



中倫研究院出品

SPECIAL  
REPORT

# 國企 央企 混改



中倫律師事務所  
ZHONG LUN LAW FIRM

# 目录

CONTENTS

第三頁

第十四頁

第四十四頁

第八十三頁

第九十九頁

第一百一十七頁

第一百二十八頁

第一百三十七頁

第一百五十六頁

国企改革：路径选择与主要流程

国企改革：法律实务

国企改革：制度框架与模式选择

国企改革：员工持股新规则与新实践

国企改革：员工持股关注问题及解决思路

关于规范国企员工持股平台涉及的法律问题

从中央企业境外产权出售视角看国企改革相关法律问题

结合实施国企改革与市场化债转股的相关问题

国企改革：上市公司并购重组



# 前言

PRREFACE

近年来，我国稳步推进国有企业混合所有制改革，通过国有资本与非国有资本交叉持股、相互融合的方式，积极引入非国有资本参与国有企业改组改革，持续探索增强国有资本市场竞争力和不同所有制资本共同发展的有效途径，推动国有企业建立完善现代企业制度。其中，中央企业作为国有企业的主力军，在混合所有制改革中起着带头及示范的作用。2017年，党的十九大报告进一步指出要深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业。

国企混改机遇与挑战并存，既涵盖员工持股、股权回购、市场化债转股等诸多改革尚可之处，还伴有劳动者权益保护，国有资产评估交易，反垄断等改革需谨慎之点。当前，作为国企央企改革重点的混改已棋至中局，如何进一步推动混改的有效进行，既事关企业自身发展命运，也深刻影响着国企央企改革进程。

作为长期活跃在法律实务中的法律人，中伦律师深度参与了国企央企混改工作，协助多家国企央企完成混改项目，从中积累了诸多经验。国企央企混改特别报告特邀多位深度参与国企央企混改项目的律师团队，结合自身的实务经验，针对特定议题进行深入探析。野人献芹，中伦律师事务所竭诚希望能为国企央企混改实务工作贡献砖瓦之力。

作者/  
郭克军 贾琛 李代军 刘宜鑫

# 国企混改： 路径选择与主要流程



混合所有制改革（混改）一直是国有企业改革的重点和突破口。2013年，党的十八届三中全会确定了发展混合所有制为深化国企改革的重要方向。2017年，党的十九大报告进一步指出要深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业。目前，“双百行动”的号角已经吹响，作为国企改革重点的混改已经棋至中局，如何进一步推动国企混改的有效实行，既事关企业自身发展命运，也深刻影响着我国的国企改革进程。本文从国资监管规则出发，结合过往实践操作经验和市场案例，对国企混改的路径选择与主要流程予以分析，在具体操作层面为拟实施混改的国企提供指导。

## 壹 | 国企混改的主要路径

### （一）路径一：原股东产权转让

通过原股东产权转让的路径实施混改，本质上属于“存量混改”，即在不改变混改企业注册资本或股本的基础上，通过原股东对外转让股权的方式实现混改的目的。

产权转让可以使得混改企业的国有股东实现变现，但却不能为混改企业带来增量资金，无法直接为混改企业的发展提供资金支持，没有实现国有企业资产证券化，可能不能完全达到混改的目的。因此，目前市场上国有企业较少采取产权转让路

径实施混改。同时，根据《企业国有资产交易监督管理办法》（国务院国有资产监督管理委员会、财政部令第32号，以下简称“32号令”）第14条的规定，产权转让原则上不得对受让方设定资格条件，主要遵循“价高者得”这一根本原则，如此，便不利于混改企业通过设定各类资格条件，选择最符合自身发展需求的投资者，尤其是可以为国有企业带来战略协同效应的战略投资者。

## （二）路径二：增资引入新股东

相较于产权转让而言，增资扩股具有多重优势，既能通过设定投资者资格条件并开展综合评议或竞争性谈判的方式遴选最切合自身发展需求的投资者，也能解决混改企业的资金需求问题，有效解决部分国有企业存在的资产负债率偏高问题。因此，增资扩股系目前国企混改的主流模式，如山东省交通运输集团有限公司、中鼎国际建设集团有限责任公司。我们承办并已顺利完成的招商局华建公路投资有限公司混改项目、中国三峡新能源有限公司混改项目等国企混改项目也均采取了增资扩股模式。

实践中，员工持股常常与增资扩股相配套，即混合所有制改革与混合所有制企业员工持股可同时开展。目前，在增资扩股的混改路径下，业已形成“增资扩股+员工持股”的典型模式。

## 贰 | 混改的主要流程 及注意事项

无论是产权转让还是增资扩股，按照32号令的规定，原则上均应当通过产权交易市场公开进行，即“进场公开交易”。鉴于增资扩股系目前国企混改的主流模式，本文主要对增资扩股的流程及注意事项进行介绍与分析。

### （一）方案制定与报批阶段

#### 1. 组建工作组与聘请中介机构

混改乃是一项系统性工程，需要企业在外部专业机构支持下进行通盘谋划。因此，为保证混改工作的有序推进，混改企业应当在计划混改之初成立专门的工作小组或指定专门的部门负责混改具体事务与协调工作。同时，还应当及时聘请财务顾问、法律顾问等中介机构，开展财务尽职调查和法律尽职调查。前期的尽职调查有助于混改企业摸清自身整体情况，从而及时发现问题并尽早规范解决，为后续增资方案的制定与实施奠定基础。

#### 2. 方案制定与内部决议

混改企业应当结合自身战略发展需求和混改的整体目标要求，协同财务顾问、法律顾问等各方中介机构制定增资扩股的总体方案，明确募集资金金额、用途、投资人应具备的条件、选择标准和遴选方式等。

混改方案的核心是确定增资扩股规模，如拟增加的注册资本数额、拟引入的投资者数量范围、拟向投资者释放的持股比例。如果配套实施员工持股的，还应当确定向员工释放的持股比例，并进一步制定员工持股方案。

在完成增资扩股的可行性研究和方案论证后，混改企业应当针对增资扩股方案进行内部决策，形成董事会决议和/或股东会决议，员工持股方案还应当经职工大会/职工代表大会审议通过。

### 3. 混改方案的外部审批

根据32号令第34条的规定，国家出资企业的增资扩股方案需要报送国资监管机构审批；因增资致使国家不再拥有所出资企业控股权的，还须由国资监管机构报本级人民政府批准。

根据32号令第35条的规定，国家出资企业下属子企业的增资扩股方案需要报送国家出资企业，即“一级央企/一级地方企业”审批；另外，对于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的增资扩股方案，还需报送同级国资监管机构批准。对于多家国有股东共同持股的企业，由其中持股比例最大的国有股东负责履行相关批准程序；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履行相关批准程序。

有权单位对增资扩股方案作出的批复，是混改企业进入产权交易所发布增资公告的前提条件。



## **(二) 进场前的准备阶段**

### **1. 执行财务审计与资产评估**

根据32号令第38条的规定，增资扩股的方案获得批准后，增资企业应当委托具有相应资质的中介机构开展审计和资产评估。

需要注意的是，资产评估报告是否为增资挂牌公告的必需文件，不同产权交易所的业务规则/具体操作要求不同。在北京产权交易所挂牌增资，资产评估报告并非增资挂牌的必需文件；根据我们的实际操作经验，资产评估报告及评估备案/核准文件在签订增资协议前递交给北京产权交易所即可。但是，根据《青岛产权交易所企业增资业务规则》（青交所[2016]21号）第6条的规定，在青岛产权交易所发布增资公告须提交资产评估报告及备案或核准书。

### **2. 根据实际需求进行信息预披露/预公告**

为有效了解市场上投资者参与增资扩股的意向，广泛征集意向投资方，避免未来出现无投资者/优质战略投资者参与摘牌或意向投资者数量过少的情况，同时为了便于混改企业尽早了解投资者的相关情况，混改企业根据实际需求，可在发布正式增资公告前通过产权交易所进行信息预披露/预公告。

目前，北京产权交易所和上海联合产权交易所均可为混改企业提供增资信息预披露/预公告服务。预披露信息一般包括企业基本情况、增资条件、投资方资格条件等内容。预披露信息发布期间，产权交易所会及时向增资企业反馈意向投资方征集

情况，也可组织增资企业与意向投资方洽谈，协助增资企业修订完善增资方案。

### 3. 与产权交易所沟通进场事宜

在通过产权交易所正式披露增资信息前，混改企业可就资料准备、程序衔接、投资者资格条件的设置等事宜与产权交易所进行沟通，以便更为准确地把握产权交易所的相关要求，推进增资程序的高效、有序进行。就我们了解、接触的情况，北京产权交易所一般均愿意与企业及其中介机构进行沟通、交流。在确定通过产权交易所挂牌增资后，混改企业需与产权交易所签署增资业务顾问服务协议。

## （三）挂牌公告阶段

### 1. 递交挂牌申请文件

不同产权交易所对增资申请材料的要求不同，但一般均包括以下材料：（1）《增资信息发布申请书》（含《增资公告》）；（2）营业执照或其他主体资格证明文件；（3）国有资产产权登记证；（4）公司章程；（5）决策及批准文件；（6）近三年年度审计报告；（7）企业估值相关文件；（8）其他需要的材料。

其中的核心文件为《增资公告》，《增资公告》中应充分披露企业基本情况、投资方资格条件、增资条件、对增资有重大影响的其他相关信息、择优选定投资方的方式以及保证金的设置等内容。

产权交易所对增资企业提交的申请材料进行形式审查后，符合条件的即予以发布《增资公告》，并公开征集意向投资方。《增资公告》的发布时间不应少于40个工作日。

## 2. 尽职调查与反向尽职调查

在《增资公告》发布后，意向投资者可通过产权交易所查阅增资项目相关材料，并可通过产权交易所领取、签署投资意向书、保密承诺函等文件后，向混改企业获取尽职调查相关材料。混改企业可根据实际情况向意向投资者开放“尽职调查资料库”或提供“信息备忘录”，也可根据实际情况决定是否将自身聘请的中介机构出具的财务尽职调查报告和法律尽职调查报告等直接提供给意向投资者，以提高效率。若向意向投资者提供财务尽职调查报告和法律尽职调查报告，混改企业可根据自身需要对相关内容进行一定处理。同时，混改企业可以组织意向投资方开展现场访谈活动，由企业回答意向投资方所关注的问题，并为意向投资方安排后续的现场尽职调查。

与投资者尽职调查相对应，混改企业也可通过产权交易所发布公告，要求意向投资者提交反向尽职调查资料。反向尽职调查的核心目的是了解投资者的出资结构、资金来源和股东背景，比如是否存在“三类股东”，以判断其是否具备担任混改企业股东的资格条件以及由其担任股东是否会影响混改企业的后续资本运作。对投资者开展反向尽职调查，一般也是在中介机构的协助下进行，由中介机构（主要是法律顾问）对投资者的股东资格条件等进行审查。

### 3. 投资者提交投资申请与投资者资格审查

在增资信息披露的40个工作日内，拟正式参与增资的意向投资者应当向产权交易所递交投资申请材料，一般包括：

(1) 《投资申请书》；(2) 营业执照或其他主体资格证明文件；(3) 公司章程；(4) 决策及批准文件；(5) 《增资公告》要求的相关材料；(6) 其他需要的材料。

信息披露公告期满后，首先由产权交易所对意向投资方的资格进行形式审查，并向增资企业反馈《意向投资方资格确认意见函》或类似文件。增资企业收到产权交易所反馈的意向投资方名单后，对意向投资方的资格进行实质审查，出具资格审查意见并书面回复产权交易所。

投资者资格审查工作主要由财务顾问和法律顾问协助企业完成，该项工作在收到产权交易所的《意向投资方资格确认意见函》之前便可依据反向尽职调查所掌握的情况启动。

### 4. 投资者缴纳保证金

产权交易所将混改企业的投资者确认结果以书面形式通知各意向投资者后，意向投资者应按照《增资公告》要求，将保证金交纳至产权交易所指定账户，成为合格意向投资方。意向投资方未按规定交纳保证金的，则视为放弃投资资格。

## (四) 投资者遴选阶段

### 1. 增资遴选方案的确定与实施

经确定的合格意向投资者如果超过一家，则混改企业需要

进一步进行择优遴选。可选择的择优方式包括竞价、竞争性谈判、综合评议。择优方式需要在发布的增资公告中进行勾选，但具体的择优实施方案可以在产生合格意向投资方后10个工作日内提交产权交易所。

采用竞争性谈判或综合评议方式择优的，需要分别成立谈判小组和评议小组。谈判小组及评议小组的成员可由混改企业相关人员及中机构人员组成，但须与合格意向投资方不存在关联关系或利益关系，并须向混改企业出具相关承诺函。

## **2. 遴选最终投资者并确认**

通过竞价、竞争性谈判或综合评议择优确定投资者后，混改企业应当对谈判小组及评议小组确定的最终投资者名单进行书面确认，并及时书面通知产权交易所。

## **3. 产权交易所发出择优结果通知**

在最终投资方确定后3个工作日内，产权交易所向增资企业及参与择优的全部合格意向投资方出具《增资结果通知书》。对于未被择优选中的合格意向投资方，应按照增资公告的规定向其返还保证金。

# **(五) 协议签署与交割阶段**

## **1. 签署增资协议**

在收到《增资结果通知书》后，混改企业和最终投资者在各自履行完毕内部决策程序后，便可签署《增资协议》。

尽管产权交易所会提供增资协议模板，但混改企业通常会根据自身实际情况自行拟定。一般而言，有以下两种模式供混改企业选择：一种为投资者与混改企业双方签署，另一种为投资者、混改企业和原股东三方共同签署。为保证增资程序的正常进行，通常由混改企业聘请的法律顾问在增资挂牌公告阶段拟定好增资协议或确定主要内容，并由混改企业就增资协议和增资后公司章程的主要条款与意向投资方展开谈判，从而在最终投资者确定后即尽快签署。

经相关方正式签署的《增资协议》须交产权交易所存档，产权交易所在收到《增资协议》且《增资协议》生效后5个工作日内出具《增资交易凭证》。

## 2. 产权交易所公告

投资者与混改企业等相关方签署完毕《增资协议》，并根据《增资协议》的约定缴付出资后，产权交易所将在其网站上对增资结果进行公告，公告内容包括项目名称、投资方名称、投资金额、持股比例等。

## 3. 产权变更登记/工商变更登记

在最终投资方与增资企业等相关方签订《增资协议》并支付增资款后，需由增资企业相应修改公司章程，并完成注册资本及股东情况的产权变更登记及工商变更登记。

作者/  
赖继红、陈晋康、兰天阳、  
郭嘉昀、李雨昕

# 国企混改：法律实务



自2014年国务院国有资产监督管理委员会推动国企改革试点以来，国有企业通过进行混改，以国有资本及非国有资本通过交叉持股和相互融合的方式，持续探索实现国有资本市场竞争力增强和不同所有制资本共同发展的有效途径。通过混改，国有资本可以获得来自外部的资金资源以及管理经验，以进一步增强企业活力。

## 壹 | 混改的含义及 股权比例

混改，即国有企业混合所有制改革，具体指国有企业通过引入非公有资本、集体资本、外资等参与国有企业改制重组或国有控股上市公司增资扩股以及企业经营管理。

混改试点启动后，在2015年，国务院便出台了《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》（国发〔2015〕54号），财政部、国家发改委和国资委联合发布了《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》（国资发研究〔2015〕170号），将国有企业界定为商业类和公益类，明确了国有企业混改应分类分层推进的政策。因此，在确定混改方案之前，需关注股权比例设计是否符合有关规定。



	国有企业分类	混改方向
商业类	主业处于充分竞争行业和领域	原则上实行公司制股份制改革，积极引入其他资本实现股权多元化，使混合所有制企业成为真正的市场主体； 国有资本可以绝对控股、相对控股或参股
	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 <sup>1</sup>	保持国有资本控股，支持非国有资本参股
	处于自然垄断行业	以“政企分开、政资分开、特许经营、政府监管”为原则积极推进改革；根据不同行业特点实行网运分开、放开竞争性业务，促进公共资源配置市场化
公益类	涉及提供公共产品和公共服务的行业及领域，例如水电气热、公共交通、公共设施等	按照不同行业的特点，可以采取国有独资形式，具备条件的也可以推行投资主体多元化，还可以通过购买服务、特许经营、委托代理等方式，鼓励非国有企业参与经营

需要指出的是，除通过限制外部持股比例实现对拟混改企业的控制和管理外，国资股东亦可考虑通过保留一票否决权以及其他优先权利稳定国有资产的管理。

## 贰 | 混改的流程与步骤

国有企业混改首先要制定混改方案，该混改方案通常包含混改的可行性和必要性研究、有关企业发展战略和发展目标的

1.以北京市为例：北京市政府和国资委要求的战略性持股以及支撑首都功能定位企业，详见北京市国资委出台的《关于印发<市属国有企业混合所有制改革操作指引的通知>（京国资发[2019]15号）。

介绍、企业改革的方式、有关引入战略投资者的引战方案、职工安置方案、企业混改后股权比例的方案及其他涉及企业管理层级和资产处置的方案等。根据《关于建立国有企业改革重大事项社会稳定风险评估机制的指导意见》（国资发〔2010〕157号）第三条，国有企业混改还要就“企业改制重组、产权转让、关闭破产、厂办大集体改革、分离企业办社会职能等有关行为”的风险进行相应的分析和评估。

其次，国企混改须按照有关法律法规的规定履行内部决策及审批程序。国有企业应当首先根据其章程和有关企业内部管理制度对混改进行内部决策并形成书面决议。就审批程序而言：（一）根据《企业国有资产交易监督管理办法》的要求，国家出资企业的增资或产权转让行为均应由国资监管机构审核。若因增资或产权转让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。（二）若是在国家出资企业的子企业层面进行混改且采用产权转让方式的，此时国家出资企业应根据其制定的子企业产权转让制度来确定审批管理权限；若采用增资方式的，一般由该国家出资企业自行决定或审批。不管是采用产权转让方式还是增资方式，若该子企业的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，还需由国家出资企业报同级国资监管机构批准。（三）如涉及在中央企业下属子企业的层面进行混改的，根据国务院国资委于2019年6月3日发布的《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》，中央企业有权审批所属企业的混合所有制改革方案，有权审批所持有非上

市股份有限公司的国有股权管理方案和股权变动事项，但主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，主要承担重大专项任务的子企业除外。

再次，混改还需根据《企业国有资产交易监督管理办法》履行资产审计和评估的有关程序，且应当委托具有相应资质的评估机构对进行资产评估，且未经批准后续的交易底价不得低于评估价值。

第四，国企混改在进行股权转让或增资扩股时，一般应当通过产权市场公开征集战略投资者，以公开竞价等公平竞争的方式遴选战略投资者。另外，《企业国有资产交易监督管理办法》规定，涉及上市国有公司产权的转让还应当遵守有关上市公司国有股权管理以及证券监管的有关规定。根据《上市公司国有股权监督管理办法》的要求，国有产权转让或增资扩股到产权交易机构挂牌时，因上市公司股价发生大幅变化等原因，导致资产评估报告的结论已不能反映交易标的真实价值的，原决策机构应对间接转让行为重新审议。

最后，在确定受让方或投资方后，各方将签订产权转让或增资协议，并按照合同约定的期限按期足额缴纳款项，完成工商等手续的办理。

以下为混改的流程示意图：

混改流程示意图（以增资为例）

	主要工作	注意要点
混改前准备——可行性研究	可行性及必要性研究为混改方案制定的首要步骤，在该部分将对混改的方向进行确定，论证国资控股或参股架构。	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 需注意应符合法律、法规要求，例如股权结构及混改方向是否按照国有企业分类进行确定；如属增资，拟进一步论证的募集资金用途或增资后股东数量是否符合法律法规要求。</li> </ul>
制定混改方案	可行性研究通过后，则需对混改方案进行完整描述，具体包括有关企业发展战略和发展目标的介绍、企业改革的方式、有关引入战略投资者的引战方案、职工安置方案、企业混改后股权比例的方案及其他涉及企业管理层级和资产处置的方案等。	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 根据《企业国有资产法》的要求，企业改制应当制定改制方案，载明改制后的企业组织形式、企业资产和债权债务处理方案、股权变动方案、改制的操作程序、资产评估和财务审计等中介机构的选聘等事项。</li> <li>● 企业改制涉及重新安置企业职工的，还应当制定职工安置方案，并经职工代表大会或者职工大会审议通过。</li> <li>● 改制方案依法保护债权人利益。国有企业改制要征得债权人金融机构同意，保全金融债权，依法落实金融债务。</li> </ul>
内部审议及报批混改方案	产权转让/增资方案应当由企业按照公司章程和内部管理制度进行决策，形成书面决议（董事会决议和/或股东会决议）并由有权审批机构审核通过。	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 职工安置方案需经职工代表大会或者职工大会审议通过。</li> <li>● 产权变动企业的董事、监事、高级管理人员及其近亲属，以及这些人员所有或实际控制的企业拟受让国有产权或参与增资的，相关的董事、监事和高级管理人员不得参与变动方案的制定和组织实施的各项工作。</li> <li>● 国有企业改制涉及财政、劳动保障等事项的，需预先报经同级人民政府有关部门审核，批准后报国有资产监督管理机构协调审批。</li> </ul>
财务审计与资产评估	增资/产权转让事项经批准后，应委托具有相应资质的中介机构开展审计和资产评估。	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 产权转让事项经批准后，由转让方委托会计师事务所对转让标的企业进行审计并委托具有相应资质的评估机构对转让标的进行资产评估。</li> <li>● 企业增资在完成决策批准程序后，应当由增资企业委托具有相应资质的中介机构开展审计和资产评估。</li> <li>● 企业收到资产评估机构出具的评估报告后，将备案材料逐级报送国有资产监督管理机</li> </ul>

	核准制	备案制
		<p>构或其所出资企业，自评估基准日起9个月内提出备案申请。</p>
产权交易所信息披露	<p>混改企业可在发布正式增资公告前通过产权交易所进行信息披露。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>因产权转让导致转让标的企业的实际控制权发生转移的，转让方应当在转让行为获批后10个工作日内，通过产权交易机构进行信息披露，时间不得少于20个工作日。</li> </ul>
挂牌申请	<p>递交挂牌申请文件</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>提交《增资信息发布申请书》、营业执照或其他主体资格证明文件、国有资产产权登记证、公司章程、内部决策及批准文件、近三年年度审计报告、企业估值相关文件等材料。</li> </ul>
尽职调查与反向尽调	<p>意向投资者向混改企业的财务及法律状况进行尽职调查，混改企业可对意向投资者展开反向尽职调查。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>意向投资者可能要求混改企业提供尽职调查相关资料，包括财务尽职调查报告及法律尽职调查报告等。</li> <li>混改企业可根据自身需要，要求意向投资者提交反向尽职调查资料，主要的反向尽调要点可参考下文“三、投资者的选择”。</li> </ul>
投资者提交投资申请、投资者缴纳保证金、投资者资格审查	<p>产交所向混改企业反馈《意向投资方资格确认意见函》，意向投资者应按照《增资公告》要求，将保证金交纳至产权交易所指定账户</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>保证金的支付涉及许多细节，具体可参照下文“六、交易文件重要条款分析——保证金条款”一节。</li> </ul>
选择战略投资者	<p>混改企业通过竞价、竞争性谈判、综合评议等方式选择最终投资方，确认后由产交所出具《增资结果通知书》。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>投资者的遴选方式可参考下文“三、投资者的选择”。</li> </ul>

	核准制	备案制
协议签署及交割	签署交易文件并取得产权交易所出具的产权交易凭证，产权交易所将在其网站上对产权交易结果进行公告，完成工商变更登记手续。	<ul style="list-style-type: none"> <li>交易文件的核心要点及投资款的支付安排可参考“六、交易文件重要条款分析”。</li> </ul>

## 叁 | 投资者的选择

在混改方案的设计及可行性分析中，需重点考虑投资者的选择要求、投资方式等细节。在投资者的选择方面，常见的包括战略投资者及财务投资者。战略投资者能够从企业管理、市场开拓和技术创新等领域增强被投资企业的核心竞争力和市场开拓能力，通常致力于与企业的长期合作；而财务投资者则更加关注投资回报以及利润的获取。我们相关法律法规并未明确限制拟进行混改的企业主体选择投资者的范围，但我们亦注意到部分地区在市属国企的改革指引中表明了更加鼓励混改主体引进战略投资者的倾向，毕竟混改的最终目的在于提升国企的核心竞争能力，完善国企法人治理结构以及利于国有资本保值、增值。例如：

北京市国资委 <sup>2</sup>	以提高国有资本配置和运行效率为目标，从市管企业战略定位、主业发展需求、体制机制创新等角度出发，同步考虑品牌、管理、人才、技术、市场、资本等因素，寻找符合条件的合作伙伴，做好引资本与转机制的结合、优化企业股权结构与优化治理结构的结合。
---------------------	--

<sup>2</sup>详见《关于印发〈市属国有企业混合所有制改革操作指引的通知〉》；

上海市国资委 <sup>3</sup>	<p>企业混合所有制改制引入投资者时，原则上应引入战略投资者，必要时也可引入财务投资者。提倡引入多个投资者，以优化股权结构和法人治理。合格战略投资者的基本条件：（1）依法诚信经营，具有良好的市场声誉；（2）具有产业链或价值链关联，能与企业形成协同效应；（3）契合企业发展需要，能在资源、技术、管理、市场等方面帮助企业突破发展瓶颈，形成发展机遇；（4）兼顾其他因素，如企业文化理念相近，认同企业发展战略，行业地位优势明显等。</p>
---------------------	---

在混改中，拟引入投资者的国资主体都会对意向投资者开展反向尽调，除关注上述投资者选择中基于商业角度的匹配度，亦应考虑法律上的适格性。根据我们过往的经验，在反向尽调中，企业和律师应考虑关注以下要点：

类项	审查事项	重点关注
意向投资者的主体资格	<p>(1) 意向投资者及其各级控股股东的设立情况及目前存续状态；</p> <p>(2) 意向投资者各层级出资结构、股东结构及实际控制人情况（含行业及投资领域）；</p> <p>(3) 意向投资者及其各级控股股东在其所持有的公司股权上是否设置了质押或者该股权是否存在权属争议或其他限制；</p> <p>(4) 意向投资者、各级控股及参股股东的注册资本是否已经足额缴纳；</p> <p>(5) 意向投资者及其各级控股股东是否有代持股、委托持股或类似安排。</p>	<p>(1) 根据意向投资者及其各级控股股东所在地的法律、法规和相关监管要求，其在中国投资从事相关业务是否符合中国法律法规要求并已取得任何形式的资质、许可；</p> <p>(2) 三类股东（资管计划、信托计划、契约型私募基金）是否参与本次投资；</p> <p>(3) 基金意向投资者的LP是否存在违反资管新规<sup>4</sup>的多重嵌套情形，结构化基金的优先和劣后级比例是否符合杠杆要求。</p>

3. 详见《本市国有企业混合所有制改制操作指引(试行)》； 4. 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，业界通常称为“资管新规”。

类项	审查事项	重点关注
意向投资者的资金来源及财务状况/资信	<p>(1) 本次投资行为的资金来源（途径、使用限制及使用期限）；</p> <p>(2) 意向投资者及其各级控股股东存在的尚未到期或已经到期未偿还的贷款明细及余额；</p> <p>(3) 意向投资者及其各级控股股东在中国境内所持有的主要资产是否存在被抵押、质押或其他他项权利的情形，是否存在被查封、扣押、冻结或被采取其他司法强制措施；</p> <p>(4) 意向投资者及其各级控股股东根据现行法律、法规和政策应缴纳的各类税费的种类、税率、税款金额以及是否在最近三年内受过税务行政处罚。</p>	<p>(1) 意向投资者是否在近期面临大额货币资金压力，是否有实力履行本次投资行为的对价支付义务；</p> <p>(2) 意向投资者的资金是否为自有资金，亦或涉及基金募资、银行理财产品或保险资金；及</p> <p>(3) 意向投资者的资金是否存在赎回、退出期限等的投资机制之限制。</p>
意向投资者委派参与公司治理的具体人员	<p>(1) 意向投资者拟委派参与公司治理的具体人员名单及简历、工作经历；</p> <p>(2) 提名人员目前的主要任职情况（包括全职和兼职）；</p> <p>(3) 提名人员个人对外投资情况；</p> <p>(4) 提名人员是否存在《公司法》第146条规定的不得担任公司执行董事、监事、高级管理人员的情形，是否存在曾经被判刑或涉及任何诉讼、行政处罚、警告或调查或市场进入的情形。</p>	意向投资者委派参与公司治理的具体人员是否与国资委派、意向投资者及其各级控股股东的董监高之间存在关联关系、潜在利益冲突。

