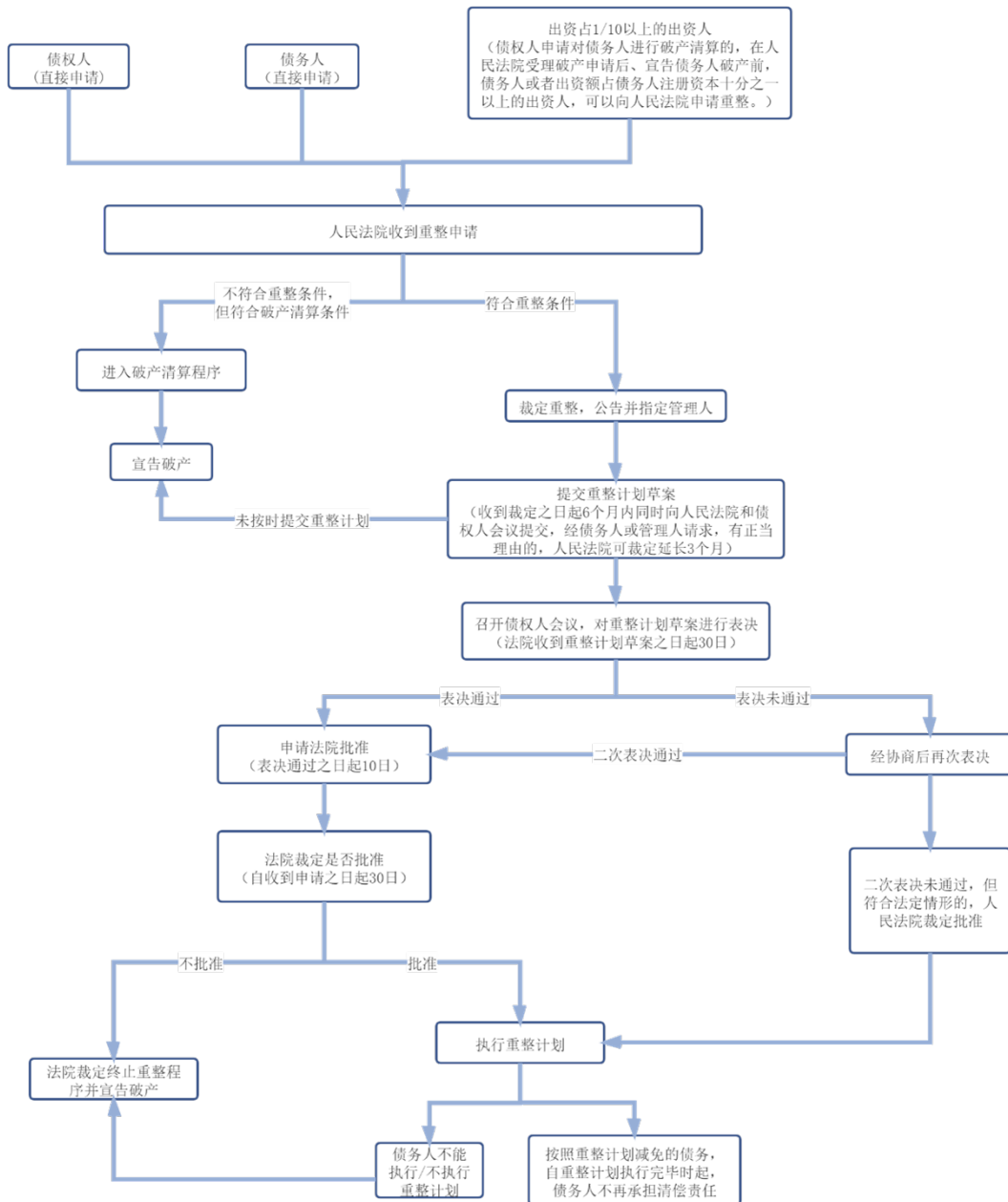
重整期间，郑州中院指导管理人创新预留共益债模式，解决挂靠项目工程款的支付难题，确保企业“破产不停产”。2020 年 4 月，经第二次债权人会议两次表决，通过重整计划草案。2020 年 7 月 21 日，郑州中院裁定批准省建设集团重整计划，终止建设集团重整程序。

重整计划执行期间，建设集团严格执行重整计划，有序清偿债权，依法维护债权人合法权益，积极落实经营方案，迅速恢复生产经营。截至 2021 年 11 月，担保债权、税款债权和职工债权已清偿完毕，普通债权已清偿 228 位债权人 1.67 亿元。

在生产经营方面，建设集团不仅恢复生产经营，实现自我造血功能，稳定就业 849 人，还新增水利水电、电力等二级施工总承包资质，加快从传统施工模式向 EPC、EPC+F 等模式转型。对债权人和企业来说，这无疑是一个双赢的结果。

### 3. 破产重整的流程

公司破产重整的流程如下：



#### 4. 预重整与庭外重组

预重整是在庭外重组和破产重整两种制度的基础上融合创新产生的一种企业挽救辅助性模式。它实施于破产重整程序启动之前，是在法庭外为法庭内重整程序的简化做预先实质性准备工作。并且，预重整的协商成果最终将通过启动重整程序的司法效力体现。

最高人民法院发布的《全国法院破产审判工作会议纪要》第 22 条规定，在企业进入重整程序之前，可以先由债权人与债务人、出资人等利害关系人通过庭外商业谈判，拟定重组方案。重整程序启动后，可以重组方案为依据拟定重整计划草案提交人民法院依法审查批准。

2019 年最高人民法院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“《九民

纪要》”)第 115 条进一步规定,庭外重组协议的效力原则上在重整程序可以默认有效。

尽管有上述改革路径可供选择,国有企业在制定改革方案、选择改革路径时,还应当加强与当地人民政府及人民法院的沟通,争取当地人民政府在企业破产程序中积极发挥维护社会稳定、信用修复、企业注销等方面的沟通协调作用,确保改革方案的顺利推进和实施。

## 二、国有企业清算、关闭的特殊法律规定

### (一) 国有资产监督管理机构的监管职责

《公司法》第六十六条规定, **国有独资公司** 不设股东会,由国有资产监督管理机构行使股东会职权。国有资产监督管理机构可以授权公司董事会行使股东会的部分职权,决定公司的重大事项,但公司的合并、分立、**解散**、增加或者减少注册资本和发行公司债券,必须由国有资产监督管理机构决定;其中, **重要的国有独资公司** 合并、分立、**解散**、**申请破产的**, **应当由国有资产监督管理机构审核后,报本级人民政府批准**。

前款所称重要的国有独资公司,按照国务院的规定确定。

《企业国有资产法》第三十一条规定, **国有独资企业、国有独资公司** 合并、分立,增加或者减少注册资本,发行债券,分配利润,以及 **解散、申请破产**, **由履行出资人职责的机构决定**。

### (二) 听取工会、职工的意见和建议

《企业国有资产法》第三十七条规定,国家出资企业的合并、分立、改制、解散、申请破产等重大事项,应当听取企业工会的意见,并通过职工代表大会或者其他形式听取职工的意见和建议。

注意,此处“国家出资企业”包括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。(见《企业国有资产法》第五条)

### (三) 全民所有制企业的特殊规定

根据《全民所有制工业企业法》第十九条的规定,企业由于下列原因之一终止:

- (一) 违反法律、法规被责令撤销。
- (二) 政府主管部门依照法律、法规的规定决定解散。
- (三) 依法被宣告破产。
- (四) 其他原因。

可见,全民所有制企业的解散必须由政府主管部门依照法律、法规的规定做出决定。

### (四) 资产处置

《企业国有资产法》第四十七条规定,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、行政法规以及企业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。

综上，国有企业在进行解散或者申请破产前，还需要完成相关监管部门的审批手续，听取工会及职工的意见，并在资产处置前对公司资产进行评估。

### 三、股东的出资义务及法律责任

#### （一）债务人股东的出资义务加速到期

我国《破产法》第三十五条规定，人民法院受理破产申请后，债务人的出资人尚未完全履行出资义务的，管理人应当要求该出资人缴纳所认缴的出资，而不受出资期限的限制。这就是我们通常所说的“出资加速到期”的规定。

