

# 中国公司法真的能“孵化”私募投资吗？

——一个基于比较法语境的法经济学分析

沈 伟\*

内容提要：实证和经验研究证明，发达的证券市场、低税率的简单税制、适应市场的破产法和健全的司法体系是形成活跃私募市场的四大主要因素。从比较法的角度看，中国的资本市场以银行为中心，包括公司治理、投资者权利保护、法律实施和司法制度在内的法律体系很不完善，从而无法在理论上培育和“孵化”私募投资活动并给予其强有力的制度支持。然而，令人惊奇的是，中国的私募投资活动异常活跃，吸收私募投资额在世界范围排名第二，仅次于美国。本文试图从法经济学的角度，以公司法为视角，分析起源于美国硅谷的私募投资在中国的环境下存活、成长并“成功”的个案。更为宏大的主题是，中国的公司法与美国式的私募投资如何共生相长。

关键词：私募投资；公司法；外资规管

虽然危机时代的世界经济正在缓慢复苏，新投资计划的融资却仍然存在困难。在此背景下，尽管外国直接投资依然占据主导地位，但越来越多的公司正积极吸引私募股权基金（private equity，简称“私募”）融资。中国在吸引私募投资方面，也像其吸引外国直接投资一样，表现得非常出色，博得了全球和地区投资者的青睐。中国大陆的私募交易成长迅速，从交易额上来看，已成为仅次于美国的世界第二大私募市场。<sup>(1)</sup> 作为主要的私募净进口国，在2011年和2012年前三个季度，<sup>(2)</sup> 中国的私募投资金额占亚洲总额的40%以上，而该比例在2006年还不足14%。<sup>(3)</sup> 全球私募投资者大都将中国列为最有吸引力的投资“圣地”之一。

从经济学的观点来看，中国吸引私募投资的成功不难解释。一般而言，在一个更大的经济体里有更多的交易机会。因此，经济规模和经济增长速度都会积极地影响私募。中国作为一个成长中的大型经济体自然会给私募投资者提供很多潜在的机会。从经济学上来说，中国吸收私募的能力是净流入的外国直接投资、高达7.5%以上的年经济增长率以及大量中国公司为了在境内外扩展业务而不断增长的资金需求的叠加效应的体现。由于不能从境内银行和股市获得充足的融资，那些成长型公司被迫求助于致力于在新兴市场寻找投资机会的私募投资者。

然而，经济学分析还不能从根本上解释中国成功吸收私募投资的法律因素。本文试图分析美

\* 上海交通大学法学院教授，英国伦敦政治经济学院法学博士，博士生导师，东方学者特聘教授。作者感谢上海市教委“东方学者”计划、上海市浦江人才计划以及2013年度上海交通大学文科科研创新项目（13TS03）对本课题研究的资助，并感谢 Iris Chiu（伦敦大学学院）和袁彦国（香港城市大学）对本文初稿提出的有益建议。

(1) <http://www.altassets.com/private-equity-knowledge-bank/surveys/article/nz17133.html>, 2014年3月26日访问。

(2) [http://www.pwccn.com/webmedia/doc/634937503637400366\\_pe\\_china\\_reflect\\_dec2012\\_chi.pdf](http://www.pwccn.com/webmedia/doc/634937503637400366_pe_china_reflect_dec2012_chi.pdf), 2014年3月27日访问。

(3) 黄继汇《中国今年私募股权投资额已逾150亿美元，人民币基金受追捧》，[http://www.cs.com.cn/cqzk/02/201109/t20110926\\_3069945.html](http://www.cs.com.cn/cqzk/02/201109/t20110926_3069945.html), 2014年3月20日访问。

国式的私募是如何融入中国公司法体系，并与之发生关系的。本文第一部分简要概述私募及其特征；第二至第五部分分别考察证券市场、税收、破产、退出和权利救济等制度与私募投资的互动；在最后部分讨论机理性问题，即中国可以采取什么制度性的举措以保持私募的持续增长。

## 一、私募、私募投资和法经济学特征

私募，起源于风险投资（venture capital），是指向创业或成长型公司提供融资及其它具有附加价值的专业化金融活动。私募通常涵盖了“筹资—投资—退出”的运作周期：从投资人募集资金，寻找目标投资组合，与创始股东谈判，完成交易，培育投资公司（通常是非上市的私人公司），直至达到投资预期收益后退出（exit）或目标公司上市后退出。