## 肆 | 投资方式

混改的方式多样，可采取产权转让、增资扩股、投资并购、出资新设、上市重组（首发上市和上市公司资产重组、发行证券、资产注入、吸收合并）、员工持股、股权置换等方式



实施。在选择投资方式时，拟进行混改的企业应充分考虑到不同投资方式各自的特征。相比而言，增资比转老股具有以下优势：

优势	分析
投资者资格条件设置	<p>对于产权转让而言，转让方原则上不得针对受让方设置资格条件，确需设置的，不得有明确指向性或违反公平竞争原则，所设资格条件相关内容应当在信息披露前报同级国资监管机构备案，国资监管机构在5个工作日内未反馈意见的视为同意<sup>5</sup>。因此在产权转让项目中，受让方资格条件的设置通常仅集中于有效存续、支付能力、及审批方面，以确保交易有效性为目标。但此处对资格条件的规定不能理解为适用于产权转让项目中所有条件的设置，如同一般的并购项目，产权转让项目中同样存在商业考量，除对保证金及相应的违约情形、交易价款支付方式的要求以外，转让方还可增加对现有职工的续聘及债权债务承继要求，或对所转让的标的企业存续发展设置条件。</p> <p>增资扩股项目中，由于完全属于引进合作方的模式，允许增加对意向投资者的资格要求，但规定在通过产权交易机构公开征集意向方时一并披露。除基本的有效存续及财务状况以外，此类条件通常设置为关注意向投资方与标的企业在业务上的商业契合程度及对标的企业的运营路径，例如增资比例、行业经验、资质条件、及商业方向的认同度，以讨论合作效益性为目标。产权交易机构同时会审查增资方提出限定内容是否属于框架性及是否足够宽泛，要求企业不得设置具有唯一性或指向性的投资方资格条件，亦不允许企业披露增资价格。</p>
企业发展	<p>在老股转让中，拟混改企业无法直接获得投资者资金和资源，直接受益人为拟进行混改企业的国有股东；而在增资中，拟进行混改企业自身可以获得投资资金和投资者的资源。</p>
税收	<p>根据《企业所得税法》及其实施条例的规定，企业转让股权所得收入应作为企业的收入总额计算应纳税总额。《国家税务总局关于落实企业所得税若干税收问题的通知》（国税函[2010]79号）规定，企业转让股权收入，应于转让协议生效、且完成股权变更手续时，确认收入的实现。因此，转老股将为原国有股东带来纳税义务，而增资则无此纳税义务。</p>

<sup>5</sup>参见《企业国有资产交易监督管理办法》第十四条。

除此之外，根据《关于进一步规范国有企业改制工作的实施意见》，改制方案必须明确确保全金融债权，依法落实金融债务，并征得金融机构债权人的同意。因此，在选择将导致控股权变动或实际控制人变更的投资方式时，应特别留意是否触发拟混改企业存量融资中的限制性条款，如有，应通知债权人并取得豁免。

### **（一）外国投资者参与混改的架构设计**

在选择投资方式和投资架构时，亦应当与投资方的背景相结合。在当前的时代背景下，引进外国战略投资者对拟混改企业来说更是意义重大，外国战略投资者的注资不仅可以降低拟混改企业的负债率，更为拟混改企业带来具有国际竞争力的产业链和管理经验。但是，引进外国战略投资者与一般的国内投资相比，面临更加复杂的监管和外汇问题，因此需要在设计投资方式与架构时进行审慎地前期分析。

首先，对于外资战略投资者，混改企业的律师的关注点首先是合规和审批、登记和/或备案程序：（一）拟混改企业所在行业是否属于《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019年版）》中规定的限制类或禁止类业务或项目，如是，则应考虑在不违反法律、法规强制性规定的情况下透过剥离或合同架构安排、项目转让等方式处理。（二）同时，律师亦应关注该行业是否属于国家政策限制或实践中暂停办理外商投资的业务，以及是否属于外商投资应遵守特殊审批、备案程序及有特别规定的业务，如外商投资房地产业务等。（三）除此之

外，还须考虑外商投资安全审查以及反垄断申报的要求。

在架构设计方面，通常来讲，外国投资者可以采用外资并购和境内投资两种方式入股拟混改企业。所谓外资并购，即境外投资者采用其注册在境外的企业主体对拟混改企业进行投资，并直接作为拟混改企业的新增股东。在此情形下，律师首先应考虑《关于外国投资者并购境内企业的规定》（“十号令”）及其他相关外商投资法律、法规对投资架构的影响，同时需关注外国投资者作为新增股东是否会引发拟混改的原内资企业的性质变更及是否会导致原内资企业（及其所投资或控制的其他境内企业）受到特殊的行业监管。例如，若拟混改企业的主营业务为股权投资，则其直接引入外国投资者作为股东，企业本身应当根据法律规定履行相关程序变更为一家外商投资性公司或外商投资股权投资企业（QFLP）。又由于以深圳市为例，QFLP试点目前只接受通过金融办渠道办理新设企业的申请，而目前政策暂不接受内资企业直接变更为QFLP。因此，如拟混改企业系深圳注册的公司，其引入外国投资者需要履行相关程序变更为一家投资性公司，外国投资者和拟混改企业本身均应当符合《关于外商投资举办投资性公司的规定》的具体要求，拟混改企业在完成一家投资公司的同时亦相应修订经营范围<sup>6</sup>。更进一步而言，鉴于拟混改企业的外商投资性公司性

6.根据《关于外商投资举办投资性公司的规定》第十条：投资性公司经商务部批准设立后，可以依其在中国从事经营活动的实际需要，经营下列业务：

- （一）在国家允许外商投资的领域依法进行投资；
- （二）受其所投资企业的书面委托（经董事会一致通过），向其所投资企业提供下列服务：
  - 1.协助或代理其所投资的企业从国内外采购该企业自用的机器设备、办公设备和生产所需的原材料、元器件、零部件和在国内外销售其所投资企业生产的产品，并提供售后服务；
  - 2.在外汇管理部门的同意和监督下，在其所投资企业之间平衡外汇；
  - 3.为其所投资企业提供产品生产、销售和开发过程中的技术支持、员工培训、企业内部人事管理等服务；
  - 4.协助其所投资企业寻求贷款及提供担保。
- （三）在中国境内设立科研开发中心或部门，从事新产品及高新技术的研究开发，转让其研究开发成果，并提供相应的技术服务；
- （四）为其投资者提供咨询服务，为其关联公司提供与其投资有关的市场信息、投资政策等咨询服务；
- （五）承接其母公司和关联公司的服务外包业务。

质，其所投资的企业亦应相应变更为外商投资企业或者中外合资企业，应当履行相应的工商、商务以及特定行业监管机构的变更手续。特别的是，如果拟混改企业所直接投资的企业亦经营股权投资业务，则由于该等被拟混改企业投资的企业在法律上应视为外商投资企业，而该企业又无法设立为QFLP或投资性公司的话，则该等企业在合规性方面可能存在疑问。对于上述情形，除通过直接变更或删除“股权投资”的经营范围之外，更为实际的方式或为通过在实施混改前加设中间层平台公司，将拟混改企业直接投资的、经营股权投资业务的公司下沉一层，并在混改完成后成为为混改企业的孙公司（即外商投资境内投资企业（或再投资企业）），从而使相关的投资架构严格符合法律、法规的要求或者。需要指出的是，在整体架构中如涉及实际控制人的变更，则应按照《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》的规定，在10个工作日内向基金业协会报告，并按照《私募投资基金信息披露管理办法》的规定，书面向投资者履行信息披露义务。

所谓境内投资，即拟混改企业引入外国投资者在中国境内已通过外商直接投资设立的子公司或下级内资公司，则本次引进外国投资者的行为从外商投资监管的角度属于再投资行为或再投资企业的境内投资，拟混改企业的性质变更为再投资企业或再投资企业的子公司，该企业均属于内资企业。除非涉及例如增值电信等个别受到重监管的外资受限业务，该模式下引入外国投资者进行混改受特殊行业监管的影响较小，且注资为人民币形式，受结汇资本金用途限制影响较弱。但是，受限于

结汇外资资本金只能用于经营范围的规定，境内投资模式的适用范围系相当有限的，因该模式下外国投资者需要在境内有已设立外商投资企业（和/或再投资企业）及持有大量的自有人民币流动资金或有能力从境内金融机构借入投资款。幸运的是，2019年7月23日，国家外汇管理局深圳市分局发布了《深入推进中国（广东）自由贸易试验区深圳前海蛇口片区外汇管理改革试点细则》，监管部门允许自贸区内非投资性外商投资企业将资本项目外汇收入用于境内股权投资。该规定为外国投资者通过在深圳前海设立外商投资企业并透过该外商投资企业以境内投资架构参与混改创造了更为快速、直接和有效的资本金结汇通道<sup>7</sup>。

## （二）外国投资者参与混改的相关外汇问题

类项	关注要点
资本金账户开立	如采用外资并购模式引进外国投资者，则拟混改企业将变更为外商投资企业，应办理资本金户的开立手续。拟混改企业的一级子公司一般无需办理资本金户的开立手续。境内机构接收以投资为主要业务的外商投资企业（外商投资性公司、外商投资创业投资企业以及外商投资股权投资企业等）再投资外汇资金或接受其他境内主体再投资外汇资金的，应当在注册地外汇局申请办理接收境内再投资基本信息登记后，到银行开立境内再投资专用账户。该账户为人民币账户性质，可直接接收人民币资金。
结汇资金用途	根据《国家外汇管理局关于改革和规范资本项目结汇管理政策的通知》（汇发[2016]16号），境内机构资本项目外汇收入的使用应在经营范围内遵循真实、自用原则，资本项目外汇收入及其结汇所得人民币资金，可用于自身经营范围内的经常项下支出，以及法律法规允许的资本项下的支出。境内机构的资本项目外汇收入及其结汇所得人民币资金的使用，应当遵守以下规定：（一）不得直接或间接用于企业经营范围之外或国家法律法规禁止的支出；（二）除另有明确规定外，不得直接或间接用于证券投资或除银行保本型产品之外的其他投资理财；（三）不得用于向非关联企业发放贷款，经营范围明确许可的情形除外；（四）不得用于建设、购买非自用房地产（房地产企业除外）。

7. 具体可参考我们的文章《比先行示范区更先行——外汇新政落地深圳前海》。

类项	关注要点
	因此，在外资并购的架构下，境外股东的投资款无法直接结汇用于偿还拟进行混改企业的存量债务，但上述投资款的结汇资金可以用于向拟进行混改企业的关联方或子公司提供借款或垫款（以用于清偿存量债务及补充流动资金），结汇时需提交相关合同及交易凭证。
外债及外债专户开立	<p>外国投资者亦可在采用股权投资方式参与混改的同时，向拟进行混改的企业提供股东借款。境外股东直接提供股东借款的方式属于借用外债，需要进行外债登记后根据《国家外汇管理局关于完善外债管理有关问题的通知》（汇发[2005]74号）在投注差/特殊类型公司额度内或根据《中国人民银行关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》（银发[2017]9号文）在全口径额度内借用<sup>8</sup>。外债资金结汇后同样不能直接被用于偿还存量债务，可选择通过增资或向关联方或子公司提供借款的方式下沉，以偿还存量债务和补充流动资金。</p> <p>对于外债的偿还，企业亦应早做准备，一年内短期外债可以展期，中长期外债一般不予展期。</p>
使用外汇支付竞买保证金	根据《招标投标法》第五十八条，招标文件要求中标人提交履约保证金的，中标人应当按照招标文件的要求提交。履约保证金不得超过中标合同金额的10%。如产权交易所具备外币保证金账户，则外国投资者使用外汇支付竞买保证金无需与银行签署第三方监管协议，产权交易所收到外币保证金后不进行结汇，按照转入到产权交易所保证金账户的当天人民银行中间价折算人民币金额。外国投资者直接支付的外币竞买保证金可以原路退回或直接抵作投资款，由产权交易所保证金账户转出至相应账户。如收款方应变更设立为外商投资企业，则由其境内开立资本金存款专用账户，保证金由产权交易所保证金账户直接汇至资本金存款专用账户，并由银行办理结汇业务。

### （三）反垄断及经营者集中申报

根据十号令第五十一条，“依据《反垄断法》的规定，外国投资者并购境内企业达到《国务院关于经营者集中申报标准的规定》规定的申报标准的，应当事先向商务部申报，未申报不得实施交易。”

8.具体可参考我们的文章《360度解读外债》。

根据《反垄断法》和《国务院关于经营者集中申报标准的规定》的相关条款，外国投资者投资境内企业时，判断外国投资者是否需要进行经营者集中申报需要明确以下两个标准：

（一）该交易是否属于经营者集中的范畴；以及（二）触发经营者集中的情形是否达到在中国申报的申报规模标准。下表是对是否构成该两项标准及可豁免申报的交易类型的解释：

事项	判断标准
（一）是否属于经营者集中的范畴	<p>《中华人民共和国反垄断法》 第二十条 经营者集中是指下列情形： （一）经营者合并； （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； （三）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。</p> <p>《关于经营者集中申报的指导意见》（2018年9月29日修订） 第三条 经营者集中所指的控制权，包括单独控制权和共同控制权。 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其他经营者的控制权，通常考虑包括但不限于下列因素： （一）交易的目的和未来的计划； （二）交易前后其他经营者的股权结构及其变化； （三）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； （四）其他经营者董事会或监事会的组成及其表决机制； （五）其他经营者高级管理人员的任免等； （六）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； （七）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。 控制权取得，可由经营者直接取得，也可通过其已控制的经营者间接取得。</p>

事项	判断标准
<p>(二) 是否达到申报规模标准</p>	<p>《国务院关于经营者集中申报标准的规定》</p> <p>第三条 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：</p> <p>（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；</p> <p>（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。</p> <p>营业额的计算，应当考虑银行、保险、证券、期货等特殊行业、领域的实际情况，具体办法由国务院反垄断执法机构会同国务院有关部门制定。</p> <p>第四条 经营者集中未达到本规定第三条规定的申报标准，但按照规定程序收集的事实和证据表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应当依法进行调查。</p>
<p>(三) 可豁免申报的交易类型</p>	<p>《中华人民共和国反垄断法》</p> <p>第二十二条 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：</p> <p>（一）参与集中的一个经营者拥有其他每个经营者百分之五十以上有表决权的股份或者资产的；</p> <p>（二）参与集中的每个经营者百分之五十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。</p>

根据《关于经营者集中申报的指导意见》（2018年9月29日修订）第九条，“在反垄断局决定立案审查前，经营者可就已申报或拟申报的经营者集中，向反垄断局申请商谈。反垄断局将根据商谈申请方提供的信息，就其关心的问题提供指导意见。商谈不是经营者集中申报的必经程序，经营者自行决定是否申请商谈。”

另外，根据《关于经营者集中简易案件适用标准的暂行规定》以及《关于经营者集中简易案件申报的指导意见》（试



行)》的有关规定,对于符合简易案件标准的经营者集中,申报人可以申请作为简易案件申报;申报人未申请的,应作为非简易案件申报。

## 伍 | 混改中的国资评估 及进场交易程序

### (一) 资产评估

混改中所涉及的履行出资人职责的机构、国有及国有控股企业、国有实际控制企业转让其对企业各种形式出资所形成权益,或国有及国有控股企业、国有实际控制企业增加资本的行为均为《企业国有资产交易监督管理办法》所认定的企业国有资产交易行为,而需对相关的国有资产进行评估。

资产评估项目实行核准制和备案制,该手续视混改所触发的审批层级而定,如混改所涉的经济行为致使国家失去控股权,则将触发核准制。除非涉及到要求保持国有资本控股关系到国家安全、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国有企业,其他类型企业的混改仅需要办理资产评估备案。

经济行为审批与资产评估所对应的关系示意表

类项	产权转让、增资行为的审批机构	相应的资产评估审批机构
核准制	致使国家不再拥有所出资企业控股权的，经济行为由国资监管机构报本级人民政府批准的	资产评估项目由其国有资产监督管理机构负责核准
备案制	国家出资企业的产权转让或增资事项，由国资监管机构批准	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；
	对主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，主要承担重大专项任务的子企业的产权转让、增资行为，国家出资企业报同级国资监管机构批准	经国务院国有资产监督管理机构所出资企业(“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。

## (二) 进场交易

混改中的产权转让及增资扩股行为作为国资交易行为，也应遵守《企业国有资产交易监督管理办法》所规定的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。虽然《企业国有资产交易监督管理办法》也规定了非公开协议的交易方式，但由于混改中国有企业引入的属非公有资本、集体资本、外资等非国有资本，因而通常仅有增资扩股能够在经同级国资监管机构批准的情况下进行非公开协议交易。

于产权交易机构中进行的国资交易行为主要经过公示召集、合格受让方/投资方确认、遴选、协议签订及款项支付的阶段，下表以上海及深圳联合产权交易所（以下统称为“联交所”）为例梳理了国资交易的时间顺序。

阶段	产权转让	增资扩股
挂牌前公示	<p>联交所发布产权转让预公告或正式公告，正式披露时间不得少于20个工作日；</p> <p>如期满未征集到意向受让方的，可以延期或在降低转让底价、变更受让条件后重新进行信息披露，但披露时间不得少于20个工作日且如转让底价低于评估值90%时需取得转让行为批准单位同意</p>	<p>联交所发布增资方增资预公告或直接发布正式公告，正式披露信息时间不得少于40个工作日</p>
	意向受让方进行咨询及报名	意向投资人提交投资意向申请
资格确认	<p>联交所向增资方书面反馈对意向投资人的资格审核情况。增资方向联交所出具《资格确认意见》。联交所向意向投资人反馈资格确认意见，并通知3-5个工作日内递交保证金。联交所通常开有外币保证金账户，因此意向外资方可将外币保证金直接转入联交所保证金账户。</p>	
择优选择	<p>如存在2个以上的意向受让方，则通过竞价方式确认受让方，如竞价未成功，则项目结束。</p>	<p>如存在2个以上的意向投资者，增资方根据拟定的择优确定方式选择投资者，合格意向投资人向联交所提交投资确认书等竞投文件；</p> <p>增资方向联交所反馈经确认的增资结果（含最终投资人及其认购价格、认购数量），联交所于同日内向增资方及全部参与择优的投资人发出《增资结果通知书》。</p>
协议签订	各方签署《产权交易合同》	增资各方签署《增资协议》
款项支付及公示	成交公示发布，受让方支付交易价款	投资人支付增资款项，取得《增资凭证》，增资结果进行公示

对于公开交易，无一例外将涉及对投资方或受让方资格条件的限定及遴选方案的选择。由于产权交易机构在公告中所披露的内容必须是普遍适用于全部潜在投资者的，不能针对具体某个投资者，因此企业对于限定条件的设定应及时与产权交易机构进行沟通。根据我们过往的项目经验，企业在公开进场征集投资方交易前可能基于过往合作关系已经接触到部分意向投资方，或签订有初期的意向书，产权交易机构倾向认为如进场前签署的协议不具有排他性、非锁定且合法合规，则不强制披露。

## 陆 | 交易文件重要条款分析

### （一）交易文件结构安排

混改项目的交易文件由投资意向协议及正式的交易文件组成，正式的交易文件即包括《增资协议》、《合营合同》和《公司章程》等。

根据《招标投标法》的要求，在确定中标人前，招标人不得与投标人就投标价格、投标方案等实质性内容进行谈判。因此，除在进场前签署不具有排他性的意向协议外，招标人在挂牌前不应与投资方签署任何正式的交易文件。

投资意向协议约定的虽然只是投资意向，但是也可对投资方进行一定约束。例如，可在投资意向协议中要求投资方承诺以约定的报价参与标的公司本次增资（或产权转让）的公开征

集投资者竞标程序，且不得单方面终止竞价，以此达到约束投资方以约定报价参与竞标又不违反《招标投标法》的要求的目的。

在投资方竞得标的股权后，标的公司方可与投资方签署正式交易文件。而在此之前，可将《增资协议》及《合营合同》作为投资意向协议的附件，并在投资意向协议中约定，交易双方应在投资方收到产交所出具的增资结果通知后的一定时间内，按照附件的格式签署《增资协议》及《合营合同》，以确保交易能如约推进。

## （二）投资方资格条件及协议签署方的选择

投资方资格条件是谈判中的重点内容，主要的谈判要点包括：（1）投资方或其实际控制人需达到的财务状况标准；（2）投资方是否需持有特定的资质证书或许可证照；（3）投资方是否需具备相关业务经验并达到一定业务规模；（4）投资方是否必须以自有资金或者自筹资金出资，不得为募集基金所得等；（5）是否接受联合投资主体；（6）是否接受代持、委托、协议控制、信托增资等。

如果投资方（作为母公司）拟通过其下设的项目公司作为投资主体，那么投资意向协议的签署方应该还包括其母公司，母公司应促使项目公司履行并承担投资意向协议项下的义务及责任。如项目公司不履行并承担投资意向协议项下的义务及责任的，母公司应代替项目公司履行并承担相关义务及责任。

### **（三）剥离重组安排**

就涉及剥离重组的混改项目，标的公司或其子公司需在增资完成前剥离部分业务实体，标的公司一般会通过分红的方式将因剥离重组获取的收益分配予原股东。一般来说，投资方会对标的公司原股东因剥离重组而向标的公司收取的红利进行限制，即不得超过标的公司因剥离重组而取得的收益（包括标的公司原股东获得拟剥离的财产份额或股权所投入的本金及剥离重组所产生的溢价部分）扣除因分红而产生的相关税费和损失后的余额。同时，标的公司在分配收益后因剥离重组或拟剥离实体而产生的实际经济负担（包括税费）最终应由标的公司原股东实际享有或承担。

### **（四）增资条件**

增资条件也是谈判及投资协议内容的重点内容，主要包括：（1）投资方的持股比例；（2）标的公司的公司治理结构安排，包括董事会席位、管理层安排；（3）投资方的出资方式（是否可采用非货币方式出资）及付款安排（是否为一次性支付）；（4）标的公司原有债务是否由增资完成后的各方股东按照持股比例承担；（5）标的公司是否能作出任何性质的业绩承诺，是否接受对赌条款、兜底条款和股权回购要求等。

### **（五）保证金条款**

根据《招标投标法》及《招标投标法实施条例》的要求，招标文件要求中标人提交履约保证金的，中标人应当提交，履



约保证金不得超过中标合同金额的10%。竞买保证金的条款涉及到许多细节，在拟定保证金相关的条款前，需要与产交所确认竞买保证金的支付比例、支付竞买保证金的时间点、竞买保证金是否可抵作增资款等问题。

根据在过往项目中与相关产交所的沟通，最早在挂牌阶段就可以要求投资方支付保证金。保证金支付比例最高不得超过30%。对于增资金额达数十亿的交易项目来说，保证金比例通常设置在15%-20%居多，可根据项目具体情况适当调整。如果保证金的支付主体与投资方一致，则可转为增资款；如果保证金是由第三方代缴的，则需要原路退回，不能抵作增资款。

若拟引入境外投资方，该投资方拟使用外汇支付竞买保证金的，还需考虑是否需要与银行签署三方监管协议、外币竞买

保证金如何进行汇率换算、外币竞买保证金是否可以抵作增资款等问题。根据在过往项目中与上海产交所的沟通，外币竞买金可支付到该交易所的外币保证金账户，无需与银行签署第三方监管协议。该交易所不对外币保证金做结汇处理，外币竞买保证金按照转入到交易所保证金账户当天的人民银行中间价折算人民币金额。外币竞买保证金由交易所保证金账户转出至标的公司账户后，由标的公司资本金存款专用账户所在银行办理结汇业务。

在投资方摘牌到支付增资款期间，竞买保证金在保证金账户中可能会产生利息，那么该等利息应该如何分配也是与投资人的谈判要点之一，比如是否要所有的政府部门审批通过之后产生的利息才归标的公司所有。

## （六）共管账户

若投资方为外国投资者，那么增资款需要从境外打入，且必须以外汇资本金账户的开立为前提，而该账户要在标的公司取得新营业执照后，方可由标的公司申请办理外汇《业务登记凭证》，进而完成外汇资本金账户的开立手续。在上述情况下，投资方可能无法在外汇登记前将投资款合法支付至境内的共管账户。因此，可替代的或比较现实的做法是由交易双方在香港的银行办理资金共管手续。

共管账户期限的设置同样是谈判的重要问题。一般来说，标的公司会要求投资方在本次增资的工商变更登记材料提交之前将增资款汇入共管账户。直至工商变更登记完成、标的公司



取得换发的营业执照之日，该笔资金将一直留存在共管账户中。那么，若工商、商务手续持续时间过长，将会使得共管账户中的资金产生过高的资金占用成本。因此，投资方可能会要求对共管账户的期限作出一定限制。例如，若在投资方支付增资款至共管账户的一定时间内，标的公司仍未获得市场监管局颁发的新营业执照的，投资方可自由将共管账户中的资金用于其它用途（此时视为已撤销共管），但在标的公司原股东能够合理预计标的公司可以取得新营业执照前，投资方应根据标的公司原股东的要求向共管账户支付已使用的监管资金。

至于共管账户中的利息所得分配问题，一般来说，较为合理的安排是可在标的公司就增资取得新营业执照之日之前产生的利息归投资方所有，此后至增资款支付日期间产生的利息归标的公司或标的公司原股东所有。

### **（七）违约责任条款**

一般来说，若任何一方（“违约方”）未能按投资协议的约定履行其在投资协议项下的任何义务，或其在投资协议项下作出任何的声明、保证及承诺被证实为虚假，则应被视为违约。在这种情况下，违约方每日应向守约方支付的违约金标准应按照增资款金额的一定比例（如万分之三）计算，直至违约补救完成日或本协议因该违约而被解除之日。

而在特定情况下，违约方的行为构成严重违约，此时守约方有权终止本拟定协议，即不再有违约补救完成日的概念，此时应为违约方应支付的违约金设置一个更高的数额。针对投资

方而言，若标的公司或其原股东已就本次增资办理完毕资产项目评估备案手续、履行了相关国资审批程序，并通过产权交易所提交挂牌申请后，但投资方未按照本协议约定参与竞标，则投资方应被视为严重违约。尽管有上述约定，若存在其他战略投资人参与标的公司本次增资的公开征集投资者竞标程序，且投资方以不低于双方确定的数额参与竞标后未能成功摘牌的，投资方不承担上述违约责任。

针对标的公司原股东而言，若其在投资协议签署后因自身过错未能向产权交易所申请关于增资的增资信息正式公告，则标的公司原股东应被视为严重违约，投资方有权在此情形下终止本次拟议交易，且标的公司原股东应向投资方支付一定数额的违约金。

## （八）交割后义务

一般来说，若标的公司因在披露函中披露的事项遭受损失从而对投资方造成经济损失（“交割后损失”）的，标的公司不倾向对此进行赔偿。但若投资方坚持标的公司对此作出承诺的，可考虑对赔偿的时间及损失数额门槛作出限制。例如，赔偿的时间可参考诉讼时效的时长，即仅在标的公司因披露函披露的事项在变更为合营公司后的3年内遭受损失的情形下，且该等损失单项达到或超过一定数额，标的公司才将对投资方所受的交割后损失进行赔偿。如投资方的损失未达到前述限额的，投资方应免除标的公司的赔偿责任。

## （九）支付增资款的先决条件

支付增资款的先决条件一般会在《增资协议》中约定，先决条件一般包括：（1）增资协议、《合营合同》、《公司章程》已经适当签署并交付；（2）借款资金已经全部汇入共管账户；（3）标的公司已完成重组和整改；（4）本次增资已通过经营者集中审查及香港证监会审批；（5）标的公司已取得本次增资后换发的营业执照和备案回执，且原股东及投资方双方委派/提名的标的公司法定代表人、董事、监事、总经理已在市场监督管理局登记/备案；（6）标的公司已开立用于收取增资款的资本金账户；（7）各方均未违反本协议的约定（包括声明和保证）或甲方和乙方的其他书面约定。

## （十）后续出资义务

标的公司变更为合资公司后，对于合资各方（即原标的公司股东及投资方）的义务一般在《合营合同》中约定。如该标的公司为从事股权投资业务的投资平台，管理或控制若干基金管理公司的，为避免标的公司违反其控制的基金管理公司所管理的各基金（“项目基金”）的出资义务，原股东可要求投资方共同承诺对标的公司进行后续出资，即由投资方保证其通过标的公司对项目基金的间接实缴出资额不低于标的公司通过间接方式在项目基金实缴出资总额的一定比例（通常为投资方持有的标的公司股权比例）。