#### （二）债务人未履行出资义务的法律责任

根据《最高人民法院关于适用<中华人民共和国企业破产法>若干问题的规定（二）（2020修正）》第二十条的规定，管理人代表债务人提起诉讼，主张出资人向债务人依法缴付未履行的出资或者返还抽逃的出资本息，出资人以认缴出资尚未届至公司章程规定的缴纳期限或者违反出资义务已经超过诉讼时效为由抗辩的，人民法院不予支持。管理人依据公司法的相关规定代表债务人提起诉讼，主张公司的发起人和负有监督股东履行出资义务的董事、高级管理人员，或者协助抽逃出资的其他股东、董事、高级管理人员、实际控制人等，对股东违反出资义务或者抽逃出资承担相应责任，并将财产归入债务人财产的，人民法院应予支持。

可见，一旦进入破产程序，管理人将对债务人股东的出资义务进行全面清理与核查，对未履行出资义务、抽逃出资等情况依法追缴出资并依法主张包括股东、发起人、实际控制人以及负有监督股东履行出资义务的董事、高级管理人员的相关责任。

#### （三）怠于清算/妨害清算的法律责任

##### 1. 怠于清算造成公司财产损失的民事赔偿责任

《公司法解释（二）》第十八条第一款规定，**有限责任公司的股东、股份有限公司的董事和控股股东**未在法定期限内成立清算组开始清算，导致公司财产贬值、流失、毁损或者灭失，债权人主张其在造成损失范围内对公司债务承担**赔偿责任**的，人民法院应依法予以支持。

《公司法解释（二）》第十八条第三款规定，上述情形系**实际控制人**原因造成，债权人主张实际控制人对公司债务承担相应民事责任的，人民法院应依法予以支持。

##### 2. 怠于清算导致公司无法进行清算的连带清偿责任

《公司法解释（二）》第十八条第二款规定，**有限责任公司的股东、股份有限公司的董事和控股股东**因怠于履行义务，导致公司主要财产、账册、重要文件等灭失，无法进行清算，债权人主张其对公司债务承担**连带清偿责任**的，人民法院应依法予以支持。

《公司法解释（二）》第十八条第三款规定，上述情形系**实际控制人**原因造成，债权人主张实际控制人对公司债务承担相应民事责任的，人民法院应依法予以支持。

此外，《强清纪要》第29条也作出了类似的规定，债权人申请强制清算，人民法院以无法清算或者无法全面清算为由裁定终结强制清算程序的，应当在终结裁定中载明，债权人可以另行依据《公司法解释（二）》第十八条的规定，要求被申请人的股东、董事、实际控制人等清算义务人对其债务承担偿还责任。

### 3. 刑事责任

《刑法》第一百六十二条：**【妨害清算罪】**公司、企业进行清算时，隐匿财产，对资产负债表或者财产清单作虚伪记载或者在未清偿债务前分配公司、企业财产，严重损害债权人或者其他利益的，对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处二万元以上二十万元以下罚金。

可见，有限责任公司的股东或者实际控制人、股份有限公司的董事和控股股东或者实际控制人怠于履行清算义务，导致债务人财产贬损或者导致相关清算资料灭失无法进行清算的，清算义务人将承担相应的赔偿责任或者连带清偿责任，构成妨害清算罪的，还将承担相应的刑事责任。

## ➤ 第十二章：国有企业出租划拨土地上建成房屋的合同效力认定

作者：黄琳紫 | 卓娅

因为历史和现实的原因，国有企业普遍存在出租其名下划拨土地上建成房屋给承租人，由后者用于商业经营的情形。近年来，新型冠状病毒肺炎疫情给租赁行业造成了严重负面影响，产生大量租赁合同纠纷，其中不乏涉及国有企业出租划拨土地上建成房屋合同纠纷。由于划拨土地的特殊性，司法实践中此类合同的效力问题往往成为案件的争议焦点。我们特从法律规定和实务案例等方面进行以下整理和分析，以供读者参考。

### 一、政策背景梳理

#### （一）《城镇国有土地使用权出让和转让暂行条例》

1990年5月19日，国务院以第55号令发布施行《城镇国有土地使用权出让和转让暂行条例》（以下简称“《暂行条例》”）。《暂行条例》第四十四条规定：“划拨土地使用权，除本条例第四十五条规定的情况外，不得转让、出租、抵押。”《暂行条例》第四十五条规定：“符合下列条件的，经市、县人民政府土地管理部门和房产管理部门批准，其划拨土地使用权和地上建筑物、其他附着物所有权可以转让、出租、抵押：（一）土地使用者为公司、企业、其他经济组织和个人；（二）领有国有土地使用证；（三）具有地上建筑物、其他附着物合法的产权证明；（四）签订土地使用权出让合同，向当地市、县人民政府补交土地使用权出让金或者以转让、出租、抵押所获收益抵交土地使用权出让金。”《暂行条例》第四十六条规定：“对未经批准擅自转让、出租、抵押划拨土地使用权的单位和个人，市、县人民政府土地管理部门应当没收其非法收入，并根据情节处以罚款。”2020年11月29日，国务院以第732号令发布施行《国务院关于修改和废止部分行政法规的决定》，对《暂行条例》进行修订，修订内容不涉及前述第四十四条、第四十五条和第四十六条。

根据《暂行条例》，划拨土地使用权人在“经市、县人民政府土地管理部门和房产管理部门批准”后，可将划拨土地上建成的地上建筑物出租给他人使用，但《暂行条例》未明确未经“市、县人民政府土地管理部门和房产管理部门批准”的出租合同是否有效。

#### （二）《中华人民共和国城市房地产管理法》

1995年1月1日，《中华人民共和国城市房地产管理法》（以下简称“《城市房地产管理法》”）施行。《城市房地产管理法》第五十五条规定：“以营利为目的，房屋所有权人将以划拨方式取得使用权的国有土地上建成的房屋出租的，应当将租金中所含土地收益上缴国

家。具体办法由国务院规定。”2007年8月30日，全国人民代表大会常务委员会发布《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国城市房地产管理法〉的决定》，对《城市房地产管理法》进行修订，修订内容不涉及前述第五十五条（修订后调整为第五十六条）。

与《暂行条例》相比，《城市房地产管理法》对划拨土地上建成房屋的出租未设定前置审批程序及租赁条件。

### （三）《关于执行〈城市房地产管理法〉和国务院 55 号令有关问题的批复》

1996年9月4日，国家土地管理局作出《关于执行〈城市房地产管理法〉和国务院 55 号令有关问题的批复》（国地批（1996）89号），明确：

1. 《城市房地产管理法》施行后，国务院 55 号令即《暂行条例》继续有效，《暂行条例》的规定与《城市房地产管理法》的规定相一致的，应结合起来执行；《城市房地产管理法》没有规定而《暂行条例》已有明确规定，应按《暂行条例》执行；《城市房地产管理法》虽有原则规定，但根据法律规定必须依照国务院规定执行的，在国务院新的规定出台之前，应按《暂行条例》或国务院其他有关规定执行；《暂行条例》有关条款与《城市房地产管理法》规定不一致的，应当依照《城市房地产管理法》的规定执行。
2. 根据《城市房地产管理法》第五十五条的规定，房屋所有权人以营利为目的，将以划拨方式取得使用权的国有土地上的房屋出租的，应当上缴租金中所含的土地收益，实施该条的具体办法由国务院制定。目前，国务院尚未制定具体办法，应暂按《暂行条例》第四十四、四十五条的规定执行。国务院有关实施第五十五条的具体办法出台后，按该办法执行。当事人未经批准，擅自将划拨土地使用权连同地上建筑物出租的，应当认定其租赁行为违反《暂行条例》第四十四、四十五条的规定，应按照《暂行条例》第四十六条的规定给予行政处罚。

## 二、合同效力审查标准

1999年10月1日施行的《中华人民共和国合同法》（以下简称“《合同法》”）第五十二条采用列举方式规定了合同无效的五种情形，其中第五项规定“违反法律、行政法规的强制性规定”的合同无效。由于“强制性规定”这一概念较为抽象和原则，实践中强制性规定较多，为避免出现随意引用强制性规范否定合同效力导致大量合同被宣告无效的情形，贯彻合同法鼓励交易的基本原则，最高人民法院发布了《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）》，其中第十四条明确《合同法》第五十二条第（五）项“强制性规定”是指“效力性强制性规定”。