私募投资一般由投资者从非上市的创业公司购买优先股（preference shares）进行，即非公开配售。因为向专业投资者配售股份被视为“公开发售豁免”（exempt public offer），这就可以绕过一些国家——比如美国——证券法规定的关于首次公开招股必须向投资者提供招股说明书的规定。优先股不同于普通股（ordinary shares），是介于股权和债权融资之间的一种夹层融资（mezzanine finance）。<sup>（4）</sup>在私募投资的目标公司里，创始股东通常拥有普通股，而私募投资者持有优先股。由于不同种类的股份可以依附不同的股权，优先股股东通常拥有优先于普通股股东的股东权益，比如优先股息收益权、优先破产清偿权等。在目标公司破产清偿顺序排列中，优先股股东的受偿也相应地排在有担保的债权人之后，普通股股东之前。所以，尽管优先股股东是小股东，但由于依附于优先股的优先权益，私募投资者也可以保障其投资利益。收购优先股的经济投资理论支持这样的合理性：优先股可以平衡债权人和股东之间的利益和控制权竞争，故而给予私募投资者某些控制权（主要是一些否决权）以便监督公司的商业运作（或某些重要方面）。

公司法上一般将私募投资的优先股定性为金融中介或金融融资，以此区别于普通股股东出资的股本融资。优先股股东和普通股股东所享有的股权权利在属性上是截然不同的。首先，后者拥有股权，在公司破产后股东只享有残余权（residual right）。也就是说，股东只能在债权人得到清偿之后，有权依法分得剩余的财产。而优先股股东享受的是类似于债权人的债权，因为其在破产清偿序列中排在普通股股东之前。如果公司经营表现不佳，优先股股东可以依照投资协议约定的条款，行使强制回购权，要求公司回购股份，获得高于利息的回报率。从这点上看，优先股具有贷款的性质。其次，由于优先股的优先权主要表现在经济利益上，优先股股东一般没有等同于普通股股东的参与权，例如其在股东会上可能没有投票权。这就满足了公司发股融资，但又不稀释股东股权比例、维护初始控股股东地位的双重需要。

私募投资者是职业投资人，在融资和公司治理方面具有丰富经验，在参与目标公司运作的过程中可以发挥建设性作用，因此私募活动与公司法的联系非常紧密。由于私募投资的目标公司通常会上市以实现投资者的退出，私募活动同证券市场也有千丝万缕的联系。伴随着日益剧增的交易数量和不断扩大的交易规模，私募投资有主导市场的趋势和可能，并且有可能发展成一种崭新但却无法在短期内定性的企业秩序和金融秩序的潜在路标。从某种意义上说，私募的崛起可能会在未来市场上取代上市公司的主导地位，导致上市公司“下市”（going private）甚至国有经济体的进一步私有化。就公司法而言，私募的潜在优势（主导权）将重塑公司治理和商业道德规则。私募投资作为一个流行的商业模式，会使立法者和执法者陷入“爱恨交加”的两难境地。一方面，在后金融危机时代，政府和产业界融资困难，需要从非传统的银行界之外的渠道融资，而私募提供了这样一种渠道；另一方面，私募又不同于银行融资，执法者和立法者很难以监管银行的

（4）Eilis Ferran, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press, 2008, pp. 57-58.

方法、工具和技术监管私募和私募投资活动。私募的交易结构、经济效益和市场功能有待进一步厘清。<sup>(5)</sup> 同时，立法者和执法者的监管方式和角度也有待考量。

## 二、流动性弱的股市，增长强劲的私募？

中国旺盛的私募投资活动与私募界的“内在规律”并不相符。实证研究和经验分析证明，一个发达并且流动性强的证券市场是吸引私募投资的决定性因素。<sup>(6)</sup> 只有在私募投资者能够通过被投资公司上市的方式成功退出的条件下，私募才能繁荣发展，而这当然以一个成熟的证券市场为前提。在银行业发达的国家，银行规模相对较大，在监控公司方面起主导作用，通过银行融资较为容易，所以股市不甚活跃。因此，此类国家的私募就比不上银行业孱弱但证券市场强劲的国家。前者如德国、日本，后者如美国。美国拥有以证券市场为中心的资本市场，而德日的公司融资以银行为中心。德日的主要银行规模宏大，并与国内的公司关系密切，且都没有一个堪比美国的活跃的证券市场。这两个法律体系对私募的影响主要体现在：私募在美国十分活跃并且地位重要，但是在德日则明显不如。<sup>(7)</sup> 中国和德日的相同之处在于，银行业在资本市场占据主导地位，证券市场融资并不发达。<sup>(8)</sup>