具体而言，针对（1）截至标的公司就本次增资换发新营业执照之日，标的公司在项目基金已认缴未实缴出资金额及（2）

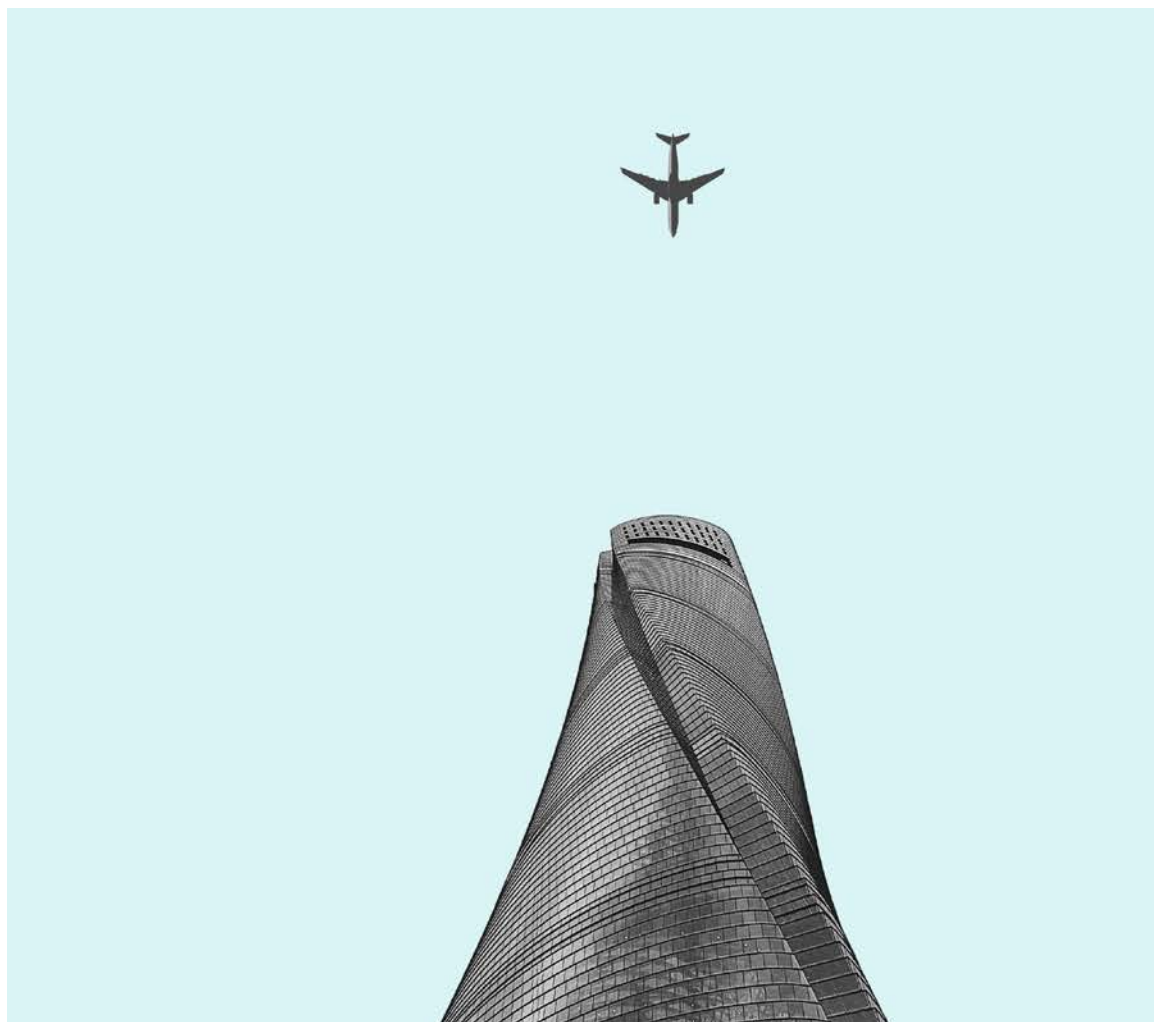
标的公司换发营业执照之日后，标的公司在项目基金新认缴出资金额，若标的公司自有资金不足，投资方应当确保在项目基金管理人向标的公司指示缴付出资之日后，将标的公司应缴付出资金额与标的公司自有资金间的差额按照一定比例以增资或借款形式支付至合资公司账户。

关于投资方后续对基金的出资承诺的细节还需要与投资方进行谈判确认，例如，为避免为逐笔增资/借款进行审批，投资方是否可预先将一定金额以增资或借款形式汇至标的公司账户、具体金额及支付方式、投资方本次增资中已支付的款项是否用于未来项目基金出资并从后续出资承诺中剔除等等。

总之，国有企业混合所有制改革是关系到国有资本发展的综合性工程，因此在实施中的各个细节方面，均需作好健全考量及详细分析。建议国有企业在项目早期即与包括审计师、评估师以及混改律师在内的各方中介尽早接触，以便尽早设计方案，增加混改实施的确定性。

作者/  
曹雪峰、林晓欣

# 国企混改： 制度框架与模式选择



2019年已近尾声，回顾今年的国有企业（以下简称“国企”）混合所有制改革（以下简称“混改”）实践，我们看到国家在制度层面相继出台了多项具有实操指导意义的规范性文件，国企混改进入全面铺开阶段。针对市场上的国企混改研究文章，我们认为仍需对国企混改的总体框架进行全面把握和深入研究，任何一项混改细分条线的实务都离不开混改基本法律法规框架和基础理论的引领。本文拟通过对国有企业发展混合所有制经济的意见《关于深化国有企业改革的指导意见》《中央企业混合所有制改革操作指引》及与混改实操相关的政策规定进行归纳和提炼，总结混改中常见的法律问题及解决方案，以期为混合所有制改革提供专业视角的基本框架和实操路径。

## 壹 | 混合所有制改革 概述

混合所有制，是指通过制度设定，实现统筹不同经济所有制的生产或经营。<sup>1</sup>混合所有制的内涵具体可以从宏观与微观两个角度来探析，宏观层面上，从立足于所有制的构成来看，混合所有制是由公有制经济、非公有制经济以及合资合作经济紧密协作共同构成非单一性的所有制结构。

从微观角度探究的混合所有制并没有一个明确的界定，概括而言如果一个企业的资产不完全属于公有或私有，那么这些

1.参见程志强：《国有企业改革和混合所有制经济发展》，人民日报出版社2016年版。

企业就可称为混合所有制企业；在宪法层面上，混合所有制可能有三种解释，即不同所有制的混合、不同经济形式的混合、不同企业形式的混合。在不同所有制层面的混合所有制是指生产资料公有制与其他所有制形式之混合。在不同经济形式层面的混合所有制是指国有经济与集体经济、个体经济、私营经济等多种经济形式的混合。在不同企业层面的混合是指不同所有权之企业混合，也即多元股权之混合。本文将重点探讨法律专业视角下的混改基本框架和实操路径。

我国的国企改革基本可以划分为四个阶段：1978年至1992年扩大企业自主经营权的探索阶段，1993年至2002年建立现代企业制度的创新阶段，2003年至2012年国资管理体制的创新阶段以及2013年至今的混合所有制改革深化阶段。其中第一轮国企改革时国家尚未提出混合所有制的理念，因此并未涉及触及国企产权的混合所有制改革，在后续三轮国企改革过程中，基于其所处的时代背景，均涉及到不同程度的混改。

2015年8月24日，中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），国企改革“1+N”体系<sup>2</sup>的顶层设计初步形成。2016年12月，中央经济工作会议上，混合所有制改革被定位为国企改革的重要突破口。党的十九大上，习近平总书记在加快完善社会主义市场经济体制部分的讲话中明确提出“深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业”的要求。

针对混改，国家相继出台了《关于国有企业发展混合所有

---

2. 2017年9月，中央国资委主任肖亚成在新闻发布会上表示，国企改革顶层设计基本完成，完善了“1+N”政策体系，文件体系详见本文第二部分“混改的政策法规体系”。

制经济的意见》（以下简称“《混改意见》”）、《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》、《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》等文件，为混改的规范开展提供了政策支持。

随着近两年国企混改的大规模铺开，国有资本带动非国有资本加入，员工持股等正向激励措施被广泛适用，公司股权结构趋于多元化，企业在借鉴现有混改模式的基础上根据自身实际情况确定混改方案，真正实现“一企一策”。今明两年是国企改革关键的历史阶段，随着各项政策文件的落地，混改流程更加明确，混改中的实践案例不断增加，通过混改给国企带来的管理、决策及经营优势也逐渐显现，中央和地方的改革实践将进一步推进和深化。

## 贰 | 混改的政策法规体系

### （一）混改法规政策一览

本轮国企改革是以混改为核心，多个层面共同推进的全面改革。根据《混改意见》等文件的精神，以及《混改意见》发布至今相关的混改案例，本轮混改不再只注重形式上的“混”，更加关注实质层面的“改”，除了通过引入战略投资者、实施员工持股等方式实现国有资本主导下的多种资本共同发展外，完善国企法人治理结构、提高国企市场竞争力，同时在混改中加强国有资产的监督是本轮混改更深层次的要求。因



此，本轮混改的政策法规体系是以《指导意见》为纲领、《混改意见》为核心，多个政策性规定或指导意见各有侧重、互为补充、相辅相成的综合性政策体系。2017年，国资委主任肖亚庆在“十八大以来国企改革情况发布会”发言称，国企改革顶层设计基本完成，形成了“1+N”政策体系，在政策取向上相互配合、在实施过程中相互促进、在实际成效上相得益彰，对实践操作具有重要的引领、指导意义。

作者根据国资委官方网站信息<sup>3</sup>及公开资料，将2017年以来国企改革顶层设计中形成的“1+N（22）”个顶层设计的政策文件整理如下：

改革内容	政策文件	发文机关	文号
总体要求	《关于深化国有企业改革的指导意见》	国务院、中共中央	/
分类推进国企改革	《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》	财政部、国家发改委、国资委	/
	《关于完善中央企业功能分类考核的实施方案》	国资委、财政部	国资发综合[2016]252号
完善现代企业制度	《中央企业公司制改制工作实施方案》	国务院	国办发[2017]69号
	《关于进一步完善国有企业公司法人治理结构的指导意见》	国务院	国办发[2017]36号
	《关于开展落实中央企业董事会职权试点工作的意见》	国务院	/
	《关于深化中央管理企业负责人薪酬制度改革的意见》	国务院	/

<sup>3</sup> 参见国资委网站<http://www.sasac.gov.cn/n2588030/n2588924/c7941469/content.html>，最后访问时间：2019年11月27日。

改革内容	政策文件	发文机关	文号
	《关于合理确定并严格规范中央企业负责人履职待遇、业务支出的意见》	国务院、中共中央	中办发 [2014]51号
完善国有资产管理体制	《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	国务院	国发[2015]63号
	《国务院办公厅关于转发国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案的通知》	国务院	国办发 [2017]38号
	《关于推进中央企业结构调整与重组的指导意见》	国务院	国办发 [2016]56号
发展混合所有制经济	《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	国务院	国发 [2015]54号
	《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》	国家改革委、财政部、人社部、国资委	/
	《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	财政部、国资委、中国证监会	国资发改革 [2016]133号
强化监督防止国有资产流失	《关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见》	国务院	国办发 [2015]79号
	《关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的指导意见》	国务院	国办发 [2016]63号
	《企业国有资产交易监督管理办法》	国资委、财政部	国务院国有资产监督管理委员会、财政部令第32号
加强和改进党对国企的领导	《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》	中共中央	/

改革内容	政策文件	发文机关	文号
为国企改革创造良好环境	《关于支持国有企业改革政策措施梳理及相关意见》	国家发改委	/
	《关于加快剥离办社会职能和解决历史遗留问题工作方案》	国务院	国发[2016]19号
其他	《贯彻落实<中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见>重点任务分工方案》	国务院	/
	《关于国有企业改革试点工作事项及分工的方案》	国资委	/
	《贯彻落实<中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见>改革举措工作计划》	国资委	/

为回应国企改革顶层设计，落实“1+N（22）”文件精神，中央各部门又针对具体事项和实践中出现的具体问题持续出台了若干配套文件，各地则结合自身实际制定了更具有针对性的规则。从中央到地方，政策文件与操作细则相互配合，推动了国企改革向纵深推进。

作为国企改革的关键环节和重要突破口，混改涉及多方利益的博弈和权衡，政策性强、影响广泛、关注度高。在改革实践中，各地纷纷出台国企混改操作指引，混改工作稳中加快，基于对目前混改实践的总结，2019年10月31日，国资委颁发了具有指导意义的《中央企业混合所有制改革操作指引》（国资产权[2019]653号）（下称“653号文”），并对混改涉及的49部制度规范进行了梳理，涵盖法律、法规、国务院文件、部门

规章、规范性文件等不同效力层级的政策文件，涉及清产核资、国有资产评估与交易、股权激励、境内外投资、劳动用工、税收政策、国有资本运营公司与投资公司试点等重要事项。653号文的出台与相关法律法规制度的梳理，明确了央企混改的流程和路径，为混改过程的合法合规提供了制度指引，未来也将对除央企外其他国企的混改发挥重要的制度示范作用。

## （二）《混改意见》的主要内容

作为国企改革的纲领文件，《指导意见》从引入非国资、国资入股非国企和员工持股三方面阐述混改的逻辑。在此基础上，《混改意见》更具体地明确了国企发展混合所有制经济的工作任务。

《混改意见》最大的一个亮点就是分类地规定了混改推进的要求：对于主业处于充分竞争行业和领域的商业类国企混合所有制改革，应充分运用整体上市等方式，积极引入其他国有资本或各类非国有资本以实现股权多元化；对主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域、主要承担重大专项任务的商业类国企，保持国有资本控股地位，支持非国有资本参股；对自然垄断行业，实行以政企分开、政资分开、特许经营、政府监管为主要内容的改革，根据不同行业特点实行网运分开、放开竞争性业务，同时根据细分行业的不同，规定了部分行业非公有资本准入的负面清单；公益类国企则要求根据不同的业务特点，推进具备条件的企业实现投资主体多元化，鼓励非国企通过购买服务、特许经营、委托代理等形式参

与经营。

《混改意见》将保护产权写入混改的四大原则之一，同时要求健全严格的产权占有、使用、收益、处分等完整保护制度；依法保护混合所有制企业各类出资人的产权和知识产权权益；在立法、司法和行政执法过程中，坚持对各种所有制经济产权和合法利益给予同等法律保护，有利于鼓励各类资本参与混改。

对于混改的实现形式，《混改意见》提出了多种路径，除非公有资本通过股权转让、增资扩股、认购可转债等形式入股国企外，政府和社会资本合作（PPP）模式、国有资本入股民营企业、优先股和特殊管理股以及混合所有制企业员工持股等均纳入混改措施进行探讨。

《混改意见》还要求混改实施过程中“严格程序，规范操作”，进一步健全国有资产交易规则，科学评估国有资产价值，完善市场定价机制，切实做到规则公开、过程公开、结果公开，杜绝国有资产流失。

### （三）653号文的主要内容

国企混改实践工作的开展一方面落实了《指导意见》《混改意见》等政策文件的精神宗旨，另一方面积累了众多切实可行的实操经验，也暴露了不少尚待明确的理论和实务分歧，并因此对政策层面上的指导性理论和指引性文件提出新的要求。基于此，国资委立足于过往的央企混改工作出台了653号文件，总结了实践经验，明确了若干争议，旨在为下一步改革提供更

为明确且高效的操作指引。

653号文首次以部门规章的形式细化了央企混改的基本操作流程。在可行性研究阶段，653号文强调区分不同主业，一企一策，对混改的必要性和可行性进行充分研究；在方案制定阶段，653号文在保留《关于进一步规范国有企业改制工作的实施意见》（以下简称“《规范改制意见》”）关于“企业改制方案”的主要条款的基础上，结合混改实践经验增加对“员工激励计划”“历史遗留问题解决方案”“改革组织保障和制度安排”等问题的列举，并强调企业职工利益相关事项在方案制定阶段的重要性；在决策审批阶段，653号文承接《规范改制意见》关于国企改制方案决策审批的原则性规定，明确了不同功能定位之企业的混改方案的审批程序和审批机关，弥补了《规范改制意见》规定的不清晰之处；在审计评估阶段，653号文重申了《规范改制意见》、《国有资产评估管理若干问题的规定》（财政部令[2001]第14号）的相关规定，再次强调了混改中国有资产评估问题的重要性，并在后文就审计评估实操事项作出更为具体明确的规定；在引进非公有资本投资者阶段，653号文列举了几种常见的混改方案，强调了各类社会资本在混改中的平等进入权；最后，在推进运营机制改革阶段，653号文立足现代企业制度，从公司章程、三会职权、职工激励等角度论述治理结构的健全，旨在推动混改企业实现平等而有活力的公司自治。

653号文不仅明确了基本操作流程，而且围绕“混资本”与“改机制”两个重要问题对其中的操作要点展开具体论述，涉

及审计评估、引进非公有资本投资者、推进运营机制改革等混改实操环节。

在“混资本”环节，653号文细致规定了审计机构和资产评估机构的选聘方式及适格标准，尤其对资产评估机构的选择作了更为严格的规定，并明确了审计报告的出具要求、资产评估的具体事项及备案手续等，为混改实践中如何开展资产审计评估工作提供了操作指南，将有效避免在审计评估环节极易发生的国有资产流失。此外，在通过市场化平台引进非公有资本投资者环节，653号文分别规定了通过产权市场和通过股票市场实施的两种“混资本”方式的操作要点，首先明确了产权交易机构的选择、信息披露的要求、投资人遴选的方式及关注要点等问题，其次规定了通过股票市场实施的发行证券、股份转让、国有股东与上市公司资产重组的实操流程及遵循原则。值得关注的是，653号文明确指出，企业混改后继续保持国有控股地位的，若增资过程中国有股东拟转让其持有的少部分企业产权，则统一按照增资流程操作，产权转让价与增资转让价保持一致，这一规定是对此前实践中存在的流程选择争议的回应，有助于减少未来混改实操中的疑义与混乱。此外，653号文积极鼓励符合国家战略、科创能力突出、具有较强成长性的企业在科创板申请上市，这既是央企混改后对外融资、做强做大的重要途径，同时也能推动科创板市场的发展，落实创新驱动和科技强国战略，653号文彰显了国企混改对资本市场新态势的重要回应，也凸显了增强科研创新能力的国企混改新目标。<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup>参见袁元：《国企改革三年行动方案将出 政策红利空间逐步打开》，载《证券日报》2019年11月21日。

在“改机制”环节，653号文承接《深化意见》《混改意见》《关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》（国发[2017]36号，以下简称“《治理意见》”）关于完善现代企业制度的相关规定，强调：在企业治理方面，应经各方充分协商达成公司章程并以其作为公司治理基础，在企业管控方面，保障企业自主经营权，避免“行政化”“机关化”管控，重申国有股东从“管企业”到“管资本”的职能转变；在党的建设方面，以建立党的组织、开展党的工作作为央企混改的必要前提。现代企业制度的完善，是混改企业提高治理效率、实现整体效益的必经之路，653号文对相关内容的重申，在一定程度上也将增强非国有资本参与混改企业公司治理的动力。在剔除以往国有股东“大包大揽”的治理模式，完善现代企业制度的大框架下，公司管理人员、各岗位员工的能力、积极性、创造性等因素的重要性便尤为突出，基于此，653号文进一步对混改中的人才选拔机制、员工持股激励机制和激励方案的适用对象等内容进行了细化和完善，有利于提高正向激励机制的综合效果。

在“混资本”和“改机制”两个环节，653号文既从国资的角度，强调对国有资产流失的防范，也从其他社会资本的角度，鼓励非国有资本的参与和市场机制的引入，通过建立现代企业制度，最终提高混改企业的发展活力和整体效益。653号文的出台，是对此前出台的各类政策文件精神原则的重申，也是对过往数年混改实践的回应，无论是对操作流程的细化，还是对实操争议的解决，均对今后央企及央企外其他国企的混改工



作开展具有重要的指引意义。

## 参 | 混合所有制改革的 实现方式及一般流程

正如上文所述，《混改意见》对混改措施采取了广义列举的方式，除现有国企股权层面的所有制混合外，特定行业的特许经营、服务购买、委托代理，国企对外投资中的公私合作，国有资本入股民营资本，PPP模式等均被纳入广义的混改措施范围。下文对混改实现方式及相关法律问题的论述仅从国企股权层面的混合展开，即仅涉及狭义上的混改。

股权层面国有资本与非国有资本的合作是混改的最主要形式，合作的方式主要包括通过股权转让、增资扩股的形式引入



战略投资人、实施员工持股、与经过公开选聘程序选定的民营企业新设合资公司等形式，在构建多元化股权结构的同时，为国企带来社会资本的资源与活力。不同于90年代国企改革，本轮国企改革战略投资者的引进和国有股权的让渡，已经具备较为清晰的政策法律规范性文件作为依据，包括《企业国有资产交易监督管理办法》、《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》在内的多层次法规政策可以作为混改实务指导规范。根据对相关政策法规文件的研究以及作者参与的有关国企改革项目的实务经验，我们总结了国企混改中涉及的具体程序与关注要点如下：

### （一）产权转让与增资

自十五大首次提出混合所有制经济的概念以来，经历了二十余年的历程，企业国有产权管理制度也经历了逐步完善的过程。时至今日，我国已经建立起以《企业国有资产法》为基础的国有资产监管法律法规体系。2016年，中央国资委和财政部联合颁发的《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”），进一步完善了国有产权交易和国企改制的方式、程序等事项，成为新阶段指导国有资产交易、强化监督防止国有资产流失的核心文件。32号令所确立的企业国有资产交易监管格局更为严格，以进场公开交易方式为原则，对国企的产权转让、增资、资产转让进行明确监管，并对企业国有资产交易的细节规则进行了重塑。

## 1、国有产权转让

根据32号令，国企产权转让的基本程序如下：

序号	程序事项	具体内容
1	内部决策	由转让方根据内部章程和内部管理制度召开董事会、股东（大）会进行审议决策。
2	事项审批	转让方（国企）的国资监管机构审批，因转让导致国家丧失控股权的，应由国资监管机构报本级人民政府批准。
3	财务审计	产权转让事项经批准后，由转让方委托会计师事务所对转让标的企业进行审计。涉及参股权转让不宜单独进行专项审计的，转让方应当取得转让标的企业最近一期年度审计报告。
4	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。
5	方案制定	转让方在审计、评估的基础上制定产权转让方案，方案具体内容一般包括：转让方国有产权的基本情况、转让行为的有关论证情况、标的企业的员工安置方案（如有）、债权、债务处理方案、产权转让收益处置方案等。
6	出具法律意见书	转让方应聘请律师事务所出具产权转让合法合规的法律意见书。
7	方案审批	同事项审批。
8	公开/协议交易意见书	根据产权转让的情形及审批情况在产权交易所公开交易或非公开协议交易。
9	工商变更	交易完毕办理工商变更登记。

根据32号令，国有产权转让原则上应在依法批准的交易场所公开进行，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；以及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。

32号令颁布后，各地的产权交易场所在此基础上，针对国有产权转让制定了内部操作流程，下文以北京产权交易所（以下简称“北交所”）相关规定为例，简要介绍国有产权公开交易的流程：

序号	程序事项	具体内容
1	信息预披露	因产权转让导致转让标的企业的实际控制权发生转移的，转让方应当在转让行为获批后10个工作日内，向北交所申请信息预披露。产权转让未导致转让标的企业的实际控制权发生转移的，也可进行信息预披露。预披露的期限不少于20个工作日。
2	信息正式披露	转让方应当委托经纪会员向北交所提交信息披露申请。
3	受理并发布转让信息	北交所对转让方提交的信息披露申请和材料进行审核，符合信息披露要求的，予以受理，并依据信息披露申请的主要内容对外发布产权转让信息披露公告；不符合信息披露要求的，将审核意见通过经纪会员及时告知转让方，要求转让方进行调整。 信息披露公告时间应当不少于20个工作日。

序号	程序事项	具体内容
4	登记受让意向	意向受让方在信息披露公告期内，应当委托经纪会员向北交所提交受让申请。公告期满后5个工作日内，北交所将意向受让方的登记情况及其资格确认意见书面告知转让方。转让方在收到北交所的资格确认意见后，应当在5个工作日内予以书面回复。
5	组织交易签约	信息披露公告期满后，产生符合条件的意向受让方的，由北交所按照相关规定组织报价。受让方确定后，交易双方应当按照信息披露公告的要求及时签订产权交易合同。
6	结算交易资金	受让方原则上应当自合同生效之日起5个工作日内将交易价款一次性支付到北交所指定结算账户。符合产权交易价款划出条件，北交所应当及时向转让方划出交易价款。
7	出具交易凭证	交易双方签订产权交易合同，受让方依据合同约定支付交易价款，且交易双方支付服务费用后，北交所在3个工作日内出具产权交易凭证。

## 2. 增资

根据32号令，国企增资与产权转让的程序基本一致：

序号	程序事项	具体内容
1	内部决策	由增资企业按照公司章程和内部管理制度召开董事会、股东（大）会进行审议决策。
2	事项审批	增资企业的国资监管机构审批，因增资导致国家丧失控股股权的，应由国资监管机构报本级人民政府批准。
3	财务审计	由增资企业委托具有相应资质的中介机构开展财务审计。
4	资产评估	由增资企业委托具有相应资质的中介机构开展资产评估，并以经核准和备案的评估结果确定增资后的注册资本及股权比例。

序号	程序事项	具体内容
5	方案制定	增资企业在审计、评估的基础上制定增资方案，方案具体内容包括：增资企业的基本情况、增资行为的有关论证情况、增资后企业的治理结构、增资后企业的股权结构、增资企业债权债务处理及职工安置事项等。
6	出具法律意见书	增资企业应聘请律师事务所出具增资合法合规的法律意见书。
7	方案审批	主管机关同事项审批。
8	公开/协议交易意见书	根据增资的不同具体情形及审批情况在产权交易所公开交易或非公开协议交易。
9	工商变更	交易完毕办理工商变更登记。

对于国企增资，32号令同样坚持公开交易的原则，对于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，和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两种情形，经同级监管部门批准可以非公开协议增资；对于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、企业债权转为股权、企业原股东增资三种情形，经国家出资企业审议决策可以非公开协议转让。

根据32号令及相关规定，在北交所进行的国企公开增资的基本程序如下：

序号	程序事项	具体内容
1	信息预披露	拟增资企业根据实际情况和工作进度安排，通过北交所预披露增资信息，广泛征集意向投资方。预披露信息发布期间，北交所及时向拟增资企业反馈意向投资方征集情况，也可组织拟增资企业与意向投资方洽谈，协助修订完善增资方案。
2	审核受理	拟增资企业向北交所提交增资申请，北交所在收到申请次日起3个工作日内，对增资申请材料、信息公告内容等进行形式审核，符合要求的，予以受理并发布增资信息。
3	发布增资信息	北交所将增资信息在北交所网站等相关媒体发布，公开征集意向投资方。增资信息发布期限一般不少于20个工作日。
4	登记投资意向	增资信息发布期间，投资方应向北交所提交相关申请材料，北交所对意向投资方逐一登记并通知拟增资企业，拟增资企业应在收到审核意见次日起10个工作日内，以书面形式向北交所出具对意向投资方的资格确认意见。北交所应以书面形式将资格确认结果通知各意向投资方。
5	选定投资方	北交所协助拟增资企业通过竞价、竞争性谈判、综合评议等形式选定投资方，并在选定投资方后3个工作日内进行公示。
6	签署增资协议	确定投资方次日起3个工作日内，北交所向拟增资企业及投资方出具《增资结果通知书》，《增资结果通知书》出具10个工作日内，共同签订《增资协议》，并交北交所存档。
7	实缴出资	投资方根据《增资协议》的约定缴付出资，北交所可提供相应的资金结算服务。
8	出具增资凭证	北交所在《增资协议》生效后5个工作日内出具《增资交易凭证》。

32号令颁布前，国有资产交易仅产权转让有规可循，即《企业国有产权转让管理暂行办法》（国资委、财政部令第3号，以下简称“老3号令”）<sup>5</sup>。相比老3号令，32号令在逻辑架

5.根据《国务院国资委关于公布规章规范性文件清理结果的公告》（国务院国有资产监督管理委员会公告2017年第1号），老3号令已被废止。

构上采用了按交易类型分章规定企业产权转让、企业增资、企业资产转让的方式，相比3号令更为清晰、明确，对产权转让、企业增资、企业资产转让中的协议处置方式可以采取的情形、有权审核的机关及审核机关应当审查文件的范围等作了详细规定，丰富了企业国资监管的内容，改变了老3号令在许多问题上“犹抱琵琶半遮面”的状态，体现了国资监管水平的大幅提高，对于混改的规范操作具有现实的指导意义。

## （二）员工持股

我国的员工持股最早可追溯至内部职工股和公司职工股以及此后的工会代持股和员工持股会持股等制度。受限于国情与法律规定，前述各类员工持股的做法发挥的作用有限，且存在权责不清、超范围授股、违规代持等不规范问题，在企业或公司上市融资过程中逐渐成为被清理或规范的事项。国资委成立后，员工持股逐渐成为国企改革中的重要举措和关注重点之一。在《规范改制意见》中，中央国资委就已经对国企管理层通过增资扩股持股进行了初步规定。2008年，在国企职工投资参与国有中小企业改制和国有大中型企业辅业改制的背景下，中央国资委颁布《关于规范国有企业职工持股、投资的意见》（国资发改革[2008]139号，下称“139号文”），首次对国企的员工持股问题进行了全面的规定。2014年6月20日，中国证监会发布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》，为上市公司实施的员工持股计划提供较为完整的指导规章。本轮混改中，《指导意见》将“探索混合所有制企业员工



持股”列为混改的重要措施之一。为规范混改中的员工持股，2016年，中央国资委、财政部、证监会联合发布《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》（国资发改革[2016]133号，下称“133号文”）。2019年，国资委发布的653号文针对央企混改中的员工持股事项，提出应按照133号文“稳慎开展”，既反映了员工持股在混合所有制改革中的重要地位，也体现了员工持股须谨慎试点、稳步推进的政策导向。

传统的国有企业因国资一股独大而导致效率低下、内部人控制，在缺乏制衡的股权决策机制及传统“平均主义”分配下，核心员工缺乏激励。员工持股是解决这上述问题的最有效途径之一。混合所有制企业通过开展员工持股，改变了企业的整体股权结构，股权结构的多元化有利于解决国企所有者缺位的情况，优化法人治理结构；同时员工持股使得员工实现从被雇佣者到企业股权持有者的身份转变，使员工和企业形成了利益共同体，从而提高企业的资产运营效率。根据133号文、《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》、653号文及相关实践经验，混改中实施员工持股的基本程序如下：