2017年10月1日施行的《中华人民共和国民法总则》第一百五十三条第一款规定：“违反法律、行政法规的强制性规定的民事法律行为无效，但是该强制性规定不导致该民事

法律行为无效的除外。”

2019年11月8日，最高人民法院发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“九民纪要”），其中第30条要求“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”，并列举“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”应当认定为“效力性强制性规定”，“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’”。还有学者提出了以下区分效力性强制规定与管理性强制规定判断标准：1、法律法规明确规定违反强制性规定将导致合同无效或不成立的，该规定属于效力规范；2、法律法规未明确规定违反强制性规定的法律后果的，但违反该规定将导致违背公序良俗的，也可认定该规范系效力性规范；3、违反该规定以后若使合同继续有效将损害国家利益和社会公共利益，也应当认为该规范属于效力规范；4、根据以上标准难以判断强制性规范的性质时，根据鼓励交易的原则，不应当当然认定其为效力性规范。司法实践中，有不少案例采纳上述观点。

2021年1月1日施行的《中华人民共和国民法典》第一百五十三条第一款规定：“违反法律、行政法规的强制性规定的民事法律行为无效。但是，该强制性规定不导致该民事法律行为无效的除外。”

### 三、司法实践情况

关于《暂行条例》第四十四、四十五条、《房地产管理法》第五十六条关于出租划拨土地上建成房屋取得主管部门审批或上缴土地收益的规定，是否影响此类租赁合同的效力，目前法律层面尚无明确规定。各级人民法院在司法实践中针对这一问题没有基本统一的裁判依据、尺度和标准，审查认定和判决结果各有不同，主要观点梳理如下：

#### （一）以《城市房地产管理法》为裁判依据，认定合同有效

因《城市房地产管理法》系全国人民代表大会常务委员会通过的法律，《暂行条例》为国务院颁布的行政法规，部分此类案件中，法院优先适用《城市房地产管理法》，如最高人民法院在2013民申字第1249号案中，认为根据《城市房地产管理法》第五十六条之规定，以营利为目的，房屋所有权人将以划拨方式取得使用权的国有土地上建成的房屋出租的，应当将租金中所含土地收益上缴国家。可见，法律并未禁止将划拨土地上的建筑物出租，只是须将租金中土地收益金部分上缴国家；该案中，出租人提交了当地国土资源与房产管

理局出具的房屋租赁收益金、房租专用票据，证明出租人已就案涉租赁物向国家缴纳土地收益金，可以认为，案涉建筑物出租的情况已得到土地与房管部门确认，并未被政府有关部门禁止。

## （二）以《暂行条例》为裁判依据，存在不同认定

1. 认为《暂行条例》第四十四、四十五条属于“效力性强制规定”，因未办理相关审批程序而认定租赁合同无效。

考虑到划拨土地无偿获取的特性，部分案件中法院认为《暂行条例》第四十四、四十五条规定出租划拨土地地上建筑物的前置审批程序和出租条件旨在保护国家利益和社会公共利益，属于“效力性强制规定”，进而认定未办理相关审批程序的租赁合同无效<sup>53</sup>。

2. 认为《暂行条例》第四十四、四十五条属于“管理性强制规定”，不能依此认定此类租赁合同无效。

部分案件中法院认为《暂行条例》旨在加强对国有土地使用权的行政管理，未明确未经批准将导致租赁合同无效，且《暂行条例》第四十六条同时对出租人未经批准出租划拨土地规定了没收收入、罚款等处罚措施，足以对可能造成的国家利益和公共利益进行救济，因此，《暂行条例》并非效力性强制规范，不能依此认定相关租赁合同无效<sup>54</sup>。

3. 认为违反《暂行条例》第四十四、四十五条损害国家利益或社会公共利益，从而认定此类租赁合同无效。

部分案件中法院理解《暂行条例》明确规定出租划拨土地地上建筑物使用权的前提和要求是为保护国家利益和社会公共利益，认为租赁合同双方不按规定办理登记审批手续，其目的是逃避向国家交纳土地出让金及房地产税，实质是损害国家利益，进而认定相关租赁合同无效<sup>55</sup>。

## （三）其他情况

《中华人民共和国土地管理法》第四条第 4 款规定“使用土地的单位和个人必须严格按照土地利用总体规划确定的用途使用土地”，第二十五条第 1 款规定“经批准的土地利用总体规划的修改，须经原批准机关批准；未经批准，不得改变土地利用总体规划确定的土地用途。”基于上述规定，对于出租后严重改变土地用途且未依法获得批准机关审批同意的行为，司法实践中有法院认为其违反了必须前述按规划用途使用土地的强制性规定，属违法行为，无论出租人是否按《房地产管理法》将租金中所含土地收益部分上交国家，均不能使相关租赁合同合法有效<sup>56</sup>。

<sup>53</sup> 参见最高人民法院（2018）最高法民申 4113 号案。

<sup>54</sup> 参见最高人民法院（2013）民申字第 244 号案、最高人民法院（2015）民申字第 1860 号案。

<sup>55</sup> 参见天津市第一中级人民法院（2013）一中民四终字第 0311 号案。

<sup>56</sup> 参见最高人民法院（2001）民一终字第 73 号案。

通过梳理近年来裁判文书，笔者注意到在《九民纪要》明确法院在审理合同纠纷案件时，“坚持鼓励交易原则，充分尊重当事人的意思自治”，“依法审慎认定合同效力”后，法院在审理涉及租赁土地上房屋租赁合同纠纷时更多的倾向于认可此类合同不违反法律、行政法规强制性约定，但仍存在判决合同无效的可能。笔者建议在处理划拨土地上建造房屋租赁事宜时，作为国有企业的出租方应按照《暂行条例》及《城市房地产管理法》的规定，完成前置审批手续，向主管部门补交土地使用权出让金或者以出租所获收益抵交土地使用权出让金，避免受到行政处罚和/或承担民事赔偿责任。

## 第十三章：国有企业经营者集中实务的常见误区与合规要点

作者：刘淑珺 | 赵兰学

2022年6月24日，全国人大常委会通过了《关于修改〈中华人民共和国反垄断法〉的决定》（以下简称“**新反垄断法**”），这是对2007年8月30日公布、自2008年8月1日起施行的《反垄断法》（以下简称“**2008年反垄断法**”）的首次修订。新反垄断法已于2022年8月1日起施行。

作为本次修法的重点内容之一，新反垄断法大幅强化了对违法实施经营者集中<sup>57</sup>的罚则，罚款上限由原来的50万元修改为“具有或者可能具有排除、限制竞争效果的情况下为上一年度销售额的10%，不具有排除、限制竞争效果的情况下为500万元”，并且，“情节特别严重、影响特别恶劣、造成特别严重后果的，可以在前述罚款数额的二倍以上五倍以下确定具体罚款数额”，极大地提高了经营者违法实施经营者集中的成本。

此外，新反垄断法公布以后，国家市场监督管理总局（以下简称“**市场监管总局**”）在《国务院关于经营者集中申报标准的规定》（最新修改后自2018年9月18日起施行，以下简称“**《申报标准规定》**”）以及《经营者集中审查暂行规定》（最新修改后自2022年5月1日起施行，以下简称“**《审查暂行规定》**”）的基础上，于2022年6月27日公布了《国务院关于经营者集中申报标准的规定（修订草案征求意见稿）》（以下简称“**《申报标准规定征求意见稿》**”）以及《经营者集中审查规定（征求意见稿）》（以下简称“**《审查规定征求意见稿》**”），这两部配套新规同样有望于近期正式出台。<sup>58</sup>

现阶段，国有企业对于经营者集中合规的重视程度越来越高。根据国家反垄断局编制的《中国反垄断执法年度报告（2021）》所披露的统计数据，2021年市场监管总局共审结经营者集中案件727件，其中国有企业参与的集中案件155件，同比增长5%。此外，从我们办理经营者集中申报案件的日常工作情况来看，近年来，来自国有企业的经营者集中申报必要性咨询及国有企业参与的经营者集中申报案件数量所占比例也整体呈上升趋势。但是，在办理案件的过程中我们也注意到，仍有不少国有企业对于经营者集中合规的重要性认识不足。