中国证券市场的一些显著特征和市场划分使得公司上市作为私募投资的退出机制不具有明显的吸引力。疲弱的国内证券市场被人为分割的状况已经持续了很多年。虽然公司法旨在平等保护股东的权益，但中国上市公司的股本依然按照持有人和上市地点进行划分。具体而言，中国上市公司的股本有以下几种，A股、B股、H股（或者N股、S股）。在获得中国证监会批准之后，A股在上海或者深圳证券交易所上市交易，公司也可能同时向境外投资者发行B股。在大多数国家，如果境外投资者对证券市场的投资受到法律限制，他们会支付比本国投资者更高的价格。但是，中国的情况却相反，一家同时发行A股和B股的公司，B股的价格可能是A股价格的折扣。同时，B股却享有和A股同样的投票权和收益权。此外，B股以人民币标价但以外汇进行交易。H股、N股、S股和T股，分别指代在香港、纽约、新加坡和东京证券市场上市的股票，交易货币分别为港币、美元、新元和日元。这些分类和分割由初创时期中国证券市场自身的低效率造成，严重限制了市场优化资源配置以及筹集资本和促进企业发展的能力。

更为严重的是，只有流通股才可以在证券交易所公开上市交易，与流通股没有实质区别的非流通股却不能公开上市交易。流通股和非流通股分割的所有权结构与在许多国家经常见到的分股结构（split-share structure）不同。分股结构保证了股东的不同权利，但是非流通股是由国有企业、金融机构或其它政府支持的机构专门持有的。国有的非流通股已经给资本市场的流动性和上市公司治理带来了消极的影响。首先，非流通股曾经占据中国股市总市值的三分之二，高达

(5) 其它针对私募的批评包括私募业在金融危机之后产生的令人失望的回报率、私募投资的目标公司在证券市场上的一般表现、高昂的投资者费用（一般有目标公司出资）、利益冲突，等等。Martin Arnold, "Private Equity Rejects Criticism by Think - Tank", *Financial Times*, Jul. 28, 2010, p. 15.

(6) Steven N. Kaplan & Antoinette Schoar, "PE Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows", 60 *Journal of Finance* 1791 - 1823 (2005).

(7) Walter Kuemmerle, "Comparing Catalysts of Change: Evolution and Institutional Differences in the Venture Capital Industry in the US, Japan and Germany" (2001), <http://www.altassets.com/pdfs/Walter.pdf>, 2014 - 03 - 25.

(8) Wei Shen, "Financial Regulations in China", in Andrew Halper & Carl Hinze (eds.), *Financial Services Regulation in Asia Pacific*, 2<sup>nd</sup> ed., Oxford University Press, 2008, Ch 3, pp. 44 - 45. 数据显示，中国证券市场在整个金融融资体系中只占很小一部分。上海和深圳两个证券交易所在2010年前9个月的上市融资额分别为2.1亿和3.3亿美元，而同时期中国银行安排的新增贷款总额为人民币600亿（约90亿美元）。Robert Cookson, "Shenzhen Takes Over as China's Listing Hub", *Financial Times*, Oct. 19, 2010, p. 22.