序号	程序事项	具体内容
1	试点企业确定	开展员工持股试点的地方国企，由省级人民政府国有资产监督管理机构确定；开展试点的中央企业所属子企业，由国有股东单位在审核有关申报材料的基础上，报履行出资人职责的机构确定。

序号	程序事项	具体内容
2	方案制定	深入分析实施员工持股的必要性和可行性，以适当方式向员工充分提示持股风险，严格按照有关规定制定员工持股方案，并对实施员工持股的风险进行评估，制定应对预案。员工持股方案应对持股员工条件、持股比例、入股价格、出资方式、持股方式、股权分红、股权管理、股权转让及员工岗位变动调整股权等操作细节作出具体规定。
3	财务审计 资产评估	在员工入股前，应对试点企业进行财务审计和资产评估。员工入股价格不得低于经核准或备案的每股净资产评估值。国有控股上市公司员工入股价格按证券监管有关规定确定。
4	方案审批	试点企业应通过职工代表大会等形式充分听取本企业职工对员工持股方案的意见，并由董事会提交股东（大）会进行审议。上市公司独立董事对员工持股方案发表意见并聘请律师事务所对员工持股方案出具法律意见书。
5	方案备案	地方试点企业的员工持股方案经股东（大）会审议通过后，报履行出资人职责的机构备案，同时抄报省级人民政府国有资产监督管理机构；中央试点企业的员工持股方案经股东（大）会审议通过后，报履行出资人职责的机构备案。
6	方案实施	采用股权转让、增资等新式实施员工持股计划的，需根据国有资产交易程序。
7	信息披露	试点企业应将持股员工范围、持股比例、入股价格、股权转让、中介机构以及审计评估等重要信息在本企业内部充分披露，切实保障员工的知情权和监督权。国有控股上市公司执行证券监管有关信息披露规定。

根据133号文及139号文，实务中，开展员工持股试点应关注以下问题：

1.参与持股的人员应为在关键岗位工作并对公司经营业绩和持续发展有直接或较大影响的科研人员、经营管理人员和业务骨干，且与本公司签订了劳动合同。党中央、国务院和地方

党委、政府及其部门、机构任命的国企领导人员不得持股。外部董事、监事（含职工代表监事）不参与员工持股。如直系亲属多人在同一企业时，只能一人持股。员工持股原则限于持有本企业股权，集团公司及各级子企业经国资监管机构或集团公司批准，员工也可持有上级改制公司的股权，但不得直接或间接持有本企业下级企业及集团公司所出资其他企业股权。科研、设计、高新技术企业科技人员确因特殊情况需要持有子企业股权的，须经同级国资监管机构批准，且不得作为该子企业的国有股东代表。

**2、**一般而言员工持股的股权主要来源于企业的增资或受让的老股，因此实施员工持股时，应对试点企业进行财务审计与资产评估，入股价格不得低于国资委核准或备案的每股净资产。员工持股的比例总量原则不超过公司总股本的30%，单一员工的持股比例不超过1%，实施员工持股后，应确保国有股东的控股地位，持股比例不得低于34%。在上市公司实施员工持股计划时，全部有效的员工持股计划所持有的股票总数累计不得超过公司股本总额的10%。同时，为了确保员工持股计划的激励性质，保证试点企业的股权稳定，防止员工持股成为员工套现的工具，133号文规定实施员工持股，应设定不少于36个月的锁定期。试点企业首发上市的，锁定期还需增加至自上市之日起不少于36个月的锁定期。锁定期满后，公司董事、高级管理人员每年可转让股份不得高于所持股份总数的25%。

**3、**对于国有上市公司的员工持股的实施，还需根据员工持股计划实施的方式遵循《关于上市公司实施员工持股计划试点

的指导意见》、重大资产重组、非公开发行股票的等相关规定。

### （三）遴选适格民营企业合资组建混合所有制公司

目前实务中还存在另一种混合所有制改革的实现路径，即国有企业遴选适格民营企业，与其合资组建混合所有制公司。通常情况下，该类混改方式的操作流程为：首先，国有企业根据未来拟设立的合资公司所计划开展的经营业务，选择若干从事相关业务的民营企业作为候选合作伙伴，并从中遴选最优合作伙伴；其次，国有企业对该最优合作伙伴的具体情况较为详尽的调查及分析，关注民营企业的业务情况、财务情况、人员情况、合规情况、内部治理架构、股权架构等事项；最后，国有企业与民营企业共同设立合资公司，根据合资公司拟开展的业务，确定各方的持股比例。

国有企业通过遴选适格民营企业，与其共同设立合资公司，不仅是“混资本”的重要路径，也能发挥“合资源”的作用。具言之，在实践中，此类“被选择”的民营企业往往在某一领域具有较强的业务优势和发展活力，部分企业掌握先进技术或在行业中处于领先地位，国有企业与该类民营企业进行合作，能够有效利用双方的优势和资源，为未来合资企业的业务发展储备动力。基于此种目标，在混改过程中，非国有资本的话语权与参与权理应受到重视，只有在合资公司中建立起现代企业制度，完善公司治理机制，摆脱以往国有股东的行政化“管控”，发挥民营企业股东及职业经理人的积极性，才能实

现混改效益的最大化。

#### （四）其他形式的混合所有制改革

国企混改除上述常见形式外，还包括投资并购非上市民营企业、上市重组、股权置换、外资并购等各类型的混改模式。

## 肆 | 混改实施中的 相关法律问题解析

### （一）资产评估

在过去的国企改革中，因法规制度缺失、操作不规范，出现了“资产贱卖”、侵吞、挪用国有资产等大量导致国有资产流失的情形。资产评估作为一项对特定的资产进行全面系统评定其运营状况和估算其价值的工作，针对混改、公司制改革背景下产生的国有资产流失以及妨碍混合所有制改革实施的问题，在降低市场交易成本、提高市场交易效率、维护国家经济安全、社会公众利益等方面发挥重要作用，担负起保证公平交易及防范国有资产流失的双重重任。

根据《企业国有资产法》、32号令、《改制意见》等规定，除特定情形外，国企产权转让、增资、公司制改革应进行资产评估，并根据评估的净资产确定交易价格、注册资本。

国资委自成立以来，针对国有资产评估制定了《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，以下简称“12号文”）、《关于加强企业国有资产评估管理工作有关问题的通知》（国资委产权[2006]274号）、《关于企业国有资产评估报告审核工作有关事项的通知》（国资产权[2009]941号）、《企业国有资产评估项目备案工作指引》（国资发产权[2013]64号）等规定。针对央企混改中的资产评估事项，653号文则提供了更为明确的指引规定，涵及评估机构选聘及委托、评估备案管理权限及其他重点关注事项。

根据12号文，企业国有资产评估项目实行核准制和备案制。根据相关规定，核准制与备案制的相关要点如下：

	核准制	备案制
适用情形	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。	经国务院国资委批准经济行为的事项涉及的资产评估项目，由国务院国资委负责备案；经国务院国有资产监督管理机构所出资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。
评估前报告	评估前报告以下内容：（1）相关经济行为批准情况；（2）评估基准日的选择情况；（3）资产评估范围的确定情况；（4）选择资产评估机构的条件、范围、程序及拟选定机构的资质、专业特长情况；（5）资产评估的时间进度安排情况。	

	核准制	备案制
核准/备案程序	<p>(1) 评估报告逐级上报初审，经初审同意后，自评估基准日起8个月内向国有资产监督管理机构提出核准申请；</p> <p>(2) 国有资产监督管理机构收到核准申请后，对符合核准要求的，在20个工作日内完成对评估报告的核准；对不符合核准要求的，予以退回。</p>	<p>(1) 备案材料逐级报送给国有资产监督管理机构或其所出资企业，自评估基准日起9个月内提出备案申请；</p> <p>(2) 国有资产监督管理机构或者所出资企业收到备案材料后，对材料齐全的，在20个工作日内办理备案手续，必要时可组织有关专家参与备案评审。</p>
审核内容	<p>(1) 相关经济行为是否获得批准；</p> <p>(2) 资产评估机构是否具备相应评估资质；</p> <p>(3) 评估人员是否具备相应资格；</p> <p>(4) 评估基准日的选择是否适当，评估结果的使用有效期是否明示；</p> <p>(5) 资产评估范围与经济行为批准文件确定的资产范围是否一致；</p> <p>(6) 评估依据是否适当；</p> <p>(7) 企业是否就所提供的资产权属证明文件、财务会计资料及生产经营管理资料的真实性、合法性和完整性做出承诺；</p> <p>(8) 评估过程是否符合相关评估准则的规定；</p> <p>(9) 参与审核的专家是否达成一致意见。</p>	<p>(1) 相关经济行为是否获得批准；</p> <p>(2) 资产评估机构是否具备相应评估资质；</p> <p>(3) 评估人员是否具备相应资格；</p> <p>(4) 评估基准日的选择是否适当，评估结果的使用有效期是否明示；</p> <p>(5) 资产评估范围与经济行为批准文件确定的资产范围是否一致；</p> <p>(6) 企业是否就所提供的资产权属证明文件、财务会计资料及生产经营管理资料的真实性、合法性和完整性作出承诺；</p> <p>(7) 评估程序是否符合相关评估准则的规定。</p>

除资产评估外，在混改方案的实施过程中，财务审计也是防范国有资产流失的重要手段之一。实务中，很多人员对于财务审计与资产评估关系与地位认识不够清晰，认为国企混改只

要进行了财务审计与资产评估并得到主管部门的批准就不存在合规问题。从实质角度来看，资产评估阶段主要对企业的实物资产进行评估，得出当前的市场价值。审计阶段重点是对企业资产、负债、净资产真实性进行审核。财务审计与资产评估关系的理顺一定程度上影响混改中产权数额的准确界定。

## （二）清产核资

根据《国有企业清产核资办法》（国务院国有资产监督管理委员会令[2003]第1号，下称“《清产核资办法》”），清产核资是指国有资产监督管理机构根据国家专项工作要求或者企业特定经济行为需要，按照规定的工作程序、方法和政策，组织企业进行账务清理、财产清查，并依法认定企业的各项资产损益，从而真实反映企业的资产价值和重新核定企业国有资本的活动。截至目前，我国共进行两次大规模的清产核资：1992-1995年，建立现代企业制度背景下的首次大规模清产核资，和2003-2006年，理顺国有资产管理体制背景下的第二次大规模清产核资。

根据《企业国有资产法》与《改制意见》，混改与公司制改革均应按照规定进行清产核资。

《混改意见》中提到，在组建和注册混合所有制企业时，要依据相关法律法规，规范国有资产授权经营和产权交易等行为，健全清产核资、评估定价、转让交易、登记确权等国有产权流转程序。

《规范改制意见》中规定，企业实施改制仅涉及引入非国



有投资者少量投资，且企业已按照国家有关规定规范进行会计核算的，经本级国有资产监督管理机构批准，可不进行清产核资。

《中央企业公司制改制工作实施方案》（以下简称“《央企公司制改制方案》”）仅要求“改制为股权多元化企业，要按照有关规定履行清产核资等各项程序”，对于全民所有制企业改制为国有独资公司的情形未作明确要求。

根据以上规定，作者认为，一般全民所有制企业公司制改制应进行清产核资，中央企业改制为国有独资公司的根据《央企公司制改制方案》不需进行清产核资，混改中原则上应进行清产核资，对于少量民营资本参与混改并经监管部门批准同意的情形可简化程序不进行清产核资。

### （三）员工安置

员工安置工作中，经常会涉及“身份置换”、“工龄买断”、“分流安置”等用语，这些用语发源首轮混改针对亏损中小国企业的政策性关停破产、国有控股企业改制为非国有控股企业以及后续大型国企主辅分离改革中关于职工安置的实践。从法律角度，职工安置主要是指国企改革过程中通过与职工变更劳动合同，解除与原单位劳动合同，重新与改制后企业签订劳动合同并支付职工一定的经济补偿等一系列保障措施的统称。从股权结构角度，混改为不同所有制的混合，甚至涉及企业控制权的变更，混改后面临着企业与劳动者的双向选择。因劳动者与用人单位之间的地位不平等，有关国企改革的法律法

规格外重视对劳动者权益的保护，具体如下：

## 1、关于劳动合同与经济赔偿金

《劳动合同法》第三十三条规定：“用人单位变更名称、法定代表人、主要负责人或者投资人等事项，不影响劳动合同的履行。”

根据《改制意见》，企业改制为国有控股企业的，改制后企业继续履行改制前企业与留用职工签订的劳动合同；留用职工在改制前企业的工作年限应合并计算为在改制后企业的工作年限；原企业不得向继续留用的职工支付经济赔偿金。改制为非国有企业的，要严格按照有关法律法规和政策处理好改制企业与职工的劳动关系。对企业改制时解除劳动合同且不再继续留用的职工，应支付经济赔偿金。

关于混改中职工经济赔偿金的承担，财政部《关于企业重组有关职工安置费用财务管理问题的通知》（财企[2009]117号）以及《企业财务通则》（财政部令第41号）规定，混改中支付给解除、终止劳动合同的职工的经济补偿，以及为移交社会保障机构管理的职工一次性缴付的社会保险费，由混改企业承担，以股权转让方式实施的混改，各项职工安置费用在资产评估之前不得从拟转让的净资产中扣除，也不得从转让价款中直接抵扣，应当从产权转让收入中优先支付。

## 2、关于职工安置方案

根据《劳动法》、《劳动合同法》、《规范改制意见》的该规定，职工安置方案的内容主要包括：企业的人员状况及分流安置意见；职工劳动合同的变更、解除及重新签订办法；解

除劳动合同职工的经济补偿金支付办法；社会保险关系接续；拖欠职工的工资等债务和企业欠缴的社会保险费处理办法等。

关于职工安置方案的审批，根据《改制意见》、32号令等规定，应经职工大会或职工代表大会审议通过，其中企业职工人数在五十人以下的，职工安置方案应由职工大会审议通过。根据中国证监会的规定，上市公司混改构成重大资产重组中如涉及职工安置，申请文件中应包含关于同意职工安置方案的职工代表大会或职工大会决议及相关文件。

#### **（四）企业改制或混改中划拨土地的处置**

因国企的特殊背景，很多企业的经营用地为划拨用地，当混改或公司制改制时，根据《国有企业改革中划拨土地使用权管理暂行规定》（国家土地局令[1998]第8号）（以下简称“8号文”）、《国土资源部关于加强土地资产管理促进国有企业改革和发展的若干意见》（国土资发[1999]第433号）（以下简称“433号文”），涉及到划拨土地的延续、变更。

根据8号文，国企改革过程中涉及的划拨土地使用权主要采取国有土地使用权出让、国有土地租赁、国家以土地使用权作价出资（入股）和保留划拨用地方式予以处置。在国企改造或改组为有限责任公司、股份有限公司以及组建企业集团、国企改组为股份合作制、国企租赁经营、非国有企业兼并国企四种情形下，应采用出让或租赁的形式处置划拨用地。

实践中，国企改制时，如划拨用地以出让的形式处置，改制企业需补缴高额的土地出让金，财务压力较大，补缴土地出

让金后或导致企业的净资产大幅下滑甚至资不抵债，进而影响企业改制工作的进展。租赁与授权经营的形式在一定程度上可以缓解改制企业的经济压力，但首发上市时，企业经营性土地、房产的稳定性、租赁土地或授权经营是否影响发行人的可持续经营能力与独立性等方面将成为监管部门重点关注的内容，甚至可能构成首发上市的实质性障碍。因此，对改制企业，最理想的划拨土地处置方式为保留原有的划拨用地性质或由国家出资入股。

根据8号文第八条，国企改革涉及的土地使用权，有下列情形之一的，经批准可以采取保留划拨方式处置：

“（1）继续作为城市基础设施用地、公益事业用地和国家重点扶持的能源、交通、水利等项目用地，原土地用途不发生改变，但改造或改组为公司制企业的除外；

（2）国有企业兼并国有企业或非国有企业以及国有企业合并，兼并或合并后的企业是国有工业生产企业的；

（3）在国有企业兼并、合并中，被兼并的国有企业或国有企业合并中的一方属于濒临破产的企业；

（4）国有企业改造或改组为国有独资公司的。

其中（2）、（3）、（4）项保留划拨用地方式的期限不超过五年。”

根据上述规定，只有在全民所有制企业改制为国有独资公司时，划拨用地才可保留原有性质不变，且保留的期限不超过五年。

为贯彻十五届四中全会通过的《中共中央关于国有企业改



革和发展若干重大问题的决定》，433号文对划拨土地性质保留情形作出了较为宽松的规定：经土地行政主管部门审批，在涉及国家安全的领域和对国家长期发展具有战略意义的高新技术开发领域，国企可继续以划拨方式使用土地；对承担国家计划内重点技术改造项目的国企，原划拨土地可继续以划拨方式使用；改革后的企业用地符合（划拨供地项目目录）的，可仍以划拨方式使用。

此外，根据《央企公司制改制方案》，中央直属全民所有制企业改制为国有独资公司或国有及国有控股企业全资子公司，其原有划拨土地可按照有关规定保留划拨土地性质。

国家以划拨土地使用权作价出资（入股）适用情形较广，除根据8号文保留划拨土地性质不变的几种情形外，均可采用。

433号文对于两种特定情形下的土地作价出资做出了规定：对于自然垄断的行业、提供重要公共产品和服务的行业，以及支柱产业和高新技术产业中的重要骨干企业，根据企业改革和发展的需要，主要采用国家作价出资（入股）方式配置土地，国家以作价转为国家资本金或股本金的方式，向集团公司或企业注入土地资产；对承担国家计划内重点技术改造项目的国企，可以作价出资（入股）方式向企业注入土地资产。

除保留划拨用地的性质与国家以划拨土地使用权作价出资（入股）两种形式外，为减轻企业负担，433号文规定对其他采用成熟技术进行产品更新和技术改造的国企，划拨土地以出让方式处置时，土地收益可作为应付账款暂留企业，全额用于技术改造，并参照技改贷款方式进行管理。

在8号文与433号文的基础上，部分地区针对管辖区域内国企改革的划拨土地处置问题，制定了具体的通知意见，如《北京市人民政府关于北京市国有企业改革中划拨土地使用权管理若干意见的通知》（京政办发[1998]77号）、《关于印发关于市属国有企业重组改革中土地使用权处置的意见的通知》。在混改或改制实务中，应在8号文和433号文的基础上，结合企业所在地区的特殊规定及所处的行业特点，针对性地提出划拨用地处置的可行性操作方案。

## （五）法人治理结构和机制的完善

### 1、问题的提出

在我国，国企的直接经营目标是国有资产的保值增值，在

进行混改引进不同投资者之后，在追求国有资产保值增值的同时，各类不同所有制投资主体的投资回报和利益保护也被纳入公司治理的目标范围之内，国企混改中的法人治理结构和机制的完善具有了更加丰富的诉求和内涵。

目前，我国国企依然存在国有股权“一股独大”的现象，国有股权比例过高直接造成负责人由行政主管部门直接任命，管理行政化等“政企不分”现象的出现。尽管在各级国资委的监督下，很多国企建立了董事会制度，但在实际运行中存在若干问题，如制度不健全、委托代理关系不明确、两套体系一套人马等，无法发挥董事会和经理层相互制衡的作用。国企所有者和经营者之间委托代理关系链条过长导致了代理成本的增加，使委托人对代理人的监督产生了懈怠，最终产生了所有者失位与企业内部人控制的现象，进而制约了公司的发展

## **2、《治理意见》中有关完善国企法人治理结构和机制的相关规定**

针对国企法人治理结构的完善，国务院颁布了《治理意见》，明确了“建立健全产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度”和“健全各司其职、各负其责、协调运转、有效制衡的国企法人治理结构”两大方向。

《治理意见》提出规范决策机制和完善制衡机制，尊重市场的改革重点；强调坚持党的领导，把加强党的领导和完善公司治理相统一，发挥国企党组织的领导核心和政治核心作用；推进国企改制回归《公司法》本位，强调公司章程作为公司行为准则在企业治理中的基础地位；同时要求权责对等，建立决

策、执行和监督环节的终身责任追究制度。

在《公司法》关于公司三会一层治理结构的基础上，《治理意见》从理顺出资人职责、加强董事会建设、维护经理层经营自主权、发挥监事会及职工代表大会的监督职能等四个方面提出了现阶段混改法人治理结构设置的要求，具体如下：

(1) 关于理顺出资人职责，《治理意见》明确出资人机构在公司治理结构中的定位，转变监管方式。出资人机构需根据本级人民政府授权对国家出资企业依法享有股东权利，重点以“管资本”为主，开展委派国有独资公司总会计师试点。对于国有独资公司，应落实以“管资本”为主的国有资本授权经营体制改革，出资人重点管好国有资本布局、规范资本运作、强化资本约束、提高资本回报、维护资本安全。对于国有全资子公司、国有控股企业，出资人根据股权比例参与股东会议表决，不得干预企业自主经营活动。同时要适时制定国有资本优先股和国家特殊管理股管理办法。

(2) 关于加强董事会建设方面，《治理意见》要求加强董事会独立性与权威性，提高对经理层管理和监督的能力。国有独资、全资公司的董事长与总经理原则上应分设，除国有独资公司外，国企董事会成员，根据各股东的持股比例推荐派出，国有控股企业应设置一定比例的外部董事。针对董事会的管理机制，《治理意见》提出集体审议、独立表决、个人负责的决策制度，一人一票表决，建立规范透明的重大事项信息公开和对外披露制度以及董事会决议跟踪落实以及后评估制度。董事会下设提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会等专门委



员会，为董事会决策提供咨询。

(3) 关于维护经理层的经营自主权方面，《治理意见》明确规定经理层的地位职责，依法由董事会聘任或解聘，接受董事会管理和监事会监督。总经理对董事会负责，依法行使管理生产经营、组织实施董事会决议等职权，并完善经理层的授权、考核与选聘体系。

(4) 关于内部监督，《治理意见》规定了包括提高专职监事比例、外派监事选聘在内若干措施的监事会制度以及以职工代表大会为基本形式的民主监督制度。国有独资、全资公司的董事会、监事会中须有职工董事和职工监事。建立国企重大事项信息公开和对外披露制度。

综合来看，《治理意见》在《公司法》三会一层的基础上，对国企法人治理结构的设立作出了更加明确具体的规定，既有目标，又有实务内容，对国企改革中现代企业制度的建立极具现实指导意义。653号文在重点分析央企混改程序中的“改机制”环节时，再次重申了《治理意见》的相关规定，此种“重申”并非简单的重复，而是针对目前实践中存在的若干违背相关政策文件精神的现象而作出的强调，只有真正落实“改机制”，才能实现混合所有制企业的长远发展和整体效益的提升。

### 3、国企混改中法人治理结构和机制建设的着眼点

混改实务中，针对国企法人治理结构和机制的完善，不应仅着眼于三会一层机构设置的形式，混改企业更应从董事会、经理层和监事会监督制约、治理规则的落实完善等角度出发，

通过法人治理运行机制的健全促进混改企业活力的迸发。针对不同行业合理设置国有资本与非国有资本控制权结构，对于竞争性国企，采用市场化运作规则，国有资本与非国有资本按照股权比例行使决策权，对于垄断行业的商业类国企和公益类国企，根据细分行业的特点，在保证国有资本安全的基础上，给予非国有资本适当的建议权；加快国企角色由管企业到管资本的转变；设计和制定符合相关政策规定精神的三会议事规则、各专业委员会会议事规则，建立落实各类有效的工作机制；通过公开市场选聘具有本企业发展领域管理能力的职业经理人，企业高管去行政化，合理设置经理层与董事会之间的权限划分，维护经理层自主经营权；加强企业内部监事会的监督职能，充分发挥社交媒体、第三方审计机构和社会公众所形成的外部监督机制。

## 伍 | 结语

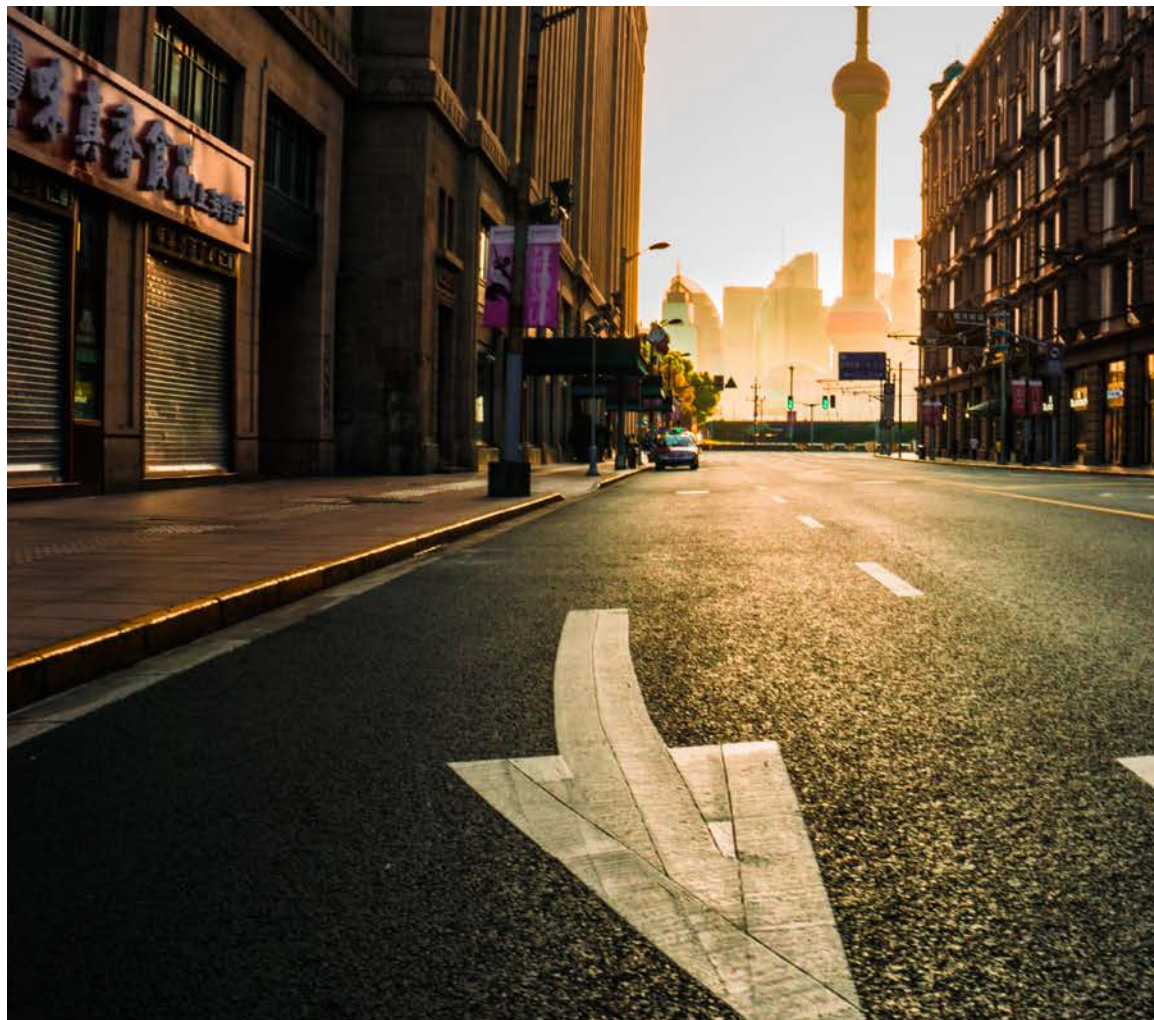
混改是产权层面的改革，是国企改革最为核心、也最为敏感的内容。混改能够更好地厘清企业的产权关系和完善激励体制，激发国企的活力，让国企“老树发新芽”。2017年，混改在重大难点问题上已取得成效。2018年，公司制改制已基本全面完成，混改有序推进，企业办社会职能的剥离取得重要成效，国资监管的职能逐步从“管企业”转变为“管资本”。2019年，国企混改全面铺开，从政策制定到政策落地，从监管到放权，央企改革方案更加多元，地方国企改革速度加快，混

改仍将是国企改革的重要突破口，通过国家层面与地方层面的上下联动全面深入地推进国企混改，混改进度有望超预期。

本文为我们在办理国企改革法律服务业务实践中对混改相关法律法规的初步总结，我们理解，本轮混改不仅是不同所有制企业在股权层面的合作碰撞，更涉及到“混”后不同所有制的碰撞融合以及公司治理机制优化等一系列法律问题，法律服务的层次和过程阶段可以进一步延伸和拓展，律师在混改中法律服务的层次和过程阶段可以进一步延伸和拓展，律师在混改中法律服务更加多元化，展示法律服务的业务机会也将更加丰富。在此过程中，专业和高效的法律服务将助力国企混改的规范化，并按预期部署达成混改的最终目标。

作者/  
郭克军、贾琛、刘宜鑫

# 国企混改： 员工持股新规则 与新实践



员工持股与国企改革历来相伴而生，在国企改革进程中虽曾以内部职工股、公司职工股、自然人持股、职工持股会、信托持股等多种面貌出现，但却因制度设计的仓促不足和整体法律环境的不完善而屡屡受挫，未尽人意。2013年，十八届三中全会通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，新一轮的国企改革正式展开。随后，《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》（财资[2016]4号，以下简称“4号文”）、《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》（国资发改革[2016]133号，以下简称“133号文”）相继出台，为新一轮的员工持股拉开了序幕。