实际上，我国反垄断执法机构公布的首批违法实施经营者集中案件中，就有国有企业受到了处罚。在2020年12月市场监管总局开始批量公布互联网平台企业违法实施经营者

<sup>57</sup> 反垄断法所规制的违法实施经营者集中，包括未依法申报违法实施经营者集中、申报后未经批准而实施经营者集中、违反附条件批准决定中附加的限制性条件、违反禁止经营者集中的决定。截至目前，除了违反禁止经营者集中的决定外，前述所列的各种违法实施经营者集中行为，已积累了相当数量的处罚案例。

<sup>58</sup> 截至本文写作完成的2022年8月16日前，尚未正式出台。

集中案件以前，国务院反垄断执法机构（包括反垄断执法机构整合以前的商务部以及现在的市场监管总局）一共公布了 62 件违法实施经营者集中案件，国有企业被处罚的案件一共有 26 件<sup>59</sup>，被处罚的企业既包括央企下属企业，也包括地方国有企业。

自市场监管总局开始批量公布互联网平台企业违法实施经营者集中案件开始，同样有不少国有企业因为违法实施经营者集中而被处罚。众所周知，目前互联网平台企业是反垄断执法机构的执法重点之一，但是，需要提请注意的是，反垄断执法机构从未因关注互联网平台企业而放松对其他经营者违法实施经营者集中案件的查处。实际上，无论企业的性质如何，反垄断执法机构对于违法实施经营者集中案件的查处力度都在进一步强化。

有鉴于此，以本次反垄断法修订以及配套新规的公开征求意见为契机，本文基于对国务院反垄断执法机构已公布的违法实施经营者集中案件及已批准的经营者集中申报案件的分析，并结合我们以往代表企业处理申报案件和应对涉嫌违法实施经营者集中调查案件的经验，列举企业（包括国有企业在内）对于经营者集中申报的常见误区并进行澄清，在此基础上对国有企业经营者集中合规工作提出合理化建议。

## 一、企业对于经营者集中申报的常见误区及澄清

### （一）误区 1：以下这些交易不需要申报？

实践中，有不少企业（包括国有企业）认为相关交易存在以下情形的，就无需进行经营者集中申报：

- 交易后仅占少数股权；
- 仅涉及原股东退出的交易；
- 股权无变更，只是合同安排；
- 不是并购，只是设立合营企业；
- 并非同业竞争者之间的交易；
- 不涉及上下游关系的经营者之间的交易；
- 纯中国境外交易；
- 仅从公司本身的财务报表来看，中国境内营业额不超过 4 亿元人民币；
- 交易各方的市场份额都很低；
- 交易涉及的是各方从未开展过的业务；
- 交易后目标公司暂时不会实际开展业务；

---

<sup>59</sup> 在此需要说明的是，要判断某一企业是否属于国有企业，首先涉及到国有企业的认定标准问题，其次还需要掌握相关企业的诸多具体信息。本文对于相关经营者集中案件（包括违法实施经营者集中案件以及已批准的经营者集中申报案件）中国有企业的判断，是基于国务院反垄断执法机构所披露的信息以及我们通过公开渠道所查询的信息等有限信息而作出的判断。

- 关联公司之间的交易；
- 和国有企业开展的交易；
- 和基金开展的交易。

然而，按照反垄断相关法律法规的要求，即使存在上述情形，尚无法直接得出无需进行经营者集中申报的结论。实际上，任何交易只要符合以下3项条件，那么就需要进行经营者集中申报。

条件1：该项交易构成中国反垄断法上的经营者集中；

条件2：该项经营者集中达到了申报标准；

条件3：该项经营者集中不属于可以依法豁免申报的情形。

### 1. 条件1：该项交易构成中国反垄断法上的经营者集中

根据新反垄断法第25条<sup>60</sup>的规定，经营者集中是指下列情形：

- 经营者合并；
- 经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权；
- 经营者通过合同等方式取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响。

另外，根据市场监管总局公布的《关于经营者集中申报的指导意见》（最新修改后自2018年9月29日起施行，以下简称“《指导意见》”）第4条的规定，对于新设合营企业，如果至少有两个经营者共同控制该合营企业，则构成经营者集中；如果仅有一个经营者单独控制该合营企业，其他的经营者没有控制权，则不构成经营者集中。

由以上规定可以看出，经营者通过交易取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响（控制权和决定性影响以下统称为“**控制权**”），是判断一项交易是否构成经营者集中的核心要素。

因此，判断一项交易是否构成经营者集中，既不取决于交易的形式（目前为止公布的违法实施经营者集中案件涵盖了多种交易形式，如合并、新设合营企业、股权收购、增资、股权无偿划转、通过合同取得控制权），也不取决于交易方的性质（如基金、国有企业）、交易方之间的业务关系（如有无竞争关系、有无上下游关系）、交易发生的地点（如在中国境外发生）、交易方的市场力量、交易方开展业务的情况以及目标公司将来的业务计划等因素。

经营者集中所指的“控制权”，不同于公司法项下的“控制权”概念，也不能简单等同于财务处理上的“并表”，至少需要注意以下几点：

<sup>60</sup> 2008年反垄断法第20条与新反垄断法第25条的内容相同。

### （1）控制权包括共同控制权和单独控制权

根据《指导意见》第3条第1款，经营者集中所指的控制权包括单独控制权和共同控制权。国务院反垄断执法机构公布的违法实施经营者集中案件中存在大量的新设合营企业的交易（如前所述，就新设合营企业的交易而言，至少有两个经营者共同控制该合营企业，即合营企业至少有两个共同控制方，则构成经营者集中）、以及取得既存企业共同控制权的交易，也充分证明了仅取得共同控制权的交易，同样属于经营者集中。

### （2）仅持有少数股权也可能取得控制权

根据《指导意见》第3条第2款，判断经营者是否通过交易取得对其他经营者的控制权，“取决于大量法律和事实因素”。<sup>61</sup>从实务经验来看，如果通过交易取得其他经营者超过50%的有表决权的股份或资产，或者虽然是取得少于50%的有表决权的股份或资产，但对其他经营者的高级管理人员任免、财务预算、经营计划等重要的经营管理事项具有决定权或否决权，<sup>62</sup>则很有可能被市场监管总局认定为通过交易“取得控制权”。尤其需要注意的是，仅取得少数股权并不意味着未取得控制权。例如，在国市监处（2021）51号新设合营企业案中，其中的一个合营方仅持有合营企业3.23%的股权，但仍然被市场监管总局认定为取得了合营企业的控制权，属于经营者集中，最终被市场监管总局顶格处以50万元罚款。

### （3）对“取得控制权”的情形应作广义的理解

不仅包括某个经营者通过某项交易新取得对其他经营者的控制权，通过某项交易强化对其他经营者的控制权的情形也可能被视为“取得控制权”（从某种意义上，这种情形也可以称为新取得了“部分”控制权）。

例如，在商法函[2018]33号股权收购案中，A公司拟收购处于A公司与B公司共同控制之下的3家公司的部分股权。交易前，3家目标公司均由A公司及B公司以45:55股权比例共同控制，A公司拟收购B公司持有的3家目标公司各55%股权。交易后，A公司分别持有3家目标公司100%股权。即，通过本交易，A公司对于3家目标公司的共同控制权强

<sup>61</sup> 《指导意见》第3条第2款 判断经营者是否通过交易取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响（控制权和决定性影响以下统称为“控制权”），取决于大量法律和事实因素。集中协议和其他经营者的章程是重要判断依据，但不是唯一的依据。虽然从集中协议和章程中无法判断取得控制权，但由于其他股权分散等原因，实际上赋予了该经营者事实上的控制权，也属于经营者集中所指的控制权取得。判断经营者是否通过交易取得对其他经营者的控制权，通常考虑包括但不限于下列因素：