2500 亿美元。<sup>(9)</sup> 即使现在也占股市总值的 17% 多。<sup>(10)</sup> 股票的高度集中降低了市场供给从而限制了股票的流动性, 因此, 国内股票市场的流动性差, 价格波动频繁, 内幕交易和市场操纵屡禁不绝。其次, 大量股票由政府机构持有, 流通股股东成为事实上的小股东, 缺乏动力和权力改善公司治理促进公司发展。国内股票市场遍布大量的个人投资者, 他们并不掌握大量的股权, 只是以投机为目标, 把股票当作短期投资工具。因此, 证券市场不能成为小股东有效的退出机制, 上市公司也更加容易受到要约收购的威胁。第三, 流通股和非流通股的分割会带来严重的代理问题。由于流通股股东有决策权, 而非流通股股东没有决策权, 非流通股股东的利益实现有赖于流通股股东在股东会上的决策。这样, 流通股股东事实上成为非流通股股东的代理人, 代理问题自然产生, 流通股股东为了自身的利益可能损害甚至牺牲非流通股股东的利益。代理问题中比较突出的问题包括信息不对称、合约不完整、控股大股东和不知情小股东之间代理成本过高。由于小股东没有保护自己的手段和机制,<sup>(11)</sup> 因此更容易被控股大股东强行收购其所持有的股票。这种平行股权结构容易造成股东间的分裂, 在公司的管理和经营上形成利益分歧, 进而伤害公司治理水平和运营效率。以国家或者国有控股法人为代表的控股大股东的存在容易造成一股独大的局面, 进而诱发公司治理失败。第四, 国内股票市场的效率低和流动性差的特点促使越来越多有价值的中国公司绕过国内证券市场, 选择到国际市场 (主要是香港和纽约) 上市。大量私人企业也被国际资本市场的流动性、市场深度和监管质量吸引, 做出境外上市的选择。中国证券市场高质量上市企业的稀缺反过来推动虚高的发行价格, 本就不发达的市场也更容易产生泡沫。

有“中国纳斯达克”之称的深圳创业板市场于 2009 年 10 月 23 日正式启动。创业板的启动是中国学习硅谷私募融资的成功经验的又一次尝试, 旨在填补创业企业在证券市场上融资的空白, 并为私募提供退出渠道。然而, 创业板的上市标准并不低于主板市场上市要求。<sup>(12)</sup> 交易规则客观上限制小额投资者的参与, 限制价格的波动, 通过保荐人加强对上市公司的监督, 并设定了控股股东的限售期。创业板能给中国资本市场以及私募带来怎样的影响, 现在还言之尚早。

中国的证券市场过于弱小, 效率低下, 流动性差, 外国私募投资者因此并不倚重成长型公司在国内上市。一个强大的私募市场依赖于成熟的证券市场, 这是私募发展的基本规律, 那么, 中国是不是这个规律的例外呢? 在中国, 流动性差的证券市场并没有在很大程度上阻碍私募投资, 主要是因为私募投资者通过交易安排巧妙地避开了中国证券市场天然的机理性弱点。许多中国的成长型公司 (私募投资的目标公司) 在海外 (主要是在香港、开曼群岛、英属维尔京群岛或者百慕大) 注册一个特殊目的公司作为离岸控股公司, 由中国目标公司的原中国股东拥有或者控股。境内的目标公司拥有商业资产并继续在国内经营, 但股权所有人由中国股东变为境外的特殊目的公司, 而股息通过特殊目的公司支付给实际的中国股东。当公司重组完成后, 外国私募投资者就能通过购买优先股的方式投资离岸控股公司。由于重组过程牵涉到中国居民将股本 (或资

(9) Richard Guo, “Foreign Buyers Get First Bite at G-share Market”, *IFLR* (2) 2006, p. 41. 2005 年 9 月 4 日, 证监会发布实施《上市公司股权分置改革管理办法》。证监会 2005 年 8 月统计数据显示, 中国股市总市值为 33445.61 亿人民币, 其中股票流通市值仅为 10633.67 亿人民币。参见 [http://www.csre.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306204/zqscy/200808/t20080820\\_108722.htm](http://www.csre.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306204/zqscy/200808/t20080820_108722.htm), 2014 年 2 月 25 日访问。

(10) 截止 2014 年 1 月, 中国股票总市值达 237825.68 亿人民币, 股票流通市值达 196640.86 亿人民币。参见 [http://www.csre.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306204/zqscy/201402/t20140217\\_243929.htm](http://www.csre.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306204/zqscy/201402/t20140217_243929.htm), 2014 年 2 月 25 日访问。

(11) 股息支付被视为是一个信号机制和限制内部剥削的工具, 通过从内部转移现金的方式解决控股股东和少数股东之间的代理问题。Mara Faccio, Larry H. P. Lang and Leslie Young, “Dividends and Expropriation”, *91 American Economic Review* 54-78 (2001) .