自新一轮员工持股开展以来，国务院国资委已遴选了10户中央企业开展员工持股试点，各地也遴选了多家国有背景企业开展试点，推出了第一批乃至第二批试点名单。新一轮员工持股试点开展至今，已经取得了阶段性成果，激励效果也已初步显现。在这一轮国企混改热潮中，员工持股无疑成了最闪亮的焦点之一。

本文将以相关法律法规为基础，结合员工持股的最新实践经验 and 市场案例，介绍新一轮员工持股的基本路径、一般要求，并剖析员工持股的重点法律问题。

## 壹 | 员工持股的 两条基本路径

对于非上市的国有背景公司而言，开展员工持股有两条基本路径可供选择。其一是遵循“133号文”的相关规定开展员工持股，其二则是依据“4号文”及其配套制度的相关规定实施员工持股。两种路径在适用企业、审批要求、持股比例限制、锁定期要求等方面存有差异，各有优劣，具体如下：

事项	路径一：133号文	路径二：4号文
适用企业不同	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 优先支持但又限于人才资本和技术要素贡献占比较高的转制科研院所、高新技术企业、科技服务型企业；</li> <li>• 中央企业二级（含）以上企业以及各省、自治区、直辖市及计划单列市和新疆生产建设兵团所属一级企业原则上暂不开展。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 主要适用于国有科技型企业，包括：                             <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 国家认定的高新技术企业；</li> <li>(2) 转制院所企业及所投资的科技企业；</li> <li>(3) 高等院校和科研院所投资的科技企业；</li> <li>(4) 纳入科技部“全国科技型中小企业信息库”的企业；</li> <li>(5) 国家和省级认定的科技服务机构。</li> </ol> </li> </ul>
审批要求不同	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 需取得试点资格。</li> <li>• 中央企业所属子企业，由国有股东单位在审核有关申报材料的基础上，报履行出资人职责的机构确定。</li> <li>• 地方国有企业，由省级人民政府国有资产监督管理机构协调有关部门，在审核申报材料的基础上确定。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 无试点资格要求。</li> <li>• 中央企业集团公司报履行出资人职责的部门或机构批准；</li> <li>• 中央企业集团公司所属子企业，报中央企业集团公司批准。</li> <li>• 中央部门及事业单位所属企业，按国有资产管理权属，报中央主管部门或机构批准。</li> <li>• 地方国有企业，报同级履行国有资产监管职责的部门或机构批准。</li> </ul>

事项	路径一：133号文	路径二：4号文
持股比例限制不同	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 员工持股总量原则上不高于公司总股本的30%，单一员工持股比例原则上不高于公司总股本的1%。</li> <li>• 企业可采取适当方式预留部分股权，用于新引进人才。</li> <li>• 应保证国有股东控股地位，且其持股比例不得低于公司总股本的34%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 大型企业的股权激励总额不超过企业总股本的5%。</li> <li>• 中型企业的股权激励总额不超过企业总股本的10%。</li> <li>• 小、微型企业的股权激励总额不超过企业总股本的30%，且单个激励对象获得的激励股权不得超过企业总股本的3%。</li> <li>• 企业不能因实施股权激励而改变国有控股地位。</li> </ul>
锁定期要求不同	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 设定不少于36个月的锁定期；上市后再锁定不少于36个月；</li> <li>• 锁定期满后，董事和高管每年转让不超过25%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 激励对象自取得股权之日起，5年内不得转让、捐赠。</li> </ul>

目前，开展员工持股试点的企业多以“133号文”的规定为依据，适用“4号文”进行员工持股的企业相对较少。因此，下文对员工持股的一般操作流程和具体要求的梳理也主要围绕“133号文”展开。

## 贰 | 员工持股的一般操作流程

根据“133号文”和北京市国资委印发的《关于市属国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的实施办法》（京国资发〔2016〕21号）及上海市国资委印发的《关于本市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作实施方案》（沪国资

委改革〔2017〕18号），本文将国有背景企业员工持股的一般操作流程归纳如下：

序号	操作步骤	备注
1	准备员工持股方案（草案）及试点资格申请材料	北京市属国企员工持股试点尚需北京市政府同意
2	逐层上报，并由一级企业向省级以上国资委等履行出资人职责的机构申请试点资格	
3	国资委等履行出资人职责的机构批复员工持股试点资格（纳入员工持股试点名单）	
4	细化完善员工持股方案，并准备员工持股管理规则等配套制度	
5	开展财务审计、评估等工作	
6	履行职工民主程序：采取职工代表大会等形式充分听取企业职工对员工持股方案的意见	
7	开展社会稳定风险评估	部分地区有此明确要求，如上海市
8	律师出具法律意见书	
9	董事会、监事会审议，外部董事发表意见	部分地区，如北京市要求员工持股方案（草案）等经过董事会审议后，方可申请试点资格
10	股东大会审议	
11	员工持股方案报履行出资人职责的机构备案，地方试点企业需同时抄报省级人民政府国有资产监督管理机构	
12	正式实施	

注：以上系归纳总结的员工持股的一般操作流程，在具体要求上各地可能会略有不同。



## 三 | 员工持股的一般要求

事项	要求	备注
试点企业要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 主业处于充分竞争行业和领域的商业类企业。</li> <li>• 股权结构合理，非公有资本股东所持股份应达到一定比例，公司董事会中有非公有资本股东推荐的董事。（上海进一步明确非公有资本股东所持股份原则上不低于10%）</li> <li>• 公司治理结构健全，建立市场化的劳动人事分配制度和业绩考核评价体系，形成管理人员能上能下、员工能进能出、收入能增能减的市场化机制。</li> <li>• 营业收入和利润90%以上来源于所在企业集团外部市场。</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 优先支持人才资本和技术要素贡献占比较高的转制科研院所、高新技术企业、科技服务型企业开展员工持股试点。</li> </ul>	部分地区结合自身实际情况，增加了优先支持的范围
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中央企业二级（含）以上企业以及各省、自治区、直辖市及计划单列市和新疆生产建设兵团所属一级企业原则上暂不开展员工持股试点。</li> <li>• 违反国有企业职工持股有关规定且未按要求完成整改的企业，不开展员工持股试点。</li> </ul>	
员工范围	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 在关键岗位工作并对公司经营业绩和持续发展有直接或较大影响的科研人员、经营管理人员和业务骨干，且与本公司签订了劳动合同。</li> <li>• 党中央、国务院和地方党委、政府及其部门、机构任命的国有企业领导人员不得持股。</li> <li>• 外部董事、监事（含职工代表监事）不参与员工持股。</li> <li>• 如直系亲属多人在同一企业时，只能一人持股。</li> </ul>	
员工出资	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 应主要以货币出资，并按约定及时足额缴纳。</li> <li>• 按照国家有关法律法规，员工以科技成果出资入股的，应提供所有权属证明并依法评估作价，及时办理财产权转移手续。</li> <li>• 试点企业、国有股东不得向员工无偿赠与股份，不得向持股员工提供垫资、担保、借贷等财务资助。</li> <li>• 持股员工不得接受与试点企业有生产经营业务往来的其他企业的借款或融资帮助。</li> </ul>	

事项	要求	备注
入股价格	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 员工入股价格不得低于经核准或备案的每股净资产评估值。</li> <li>• 国有控股上市公司员工入股价格按证券监管有关规定确定。</li> </ul>	北京上海等地进一步明确实施混合所有制改制同步开展员工持股的，员工持股入股价格应与非公资本实际入股价格一致，且不得低于评估值
持股比例	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 员工持股总量原则上不高于公司总股本的30%；</li> <li>• 单一员工持股比例原则上不高于公司总股本的1%；</li> <li>• 企业可采取适当方式预留部分股权，用于新引进人才；</li> </ul>	
股权结构	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 实施员工持股后，应保证国有股东控股地位，且其持股比例不得低于公司总股本的34%。</li> </ul>	
持股方式	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 持股员工可以个人名义直接持股，也可通过公司制企业、合伙制企业、资产管理计划等持股平台持有股权。</li> <li>• 通过资产管理计划方式持股的，不得使用杠杆融资。</li> <li>• 持股平台不得从事除持股以外的任何经营活动。</li> </ul>	

## 肆 | 员工持股的重点法律问题

### （一）员工持股方案的审批

根据“4号文”的规定，员工持股方案需要报经有权机构批准，具体要求为：（1）中央企业集团公司报履行出资人职责的部门或机构批准；（2）中央企业集团公司所属子企业，报中央企业集团公司批准。（3）中央部门及事业单位所属企业，按国

有资产管理权属，报中央主管部门或机构批准；（4）地方国有企业，报同级履行国有资产监管职责的部门或机构批准。

根据“133号文”和各省市出台的职工持股细则，开展职工持股需取得试点资格，试点企业的名单由省级以上国资委等履行出资人职责的机构审核确定，部分地区（如北京市）还需要报送人民政府同意。在取得试点资格后，除听取职工意见及履行董事会、监事会和股东会审议程序外，企业只需要将最终确定的职工持股方案报送履行出资人职责机构备案即可，无需再履行额外的外部审批程序。

2019年4月，国务院印发了《改革国有资本授权经营体制方案》（国发〔2019〕9号，以下简称《改革方案》），明确规定授权国有资本投资、运营公司董事会审批子企业股权激励方案。我们理解，《改革方案》是对“133号文”的部分突破。根据《改革方案》的规定，国有资本投资、运营公司下属子公司开展职工持股无需取得试点资格也无需取得国资委的审批同意，仅由国有资本投资、运营公司董事会审批决定即可。

但须注意的是，随后印发的《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》（国资发改革〔2019〕52号）并未将“国有资本投资、运营公司董事会审批子企业股权激励方案”明确规定为授权事项。

## （二）职工持股与进场交易

根据“133号文”的规定，职工持股应坚持增量引入原则，主要采取增资扩股、出资新设的方式。按照《企业国有资产交

易监督管理办法》（国务院国资委、财政部令第32号）的规定，除特定情形外，国有背景企业增资扩股原则上都应该通过产权交易所公开进行。但是，我们认为，国有背景企业开展员工持股不是必须进场交易，理由主要有以下三点：

首先，对于以增资扩股方式开展员工持股而言，“133号文”和“4号文”均未明确规定是否需要进行交易。但是，上海市国资委印发的《关于本市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作实施方案》（沪国资委改革〔2017〕18号）已明确规定“非上市公司以增资扩股方式实施员工持股可不进场交易”。

其次，就员工持股的本质而言，它是一项特殊的激励政策，其根本目的在于通过利益共享、风险共担的方式激发企业员工的积极性。员工持股的实施对象只能是特定的企业员工，而不能面向社会公众征集投资人。因此，员工持股本身不具备公开选择、竞价的条件或可能。

最后，就员工持股的实践而言，已开展员工持股试点的企业中不少并未采取公开进场交易方式，而是通过协议增资完成了员工持股（如中节能大地环境修复有限公司）。

### （三）预留股的设置与处理

根据“133号文”的规定，企业可采取适当方式预留部分股权用于新引进人才。但是对于预留股究竟如何设置、由谁持有、是否需要实缴等问题，“133号文”均未予以明确规定。

## 1. 预留股比

对于上市公司而言，按照《上市公司股权激励管理办法》的规定，预留比例不得超过本次股权激励计划拟授予权益数量的20%。

对于非上市的国有企业，目前尚无对预留股比例进行限制的相关规定，仅需符合133号文中所要求的“员工持股总量原则上不高于公司总股本的30%，单一员工持股比例原则上不高于公司总股本的1%”即可。如在中节能大地环境修复有限公司员工持股案例中，预留的股权达20.36%。

## 2. 预留股的持有

预留股的目的是用于未来的激励，因此，在员工持股开展时只能以代持方式进行。基于持股主体的不同，预留股的持股方式可分为大股东代持、投资者代持、持股平台代持以及员工代持四种情形。

在当下的国有企业员工持股实践中，通常采取持股平台的管理公司代持的方式持有预留股。

## 3. 预留股的出资

根据“133号文”的规定，员工入股应主要以货币出资，并按约定及时足额缴纳。“133号文”并未强制要求员工出资必须一次性实缴到位，而是可以通过公司章程和相关协议进行约定。

在中节能大地环境修复有限公司员工持股案例中，在员工全部认缴出资的3333万元中，只有618.28万元由现有员工持股平台的合伙人认购并于2017年6月30日前缴付到位，其余2714.72万元即20.36%的股权为预留股权池，其最后出资缴付

期限为2022年6月22日。

在江铜国际贸易有限公司员工持股案例中，员工认缴的1609.09万元出资可以分期缴纳。在员工全部认缴出资中，执行事务合伙人上海德裕纯申企业管理有限公司出资160.5万元，出资缴付期限长达19年，最迟到2039年6月13日前实缴到位。

#### **（四）持股平台的选择与设置**

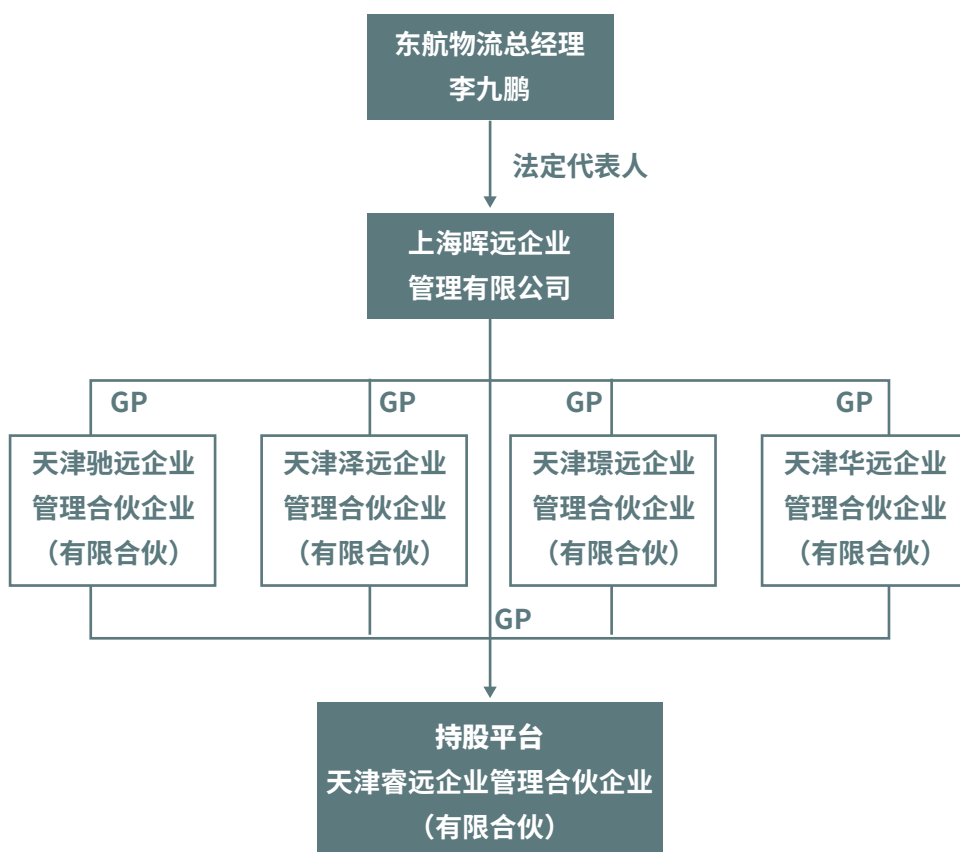
员工持股可由员工自己直接持股，也可以采取公司制企业、合伙制企业、资产管理计划等持股平台的方式持股。

综合比较，以有限合伙企业作为持股平台具有明显优势。首先，有限合伙企业设立程序简单、入伙机制简便。其次，以有限合伙企业作为员工持股平台可以避免在持股平台层面缴纳企业所得税。最后，有限合伙企业中的有限合伙人并不参与合伙企业的日常经营，可通过普通合伙人实现对持股平台的有效控制，方便后续的人员变动管理。目前，有限合伙企业也是实践中是采用最为广泛的员工持股平台形式。

在持股平台的具体搭建模式上，如果公司拟参与持股的员工超过50人，我们建议设立多个合伙企业作为员工持股平台。对于每个持股平台，其普通合伙人均应由公司高级管理人员成立的有限责任公司（以下简称“管理公司”）担任，持股员工则作为持股平台的有限合伙人。普通合伙人对有限合伙企业的债务承担无限责任，有限合伙人以其对有限合伙企业的认缴出资额为限对有限合伙企业承担责任。如作为管理公司股东的公司高级管理人员从公司离职或不再担任相应职务的，其应当在

前述事项发生之日起一定期间内退出管理公司。

上述持股平台搭建模式可参考东航物流员工持股平台：



## （五）持股主体非本公司员工问题

员工持股的开展必然需要存在一家持股标的公司，也就是员工持股所最终指向的企业。在大型企业中，希望参与持股的员工通常会遍及母公司体系内的各个公司。当开展员工持股的标的公司确定后，通常会面临以下两个问题：（1）如果在母公司层面开展员工持股，子公司员工是否可以参与；（2）如果在

子公司层面开展员工持股，母公司的员工是否可以参与。第一个问题即是所谓的“下持上”问题，第二个问题则是“上持下”问题。

### 1. 下持上问题

对于“下持上”的情形，根据《国务院国有资产监督管理委员会关于规范国有企业职工持股、投资的意见》（国资发改革[2008]139号，以下简称《规范职工持股意见》）规定，职工入股原则上限于持有本企业股权，经国资监管机构或集团公司批准，确有必要的，也可持有上一级改制企业股权。“133号文”和“4号文”对于“下持上”的情形是否可行均未作出明确规定，但均要求持股员工与“本公司”签订了劳动合同。此外，“4号文”第三条亦明确股权激励须以本企业股权为标的。

对“本公司”存在两种解读，第一种解读是本公司仅仅是指母公司本身，而不包含下属子公司；第二种解读是本公司系指整个合并报表范围内的主体。我们理解，首先，子公司员工为整个企业发展贡献力量，其中亦不乏核心员工和骨干力量，他们参与员工持股合情合理；其次，不少企业母公司员工人数较少，主要人员均分布在子公司层面，如果子公司员工无法参与母公司层面的员工持股，那么则无法达到有效的激励效果，与员工持股制度设计的初衷不符。就此轮员工持股的实践而言，不少试点企业的员工持股均存在“下持上”的情形。

因此，员工持股的“下持上”情形既存在理论合理性和制度解读的依据，也得到了实践的印证。在经有权机构批准的情形下，子公司员工参与母公司层面的员工持股并不存在实质性



障碍。

## 2. 上持下问题

对于“上持下”情形，《规范员工持股意见》明确规定，员工不得直接或间接持有本企业所出资各级子企业、参股企业及本集团公司所出资其他企业股权。科研、设计、高新技术企业科技人员确因特殊情况需要持有子企业股权的，须经同级国资监管机构批准，且不得作为该子企业的国有股东代表。

“133号文”对此虽未作明确规定，但《关于〈国有科技型企业股权和分红激励暂行办法〉的问题解答》（以下简称“4号文问答”）明确规定，不得用持有的控股子公司股份对本企业员工进行股权激励。2019年8月，国务院国有企业改革领导小组办公室印发了《关于支持鼓励“双百企业”进一步加大改革创新力度有关事项的通知》，明确科研、设计和高新技术类“双百企业”的科技人员确因特殊情况需要持有子企业股权的，可以报经集团公司或地方国资委批准后实施。

因此，国有背景企业开展员工持股原则上不得用子公司股权对本企业员工进行激励，但科研、设计和高新技术类“双百企业”的科技人员确因特殊情况需要持有子企业股权的，可以报经集团公司或地方国资委批准后实施。

此外，如果公司未来有上市计划，还应当尽量避免董事和高管持有子公司股权。因为，根据此前的上市审核口径，董事、监事、高管不能与公司共同设立公司，即使比例低也不行。发行人与董监高及其亲属、以及实际控制自然人合资设立的公司，要清理。2019年发布的《首发业务若干问题的解答

（一）》虽未明确要求清理董监高和发行人共同投资的情形，但要求中介机构进行详细核查并说明发行人是否符合《公司法》第148条规定，即董事、高级管理人员未经股东会或者股东大会同意，不得利用职务便利为自己或者他人谋取属于公司的商业机会，自营或者为他人经营与所任职公司同类的业务。因此，国有背景企业开展员工持股如果存在董事和高管持有子公司股权的情形，在未来上市过程中可能会引发监管机构的关注，形成不利影响。

## （六）持股人数与闭环原则

根据《证券法》第十条的规定，在未经批准的情况下向特定对象发行证券累计超过200人的将被视为非法公开发行证券。因此，国有背景企业开展员工持股，如果持股员工人数过多，导致公司股东经穿透计算后超过200人，则可能面临与《证券法》相关要求不符的困境，并且会对公司后续申请首次公开发行股票造成实质性障碍。

2018年6月6日，证监会颁布了《关于试点创新企业实施员工持股计划和期权激励的指引》（中国证券监督管理委员会公告[2018]17号），首次明确员工持股计划遵循“闭环原则”<sup>1</sup>或已在基金业协会依法依规备案的，在计算公司股东人数时，按一名股东计算。2019年3月3日，上海证券交易所发布了《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》（上证发〔2019〕

1.所谓“闭环原则”，即指员工持股计划不在公司首次公开发行股票时转让股份，并承诺自上市之日起至少36个月的锁定期。发行人上市前及上市后的锁定期内，员工所持相关权益拟转让退出的，只能向员工持股计划内员工或其他符合条件的员工转让。锁定期后，员工所持相关权益拟转让退出的，按照员工持股计划章程或有关协议的约定处理。

29号)，也再次明确申请科创板上市的企业如果其员工持股计划符合“闭环原则”或是依法设立、规范运行且已经在基金业协会依法依规备案的，可按一名股东计算。

因此，国有背景企业根据“133号文”的规定实施员工持股如欲突破《证券法》所设定的“200人”限制，则需同时符合以下条件：（1）符合科创板上市要求，计划申请科创板上市；（2）员工持股计划遵循“闭环原则”或在基金业协会进行备案。

另值得注意的是，《中华人民共和国证券法（修订草案）（三次审议稿）》已经明确规定“向特定对象发行证券累计超过二百人的，依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内”。若最终修订后颁布的《证券法》保留了前述修订，则“200人”将再不构成员工持股的限制。



作者/  
陈居聪、陈丹、吴忆维

# 国企混改： 员工持股关注问题 及解决思路



## 壹 | 国有企业员工持股 制度发展历程

自2015年国务院颁布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》以来，我国国有企业混合所有制改革（以下简称“混改”）揭开了新一轮帷幕。员工持股制度是激发员工创造力，发展企业人才战略的重要方式，在国企混改中引入员工持股对于优化国有企业产权结构、治理结构，建立国有企业激励约束长效机制具有重大意义，是当前国企混改的亮点之一。

我国国有企业员工持股始于20世纪80年代，伴随着国企改革以及计划经济向市场经济的转轨逐步发展，于1992年国有企业股份制试点后盛行。<sup>1</sup>随着国有企业股份制试点的推行，问题也不断呈现，因此国务院于1993年4月发布《关于立即制止发行内部职工股不规范做法的意见》对股份制试点中超范围、超比例发行内部职工股等情形予以规范。

在前述规范性文件出台后较长的一段时间内，由于中央政府未对国有企业职工持股做出专门规定，地方政府各自发布了众多文件开始发展本地区的改革实践，如深圳市《关于内部员工持股制度的若干规定（试行）》（1994年）及《深圳市国有企业内部员工持股试点暂行规定》（1997年），江苏省《江苏省国有企业内部职工持股暂行办法》（1999年）等。2005年前后，面对企业管理层收购的热潮以及其中出现的各种问题，中央政府开始出台一系列政策文件对国企、上市公司员工持股尤

---

1. 参见黄群慧、余菁、王欣、邵婧婷：《新时期中国员工持股制度研究》，载《中国工业经济》2014年第7期。

其是管理层持股制度进行完善，包括《企业国有产权向管理层转让暂行规定》（2005年）、《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》（2006年）、《国有控股上市公司（境外）实施股权激励试行办法》（2006年）等。

2008年9月国务院国资委颁布了《关于规范国有企业职工持股、投资的意见》，初次对国有企业员工持股做出统一的、较为全面的规定；2013年党的十八届三中全会通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，明确“允许混合所有制经济实行企业员工持股”；2015年8月中共中央、国务院颁布的《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》中对新时期混合所有制企业员工持股提出了原则性要求；2016年8月国资委、财政部、证监会联合颁布了《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》（国资发改革[2016]133号，以下简称“《试点意见》”），开启了国有控股混合所有制企业员工持股试点工作的新纪元。

## 贰 | 地方混改企业员工持股 试点实施情况

自《试点意见》发布以来，各地方政府陆续制定地方政策性文件进行响应，如上海、浙江、天津、广东、山东、安徽、湖北、吉林等地均已出台国企混改员工持股试点实施意见等指引性文件，鼓励当地混改企业积极开展员工持股相关工作。

目前，各地方政府在践行国企混改员工持股试点方面已取得良好的进展，如上海市国资委于2017年6月公布了第一批员工持股试点的4家企业名单，9月再次公布了第二批试点的4家企业；山东省国资委于2018年3月公布了第一批5家试点企业；浙江省国资委于2017年公布了第一批5家试点企业，2018年公布了第二批4家试点企业，以上试点企业主要涉及通信与信息技术、科研设计、医药、能源等行业领域。

2017年11月，国家发展改革委、财政部、人力资源社会保障部等发布《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》，明确试点企业数量不受《试点意见》规定的数量限制，试点企业名单由国家发展改革委、国务院国资委按程序报请国务院国有企业改革领导小组确定。结合近期“双百行动”的推出，未来员工持股试点范围将进一步扩大，部分地区国资监管部门已逐步放宽试点企业数量限制，如上海市当前对混改企业虽仍采用试点名单的形式，但不再固定数量和批次，而是在企业申请实施员工持股后，单独发文将之列入试点名单<sup>2</sup>。

## 参 | 国企混改员工持股实施要点

《试点意见》对试点企业条件、持股员工条件、入股价格、持股比例、持股方式等各方面都提出了明确的要求，是当下国有企业实施员工持股最主要的指导性文件，其核心要点如下：

2.上海市国有资产监督管理委员会于2018年11月26日发布《关于华建数创（上海）科技有限公司列入本市地方国有控股混合所有制企业员工持股试点名单的通知》、于2019年3月6日发布《关于将上海西派埃智能化系统有限公司列入本市地方国有控股混合所有制企业员工持股试点名单的通知》。

持股员工条件	应在关键岗位工作并对公司经营业绩和持续发展有直接或较大影响的科研人员、经营管理人员和业务骨干，且与公司签订了劳动合同；党中央、国务院和地方党委、政府及其部门、机构任命的国有企业领导人员不得持股；外部董事、监事（含职工代表监事）不参与员工持股。
资金来源	自有及/或自筹。
股份来源	主要采取增资扩股、出资新设方式开展员工持股。
入股价格	不得低于经核准或备案的每股净资产评估值。
持股比例	员工持股总量原则上不高于公司总股本的30%；单一员工持股比例原则上不高于公司总股本的1%；保证国有股东控股地位不变，且其持股比例不得低于公司总股本的34%；公司可采取适当方式预留部分股权，用于新引进人才。
持股方式	以个人名义直接持股或通过公司制企业、合伙制企业、资产管理计划等持股平台持股。使用资管计划方式持股的，不得使用杠杆融资。
股权转让	锁定期不少于36个月；锁定期满后，公司董事、高级管理人员每年可转让股份不得高于所持股份总数的25%；持股员工因辞职、调离、退休、死亡或被解雇等原因离开本公司的，应在12个月内将所持股份进行内部转让。
股权分红	持股员工与国有股东和其他股东享有同等权益，不得优先于国有股东和其他股东取得分红收益。

## 肆 | 国企混改员工持股 实际操作中常规关注问题

《试点意见》明确了员工持股政策实施安排，对于混改企业员工持股原则、持股比例、价格标准等做出了相关要求，但在实践中，因实施员工持股的混改企业本身存在差异，需求各



不相同，因此员工持股方案在符合相关规定的情形下，均有不同的细节调整及创新。因此，笔者结合所经办项目经验及相关市场案例，就制定员工持股方案所涉部分常见问题进行梳理，并就问题解决思路进行了归纳。

## （一）员工持股范围

确定持股员工范围和持股条件是制定员工持股计划的首要问题。《试点意见》已明确混改企业实施员工持股不得开展全员持股，持股员工应为在关键岗位工作并对公司经营业绩和持续发展有直接或较大影响的科研人员、经营管理人员和业务骨干；国有企业领导人员、外部董事、监事（含职工代表监事）是《试点意见》所禁止的持股对象；且若直系亲属多人在同一企业，只能一人持股。除前述持股员工条件外，《试点意见》对混改企业下属子公司员工、控股股东或关联兄弟公司员工能否参与员工持股计划等事项未有明确规定，但这往往是混改企业普遍关注的问题之一。

### 1. 混改企业下属子公司员工参与持股问题

根据《国务院国有资产监督管理委员会关于规范国有企业职工持股、投资的意见》（国资发改革[2008]139号，以下简称“《国企职工持股意见》”），经国资监管机构或集团公司批准，职工可持有上一级改制企业股权。该规定为国有企业下属子公司职工持有上级公司股权提供了理论依据。