- （1）交易的目的和未来的计划；
- （2）交易前后其他经营者的股权结构及其变化；
- （3）其他经营者股东大会的表决事项及其表决机制，以及其历史出席率和表决情况；
- （4）其他经营者董事会或监事会的组成及其表决机制；
- （5）其他经营者高级管理人员的任免等；
- （6）其他经营者股东、董事之间的关系，是否存在委托行使投票权、一致行动人等；
- （7）该经营者与其他经营者是否存在重大商业关系、合作协议等。

<sup>62</sup> 《审查规定征求意见稿》第4条第1款 确定经营者拥有对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响，应当考虑经营者直接或间接持有其他经营者的表决权或类似权益的情况，以及对其他经营者高级管理人员任免、财务预算、经营计划等经营决策和管理的影响。

化为单独控制权。最终，A 公司被商务部处以 30 万元罚款。该案件也说明了，仅有原股东退出的案件仍有可能触发经营者集中申报义务。<sup>63</sup>

## 2. 条件 2：该项经营者集中达到了申报标准

### (1) 现行申报标准

根据《申报标准规定》，参与集中的经营者的营业额满足下列标准之一的，经营者应当事先申报，未申报的不得实施集中：

- 标准一：参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过 100 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币；
- 标准二：参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过 20 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币。

需要注意的是，计算营业额时的“经营者”并非指单体企业，而是指其所属的整个集团。根据《审查暂行规定》第 8 条的规定<sup>64</sup>，参与集中的经营者的营业额，应当为该经营者以及申报时与该经营者存在直接或者间接控制关系的所有经营者的营业额总和，但是不包括上述经营者之间的营业额。用通俗的话来讲，参与集中的经营者的营业额，是指该经营者的最终控制人及其所控制的所有经营者的营业额总和。

我国反垄断相关法律法规中并未对“最终控制人”进行明确的定义，但根据我们的实务经验，如果经营者 A 直接或间接控制经营者 B，且没有任何经营者能够控制经营者 A 时，则经营者 A 属于经营者 B 在反垄断法意义上的最终控制人。另外需要注意的是，国务院国资委、地方国资委或者其他履行出资人职责的政府部门不属于反垄断法意义上的“经营者”<sup>65</sup>。

<sup>63</sup> 根据《审查暂行规定》第 17 条的规定，“由两个以上经营者共同控制的合营企业，通过集中被其中一个或者一个以上经营者控制的”属于可以作为简易案件进行经营者集中申报的情形（《审查规定征求意见稿》第 19 条中也有同样的规定。不过需要注意的是，根据《审查暂行规定》第 18 条以及《审查规定征求意见稿》第 20 条，由两个以上经营者共同控制的合营企业，通过集中被其中的一个经营者控制，该经营者与合营企业属于同一相关市场的竞争者，且市场份额之和大于 15% 的，不应视为简易案件。），这也从侧面反映了仅有原股东退出的交易也有可能触发经营者集中申报义务。

<sup>64</sup> 《审查暂行规定》第 8 条 参与集中的经营者的营业额，应当为该经营者以及申报时与该经营者存在直接或者间接控制关系的所有经营者的营业额总和，但是不包括上述经营者之间的营业额。

经营者取得其他经营者的组成部分时，出让方不再对该组成部分拥有控制权或者不能施加决定性影响的，目标经营者的营业额仅包括该组成部分的营业额。

参与集中的经营者之间或者参与集中的经营者和未参与集中的经营者之间有共同控制的其他经营者时，参与集中的经营者的营业额应当包括被共同控制的经营者与第三方经营者之间的营业额，且此营业额只计算一次。

金融业经营者营业额的计算，按照金融业经营者集中申报营业额计算相关规定执行。

<sup>65</sup> 新反垄断法第 15 条第 1 款 本法所称经营者，是指从事商品生产、经营或者提供服务的自然人、法人和非法人组织。

综上所述，当经营者进行有关交易时，不能因为公司本身的上一会计年度财报所显示的中国境内营业额不超过4亿元人民币，就直接得出相关交易不需要进行经营者集中申报的结论。对于大型国有企业的下属公司在进行相关交易时，尤其需要注意这一点。

## （2）《申报标准规定征求意见稿》拟调整申报标准

关于现行的以营业额为门槛的申报标准，为了与我国现行的经济发展水平相适应，降低企业的制度性交易成本，《申报标准规定征求意见稿》第3条拟上调营业额门槛，即参与集中的经营者的营业额满足下列标准之一的，经营者应当事先申报，未申报的不得实施集中：

- 标准一：参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过120亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过8亿元人民币；
- 标准二：参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过40亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过8亿元人民币。

此外，为了对超大规模企业收购初创型企业这种可能“扼杀”市场竞争的交易进行事先规制，《申报标准规定征求意见稿》第4条拟创设一项新的“营业额+市场/估值”的申报标准。具体而言，即使一项交易不满足《申报标准规定征求意见稿》第3条规定的任何一项申报标准，但如果同时满足了以下条件，仍需要事先向市场监管总局进行申报：（1）其中一个参与集中的经营者上一会计年度在中国境内的营业额超过1000亿元人民币；（2）参与合并的另外一个经营者（指合并方式的经营者集中）或者被取得控制权的经营者（指合并方式以外的经营者集中）的市值（或估值）不低于8亿元人民币，并且上一会计年度在中国境内的营业额占其在全球范围内的营业额比例超过1/3。但该条并未就计算市值（或估值）的具体时间点以及计算方法进行明确规定，仍有待后续进一步细化。

从上文可以看出，无论是现行的申报标准，还是《申报标准规定征求意见稿》拟采用的申报标准，均关注的是“参与集中的经营者”的营业额（拟采用的新申报标准还涉及市值或估值），因此如何界定“参与集中的经营者”就显得尤其重要。需要说明的是“参与集中的经营者”不等同于交易当事人，也不等同于申报义务人，其需要根据交易前后的控制权结构变化来进行具体判断。关于如何界定参与的经营者，市场监管总局发布的《经营者集中反垄断审查申报表》模板的脚注中存在相关说明，<sup>66</sup>此外《审查规定征求意见稿》拟通

<sup>66</sup> 《经营者集中反垄断审查申报表》脚注2 需根据经营者集中的具体情形界定参与集中的经营者。

一般而言，在经营者合并的情况下，无论是吸收合并还是新设合并，合并各方均为参与集中的经营者；在经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权的情况下，取得控制权的经营者和目标经营者为参与集中的经营者；在经营者通过合同等方式取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性

过部门规章就如何界定“参与集中的经营者”进行明确规定。<sup>67</sup>

### (3) 市场监管总局可以依法要求经营者就未达申报标准的经营者集中进行申报

根据新反垄断法第 26 条第 2 款及第 3 款的规定，经营者集中未达到国务院规定的申报标准，但有证据证明该经营者集中具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，国务院反垄断执法机构可以要求经营者申报；经营者未按照该要求进行申报的，国务院反垄断执法机构应当依法进行调查。

### 3. 条件 3：该项经营者集中不具有法定豁免事由

根据新反垄断法第 27 条<sup>68</sup>的规定，经营者集中有下列情形之一的，可以不向国务院反垄断执法机构申报：

- 参与集中的一个经营者拥有其他每个经营者 50%以上有表决权的股份或者资产的；
- 参与集中的每个经营者 50%以上有表决权的股份或者资产被同一个未参与集中的经营者拥有的。

需要注意的是，如前所述，由于国务院国资委、地方国资委或者其他履行出资人职责的政府部门不属于反垄断法意义上的“经营者”，因此不能仅仅因为参与集中的经营者均由同一个国资委或其他政府部门直接或间接控股就认为可以豁免经营者集中申报。

此外，对于上述豁免条款的具体运用，仍然存在一定的争议和不明确之处。比如，上述第 1 项豁免理由“参与集中的一个经营者拥有其他每个经营者……”的“其他每个经营者”是指其他每个参与集中的经营者、还是需要扩大到其他每个参与交易的经营者？两项豁免理由中的“参与集中的经营者”（尤其是在涉及共同控制的合营企业的情况下）指的是直接参与交易的主体，还是需要穿透考虑其最终控制人的表决权情况？关于这些问题，实

---

影响的情况下，取得控制权或能够施加决定性影响的经营者和目标经营者为参与集中的经营者。如集中后两个以上经营者对目标经营者有控制权或者能够施加决定性影响，则上述两个以上经营者均为参与集中的经营者。