(12) 《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》第 10 条第 2 款规定 “发行人申请首次公开发行股票应当符合下列条件: 最近两年连续盈利, 最近两年净利润累计不少于一千万元, 且持续增长; 或者最近一年盈利, 且净利润不少于五百万元, 最近一年营业收入不少于五千万元, 最近两年营业收入增长率均不低于百分之三十。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据。”

产) 转移到一个离岸司法管辖区 (通常是一个避税天堂), 并重新通过境外控股公司投资目标公司, 目标公司的所有权或控制权仍然在中国股东手中, 这种方式被形象地称为“返程投资”模式。下图 1 显示了目标公司重组完成之后私募投资之前的目标公司结构。

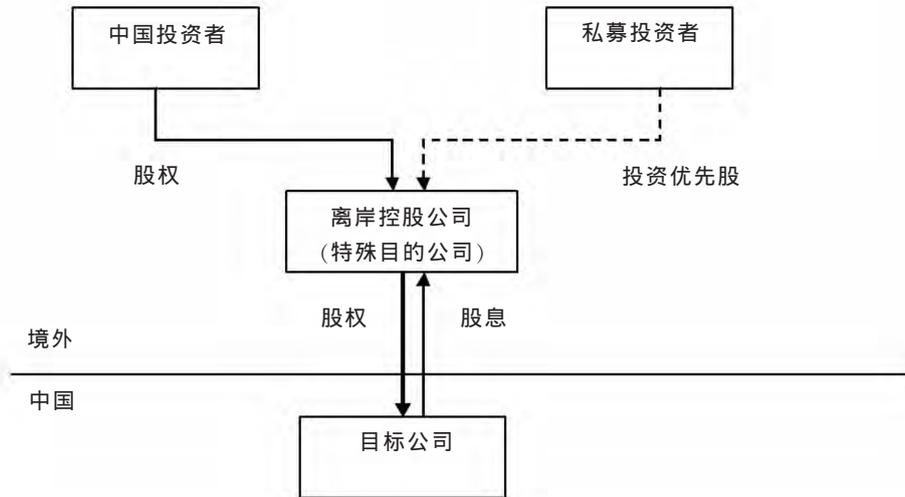


图 1 “返程投资”模式

与“返程投资”模式一脉相承, 但更为复杂或高级的是“可变利益实体”结构 (variable interest entity 或 VIE 结构), 具体如下图 2 所示。与“返程投资”模式不同, 离岸控股公司在境内设立一个外商独资企业。目标公司的股份仍然由原先的中国投资者持有。独资企业和目标公司之间需要建立控制机制和利益输出机制。由于独资企业与境内的目标公司没有股权联系, 而目标公司的名义股东是中国投资者, 在独资企业与目标公司之间的控制机制主要作用是使外国投资者能通过独资企业对目标公司的名义股东实施有效控制。这些控制通过质押协议、期权协议、转让协议、投票协议、投票代理协议、托管账户协议等合同实现。通过质押协议, 中国投资者将其在目标公司的股份质押给独资企业, 以便独资企业在必要时行使质押权; 期权协议可以使独资企业在中国法律允许外资控股时行使期权, 取得股权; 中国投资者通过投票代理协议委托独资企业行使其在股东大会上的投票权; 转让协议可以约定引发股权转让的触发事件, 这些事件可以直接导致中国投资者向独资企业转让其在目标公司中的股份。这些协议有效地帮助独资企业对目标公司股东的控制。由于不存在股权关系, 独资企业无法享有目标公司的经营所得。因此, 还必须有利益输出机制。独资企业和目标公司可以签定一系列商业协议, 诸如知识产权使用许可协议、咨询协议、技术服务协议, 等等。通过这些协议, 独资企业向目标公司提供各类服务, 以获得事先约定的特许费和各类服务费用, 间接地享有目标公司的经营收益。

“可变利益实体”结构主要被各类电信服务业公司, 特别是互联网公司所采用。因为外商直接投资增值电信企业受到严格限制, 而互联网业务在我国又属于“增值电信业务”, 只有纯内资的企业可以获得资质许可, 经营增值电信业务。这个模式可以使内资企业在不违法的情况下获得并持有合法的经营牌照, 外商独资企业通过一系列合同间接但有效地进行实际控制, 以规避中国法对外商投资限制类产业的限制性规定。这个模式被相当广泛地应用于互联网公司的境外私募与境外上市。截至到 2011 年 4 月, 在美国上市的中国公司中有 42% 的公司使用“可变利益实体”结构在中国运营互联网引擎或电子商务平台。<sup>(13)</sup> 新浪、搜狐、百度等一大批中国互联网公司都

(13)Kathrin Hille, “China in New Push on Web Ownership”, *Financial Times*, Sept. 2, 2011, p. 14.