浙江省已实施完成的员工持股试点项目中，就有持股员工范围从企业“本级”适当扩展到“纳入企业合并报表范围的子

公司”的案例，如杭州热电集团有限公司<sup>3</sup>（以下简称“杭州热电”）混改项目中，其员工持股平台杭热壹号及杭热叁号的执行事务合伙人和普通合伙人均为当时杭州热电子公司杭州协联热电有限公司董事长赵振华<sup>4</sup>，杭热壹号的有限合伙人郑焕为当时杭州热电子公司绍兴上虞杭协热电有限公司董事，杭热叁号有限合伙人翁伊凡为当时杭州热电子公司杭州余杭杭热新能源有限公司董事，杭热叁号有限合伙人俞子芳为当时杭州热电子公司舟山杭热热力有限公司董事兼总经理。

虽然市场上已有混改企业将持股员工范围扩大到纳入合并报表范围子公司的实操案例，但考虑到各地区国资监管部门对该事项把握尺度有所不同，因此仍需在事前结合企业实际情况与国资监管机构进行充分沟通。

## 2.混改企业控股股东或关联兄弟公司的员工参与持股问题

因国有企业监管要求等原因，部分混改企业存在高级管理人员系由控股股东或同一控制下其他企业员工兼任的情况，《试点意见》并未对于该等员工参与员工持股计划作出明确限制性规定。但根据《国企职工持股意见》，国有企业员工不得直接或间接持有本企业所出资各级子企业、参股企业及集团公司所出资其他企业股权。由此可见，如混改企业存在上述员工兼职情形的，则仍应根据国有企业员工“上持下”、“左持右”相关限制性规定，原则上不得将该等兼职员工纳入持股员工范围。但《国企职工持股意见》亦为科研、设计、高新技

<sup>3</sup>杭州热电集团有限公司已于2018年6月完成股份制改革，并更名为“杭州热电集团股份有限公司”。

<sup>4</sup>杭州协联热电有限公司于2018年9月将公司董事长变更为“翁伊凡”。

术企业科技人员持有子企业股权留有一定可操作空间，如确因特殊情况需要的，经同级国资监管机构批准可予持股，但不得作为该子企业的国有股东代表。

## （二）员工持股管理机构及管理制度

“管理就是把复杂的问题简单化，混乱的事情规划化。”混改企业做好员工持股工作关键在于能对员工持股各个事项实施有效、灵活的管理，如仅靠企业股东会/股东大会、董事会等常规机构，难以兼顾员工持股计划的各个方面，容易出现权责不清、效率低下等问题。因此为员工持股计划配置专门的管理机构并制定规范的管理制度是做好员工持股工作的重要一环。

### 1.管理机构

根据《试点意见》及《公司法》相关规定，混改企业可结合自身情况协助持股员工统一设置最高决策机构及日常管理机构，代表持股员工行使股东权利，维护持股员工的合法权益。

以当前试点企业普遍采用有限合伙企业作为员工持股平台为例，可以设置合伙人大会及持股管理委员会：

#### （1）合伙人大会

在以有限合伙企业作为员工持股平台的情况下，通常由混改企业持股员工代表或由持股员工代表专项设立的管理公司作为有限合伙企业的普通合伙人，由持股员工作为有限合伙企业的有限合伙人。因此可以设置合伙人大会作为员工持股计划的最高决策机构，持股员工可通过合伙人大会主张并行使其合法权利。合伙人大会行使的职权主要包括：审议和修订员工持股

管理办法、选举和更换持股管理委员会成员、授权持股管理委员会实施员工持股计划的日常管理等。

## (2) 持股管理委员会

持股管理委员会为混改企业员工持股计划的日常管理机构，对合伙人大会负责，持股管理委员会委员由合伙人大会选举产生。持股管理委员会行使的职权主要包括：召集合伙人大会、向合伙人大会提交工作报告、组织实施合伙人大会的决议、主持员工持股计划的日常事务工作、制定员工持股计划收益分配方案等。

## 2.管理制度

混改企业员工持股管理制度主要包括内部规章及配套协议两部分：

### (1) 内部规章

混改企业可通过制定内部规章方式，进一步细化及明确员工持股实施方案内容。混改企业常见员工持股规章包括公司章程、员工持股管理办法等，其中公司章程为公司的基本准则，主要对公司股权结构、员工持股等事项作出原则性规定；员工持股管理办法是规范及约束员工持股工作的依据，主要包括员工持股范围、员工持股方式、预留股设置、权益分配、股权转让等事项。

### (2) 配套协议

混改企业在制定员工持股内部规章的同时，需要与持股员工签署一系列配套协议，以契约方式明确员工持股相关事项。常见的员工持股配套协议主要包括股东协议、员工持股协议、

合伙协议等，其中股东协议由混改企业全体股东签署，主要约定混改企业股权结构、公司治理结构、员工持股方式等事项；员工持股协议主要由持股员工、持股平台普通合伙人、持股平台、混改企业等主体签署，主要约定持股条件、持股额度、入股价格、持股管理模式、股权处置等事项；合伙协议主要由持股平台全体合伙人签署，主要约定持股平台经营范围、合伙事务执行、财产份额处置、合伙人权利义务等事项。

### （三）持股方式选择

《试点意见》规定，持股员工可以通过自然人持股，也可以通过公司制企业、合伙制企业、资产管理计划等持股平台持有股权。当前员工持股试点项目中，多数采用合伙制企业作为持股平台开展员工持股。

关于自然人持股，由于《试点意见》设定了“以岗定股、动态调整”的试点原则以及“持股员工因辞职、调离、退休、死亡或被解雇等原因离开本公司的，应在12个月内将所持股份进行内部转让”的退出规则，无论是法律层面还是实际操作层面，自然人持股方式均存在较大法律障碍，因此从稳定国有企业股权结构、避免权属争议的角度出发，应谨慎选择该等持股方式。

资产管理计划具有操作灵活的特点，但资产管理计划本质上为金融产品，不具备实质股东的意义。此外，不少混改企业具有未来IPO等资本化运作规划，资产管理计划作为“三类股东”之一，在当前证券监管政策尚不明朗的情况下，作为公司

股东存在具有一定的风险。央企10家试点企业中只有中铁工程设计咨询集团有限公司采用了资产管理计划作为员工持股方式。

以公司制企业、合伙制企业作为员工持股平台基本无法律障碍，且管控模式已较为成熟，市场接受度较高。但将公司制企业及合伙制企业相比较，合伙制企业具有易管理、税负低等优势，因此以有限合伙企业作为员工持股平台为多数混改企业所采用，如央企10家试点企业中有9家采用了合伙制企业作为持股平台。

#### **（四）合伙制企业持股平台设置**

混改企业在以有限合伙企业作为持股平台时，往往会面临选择普通合伙人、持股员工超过50人等问题，混改企业可结合自身实际情况设计相应持股平台架构。

##### **1. 普通合伙人/执行事务合伙人**

根据《合伙企业法》规定，有限合伙企业由普通合伙人执行合伙事务，但普通合伙人将对有限合伙企业债务承担无限连带责任。因此混改企业对担任持股平台普通合伙人的主体以及普通合伙人所需承担的风险尤为重视。

结合混改企业的自身需求，通常会通过持股员工代表或由持股员工代表专项设立的管理公司担任合伙企业的普通合伙人。以有限责任公司担任合伙企业普通合伙人时，持股员工代表可以利用有限责任公司股东以其出资为限承担有限责任的优点，降低个人承担合伙企业无限连带责任的风险；在混改企业

员工代表直接担任合伙企业普通合伙人的情况下，同样可以通过锁定持股平台经营/投资范围等方式，将个人承担合伙企业无限连带责任风险限制在可控范围内。

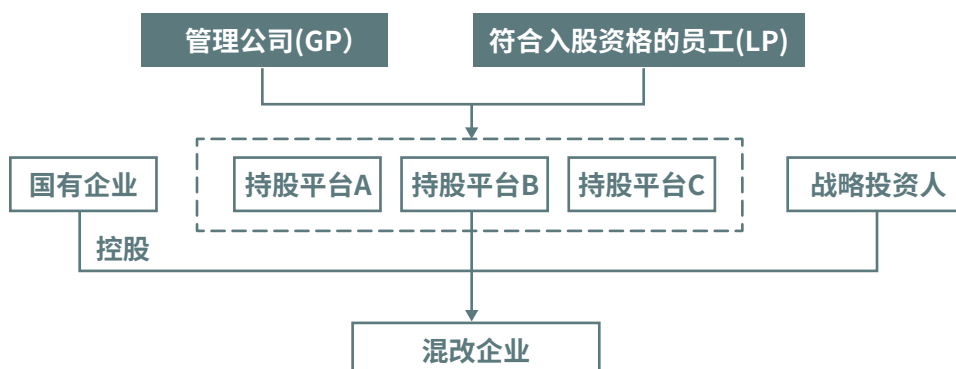
## 2. 持股员工超50人问题

《合伙企业法》规定合伙企业人数不得超过50人，如混改企业持股员工人数超过50人，则可考虑通过平层持股或双层架构方式实现员工持股人数要求。

### (1) 平层持股架构

混改企业可根据持股员工人数，设立多个平级有限合伙企业作为持股平台。由企业持股员工代表出资设立一家有限责任公司（以下简称“管理公司”）作为所有合伙企业的普通合伙人（GP），持股员工作为各合伙企业的有限合伙人（LP）。该等合伙企业通过认购混改企业新增注册资本等方式成为混改企业股东，持股员工通过认购合伙企业财产份额方式间接持有混改企业股权。

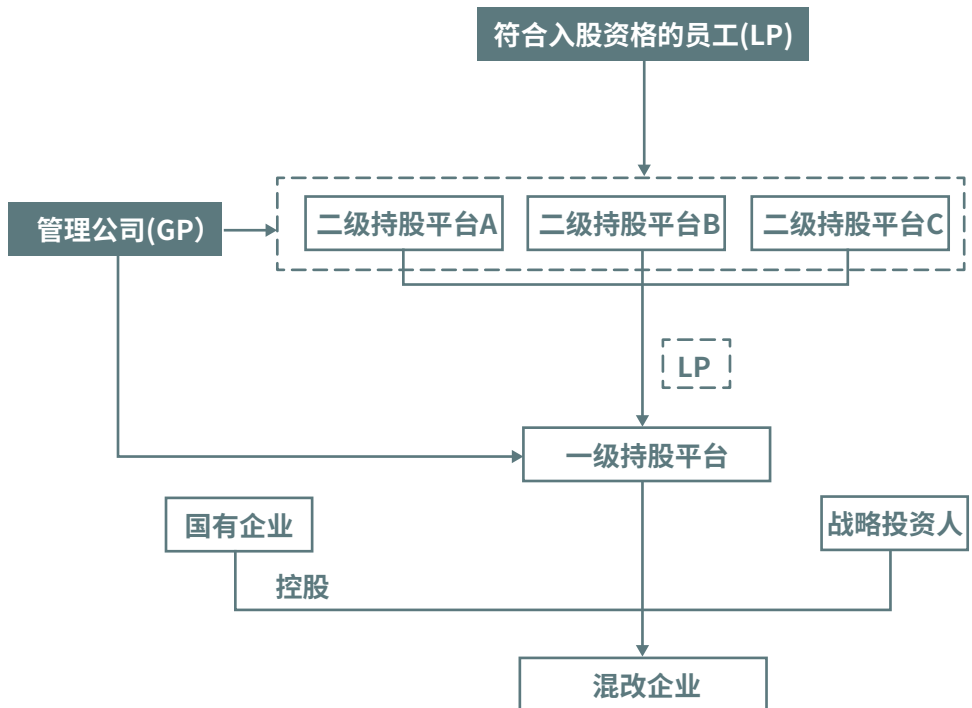
平层持股架构图示如下：



## (2) 双层持股架构

混改企业可根据持股员工人数，设立双层有限合伙企业作为持股平台。首先由企业持股员工代表出资设立一家管理公司作为合伙企业的普通合伙人（GP），由持股员工作为各合伙企业的有限合伙人（LP），共同设立多家二级合伙企业；其次，由管理公司作为合伙企业的普通合伙人（GP），各二级合伙企业作为合伙企业的有限合伙人（LP），共同设立一家一级合伙企业。一级合伙企业通过认购混改企业新增注册资本等方式成为公司股东，持股员工通过认购二级合伙企业份额方式间接持有混改企业股权。

双层持股架构图示如下：





## （五）预留股

《试点意见》提及混改企业可采取适当方式预留部分股权，用于对新引进人才的激励，但当前相关法律法规、政策文件并没有明确条款对国有企业开展员工持股时如何设置预留股进行指导，迄今仍处于政策法规无细则、实践案例少借鉴、企业员工有需求、改革创新寻突破的探索状态。

预留股主要是对企业的核心技术人员及业绩突出者的一种长期激励方式，设置预留股的主要目的是为后续新进适格员工提供参与企业激励机制的机会，以应对人才的不断流动和更新。有别于非上市民营企业股权激励中常见的大股东代持、投资者代持及员工代持等较为自由的预留股持股方式，混改企业制定预留股方案时更注重股权结构清晰、避免权属争议、减少合规风险等因素。

### 1. 由管理公司暂为持有及管理预留股

管理公司可结合混改企业实际情况，在已定的持股员工出资份额之外，以管理公司自有或自筹的资金对持股平台进行出资，并将该等出资作为预留股，待日后满足特定条件的情况下再转让给适格员工。

管理公司的股东通常为经混改企业内部选举产生的高级管理人员或员工代表，且管理公司的主要职责为代为管理持股平台日常事务，其主体性质及职责使其具有一定的公信力，因此由管理公司暂为持有及管理预留股具有公平、公正、公开的特点。

### 2. 以持股平台认缴而未实缴出资部分作为预留股

管理公司可结合混改企业实际情况，在当前已定持股员工通过持股平台间接认缴且实缴的出资之外，由持股平台多认缴一部分混改企业出资，并以该部分认缴而未实缴的出资作为预留股；待日后满足特定条件时，由适格员工通过对持股平台出资，再由持股平台以该等资金实缴其之前所认缴出资的方式完成预留股的分配。

该等方案灵活运用了《公司法》注册资本认缴制相关规定，实现了“以时间换空间”的目的，较大程度缓解了预留股资金来源的压力。但混改企业仍需考虑认缴出资时间、期限届满未能实缴到位的补救措施等问题。

## （六）员工入股价格及资金来源

根据《试点意见》规定，在员工入股前，应按照有关规定对混改企业进行财务审计和资产评估，入股价格不得低于经核准或备案的每股净资产评估值；另外，员工入股应主要以货币出资，且混改企业、国有股东不得向员工无偿赠与股份，不得向持股员工提供垫资、担保、借贷等财务资助。因此如混改企业经评估备案后的股权价值较高，将会直接影响员工持股的积极性。

解决员工持股资金来源问题是实施员工持股计划及动态调整的关键。在制定员工持股计划方案时，一方面需加强员工宣传引导工作，明确员工出资要量力而行，不鼓励个人“超额”借款方式认购股权；另一方面可以通过持股平台分期缴付出资、持股平台融资、增加分红额度等方式为员工减轻出资压力。

## （七）股权动态调整机制

《试点意见》吸取过去国有企业员工持股“僵化”的教训，开创性地提出“以岗定股、动态调整”的原则性意见，使得员工股权的分配应与其岗位职能、绩效考核相挂钩，形成“价值共创、利益共享、风险共担”的激励约束机制。混改企业需要结合自身的实际情况设置相应的股权动态调整机制，当前比较成熟的操作方式是参照国有企业已普遍实行的岗位工资及绩效工资制度，将员工股权按岗位股权及绩效股权进行动态调整。

### 1. 岗位股权动态调整

国有企业可结合各岗位职能、员工职级、贡献度等因素进行评估，以岗位职能为基础，确定各岗位所能持股权数量的上限及下限，各持股员工可根据每年度岗位的“升、降、进、退”情况在前述各岗位持股范围内调整下一年度的岗位股权数量，并通过预留股再分配、回购出资份额等方式实现岗位股权的动态调整。

### 2. 绩效股权动态调整

绩效考核是目前国有企业主要的激励约束机制，国有企业通过绩效考核能对员工工作的实际效果及其对企业的贡献或价值进行考核及评价。因此在前述岗位股权的基础上，可通过各员工每年度绩效考核结果确定下一年度的绩效股权数量。同样，持股平台亦可通过预留股再分配、回购出资份额等方式实现绩效股权的动态调整。但需注意的是，根据各员工部门及职责的不同，绩效考核方式亦应进行相应的设置，不能单纯以收

益为考核指标，否则有失公允，容易引起内部矛盾。

上述岗位股权及绩效股权的动态调整方案并非固定不变，国有企业可结合自身发展情况及员工持股激励效果，及时审视、调整、完善股权动态调整方案。

## （八）社会稳定风险评估

国务院国资委《关于建立国有企业改革重大事项社会稳定风险评估机制的指导意见》（国资发[2010]157号）明确将企业改制重组列为需要进行社会稳定风险评估的重大事项，并规定在实施国有企业改革中，国有产权持有人是进行社会稳定风险评估的责任主体。但实践中该项程序通常容易被企业所忽视，导致部分混改企业存在未开展社会稳定风险评估工作的程序瑕疵。

社会稳定风险评估工作要点为：由企业、企业所在地有关部门主管人员及外部专家组成的评估小组，并对员工持股方案的合法性、合理性、可行性、可控性进行全面分析，对于实施过程中可能引发的矛盾冲突概率、负面影响程度和可能涉及的人员数量、范围和反应作为初评估预测，形成评估报告，确定风险等级，提出对策建议，并制定相应的防范、化解和应急预案，并按规定进行报备。

## 伍 | 结语

《试点意见》施行已两年有余，随着不少试点企业员工持股计划落地，员工持股所涉及的持股方式、入股价格等事项已相对固化和成熟，但中介机构在为混改企业设计员工持股方案时不能墨守成规，而应当更加关注相关实施细节是否合乎企业实际需求。当前混改企业员工持股仍处于试点阶段，相关政策规定中仍是原则性指导意见居多，因此国资监管部门鼓励企业在制定员工持股方案时，在整体符合政策要求的前提下对具体实施细节进行探索及创新，如强制退股条件、动态调整机制、回购价格、回购资金来源、锁定期满股权流转管理等方面仍有较大的创新空间。只有符合企业实际情况的员工持股方案及制度安排，才能达到建立激励约束长效机制，激发国有企业内在活力的最终目的。

作者/  
容融、林一翎

# 关于规范国企员工持股 平台涉及的法律问题



在国有企业混改的过程中，为进一步规范股权结构，便于引入资金方以及筹备挂牌上市等原因，常常涉及对企业原有员工内部持股结构进行规范的问题。尤其是成立时间较早的大中型国企，其员工持股平台在成立之初通常有一定的法律瑕疵，因此，在规范的过程中不可避免的涉及对员工持股的股权权属的确认以及对持股员工的规范化，上述持股平台的规范过程通常是国企混改中的难点，也常常给企业的混改项目或上市造成一定的困难和障碍。本文中，我们结合过往项目经验，针对早期国有企业员工持股平台问题产生的原因、相关法律法规规定、员工持股规范过程中出现的法律问题进行分析，给国企混改涉及该部分的专题提供相关的经验和建议。

## 壹 | 早期员工持股平台问题产生的背景及原因

在80年代末90年代初，全国各地先后推行国有企业股份制改革，随后也陆续探索员工内部持股的试点。

1994年，原外经贸委和原国家体改委颁布的《外经贸股份有限公司内部职工持股试点暂行办法》确立了职工持股会的组织形式。民政部、原外经贸部、原国家体改委和国家工商局于1997年10月6日颁布《关于外经贸试点企业内部职工持股会登记管理问题的暂行规定》，正式确立了职工持股会的社团法人

资格。

根据上述法律法规的规定，当时开展相关的持股平台的企业，在广东地区多为外贸企业。早期实施的员工内部持股方案，受限于当年的法律法规相对有限，以及市场对于公司治理制度的初步摸索，部分员工出资凭证的形式，多为公司内部记账凭证、会议纪要、以及上级单位的批复等。出资凭证对应的内容，根据当时的历史背景，部分也存在不明确之处。因此，从现今的法律制度角度下审视早期员工持股问题，在出资证明方面通常显得相对薄弱。

其次，在员工持股制度建立后，经过多年的发展，不可避免地涉及员工的增减、公司的重组整合，部分职工持股机构的管理机构，并未能及时跟进新员工入股、旧员工退股、分红等问题，包括债权债务、转让等法律关系相互交织，相当庞杂，形成错综复杂的法律关系。

再次，关于职工股的继承权，根据《国务院对〈外经贸股份有限公司内部职工持股试点暂行办法〉的批复》（国函〔1994〕54号）<sup>1</sup>、《国务院国有资产监督管理委员会、财政部、中国证券监督管理委员会关于印发〈关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见〉的通知》（国资发改革〔2016〕133号）<sup>2</sup>等法律法规的规定，持有内部职工股的前提是职工与公司存在劳动合同关系。内部职工股具有职工福利的性质，公司外部人员不能购买内部职工股。相应地，职工持股会的章程也通常明确

1. 《外经贸股份有限公司内部职工持股试点暂行办法》第八条规定：“下列人员不得购买和持有本公司向内部职工发行的股份：（一）公司以外法人股东单位（包括发起人单位）的职工；……”

2. 《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》第三条第（一）款规定：“员工范围。参与持股人员应为在关键岗位工作并对公司经营业绩和持续发展有直接或较大影响的科研人员、经营管理人员和业务骨干，且与本公司签订了劳动合同。……”



规定，职工死亡后公司需要回购其股权。鉴于此，职工股股权的继承权在员工持股平台中基本上比较难实现。

最后，对于员工持股问题，随着时间的推移，查明事实及梳理其发生之时所适用的法律依据的难度越来越来，且现任的公司领导层对过往的历史情况了解相对有限，易于导致早期持股平台成为难以解决的历史遗留问题。

## 贰 | 关于员工持股的主要 法律法规和政策依据

随着员工持股制度的试点建立至近年的加快发展，国家和部分地方分别出台了有关规范员工持股的若干规定。本文以国家及广东地区为例，整理关于员工持股的主要法律法规和政策依据如下：

1. 《国务院对〈外经贸股份有限公司内部职工持股试点暂行办法〉的批复》（国函〔1994〕54号）；
2. 《国家工商行政管理局关于工会所办企业如何核定经济性质问题的答复》（工商企字[2000]第298号）；
3. 《中国证监会关于职工持股会及工会能否作为上市公司股东的复函》（法律部[2000]24号）；
4. 《国务院办公厅转发国资委关于进一步规范国有企业改制工作实施意见的通知》（国办发[2005]60号）；
5. 《国务院国有资产监督管理委员会关于规范国有企业职工持股、投资的意见》（国资发改革[2008]139号）；

6. 《关于实施<关于规范国有企业职工持股、投资的意见>有关问题的通知》（国资发改革[2009]49号）；
7. 《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》（〔2014〕33号）；
8. 《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》（中发[2015]22号）；
9. 《财政部、科技部、国资委关于印发<国有科技型企业股权和分红激励暂行办法>的通知》（财资[2016]4号）；
10. 《国务院国有资产监督管理委员会、财政部、中国证券监督管理委员会关于印发<关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见>的通知》（国资发改革[2016]133号）；
11. 《国务院办公厅关于印发中央企业公司制改制工作实施方案的通知》（国办发〔2017〕69号）；
12. 《关于试点创新企业实施员工持股计划和期权激励的指引》（中国证券监督管理委员会公告〔2018〕17号）；
13. 《财政部、科技部、国资委关于扩大国有科技型企业股权和分红激励暂行办法实施范围等有关事项的通知》（财资〔2018〕54号）；
14. 《上市公司股权激励管理办法》（2018年修正）；
15. 广东省部分相关规定：
  - （1）《广东省企业股份制试点联审小组关于企业股份制试点工作若干问题的意见》（1992）；
  - （2）《广东省企业股份制试点联审小组关于对股份制企业重新审核登记的通知》（1992）；

(3) 《关于印发<广东省国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的实施细则>的通知》（粤国资资本〔2017〕2号）；

(4) 《广州市人民政府关于市属国有企业发展混合所有制经济的实施意见》（穗府〔2018〕11号）。

## 参 | 关于规范员工内部持股的主要法律问题

在我们过往的项目实践中，关于员工内部持股的清理中遇到的较为典型的问题主要包括股权出资款的确认以及因持股结构瑕疵，导致需要予以规范的情况，主要涉及如下法律问题：

### （一）以应付工资作为员工的出资款，并由职工持股会代为持有，出资形式是否合法的法律问题。

部分职工持股会（如以工会的名义）在成立早期作为标的公司的发起人或直接作为公司的股东，并以股东公司（在发起设立情形下）或标的公司对员工的应付工资，作为向标的公司的注册资本出资，持股会或持股平台据此成为了标的公司的股东之一。但上述用于证明员工支付标的公司注册资本来源的证明文件，通常相对薄弱或存在法律瑕疵。

关于支付凭证的问题。在我们处理的一个项目中，证明支付标的公司出资款来源于前述应付工资结余的材料仅有当年《记账凭证》，该《记账凭证》摘要为“职工量化股转入工

会委员会账”，款项由“应付工资”科目转至“其他应付款-其他”科目。对于上述出资的形式，存在一个关键的法律问题，即上述出资的形式是否能证明职工已通过应付工资进行出资？此外，上述的会计处理也缺乏应付工资权益具体量化至员工个人的决策程序文件，合法性证明文件尚不充分。

关于出资款性质认定的法律问题。根据《国家工商行政管理局关于工会所办企业如何核定经济性质问题的答复》（工商企字[2000]第298号），“以全民所有制企业、事业单位中工会使用的财产投资设立的企业,且该财产属于企业、事业单位提供的,该企业经济性质应核定为国有企业；工会经费包括会员缴纳的会费、企业按国家规定拨提的工会经费、工会所属事业收入,以及工会接受捐赠及外国援助的其他收入等形成的资产,属于工会资产,以该财产投资设立的企业,其经济性质应核定为集体企业;企业和工会共同投资设立的企业,其经济性质应核定为联营企业或按《公司法》和《公司登记管理条例》登记为公司。”根据上述规定，如工会使用应付工资投资企业，在确认应付工资不属于国有企业或事业单位财产的，则该部分出资权益应认定为非国有资产。

至于应付工资是否属于国有企业或事业单位财产，我们理解可根据当时确认该笔款项为应付工资的上级部门批准文件、公司权力机构决策文件、职工代表大会决议文件，并根据当时有效的法律法规及公司《章程》予以综合认定。

## （二）持股会代为持有的员工股，是否可量化至个人的法律问题

部分项目中，职工持股会对标的公司的股东权益由两部分组成，一是代表具体职工个人持有标的公司的股份（“已量化股份”）；二是未量化至具体职工个人的股，包括以工会经费出资用于日后激励员工的股份，以及职工持股会成立后，历年来因员工发生退休、离职、死亡等情况未及时办理退股手续由持股会代持权益的股份。

对此，在前述确认持股会持有的股份不属于国有资产的前提下，可参考持股会的《章程》及相关决议，员工持有的出资凭证、相关协议等，从员工缴纳出资的事实证据和程序证据，以及员工和持股会双方是否达成代持的合意，代持是否违反法律和行政法规的禁止性规定方面，对相关股份是否可量化至个人予以综合分析。

## （三）领导层持股的问题

关于领导层持股的法律问题，主要是涉及两方面，一是如何认定员工的范围，二是上级企业员工是否持有下级企业的股权。

**关于员工范围的认定。**根据《国务院国有资产监督管理委员会、财政部、中国证券监督管理委员会关于印发<关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见>的通知》（国资发改革[2016]133号）第三条规定：“员工范围。参与持股人员应为在关键岗位工作并对公司经营业绩和持续发展有直接或较大

影响的科研人员、经营管理人员和业务骨干，且与本公司签订了劳动合同。党中央、国务院和地方党委、政府及其部门、机构任命的国有企业领导人员不得持股。外部董事、监事（含职工代表监事）不参与员工持股。如直系亲属多人在同一企业时，只能一人持股”根据上述规定，在持股平台中如存在党中央、国务院和地方党委、政府及其部门、机构任命的国有企业领导人员持股，或外部董事、监事（含职工代表监事）持股的情况，则应根据上述规定进行规范清理。

**其次，关于上级企业员工持有下级企业股权的情况。**根据《国务院国有资产监督管理委员会关于规范国有企业职工持股、投资的意见》（国资发改革[2008]139号）规定，“（四）严格控制职工持股企业范围。职工入股原则限于持有本企业股权。国有企业集团公司及其各级子企业改制，经国资监管机构或集团公司批准，职工可投资参与本企业改制，确有必要的，也可持有上一级改制企业股权，但不得直接或间接持有本企业所出资各级子企业、参股企业及本集团公司所出资其他企业股权。科研、设计、高新技术企业科技人员确因特殊情况需要持有子企业股权的，须经同级国资监管机构批准，且不得作为该子企业的国有股东代表……”在我们处理的项目中，曾有早期上级企业的高管参与发起设立下级公司的情况，形成上级企业（即股东公司）员工实际持有下级企业（即标的公司或标的公司下属子公司）股权的情况。随着《国务院国有资产监督管理委员会关于规范国有企业职工持股、投资的意见》（国资发改革[2008]139号）等规定的出台，上述持股结构已不符合最新法