尽管有上述说明，在新设合营企业的情况下，合营企业的共同控制方均为参与集中的经营者，合营企业本身不是参与集中的经营者。在既存企业的基础上通过交易形成合营企业的，如既存企业本身为合营企业，既存企业和交易后所有对其有控制权或者能够施加决定性影响的经营者均为参与集中的经营者。如既存企业在交易前由一个经营者单独控制，交易后所有有控制权或者能够施加决定性影响的经营者为参与集中的经营者；如交易前的单独控制方交易后仍拥有控制权或者能够施加决定性影响，既存企业不是参与集中的经营者；交易前单独控制方交易后不再拥有控制权或者能够施加决定性影响的，既存企业是参与集中的经营者。

<sup>67</sup> 《审查规定征求意见稿》第 9 条 本规定所称参与集中的经营者是指下列经营者：

- (1) 经营者合并的，合并各方为参与集中的经营者。
- (2) 经营者取得对其他经营者的单独控制，或者对其他经营者由共同控制变为单独控制的，取得单独控制的经营者和其他经营者为参与集中的经营者。
- (3) 经营者取得对其他经营者的共同控制，交易后共同控制该其他经营者的所有经营者和其他经营者均为参与集中的经营者。但其他经营者原由一个经营者单独控制，交易后此经营者对其他经营者由单独控制转变为共同控制的，交易后共同控制其他经营者的所有经营者为参与集中的经营者，其他经营者不是参与集中的经营者。
- (4) 经营者新设合营企业的，共同控制新设合营企业的经营者为参与集中的经营者，新设合营企业不是参与集中的经营者。
- (5) 经营者能够对其他经营者施加决定性影响的，该经营者和其他经营者为参与集中的经营者。

<sup>68</sup> 2008 年反垄断法第 22 条与新反垄断法第 27 条的内容相同。

务中尽管已经有较多的讨论，但目前仍存在一定的争议和不明确之处。由于符合豁免条件的经营者集中无需进行申报，目前尚未见到被市场监管总局直接明确认可因符合豁免条件而免于经营者集中申报的公开案例。因此，即使是发生在关联企业之间的交易或者是俗称的宽泛意义上的“集团内重组”，能否适用豁免条款免于经营者集中申报，也建议予以慎重研判，在必要时建议寻求专业反垄断律师的意见或者向市场监管总局申请事先商谈。

#### 4. 重要问题：谁是申报义务人？

根据《审查暂行规定》，通过合并方式实施的经营者集中，合并各方均为申报义务人；其他情形的经营者集中，取得控制权或能够施加决定性影响的经营者为申报义务人，其他经营者予以配合。同一项经营者集中有多个申报义务人的，可以委托一个申报义务人申报。被委托的申报义务人未申报的，其他申报义务人不能免除申报义务。申报义务人未申报的，其他参与集中的经营者可以提出申报。

#### （二）误区 2：经营者集中申报案件的审查时间过长

实践中，有不少企业抱有经营者集中申报案件审查时间过长的印象，从而担心经营者集中申报会拖慢整个交易的进程。但实际上这是一种错误的印象。

诚然，从法条规定来看，新反垄断法对于经营者集中申报案件的立案并无法定期限要求，正式审查第一阶段法定期限为 30 日，正式审查第二阶段（即进一步审查阶段）的法定期限为 90 日，并且符合法定情形的，第二阶段审查期限可以最多再延长 60 日。

但实际上，市场监管总局对于经营者集中案件的审查效率较高且逐年提升。经营者集中简易案件审查程序自 2014 年推行以来，统计数据显示，同期申报案件的大约七八成案件可以适用简易程序进行申报。另外，从目前的实务经验来看，一般来说，就简易案件而言，立案通常仅需要 3-4 周甚至更短，立案后通常在正式审查第一阶段（即 30 日）审结（其中有多数案件在法定的 10 天公示期结束后一周内即审结）。就普通案件而言，立案通常需要 4-6 周甚至也可能更短，立案后，无特殊竞争关注的一般可在正式审查第二阶段的早期即审结，即 45-60 天左右。根据市场监管总局反垄断局发布的《中国反垄断年度执法报告（2020）》所披露的统计数据，2020 年经营者集中申报案件的立案和审结平均用时分别为 17.8 个自然日和 24.2 个自然日。从申报实务角度来说，申报方可以通过更详尽、专业地准备申报资料从而尽量减少补充问题，在收到市场监管总局补充问题后快速、有效地回应关切问题，或者在有需要时通过向市场监管总局申请事先商谈等多种方式来尽可能缩短后续的审查日程。

值得注意的是，新反垄断法引入了“停钟”制度，<sup>69</sup>即在一定情形下经营者集中审查的

<sup>69</sup> 新反垄断法第 32 条 有下列情形之一的，国务院反垄断执法机构可以决定中止计算经营者集中的审查期限，并书面通知经营者：

（1）经营者未按照规定提交文件、资料，导致审查工作无法进行；

期限可以中止计算。然而，由于该制度具有较为明确的适用条件，且市场监管总局对于申报案件的审查效率高度重视，预计该制度运用于简易案件的可能性很低，可能仅仅运用于部分出现法定情形的普通案件，因此就绝大多数申报案件而言，无需过多担心停钟制度会造成获批期限的拖延。

此外，根据新反垄断法第 37 条的规定，国务院反垄断执法机构应当健全经营者集中分类分级审查制度，提高审查质量和效率。市场监管总局于 2022 年 7 月 15 日发布公告，试点委托北京、上海、广东、重庆、陕西等 5 个省（直辖市）市场监督管理部门于 2022 年 8 月 1 日起实施部分经营者集中简易案件的反垄断审查。这进一步扩充了经营者集中的审查力量，将有助于经营者集中案件审查效率的进一步提升。

与经营者集中申报案件的审查相比，就违法实施经营者集中案件的查处而言，根据《审查暂行规定》，市场监管总局对案件立案后的审查分为两个阶段，前一个阶段用于判断是否属于违法实施经营者集中案件，后一个阶段用于评估被调查的交易是否具有或者可能具有排除、限制竞争效果。两个阶段分别的法定审查最长期限为 60 天和 150 天，合计为 210 天。此外，市场监管总局在作出行政处罚决定前，还会将作出行政处罚决定的事实、理由和依据告知被调查的经营者。被调查的经营者应当在市场监管总局规定的期限内提交书面意见。根据我们对 2020 年-2022 年 7 月期间市场监管总局公布的违法实施经营者集中案件的统计分析，这些案件的平均结案日数（从立案日到处处罚决定作出日）约为 155 日。

为应对市场监管总局对于涉嫌违法实施经营者集中案件的调查，将会耗费涉案企业更多的时间和费用成本。此外，如果交易在实施完成以前被市场监管总局发现属于应当进行申报的交易，经营者应暂停实施集中，这种情况将会严重影响交易日程。

### （三）误区 3：违法实施经营者集中最多被处以少量罚款，“先上车后补票”影响不大

由于 2008 年反垄断法规定了违法实施经营者集中的罚款上限为 50 万元，现阶段，仍存在不少企业误认为违法实施经营者集中最多被处以 50 万元罚款，甚至参考以往案例认为只要交易完成后主动补报最多也就被处以 35 万元以下罚款。但需要注意的是，新反垄断法对于违法实施经营者集中的罚款力度大幅提升。具体而言，根据新反垄断法第 58 条，具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，处上一年度销售额 10% 的罚款；不具有排除、限制竞争效果的，处 500 万元以下罚款。此外，根据该法第 63 条，如果违法实施经营者集中，情节特别严重、影响特别恶劣、造成特别严重后果的，市场监管总局可以在前述罚款数额的二倍以上五倍以下确定具体罚款数额。因此从理论上而言，违法实施经营者集中的罚款金额最高可达经营者上一年度销售额的 50%。

(2) 出现对经营者集中审查具有重大影响的新情况、新事实，不经核实将导致审查工作无法进行；

(3) 需要对经营者集中附加的限制性条件进一步评估，且经营者提出中止请求。自中止计算审查期限的情形消除之日起，审查期限继续计算，国务院反垄断执法机构应当书面通知经营者。