规政策的要求。在此情形下，应根据职工意愿选择或转让股权或辞去职务，以符合上述规定的要求。

## 肆 | 关于规范员工持股平台的法律建议

在进行相关的项目中，我们有如下的法律建议供参考：

**（一）开展法律尽调，查明事实。**对于员工内部持股的清理，关键还是要根据相关的证据，确认出资的来源、出资的性质、已经过的相关决策和审批流程等。尤其是对于员工的原始出资凭证需要进行一个全面的查核，同时也应结合相关专业机构的意见，例如会计师出具的审计报告等，以确认对出资问题的结论意见是否一致。

**（二）结合事实准确适用法律。**在查明事实的基础上，适用有关法律，确认出资所有权的归属。同时，对于出资程序存在法律瑕疵的，需考虑是否有相关合法途径对程序进行补足。一方面合法厘清国有资产与员工个人资产的界限，防止国有资产流失，另一方面也对各员工依法享有的股份权属予以准确界定。

**（三）根据企业的实际情况，规范员工持股平台的相关制度。**鉴于各企业的文化、发展历程、内部治理规则存在差

异，在规范员工持股平台项目中，需在准确认定原有职工股权属的基础上，根据企业的具体情况，修改或制定新的员工持股平台相关制度，例如持股平台的合伙协议、标的企业的持股方案以及股权激励办法等。

**（肆）与国资监管部门充分沟通。**对于个别特殊问题，在查明事实依据准确适用法律的基础上，如仍有因法律规定相对空白等未明确之处，应及时与国资监管部门沟通，征询主管部门的意见。

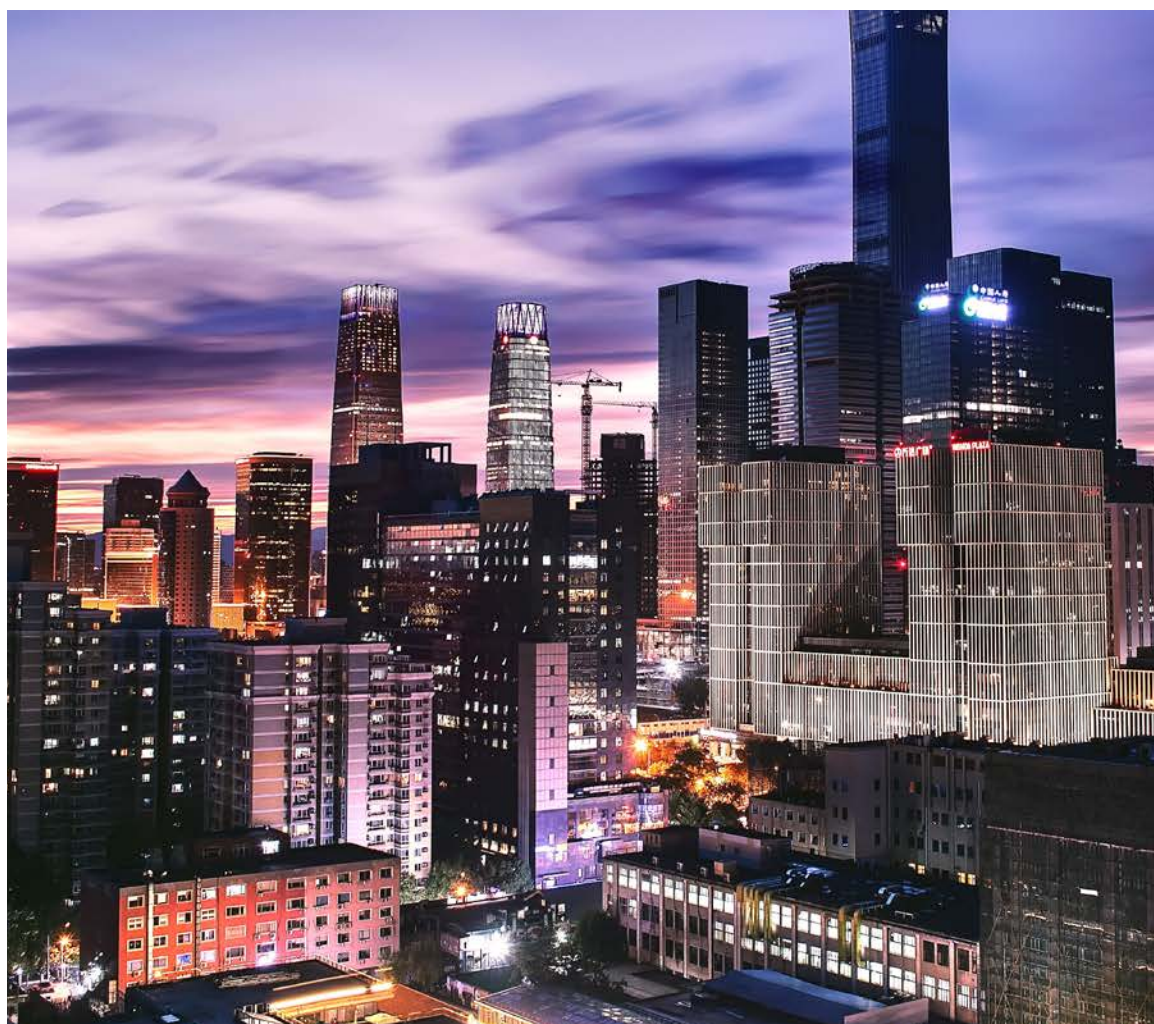
## 伍 | 结语

综上，员工持股平台因历史情况、企业文化背景、法律法规的演变等原因，情况千差万别。在国企混改大潮中，对于员工持股平台的规范，应当在严格遵守国有资产管理有关法律法规，保证国有资产不流失的前提下，依法确认股份权属，修改、制定新的员工持股平台相关制度，以妥善解决历史问题，促进国企更好地迎接新形势下的各种机遇和挑战。



作者/  
李海容

# 从中央企业境外产权 出售视角看国企混改 相关法律问题



近年来，我国稳步推进国有企业混合所有制改革，积极引入非国有资本参与国有企业改组改革，推动国有企业建立完善现代企业制度。中央企业作为国有企业的主力军，在混合所有制改革中起着带头及示范的作用。根据国务院国有资产监督管理委员会（简称“国务院国资委”）的统计数据，2018年中央企业新增混合所有制企业1003户；截至2019年4月，国务院国资委监管的中央企业及各级子企业中，混合所有制户数占比已达70%。<sup>1</sup>

在中央企业积极引入各类社会资本参与混改的过程中，有一类混改较为特殊，即中央企业及其各级子企业通过出售境外国有产权实施的混改。目前我国境内国有产权交易已基本建立起相对完整的监管体系，对于国有产权的进场交易程序、评估及审批等流程均有对应的较为明确的规定，实践中亦形成了较为通行的做法。而对于境外国有产权交易，由于交易各方管辖法域、监管规则及交易惯例的不同使得境外国有产权交易流程难以完全照搬境内国资程序。因此，了解境外产权出售的国资要求以及如何在国资监管及国际交易惯例之间寻求平衡，就成为促成境外产权交易合规、平稳完成的重要环节。

笔者曾作为某大型中央企业下属上市公司的法律顾问，为

1.参见：《继续深化混改内涵 第四批试点名单初定 国资委新闻发言人谈混改热点》[http://gzwl.gov.cn/gzgj/ydxw/201904/t20190419\\_3470917.html](http://gzwl.gov.cn/gzgj/ydxw/201904/t20190419_3470917.html)

其向境外投资人出售下属境外企业（以下简称“标的企业”）超过50%股权交易（以下简称“本次混改项目”）提供法律服务，并全程参与交易架构设计、协助交易文件谈判、协助完成境内国资监管程序等流程。本文拟结合本次混改项目，对当前中央企业及各级子企业出售境外国有产权的相关问题进行探讨。

## 壹 | 进场交易程序

在依法设立的产权交易机构进行交易（以下简称“进场交易”）是我国现行国资监管对于出售国有企业产权的一项基本要求。《企业国有资产交易监督管理办法》（以下简称“32号令”）作为现行国有资产转让的主要监管规则，在第二条<sup>2</sup>及第十三条<sup>3</sup>中对企业国有资产交易原则上需在依法设立的产权交易机构中公开进行的要求进行了明确。进场交易在促进国有产权转让公开透明、国有产权价值发现等方面有着重要作用，但在跨境交易中，其与国际交易的通行做法存在一定出入。因此，中央企业及其各级子企业境外国有产权转让是否需要履行进场交易程序是国有股东在实施境外混改过程中十分关注的问题。

这一问题可以在《中央企业境外国有产权管理暂行办法》

---

2. 《企业国有资产交易监督管理办法》第二条：企业国有资产交易应当遵守国家法律法规和政策规定，有利于国有经济布局 and 结构调整优化，充分发挥市场配置资源作用，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。

3. 《企业国有资产交易监督管理办法》第十三条：产权转让原则上通过产权市场公开进行。转让方可以根据企业实际情况和工作进度安排，采取信息预披露和正式披露相结合的方式，通过产权交易机构网站分阶段对外披露产权转让信息，公开征集受让方。其中正式披露信息时间不得少于20个工作日。因产权转让导致转让标的企业的实际控制权发生转移的，转让方应当在转让行为获批后10个工作日内，通过产权交易机构进行信息预披露，时间不得少于20个工作日。

（以下简称“27号令”）中找到明确答案，27号令第十二条规定“中央企业及其各级子企业转让境外国有产权，要多方比选意向受让方。具备条件的，应当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”。据此，中央企业及其各级子企业转让境外国有产权的，原则上可过“多方比选”的方式确定意向受让方，仅在有条件的情况下需履行产权交易所挂牌程序。

在解决了是否必须进场交易的问题后，下一个要解决的问题便是境外国有产权转让可以通过何种方式确定受让方。在本次混改项目中，卖方采用的是国际交易中较为常见的公开竞标交易（public auction）模式确定受让方，其主要程序包括：

1. 卖方发出初步推介材料（teaser），并与有意向的买方签署保密协议；

2. 首轮投标。卖方向意向买方发放流程文件（process letter I）及信息备忘录（information memorandum）。意向买方提交非约束性报价（non-binding offer）。卖方根据买方提交的非约束性报价选择进入第二轮投标的买方；

3. 第二轮投标。卖方向进入第二轮投标的买方发放流程文件（process letter II）、开放数据库供买方进行尽职调查、组织管理层展示及现场尽职调查、发放卖方制备的股权受让协议及股东协议等交易文件。买方在此轮提交约束性报价（binding offer）并对股权转让协议及股东协议提出修改意见。卖方基于买方提交的文件选择确定进入最终谈判阶段的买方；

4. 最终谈判及签署阶段。卖方与进入最终谈判阶段的买方

就股权转让协议及股东协议等交易文件进行进一步磋商，同时买方进行确认性尽调（confirmatory due diligence）。卖方与买方签署交易文件。

公开竞标交易模式实质上与27号令“多方比选意向受让方”的要求相契合，同时也是跨境并购中较为常见及成熟的操作（笔者就曾在多个收购境外知名企业的项目中协助中国客户参与卖方组织的竞标程序），可作为中央企业及各级子企业在实施境外混改时确定受让方的选项。

## 贰 | 评估备案/核准程序

境外国有产权交易同样以避免国有资产流失为第一要义，因而27号令等境外国资规定中也对评估备案作出了要求。

根据27号令第十条<sup>4</sup>的规定，评估或估值程序系中央企业及各级子企业转让境外产权时应当履行的程序，该等评估或估值结果不仅需要结合交易实际情况报中央企业或国资委（适用于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情形）备案或核准，还需要作为交易定价的基准。此外，根据《关于加强中央企业境外国有产权管理有关工作的通知》，在评估机构的选聘方面需注意选择

4. 《中央企业境外国有产权管理暂行办法》第十条：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。

中央企业及其各级子企业独资或者控股的境外企业在进行与评估或者估值相应的经济行为时，其交易对价应当以经备案的评估或者估值结果为基准。

的境内评估机构应当具有国家相关部门确认的专业资质，选择的境外评估或估值机构应当遵守标的物所在国家或地区对评估或估值机构专业资质的相关规定。

除上述直接限定外，《中央企业违规经营投资责任追究实施办法（试行）》还从中央企业转让产权时应被追责的行为角度做出了限定，其中包含资产评估违反相关规定、违反相关规定低价转让企业产权等情形。

据此，中央企业各级子企业转让境外国有产权的，评估备案/核准程序通常是必须履行的程序之一，评估结果是交易定价的重要参考。在本次混改项目中，卖方在股权转让协议签署前即完成评估工作并履行了评估备案程序，后续签署的股权转让协议中约定的交易对价亦与评估结果相符。

## 叁 | 国资审批要求

国资审批同样是中央企业及其各级子企业境外国有产权转让绕不开的程序。

根据27号令、《中央企业境外国有资产监督管理暂行办法》等境外国有资产监管规则，一般情况下，中央企业转让境外国有产权经中央企业审批即可；而在交易涉及重要子企业（重要子企业的范围通常由中央企业根据下属企业主营业务性质和对所出资企业的影响等因素推荐，并由主管国资部门确认）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等特殊情况时，相关交易的审批层级则可能上提

至国务院国资委。在本次混改项目中，经确认标的企业不属于重要子企业范畴，故由该中央企业就转让标的企业股权事宜进行批复。

此外，在引入投资人的过程中，为明确交易完成后各方权利义务，交易各方通常会签署一份股东协议。股东协议中通常会就交易完成后交易各方转让交易标的股权的行为进行约定，较为常见的包括拖售权（drag-along right）、随售权（tag-along right）等条款。在就涉及股权转让事宜的条款进行谈判时，也需要将届时可能涉及的国资审批要求，包括评估备案要求，纳入考虑范畴，合理安排相关权利的行使程序、时间，确保约定事项的可操作性。

## 肆 | 交易价款支付

跨境交易由于涉及多个法域、需同时遵守多个法域的规则，交割前需要履行的监管程序、需要实施的标的重组等通常更为复杂，因而协议签署时点与交割时点之间可能间隔数月甚至更长时间。从协议签署时点到交割时点，交易价款按何种节奏支付，通常是跨境交易各方博弈的重点。对于卖方而言，交易价款支付的时点越早（如协议签署时点）且支付金额占总价款的比例越高，则风险越低；而对于买方而言，能争取在较晚的时点支付（如在交割时点，甚至交割后支付部分款项），则无论是从交易完成的风险角度，还是资金成本的角度而言都更为有利。

在涉及转让国有产权的情形下，交易价款的支付安排则同时还需要兼顾国资监管要求。

我国现行国资监管框架下，交易价款支付安排有着较为严格的要求。根据32号令第二十八条<sup>5</sup>的规定，企业国有产权转让的交易价款支付以一次性付清为原则，且付款时限需在合同生效之日起5个工作日内；仅在交易金额较大、一次性付清确有困难时才能采用分期付款的方式，且即便允许采用分期付款，首期付款比例（不低于总价款的30%）及付款时限（合同生效之日起5个工作日内）均有限制，余款支付期限亦有严格要求（不超过1年）。

具体到本文讨论的中央企业及其各级子企业转让境外国有产权的情况，27号令第十四条规定“境外国有产权转让价款应当按照产权转让合同约定支付，原则上应当一次付清。确需采取分期付款的，受让方须提供合法的担保”。可以看到，27号令同样强调一次付清的原则性要求；在确需分期付款的情形下，其虽未对首期付款及担保比例做明确规定，但在实践操作中，为满足国资监管要求、降低国资审批难度，一般建议首期付款或担保的比例不宜过低，在20%-30%左右为宜。

上述规定一方面使得国有股东在支付节奏谈判中占有一定优势，国有股东可以以满足国资监管要求为由争取更有利的支付安排；而另一方面，其与买卖双方自由协商的国际交易惯常操作存在一定差异，一定程度上限制了交易的灵活性，一些买

5. 《企业国有资产交易监督管理办法》第二十八条：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。金额较大、一次付清确有困难的，可以采取分期付款方式。采用分期付款方式的，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。



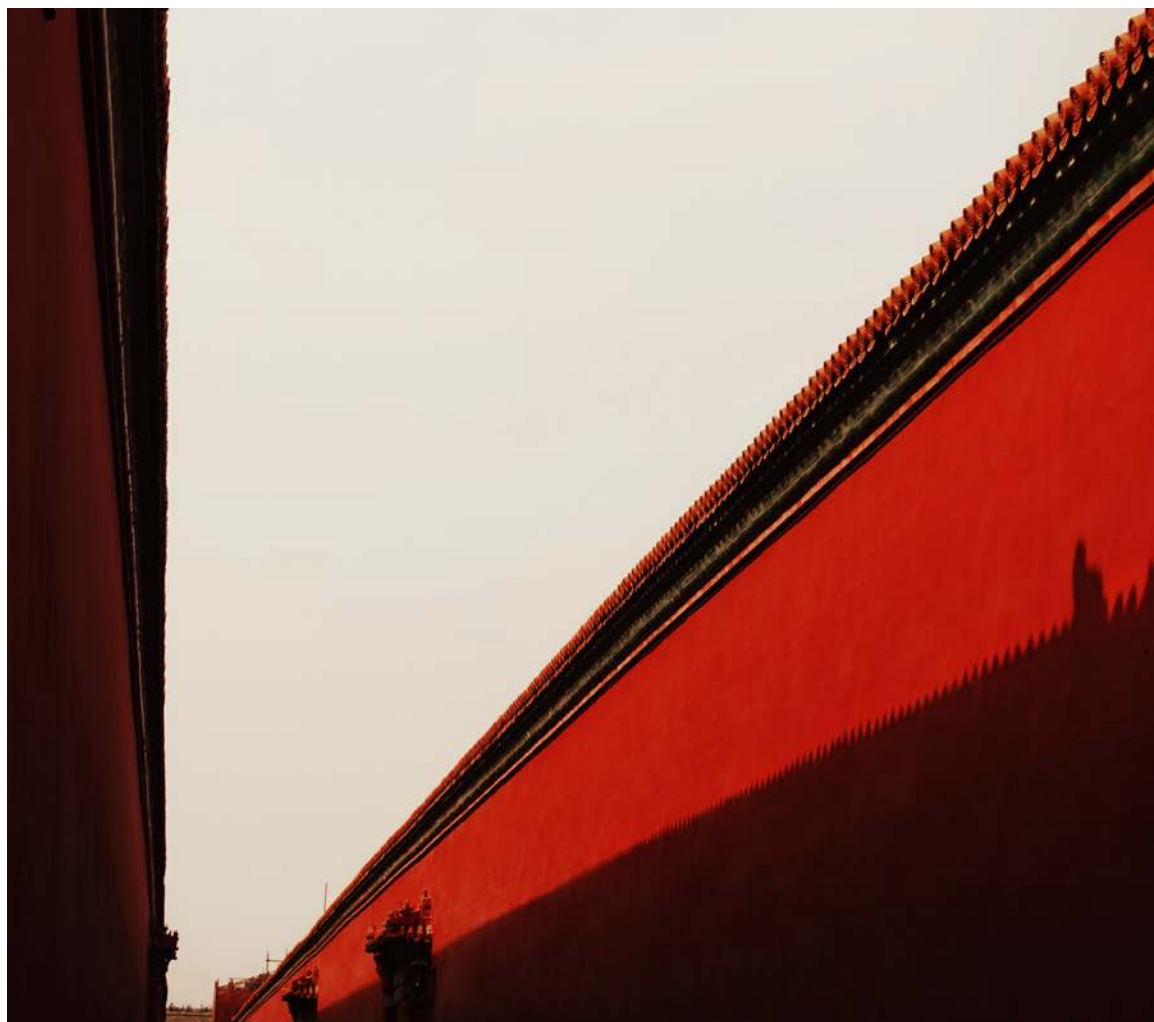
方可能十分看好标的资产，但囿于内部规定限制等原因难以在签署时点即提供符合国资要求的对价或担保。在本次混改项目中，经征询国资审批部门意见及交易各方多轮磋商，最终采用了能较好满足国资监管要求，同时也在跨境交易中较为常见、能为境外买方接纳的方案：买方在协议签署时点交付由银行出具的不可撤销见索即付信用证，金额相当于交易对价的20%，并在交割时点（与签署时点间隔约两个月）支付全部对价。

## 伍 | 结语

通过出售境外国有产权方式实施混改对中央企业及其各级子企业提出了更高的要求，其不仅需要维护境外国有权益、避免国有资产流失，同时还需要考虑跨境交易的特殊背景，兼顾国际交易惯例操作。只有综合考虑了这些因素，并据此相应进行交易架构设计及交易条款安排，方能确保境外混改合法合规、平稳有序进行。

作者/  
唐周俊

# 结合实施国企混改与 市场化债转股的相关问题



## 壹 | 国企混改与市场化债转股的概念与关系

自2013年中共中央《关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出积极发展混合所有制经济以来，国家陆续出台了各项指导意见，2015年8月党中央、国务院颁布了《关于深化国有企业改革的指导意见》，并前后出台22个配套文件，形成了“1+N”系列指导文件，标志着国企改革顶层设计基本完成。根据上述文件，混合所有制改革（以下简称“混改”）成为深化国有企业改革的重要举措，而改制重组、引战投、引基金、运作上市、开展员工持股成为混改的重要手段，同时，国家鼓励各类资本参与国有企业混合所有制改革，即鼓励非公有资本、支持集体资本、有序吸收外资参与国有企业混合所有制改革。

2016年10月，国务院印发《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号）（以下称“54号文”），中央经济工作会议明确了2017年“去杠杆”的总体目标：“在控制总杠杆率的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重。要支持企业市场化、法治化债转股，加大股权融资力度，加强企业自身债务杠杆约束等，降低企业杠杆率。”债转股并不是仅针对国企的，但事实上，我国国有企业的负债率一直居高不下。根据财政部发布的数据，截至2019年6月末，我国国有企业资产总额为194.97万亿元，负债总额为126.80万亿元。经计算可得出，国企负债率约为64%，与国内企业平均水平相比偏高。因

此，国有企业的去杠杆将成为“去杠杆”的主要工作方面，而去杠杆的主要途径之一就是债转股，54号文更是将《关于市场化银行债权转股权的指导意见》作为附件，明确了市场化债转股的适用范围、实施方式等。

需要注意的是，54号文将“推动混合所有制改革”也作为去杠杆的途径之一，在实施债转股部分亦提到了“鼓励实施机构引入社会资本，发展混合所有制”。因此，国企混改、债转股并不是两个独立的概念，而是相辅相成的两种方式，在债转股中引入社会资本是实现国企混改的方式之一，亦可以理解成通过国企混改助推债转股，其目的都是为了降低国有企业的负债率，减小债务压力，改善国有企业治理结构，提高国有企业的发展动力。

2019年7月，国家发展改革委、中国人民银行、财政部、银保监会印发《2019年降低企业杠杆率工作要点》，其中明确指出各部委将持续推进“促进市场化债转股与混合所有制改革等有机结合，优化股权结构，推动完善现代企业制度”。

本文将从落地“国企混改”和“债转股”有机结合的角度浅述几个实践操作过程中的问题。

## 贰 | 以债转股参与国企混改的适用范围

### （一）实施主体

根据54号文、《关于市场化银行债权转股权实施中有关具

体政策问题的通知》（发改财金〔2018〕152号，以下简称“152号文”）以及《关于鼓励相关机构参与市场化债转股的通知》（发改办财金〔2018〕1442号）的相关规定，可以参与市场化债转股的主体主要包括：（1）金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等实施机构；（2）银行现有符合条件的所属机构，或允许申请设立符合规定的新机构；（3）符合条件的保险集团（控股）公司、保险公司、保险资产管理机构设立专门实施机构、保险业实施机构设立私募股权投资基金；（4）各类私募股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等，私募股权投资基金管理人可以独立开展或与其他机构联合开展市场化债转股项目，符合条件的银行理财产品可向实施机构发起设立私募股权投资基金出资；（5）银行、信托公司、证券公司、基金管理公司等依法依规发行资产管理产品；（6）外资通过设立私募股权投资基金开展市场化债转股业务。

值得注意的是，根据54号文，除国家另有规定外，银行不得直接将债权转为股权，除个别案例外，商业银行通常不能直接参与市场化债转股；此外，公募资管产品除法律法规和金融管理部门另有规定外不得投资非上市企业股权。

## （二）市场化债转股对象

根据54号文，市场化债转股对象企业系由各相关市场主体依据国家政策导向自主协商确定。市场化债转股对象企业应具备如下条件：

- 1.发展前景较好，具有可行的企业改革计划和脱困安排；

2.主要生产装备、产品、能力符合国家产业发展方向，技术先进，产品有市场，环保和安全生产达标；

3.信用状况较好，无故意违约、转移资产等不良信用记录。

鼓励面向发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业开展市场化债转股，具体包括：（1）因行业周期性波动导致困难但仍有希望逆转的企业；（2）因高负债而财务负担过重的成长型企业，特别是战略性新兴产业领域的成长型企业；（3）高负债居于产能过剩行业前列的关键性企业以及关系国家安全的战略性企业。

禁止将下列情形的企业作为市场化债转股对象：（1）扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸企业”；（2）有恶意逃废债行为的企业；（3）债权债务关系复杂且不明晰的企业；（4）有可能助长过剩产能扩张和增加库存的企业。

### （三）市场化债转股的债权范围

根据54号文和152号文的规定，转股债权范围以银行对企业发放贷款形成的债权为主，适当考虑其他类型债权，包括但不限于财务公司贷款债权、委托贷款债权、融资租赁债权、经营性债权等，但不包括民间借贷形成的债权。银行所属实施机构开展市场化债转股所收购的债权或所偿还的债务范围原则上限于银行贷款，适当考虑其他类型银行债权和非银行金融机构债权。

值得注意的是，“转股债权质量类型由债权人、企业和实施机构自主协商确定。”这一条可以理解为债转股的债权范围

系当事人自主确定事项，自主协商确定市场化债转股价格和条件，除关于国有企业的审批程序外，不受其他特别的限制。具体而言：

(1) 银行、企业和实施机构自主协商确定债权转让、转股价格和条件。对于涉及多个债权人的，可以由最大债权人或主动发起市场化债转股的债权人牵头成立债权人委员会进行协调。

(2) 经批准，允许参考股票二级市场交易价格确定国有上市公司转股价格，允许参考竞争性市场报价或其他公允价格确定国有非上市公司转股价格。为适应开展市场化债转股工作的需要，应进一步明确、规范国有资产转让相关程序。

(3) 完善优先股发行政策，允许通过协商并经法定程序把债权转换为优先股，依法合理确定优先股股东权益。

#### **(四) 债转股的方式**

根据152号文，鼓励以收债转股模式开展市场化债转股，方案中含有以股抵债或发股还债安排的按市场化债转股项目报送信息。即，不仅仅可以债权人通过将其持有的债权转为股权，同时，鼓励债转股主体通过收购债权转为股权的方式降低企业杠杆率，以股抵债或发股还债的安排也按照市场化债转股项目报送信息。以发股还债开展市场化债转股时，需在协议中明确偿还的具体债务，并在资金到位后及时偿还债务。152号文同时规定，符合条件的上市公司、非上市公众公司可以向实施机构发行普通股、优先股或可转换债券等方式募集资金偿还债务。

## 叁 | 以债转股参与国企混改的实施流程

### （一）前期工作

启动债转股前，国企应组建工作组，并聘请中介机构进行内部梳理，尽早发现问题并及时规范解决。在内部梳理的过程中，需要考虑国企的组织形式是否为公司形式，国企下设是否存在事业单位，出资是否存在瑕疵，国企及其子企业名下是否存在划拨土地，国企混改后是否符合保留划拨土地的情形，员工是否均签署了劳动合同，是否存在人员包袱问题，以及可能的解决方案。





## （二） 方案制定

方案制定需要考虑混改目标，包括但不限于：在债转股的基础上，是否引入社会资本及比例；是否考虑结合增发新股方式进行开展；债转股的规模；是否配套实施股权激励及员工持股，如实施，需要综合考虑相关规模及参与人员的条件；投资方限定资产规模标准；投资人能否与混改企业本身发挥特定作用。

## （三） 审批程序

根据《企业国有资产交易监督管理办法》（以下简称“32号令”）第34条，国资监管机构负责审核国家出资企业的增资行为。其中，因增资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。

根据32号令第35条，国家出资企业决定其子企业的增资行为。其中，对主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，主要承担重大专项任务的子企业的增资行为，须由国家出资企业报同级国资监管机构批准。增资企业为多家国有股东共同持股的企业，由其中持股比例最大的国有股东负责履行相关批准程序；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履行相关批准程序。

根据《国务院国资委授权放权清单》（2019年版），中央企业审批所属企业的混合所有制改革方案（主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，主要承担重大专项任务的子企业除外）。授权中央企业决定集团及所属企业以

非公开协议方式参与其他子企业的增资行为及相应的资产评估（主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，主要承担重大专项任务的子企业除外）。授权国有资本投资、运营公司按照国有产权管理规定审批国有资本投资、运营公司之间的非上市企业产权无偿划转、非公开协议转让、非公开协议增资、产权置换等事项。

综上，实施债转股需履行的内部程序一般包括债转股标的公司及债权人的董事会决议、股东（大）会决议，可能还包括标的公司股东层面的董事会决议、股东（大）会决议。债转股方案具体审批的主体详见下表：

序号	标的公司	条件	审批主体
1	国家出资企业	仍为国家拥有控股权	国资监管机构
		不再拥有所出资企业控股权	本级人民政府
2	国家出资企业子企业	对主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，主要承担重大专项任务的子企业	国家出资企业、同级国资监管机构批准
		不属于前述范围	国家出资企业

## （四） 审计评估

### 1. 对标的企业进行审计评估

根据《企业国有资产评估管理暂行办法》第六条，“企业有下列行为之一的，应当对相关资产进行评估：……（四）非上市公司国有股东股权比例变动……”

根据32号令第三十八条，“企业增资在完成决策批准程序后，应当由增资企业委托具有相应资质的中介机构开展审计和资产评估。” 第四十三条：“投资方以非货币资产出资的，应当经增资企业董事会或股东会审议同意，并委托具有相应资质的评估机构进行评估，确认投资方的出资金额。”

根据《企业国有资产评估管理暂行办法》第四条，“企业国有资产评估项目实行核准制和备案制。经各级人民政府批准经济行为的事项涉及的资产评估项目，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。”

各地对于评估备案的规定略有不同，以北京为例，根据《北京市企业国有资产评估管理暂行办法》第二十六条，“除核准项目外，其他资产评估项目实行备案制，下列项目由北京市国有资产监督管理机构负责备案：

（一）北京市国有资产监督管理机构批准协议转让所涉及的评估项目；

（二）经济行为涉及的评估范围资产总额账面值或资产总额评估值大于或等于5000万元人民币且小于1亿元人民币的评估

项目。

除北京市国有资产监督管理机构负责备案的评估项目外，其他评估项目由所出资企业负责备案。”

综上所述，由于国企实施债转股涉及非上市公司国有股东股权比例变动，需对标的公司进行评估，并根据评估结果确定债转股价格，同时需要按照相关规定进行评估备案。

## 2. 以债权直接出资的评估问题

根据《公司法》第二十七条，“股东可以用货币出资，也可以用实物、知识产权、土地使用权等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价出资；但是，法律、行政法规规定不得作为出资的财产除外。对作为出资的非货币财产应当评估作价，核实财产，不得高估或者低估作价。法律、行政法规对评估作价有规定的，从其规定。”

根据《企业国有资产交易监督管理办法》第三十八条，“企业增资在完成决策批准程序后，应当由增资企业委托具有相应资质的中介机构开展审计和资产评估。”第四十三条，“投资方以非货币资产出资的，应当经增资企业董事会或股东会审议同意，并委托具有相应资质的评估机构进行评估，确认投资方的出资金额。”

在债权真实的情况下，针对借款等以货币给付方式形成的债权进行评估时，不会与该等债权的账面价值存在较大差异，但从程序合规角度出发，如投资方选择直接以债权进行出资，建议对用于出资的债权进行评估。

## （五）是否需要进场交易

根据32号令第46条，企业债权转为股权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。

如债转股采用增资方式进行，增资所得资金用于定向偿还企业债务，该等增资是否需要进场交易？32号令并未明确说明上述情形是否可以以非公开协议方式进行。如前所述，根据152号文的规定，发股还债同样按照市场化债转股项目报送信息。同时，根据华菱钢铁（000982）的公告，部际联席会议办公室认为“收购债权转为股权”和“现金增资偿还债务”两种操作方式，都实质性地将债权转为股权，属于市场化债转股范畴。因此，我们倾向于认为，经过相关国资有权部门的决策审批程序，“现金增资偿还债务”作为市场化债转股的特殊形式，投资方现金增资时能够采取非公开协议方式。

## （六）签署协议及作价入股

根据《公司法》第二十八条，“股东应当按期足额缴纳公司章程中规定的各自所认缴的出资额。股东以货币出资的，应当将货币出资足额存入有限责任公司在银行开设的账户；以非货币财产出资的，应当依法办理其财产权的转移手续。股东不按照前款规定缴纳出资的，除应当向公司足额缴纳外，还应当向已按期足额缴纳出资的股东承担违约责任。”

债权的作价和转移手续，应当由债权方和债务方先各自进行合法有效的内部审批程序，并双方签订相关的协议，包括但不限于债转股协议、增资协议、以股抵债协议等，必要时也可

办理验资程序以规避出资不实的风险。

如以债权进行增资，建议明确以债权进行增资的意图；在以发股还债开展市场化债转股时，需在协议中明确偿还的具体债务，并在资金到位后及时偿还债务。

### （七）办理工商登记变更手续

完成债转股后，由于注册资本、股东及持股比例发生了变化，不管公司的形式是有限公司还是股份有限公司，均建议根据需求相应修改公司章程并向公司登记机关依法办理变更登记。

### （八）实现股权退出

根据54号文，债转股实施机构对股权有退出预期的，可与企业协商约定所持股权的退出方式。如债转股标的公司为上市公司，债转股股权可以依法转让退出，转让时应遵守限售期等证券监管规定。如债转股标的公司为非上市公司，实践中较为常见的退出方式有上市公司并购重组标的公司、标的公司原大股东回购等方式。

## 肆 | 参与国企混改的特殊权利安排

在私募股权投资领域，为减少标的公司、原股东及投资人之间的信息不对称带来的风险，投资人通常会提出一些特殊权

利的主张，如业绩对赌条款、回购条款等，其中回购条款的主要表现形式为在标的公司达成或未达成约定事项的情况下，特定主体履行股权回购义务。在参与国企混改过程中，投资人，尤其是民营企业的投资人，可能参考私募股权投资领域的惯例要求回购条款、特殊利润分红等特殊权利，在现有法律框架下，针对国有控股的企业，回购条款、利润分配特殊安排和特殊事项表决安排是否符合相关法律法规的规定？

## （一）股权回购安排

在国企混改的过程中，虽然会对标的公司进行评估，但民营投资人同样期望标的公司能够健康有序发展，对标的公司存在估值期待，不愿意看到入股后标的公司业绩变脸，希望以对赌条款作为自身权益的保护伞。

民营投资人要求由国有股东在条件成就时作为回购义务主体回购其所持标的公司股权，诸如此类附条件的回购条款在条件成就时是否仍需重新进行国资审批、评估，即对赌条款触发情形下的股权回购交易是否构成一项新的、独立的交易？目前存在的两种主要观点：

### 1. 未经二次审批、评估程序，条件成就时的股权回购行为不得实施

此种观点认为，股权回购条款虽为投资协议的一部分，但条件成就时的股权回购行为与经审批、评估等国有产权交易程序的民营投资人入股行为属于相互独立的两个行为，应分别履行国资审批、评估等程序。

《企业国有资产法》、《国有资产评估管理办法》（国务院令第91号）、《企业国有资产交易监督管理办法》（国资委、财政部令第32号）、《企业国有资产监督管理暂行条例》（国务院令第378号）（2019修正）等法律、行政法规及部门规章确定了非上市国有公司的国有股权发生变动时需要对公司的评估，并进行评估备案，在国家出资企业国有股权发生变动时，还需要履行相应的审批程序。如将民营投资人入股行为与股权回购行为看作完全独立的两个行为，根据《国有资产评估管理办法》等的相关规定，该等股权回购行为仍需履行国有产权评估程序、并依据评估结果确定交易价格。但值得注意的是，在触发股权回购的情形，标的公司较大可能已陷入业绩无法满足对赌要求的境地，在这种情况下进行评估，评估作价可能远低于股权回购价格。在这种观点下，无法实际实现股权回购条款的设计初衷。

## **2.在触发股权回购条款时，无需另行进行审批、评估等程序**

此种观点认为，附有回购义务的国有股东在对签署附有股权回购条款的投资协议进行审批时，已将附条件生效的股权回购条款进行了审批，股权回购条款作为民营投资人入股的对价同属一项交易，投资协议的审批已涵盖对未来附条件生效条款的审批，对投资协议整体的审批囊括其中的交易对价、交易风险、回购条款是国有产权交易事前审批的应有之义。

“促进国有资产保值增值”系国有企业改革原则，但此等指导原则不意味着在平等市场主体的交易中要对国有主体给予



特殊保护，而是应在防止国有资产流失的基础上尽可能保护交易安全。如果回购条款所附生效条件满足，即支持国有股东事后以投资协议中回购条款未经审批、评估等程序为抗辩理由拒绝回购，不仅使得交易安全无法得到保障，亦不利于国有企业改革原则的贯彻，即人为地赋予国有单位优于民营投资人的不平等地位，更无所谓实现国有资产的保值增值。

各地国资监管部门对国企混改中的股权回购安排的态度，可以从相关地方规定中看出一些。北京市国资委于2019年8月7日印发的《关于印发〈市属国有企业混合所有制改革操作指引〉的通知》（京国资发〔2019〕15号）：“六、投资者选择/（三）加强操作规范/4.市属国有企业在混合所有制改革中，原则上不得与投资者签订对赌条约和回购条款。确需签订的，应在确保国有权益不受损害的前提下，经市管企业董事会同意后执行，并充分考虑后续操作的规范性、可行性以及法律风险和隐患的解决预案。”“十一、加强混合所有制企业管控/（四）规范参股企业管理/1.必要时可以设置有条件的退出条款，并向国有参股企业派出股东代表，依法行使股东权利。”北京市国资委并未明文禁止对赌条约和回购条款，当然，适用的前提条件是要确保国有权益不受损害，且应该经过市管企业董事会同意。

## （二）利润分配特殊安排

在国企混改过程中，投资人可能要求预计的利润分红比例，在标的公司满足分红的条件下，投资人可以要求标的公司

优先进行分红。

《中华人民共和国公司法》（2018修正）（以下简称“《公司法》”）第三十四条：“股东按照实缴的出资比例分取红利；公司新增资本时，股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资。但是，全体股东约定不按照出资比例分取红利或者不按照出资比例优先认缴出资的除外。”第一百六十六条第四款：“……股份有限公司按照股东持有的股份比例分配，但股份有限公司章程规定不按持股比例分配的除外。”综上，有限公司和股份公司都可以通过股东之间的特殊约定实现利润分配的特殊安排。

《中华人民共和国中外合资经营企业法》（2016修正）（以下简称“《中外合资经营企业法》”）第八条：“合营企业获得的毛利润，按中华人民共和国税法规定缴纳合营企业所得税后，扣除合营企业章程规定的储备基金、职工奖励及福利基金、企业发展基金，净利润根据合营各方注册资本的比例进行分配。”2020年1月1日《中华人民共和国外商投资法》实施后，目前的“三资法”将予以废止，而《中华人民共和国外商投资法》并没有明确限制按照出资比例进行分配。

以四川省为例，四川省国资委于2019年7月4日印发的《四川省政府国有资产监督管理委员会关于印发〈四川省国资委所出资企业混合所有制改革操作指引（试行）〉的通知》（以下简称“《四川省混改操作指引》”）：“五、企业管理机制：（一）规范法人治理结构。规范企业股东会、董事会、经理层和党组织的权责关系，形成定位清晰、权责对等、运转协调、

有效制衡的法人治理结构。注重章程设计，以章程为准则，依规运行，按章程行使股东会决策、利润分红等事项……”根据上述指引，四川省国资委明确“以章程为准则，按章程行使股东会决策、利润分红等事项”，我们理解，以公司章程约定为依据，利润分配特殊安排存在适用空间。

### **(三) 特殊事项表决安排**

在私募股权领域，除部分案例中的董事会观察员席位，投资人一般会要求标的公司其他股东为投资人让渡一个甚至多个董事会席位，在公司章程中对董事会的召开人数作出限定，需包含投资人董事方构成有效的董事会召开，并且重要事项，尤其是涉及标的公司合并、分立等存续事项、修改公司章程、投资人权利变更等，需投资人董事同意方可作出决议；股东（大）会（如适用）的表决安排亦同。

《公司法》明确允许有限公司的董事会及股东会的表决事项按照公司章程约定进行操作，根据《公司法》第四十八条第一款，“董事会的议事方式和表决程序，除本法有规定的外，由公司章程规定。”根据《公司法》第四十三条，“股东会的议事方式和表决程序，除本法有规定的外，由公司章程规定。”

针对中外合资经营企业来说，《中华人民共和国外商投资法》生效前，在目前的“三资法”背景下，中外合资经营企业的最高权力机构仍为董事会。根据《中外合资经营企业法》第六条第二款，“董事会的职权是按合营企业章程规定，讨论决定合营企业的一切重大问题。”

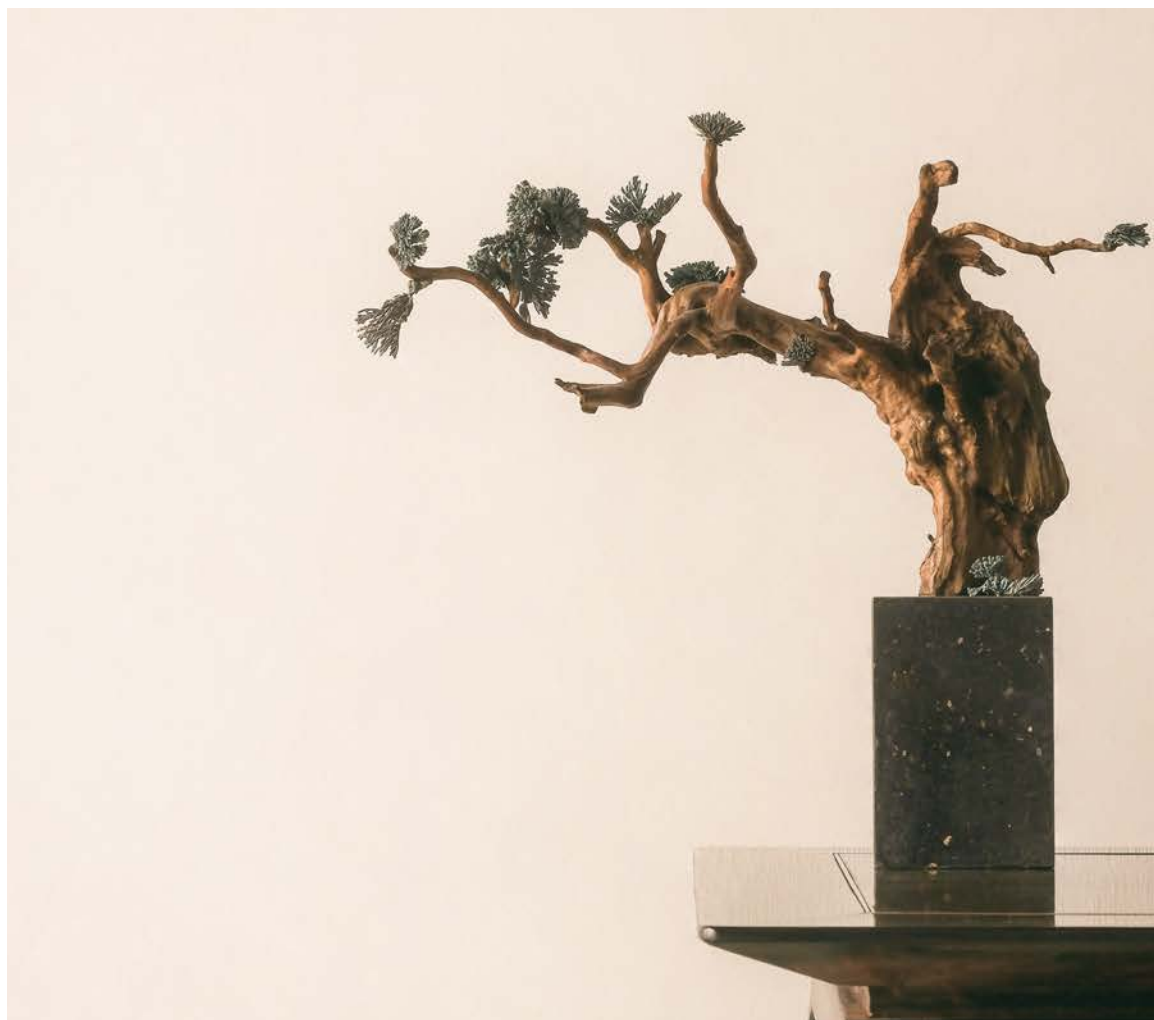
如本文“（二）利润分配特殊安排”部分所引述，四川省国资委明确“以章程为准则，按章程行使股东会决策、利润分红等事项”，我们理解，以公司章程约定为依据，特殊事项表决安排存在适用空间。

## 伍 | 小结

从长远发展的角度出发，深化国有企业改革依旧是一项任重道远的艰巨任务。无论是本文中着重阐述的债转股，还是改制重组、引入战略投资者、运作上市、开展员工持股等，均是国企混改中不可或缺的重要手段，并且上述方式在混改具体实施过程中可能并行，在国企混改中，无论是参与混改的国企还是参与国企混改的投资人均需对国企混改的意义、方式等保持良性认知。同时，在国企混改实施的过程中既要坚持“促进国有资产保值增值”的国有企业改革原则，参与国企混改的投资人也可争取必要的话语权，充分尊重现代公司制度下的经营、治理准则，方可助力国企混改之路畅通，促使国有资本良性发展。

作者/  
朱永春、邱建

# 国企混改： 上市公司并购重组



根据国务院国资委相关统计数据，截至2017年底，中央企业资产总额共计54.5万亿，其中约65%已进入上市公司；省级国有企业约40%的资产进入了上市公司，其中上海、重庆、安徽等地均超过了50%<sup>1</sup>。从该等数据可见，上市公司已经成为国企混改的重要载体，通过IPO或者上市公司并购重组是国企实现混改的重要方式。相比并购重组，IPO的整体审核周期较长、审核结果不确定性大，加上不少国企集团旗下已有若干上市平台，因此围绕上市公司进行并购重组更为便捷有效的混改路径。结合若干实践案例，笔者在本文中拟对国企混改背景下的上市公司并购重组予以简要梳理和剖析，供业者参考。

## 壹 | 国有企业收购 /出售上市公司

### （一）国有企业收购上市公司控制权

如果想借助上市公司的平台进行混改，首先需要获取一家上市公司的控制权。2018年以来，国有企业收购民营上市公司并取得控制权的案例明显增多，收购方式也呈现越发多元化的趋势。

通过对近年来国有企业收购民营上市公司案例的梳理，我们注意到国有企业收购民营上市公司的收购方式包括协议转

1. 详见：<https://finance.sina.com.cn/roll/2018-11-14/doc-ihnvukfe8872778.shtml>。

让、间接转让、要约收购、二级市场交易等，在特殊的纾困背景下，亦出现了越来越多的表决权委托/一致行动、受托管理等特殊收购方式。其中，海淀区国资委在纾困民营上市公司股东方面非常活跃。根据相关上市公司公开披露信息，2018年海淀区国资委通过下属企业以1元价格买下金一文化（002721）控制权，并于2019年以有偿受托管理的方式接管仁东控股（002647）的控制权。两起案例都是国企纾困背景下收购民营上市公司的典型案例，国有企业在为上市公司提供流动性支持、解决民营上市公司大股东债务危机的同时，也为国有企业获得适合的资本运作平台，为后续集团内国有资产的资本运作打下基础。

## （二）国资企业出让上市公司股份/权益

国企混改中，收购资产和出售资产都是盘活国有资产的重要手段。对于A股上市公司而言，国有企业出让其所持有的股份/权益（包括增资/非公开发行引入投资者，导致国有比例被动下降）也是国企混改中重要的一部分。通过出让部分国有的股份/权益，可以为相关国有企业带来一定的现金收入或者资金支持，同时也能丰富相关国有企业的股权结构。实践中，根据是否导致上市公司控制权变更可以大致分为两类交易：

### 1. 控制权不变的交易

国企混改的实践中，保持控制权不变是国企混改的一项重要原则。2017年中国联通（600050）混改方案中，包括中国联通向包括BAT在内的多家战略投资者非公开发行股份募集资

金、上市公司控股股东联通集团向结构调整基金协议转让上市公司股份以及上市公司向核心员工授予限制性股票一揽子交易。混改完成后，联通集团仍然保持对上市公司的控制地位，战略投资者和员工持有一定比例的股份，从而形成混合所有制多元化股权结构。

类似的典型案例还有东方航空同时定向增发A股和H股股票募集资金的交易等。

## 2.控制权变更的交易

我们注意到，实践中部分国有企业的改革似乎更加“彻底”，突破了传统的控制权不变的原则，也实现了混改的预期效果。云南白药（000538）及控股股东云南白药控股有限公司（“白药控股”）的混合所有制改革被称之为国企混改的“白药模式”。社会各界纷纷对白药混改给予了高度评价，认为“白药模式”是国资监管真正由“管资产”向“管资本”转变的有益探索，为未来的国企改革提供了可借鉴的重要经验。云南白药控股股东白药控股分别于2016年、2017年引入战略投资者民企新华都实业股份有限公司（“新华都”）和江苏鱼跃科技发展有限公司（“鱼跃科技”），各股东持股比例为云南省国资委持有45%、新华都持有45%、江苏鱼跃持有10%，云南白药由云南省国资委单一控制变为无实际控制人；2019年云南白药通过吸收合并白药控股，完成白药控股的整体上市。

类似的典型案例还有哈药集团控股有限公司通过引入战略投资者变为无实际控制人、民营企业江苏国望高科纤维有限公司借壳东方市场（000301，已更名为“东方盛虹”）、东北制



药（000597）向民营企业出让控制权、三爱富（600636）从地方国企到中央企业的转变等。

## 贰 | 整体上市

整体上市在本文中特指国企集团内部进行整合，以集团内部已率先完成上市运作的主体为依托，通过重组/资产置换或吸收合并等方式，将集团内未上市的优质国有资产置入上市公司、完成混改。整体上市通常有资产重组、资产置换、吸收合并等实现方式。

### （一）资产重组/置换

资产重组，通常指国有企业向上市公司注入资产以实现相关资产的整体上市；资产置换，通常指在置入资产的同时将上市公司原有资产置出体外，属于资产重组的一种特殊形式。资产重组/置换近年来成为国有企业整体上市最主要的手段之一，实践案例也比较多，笔者特选取了两个近年来的典型案例简单分析。

#### 1. 雷鸣科化（600985，已更名为淮北矿业）收购淮北矿业（一般重组）

雷鸣科化收购淮北矿业的案例，属于典型的资产重组交易。根据相关公告，雷鸣科化以发行股份及支付现金购买资产的方式收购淮北矿业100%的股权，标的资产作价209亿元，对于当时年收入不足10亿元的雷鸣科化来说，可谓一笔“蛇吞

象”式的交易。但由于双方大股东都是淮矿集团，交易前后实际控制人均为安徽省国资委，没有因重组发生变更，因此不构成借壳上市。该交易其实是安徽省国资委将非上市资产置入上市公司的一种运作方式，安徽省国资委也在该交易中起着主导作用。

值得注意的是，根据公开披露的相关信息，除淮北矿业引入的战略投资者外，雷鸣科化在收购淮北矿业的交易中通过募集配套资金的方式也引进了部分投资者，更加丰富了上市公司股权多元化改革，符合国家国有企业改革的政策导向；最终雷鸣科化引入了淮南矿业（集团）有限责任公司等三家参与配套募集资金的交易对方，实现了前述股权多元化的交易目的。

## 2.SST 前锋收购北汽蓝谷（600733）（资产置换）

上市公司SST前锋与拟置入资产北汽蓝谷均属于北京市国资委下属企业。SST前锋于1996年上市，此前的控股股东为四川新泰克，间接控股股东为首创集团，实际控制人为北京市国资委。2017年12月，北京市国资委正式核准首创集团将子公司持有的四川新泰克100%股权，无偿划转给北汽集团，同时开始启动资产置换交易。

由于SST前锋之前为A股市场仅剩的两家还没有完成股改的公司之一，因此SST前锋的整体方案涉及到送股、重大资产重组以及公积金转增股本三大部分，整体方案较为复杂。仅就重大资产重组来说，SST前锋以原有资产及负债作为置出资产，与北汽集团持有的北汽新能源等值部分进行资产置换，并且以发行股份的方式收购北汽新能源剩余股权。同时上市公司拟募集配

套资金不超过20亿元。

在置入上市公司之前，2017年初，北汽新能源获得北京市国资委的批复开展了员工持股试点。2017年5月，常州鹏盈卫蓝企业管理咨询有限公司与部分持股员工基于自愿原则共同签署合伙协议，出资成立常州鹏盈创梦实业投资合伙企业（作为员工持股平台），专项投资于北汽新能源。该项重大资产重组交易最终于2018年5月获得中国证监会核准。

## （二）上市公司合并

大型国企、央企之间的同业合并，能够充分提升国企规模、提高运行效率，也是实现国家发展战略的关键。上市公司合并通常有两种操作方式，即吸收合并与新设合并。上市公司合并不完全等同于重大资产重组，属于一种特殊的重组方式。在上市公司合并交易中，上市公司通常是将全部资产出售给了新上市主体，原上市公司退市并注销，但相关信息披露参照《重大资产重组管理办法》处理。

其中，吸收合并以招商公路吸收合并华北高速的案例最为典型，新设合并以南车北车之间的合并最为典型。

### 1.招商公路吸收合并华北高速

一般来说，集团公司往往资质较全，将上市公司及子公司通过合并的方式进行整合是最彻底的整体上市方式。在进行上市公司合并时，上市公司的中小股东可以选择变现或者继续持股，也体现了对中小股东利益的保护，同时顺便可以解决集团内部容易出现的关联交易和同业竞争问题。此外，从国资管理

角度看，上市公司合并一般也能做到不改变原有的集团企业层级，国资审核方面障碍较小。因为具备上述优势，吸收合并也是国有企业，尤其是国有上市公司整体上市所常用的手段。

招商公路以及华北高速曾经同为国务院国资委下属国有企业，招商公路为华北高速的上级企业。从具体方案上来看，招商公路系以换股方式吸收合并华北高速，即招商公路以发行A股股份的方式与华北高速换股股东进行换股、华北高速退市并注销。招商公路作为合并方暨存续公司，华北高速的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务均由招商公路承继和承接，招商公路的全部股份（包括为本次吸收合并发行的A股股份）申请在深交所主板上市流通。本次合并前招商公路所持有的华北高速股份不参与换股、不行使现金选择权，并将于本次吸收合并后予以注销。

从体制改革的角度来看，作为国有资本集中控制的公路行业，招商公路吸收合并华北高速的交易，实现了招商局旗下公路板块的整合上市，使招商公路成为中央级高速公路上市公司，有利于充分拓宽公司融资渠道，引入社会资本的力量，并最终完成提高国有资产运营效率的目标。

无独有偶，招商局集团下属的另外两家上市公司中国外运（合并方）以及外运发展（被合并方）同样采用了吸收合并的方式完成了整合。通过整合，中国外运成为了A+H股上市的公司，成为了招商局集团旗下物流业务最重要的整合平台。

## 2.南车北车新设合并

作为2014至2015年最大的一起合并重组，中国南车与中国

北车的合并案例曾引发无数关注。南北车采取的合并方式为新设合并，但在技术上采用中国南车吸收中国北车的方式。中国南车向中国北车全体A股换股股东发行中国南车A股股票，向中国北车全体H股换股股东发行中国南车H股股票。换股比例为1: 1.1，即每股中国北车A股股票和H股股票可以换取对应的1.1股中国南车将发行的中国南车A股和H股股票。拟发行的A股股票与H股股票将分别在上交所与港交所申请流通，换股完成后，中国北车的A股股票和H股股票将注销。中国南车与中国北车签署的《合并协议》约定：自交割日起，中国南车和中国北车的全部资产（包括其直接投资之全部公司的股权）、负债、业务、资质、人员、合同及其他一切权利和义务将由合并后新公司享有和承担。

## 参 | 涉及境外上市 公司的国企混改

为规范上市公司国有股权变动行为，国务院国资委、财政部和中国证监会于2018年5月16日颁布了《上市公司国有股权监督管理办法》（“36号令”），对上市公司国有股权变动的各种情形进行整体集中规范。与规范非上市国有资产交易的《企业国有资产交易监督管理办法》明确境外国有资产参照适用的规定不同，36号令并未明确其是否适用于境外上市公司，可以说从法规层面上看，有关境外上市公司国有股权变动

存在一定的监管空白。根据国务院国资委网站上公布的相关问答<sup>2</sup>，部分国资工作人员认为境外上市的国有控股上市公司也应当适用36号令，该等观点在某种程度上符合国资监管的基本精神。

另一方面，笔者在实践中也注意到36号令的很多条款（例如国有股东标示、可交换公司债券、停复牌制度等）可以说是为A股上市公司“量身定做”的，并非都能直接套用到境外上市公司（尤其是境外上市公司亦需同时遵循上市地的法律和交易所规则）。此外，在国有控股上市公司股权激励的规则体系中，境内外上市公司受制于不同的监管规则，充分考虑了境内外上市公司面临的不同监管体系的区别。因此，对于境外上市公司在参与混改方面所需适用的规则，如果主管部门能够有针对性地给予解释和指导意见，将更有利于发挥境外上市公司参与混改的作用。

## 肆 | 总结

近年来，围绕上市公司进行的资本运作已经逐步成为国企混改、实现国有资产上市的重要手段。通过相关资本运作，有利于改善国有企业的公司治理结构，为国有企业提供优质的融资渠道，实现国企混改的预期目的。随着国企改革的逐步深化，相信相关的资本运作也会逐步增多，相关配套法规的建设也将进一步健全，我们将对此持续保持关注。

2. 详见：<http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/n9854167/c11328314/content.html>;  
<http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/n9854167/c9931789/content.html>

特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等试听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。



中伦研究院出品