此外，违法实施经营者集中对企业造成的不利后果远不止于罚款。除了罚款外，可能会引发以下不利后果：

### **1. 有可能被责令恢复到集中前的状态**

根据新反垄断法第 58 条，经营者违法实施经营者集中，且具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，国务院反垄断执法机构可以责令停止实施集中、限期处分股份或者资产、限期转让营业以及采取其他必要措施恢复到集中前的状态。

责令恢复到集中前的状态这一措施，在 2008 年反垄断法中已有规定，新反垄断法则进一步明确采取这一措施的前提为违法实施的经营者集中“具有或者可能具有排除、限制竞争效果”。在此前市场监管总局公布的某大型互联网平台企业收购某音乐类平台企业股权的国市监处〔2021〕67 号股权收购案中，就以该案件具有或者可能具有排除、限制竞争的效果为由，责令该大型互联网平台企业及其关联公司采取相关措施恢复相关市场的竞争状态。

### **2. 公布处罚决定将对企业的商誉造成不良影响**

市场监管总局会通过其官方网站向社会公布违法实施经营者集中案件的行政处罚决定，这将对被处罚企业的商誉、合规形象造成不利影响。

### **3. 应对调查将会耗费企业更多的时间和费用成本，并可能影响交易日程**

关于这一点，可参考前述“（二）误区二：审查时间过长”部分。此外，需要特别说明的是，如果被调查的企业或其所述集团正在谋求 IPO 或者系上市企业正在发行股份时，调查会对上述进程造成不良影响。

例如，某从事医疗服务的 A 公司及其关联企业收购某公司股权的商法函[2017]206 号股权收购案的处罚决定中提到，商务部对该案于 2016 年 7 月 25 日立案调查。A 公司系深交所 A 股上市企业——B 公司的子公司。在此之前，B 公司向中国证监会递交了发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易申请文件，并于 2016 年 7 月 22 日收到《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》，需要在 30 个工作日内向中国证监会提交书面回复意见。B 公司后于 2016 年 8 月 31 日向中国证监会提交了反馈意见延期回复的申请，申请延期至 2016 年 10 月 20 日前提交反馈意见的书面回复材料，后由于反垄断的调查工作还需要一定的审核时间，取得相关审核结果所需的时间将超过中国证监会反馈意见回复中规定的时间限制，因此于 2016 年 10 月 20 日向中国证监会申请暂时中止审查上述交易。直到 2017 年 4 月 28 日 A 公司收到《商务部行政处罚告知书》，且 A 公司出具了接受商务部行政处罚的函件后，B 公司才于 2017 年 5 月 2 日向中国证监会申请恢复对交易的审查；2017 年 6 月 13 年中国证监会出具了恢复审查通知书。

### **4. 对未来需要进行经营者集中申报产生潜在的不利影响**

在今后进行需要申报的经营者集中交易时，需要在申报表中主动填写近三年内在相关

市场实施经营者集中的情况以及关联实体等信息，因此，届时如果被发现之前存在违法实施经营者集中的情形，新的交易进程可能会受到比较大的影响。

#### **（四）误区 4：违法实施经营者集中的情形很常见，应该查不到我**

在实践中有不少企业存在侥幸心理，认为每年市场监管总局公布的经营者集中申报案件只有区区几百件，而实际上应当申报的交易数量应该远不止于此，市场监管总局应该查不到自己。但是，如前所述，市场监管总局对于违法实施经营者集中案件的查处力度进一步强化。此外，还需要关注以下几个方面：

##### **1. 违法实施经营者集中案件的查处力量有望进一步增强**

如前所述，由于部分省级市场监管部门开始接受市场监管总局的委托，对部分经营者集中简易案件进行反垄断审查，预计市场监管总局将有更多力量集中到对于违法实施经营者集中案件的查处上。

##### **2. 案件来源多样**

违法实施经营者集中的案件来源多样。举报，尤其是竞争对手的举报（例如，上文提到的某从事医疗服务的 A 公司及其关联企业收购某公司股权案即是被竞争对手实名举报）、了解内情的相关人员甚至是关注相关动态的专家及媒体，以及当事方的主动补报或主动咨询都可能成为反垄断执法机构的重要案件来源。此外，后续交易的经营者集中申报文件以及上市公司公告等也可能成为市场监管总局发现违法实施经营者集中案件的线索。

##### **3. 市场监管总局不存在选择性执法问题**

首先，如上所述，国务院反垄断执法机构已经查处了多件国有企业违法实施经营者集中案件，这显示了国务院反垄断执法机构在违法实施经营者集中案件的查处方面并未偏袒国有企业。其次，市场监管总局官员多次强调，反垄断执法机构对“国有企业、民营企业、内资企业和外资企业都一视同仁，平等对待、公平公正执法，保障各类市场主体公平参与市场竞争，不存在所谓的选择性执法问题”。<sup>70</sup>

#### **（五）误区 5：可以一边申报一边实施集中，或者来个“分步走”**

对于应当进行申报的经营者集中何时可以实施该项集中，时常有企业存在以下这样的疑问，“能否在向市场监管总局递交申报材料后获得批准前就实施集中（一边申报一边实施集中）”，或者“能否将交易分为几个步骤，并在申报前先实施其中的一部分（分步走）”。

关于实施经营者集中的正确时点，从反垄断法的相关规定来看，首先，在实施经营者

<sup>70</sup> 摘自中华人民共和国国务院新闻办公室网站文章《反垄断执法机构对内外资企业的执法一视同仁》，网址：<http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/37601/39282/zy39286/Document/1641632/1641632.htm>

集中以前，必须先进行申报；<sup>71</sup>其次，除非市场监管总局逾期作出审查决定，经营者也不得在市场监管总局作出审查决定以前实施集中。<sup>72</sup>简而言之，只有当市场监管总局做出审查批准决定后才能实施集中。否则就有可能构成“抢跑”（指经营者集中未获反垄断执法机构批准而部分或完全实施的行为）。

因此，“一边申报一边实施集中”将构成抢跑。<sup>73</sup>另外，关于“分步走”的问题，从国务院反垄断执法机构已公布的处罚决定来看，经营者不得在审查批准决定做出前实施集中，是指“不得开始实施集中”，而不是指“不得完成集中”，因此如果实施前面的步骤被认定为已经开始实施集中，则有可能被认为构成违法实施经营者集中。

以下将简要说明何为经营者集中的“实施”，以及如何理解分步骤交易中的抢跑。

### 1. 工商登记、交割或者工商登记前实际取得控制权都可能被认为是“实施”

就设立合营企业的处罚案件，通常将合营企业领取营业执照或合营企业成立视为经营者集中的“实施”。

就取得既存企业股权的处罚案件，如果目标公司位于境内，通常将股权变更登记视为经营者集中的“实施”，但在一部分处罚案件中，股权变更登记并非实施的唯一标志，交割<sup>74</sup>或者工商登记之前实际获得控制权<sup>75</sup>也可能被认为是“实施”；就大部分境外交易而言，则将股权的取得或股权变更登记作为实施的标志。

<sup>71</sup> 新反垄断法第 26 条 经营者集中达到国务院规定的申报标准的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中。

经营者集中未达到国务院规定的申报标准，但有证据证明该经营者集中具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，国务院反垄断执法机构可以要求经营者申报。

经营者未依照前两款规定进行申报的，国务院反垄断执法机构应当依法进行调查。

<sup>72</sup> 新反垄断法第 30 条 国务院反垄断执法机构应当自收到经营者提交的符合本法第 28 条规定的文件、资料之日起 30 日内，对申报的经营者集中进行初步审查，作出是否实施进一步审查的决定，并书面通知经营者。国务院反垄断执法机构作出决定前，经营者不得实施集中。

新反垄断法第 31 条 国务院反垄断执法机构决定实施进一步审查的，应当自决定之日起 90 日内审查完毕，作出是否禁止经营者集中的决定，并书面通知经营者。作出禁止经营者集中的决定，应当说明理由。审查期间，经营者不得实施集中。

有下列情形之一的，国务院反垄断执法机构经书面通知经营者，可以延长前款规定的审查期限，但最长不得超过 60 日：

- (1) 经营者同意延长审查期限的；
- (2) 经营者提交的文件、资料不准确，需要进一步核实的；
- (3) 经营者申报后有关情况发生重大变化的。

国务院反垄断执法机构逾期未作出决定的，经营者可以实施集中。

<sup>73</sup> 国市监处（2019）50 号股权收购案就是“一边申报一边实施集中”的典型案列。

A 公司作为深交所创业板上市公司，于 2019 年 3 月 30 日发布公告称，该公司收到其控股股东 B 公司通知，B 公司拟通过协议转让的方式将所持有的 A 公司 23.60% 的股份转让给 C 公司，并且明确提到了该次协议转让尚需通过市场监管总局对经营者集中申报的审查。并且，市场监管总局也于 2019 年 4 月 9 日公示了有关该交易的经营者集中简易案件公示表（公示期为 2019 年 4 月 9 日至 2019 年 4 月 18 日）。这说明交易方主动就该交易进行了经营者集中申报。然而，该交易涉及的股份于 2019 年 4 月 17 日就完成了过户登记手续。因此，市场监管总局以“在此之前未获得我局批准，违反《反垄断法》第 25 条，构成违法实施的经营者集中”为由，对新取得控制权的 C 公司进行了处罚。

<sup>74</sup> 在国市监处（2018）10 号股权收购案中，市场监管总局认为交割即是“实施”。

<sup>75</sup> 在商法函[2018]12 号股权收购案中，商务部认为股权变更登记和董事会部分改组以及登记和改组之前收购方取得目标公司经营管理权均应向其申报。

此外,《审查规定征求意见稿》拟对“实施集中”进行定义,即“是指取得对其他经营者的控制权、或者对其施加决定性影响的行为,包括但不限于完成股东或者权利变更登记、委派高级管理人员、实际参与经营决策和管理、与其他经营者交换敏感信息、实质性整合业务等。”

## 2. 分步骤交易中的“抢跑”问题

在商务部公布的商法函[2016]965号股权收购案、商法函[2017]171号股权收购案以及上文提到的某从事医疗服务的A公司及其关联企业收购某公司股权的商法函[2017]206号股权收购案中,均涉及到分步骤交易。在这三个案件中,商务部重点关注各交易步骤之间的关联程度、交易目的、控制权取得方是否为同一经营者及其关联方等因素。

以商法函[2017]171号股权收购案为例,处罚决定书显示,根据2016年9月29日并购双方(收购方A公司及出让方B公司)及关联企业签署的三份股权认购协议,收购分三个步骤:一是被收购方C公司向收购方A公司新发行50,000,000股普通股,约占被收购方C公司全部股权的16.5%,上述交易于2016年10月7日完成股权变更手续。二是被收购方C公司向收购方A公司新发行210,000,000股普通股,交易后收购方A公司将持有被收购方C公司50.7%的股份,计划交易时间为2017年3月31日。三是收购方A公司向出让方B公司购买其持有的252,356,839股被收购方C公司普通股,该收购完成后,收购方A公司将拥有被收购方C公司100%的股权,计划交易时间为2017年3月31日。商务部认为,收购方A公司收购被收购方C公司全部股权,是分步骤实施的一揽子交易,各项交易间相互依存,交易目的一致,且最终由同一经营者取得控制权,构成经营者集中。2016年10月7日,收购方A公司完成收购被收购方C公司16.5%的股权的交易并完成股权变更登记手续,在此之前未向商务部进行申报,构成违法实施经营者集中。即商务部认为,收购方A公司在进行申报之前完成第一个步骤的交易,已构成“抢跑”。

## 二、对国有企业经营者集中合规工作的建议

以上我们列举了企业(包括国有企业在内)对于经营者集中申报的常见误区并进行了澄清,在此基础上对国有企业经营者集中合规工作提出如下建议:

首先,建议企业在开展可能构成经营者集中的交易项目之前或者启动最初,就及早启动对经营者集中申报必要性(包括涉及哪些司法辖区、是否可以豁免、如申报需适用哪种程序、申报义务人是谁等)的分析评估工作。对于经常开展交易的企业来说,建议将“经营者集中申报及其他反垄断合规事项”明确列入项目启动时内部的“管理清单”或者“检查清单”,避免遗漏或者延误。如果需要进行经营者集中申报,相关交易方应将履行经营者集中申报程序所需的时间列入交易日程表中,并及早开展经营者集中申报的准备工作,以避免对交易日程造成拖延。如果涉及多个司法辖区的申报,建议通过外部专业反垄断律师

及早对各相关司法辖区的申报工作进行统筹安排。

其次，如果存在一旦构成经营者集中将会触发经营者集中申报义务的情况，在履行申报程序可能无法满足交易日程等特殊情况下，可以考虑通过调整相关经营者在目标公司治理方面的权利来避免触发经营者集中申报义务，“先上车后补票也无妨”甚至“先上车不补票”的侥幸心理不可取。

第三，如前所述，经营者集中未达到国务院规定的申报标准，但有证据证明该经营者集中具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，国务院反垄断执法机构可以要求经营者申报。经营者未按照该要求进行申报的，国务院反垄断执法机构应当依法进行调查。因此，即使经营者集中未达到国务院规定的申报标准，也建议事先对该等经营者集中（尤其是涉及初创企业、关注度较高的交易时）是否具有排除、限制竞争效果进行评估，以避免发生交易完成后被责令“恢复到集中前的状态”等不利后果，并可考虑在交易协议中增加相关条款。

此外，从统筹管理经营者集中反垄断合规工作的角度而言，需要高度注意，在经营者集中的过程中如果可能涉及竞争性敏感信息，有必要在交易项目启动时就对如何通过“清洁团队”（clean team）等方式来依法有效隔离竞争性敏感信息做出统筹安排（隔离的方法及具体负责人员、因为隔离处理而可能需要的工作时间、实施集中之后竞争性敏感信息的合规管理界限、是否需要签署专项协议进行明确约定等），避免在相关交易方之间交换竞争性敏感信息而构成违法实施经营者集中（即程序性的“抢跑”）以及诱发垄断协议等其他反垄断合规问题（即实体性的“抢跑”）的风险。

最后，建议密切关注《申报标准规定征求意见稿》《审查规定征求意见稿》等配套新规的动态，以精准把握经营者集中相关的合规性问题。

## 环球简介

环球律师事务所（“我们”）是中国改革开放后成立的第一家律师事务所，由中国国际贸易促进委员会在 1979 年设立。经过不懈地努力和发展，我们已成为中国律师业中优秀的大型综合性律师事务所之一。

**我们始终秉持简单、正直、阳光的价值观，以客户为中心，不懈地优化工作质量和协调沟通能力，高效和创造性地解决客户的法律问题。**

自成立伊始，我们即确立了“以国际化的视野、国际化的团队、国际化的质量服务于国内外客户”的宗旨，这使我们虽置身于多变的全球经济形势之中，却始终能够保持不变的业界领先地位。

我们的专业人士毕业于国内外一流的法学院，多数均拥有法学硕士及以上学历，同时也拥有出色的执业经历，许多曾供职于国内外一流律所、业界领先企业或政府和司法部门，其中很多还拥有美国、英国、澳大利亚、瑞士、新加坡、新西兰、香港等地的执业资格。

我们凭借精湛的法律知识、丰富的执业经验、高度的敬业精神以及良好的职业道德，向国内外客户展示和证明了我们的价值，同时也赢得了国内外客户的信赖。我们连续多年被包括《钱伯斯》《法律 500 强》《亚洲法律杂志》等众多的国内外权威法律评级机构评选为高度推荐的优秀中国律师事务所之一。

我们为境内外客户在广泛的业务领域提供了优质、高效的一站式法律服务。在未来的日子里，我们将凭借独特的优势，继续助力国内外客户取得更为持久和长远的成功。

## 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）

上海市徐汇区淮海中路 999 号环贸广场办公楼一期 35&36 层 邮编：200031

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

### 环球律师事务所（成都）

成都市高新区天府大道北段 966 号天府国际金融中心 11 号楼 37 层 邮编：610041

电话：(86 28) 8605 9898

传真：(86 28) 8313 5533

电邮：chengdu@glo.com.cn