通过这一方式进行私募融资，并最终在境外上市。尽管“可变利益实体”模式得到美国会计准则<sup>(14)</sup>和香港证券交易所<sup>(15)</sup>的认可，其在中国法下的法律地位和有效性仍然存疑。特别是阿里巴巴、雅虎和软银之间的“支付宝”事件更突出了这一交易模式的风险性。

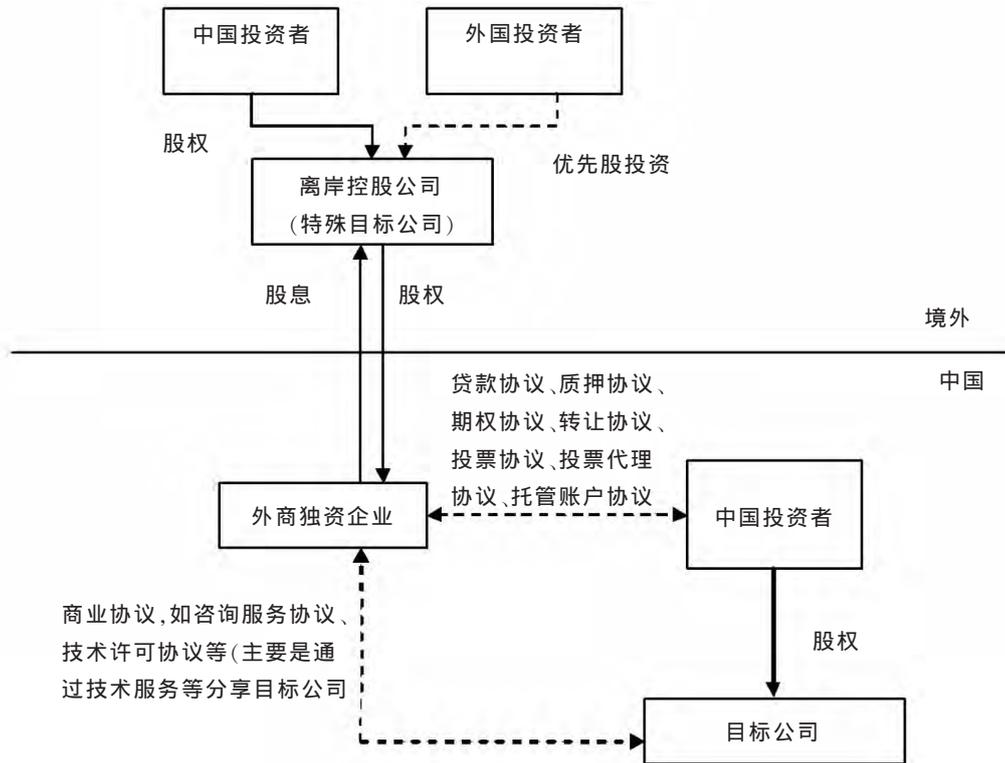


图2 “可变利益实体”模式

私募投资者为什么甘愿承担公司重组的交易成本而进行这些复杂的重组呢？这似乎并没有道理。中国在2005年颁布了修订的《公司法》，该法受到普通法系和大陆法系公司法最新发展的影响，承认了商事自由促进商业发展，借鉴了公司自治和股东保护的观念，放宽了许多限制，吸收了包括股东派生诉讼、揭开公司面纱、信息披露、公司董事和高管信义义务在内的诸多法律原则。从这个意义上来说，新公司法是中国公司法律发展过程中的一个里程碑。

虽然新《公司法》的颁布和修订使得公司法跟上了时代的步伐，但是很多问题依然没有得到解决。和私募投资尤为相关的是，股份、优先股、授权资本以及有限公司发行股份等概念的缺失使私募投资很难通过购买优先股的交易方式向中国注册的目标公司进行投资。《公司法》上“同股同利”原则的字面意思是相同种类的股份持有者享有相同的权益，受到同等对待。理论上似乎可以进行这样的解读：该原则允许中国的目标公司发行几种股份，包括了美国私募交易经常涉及到的优先股。尽管法理上并没有排除公司发行多种股份的可能性，<sup>(16)</sup>但《公司法》也没有明

(14) [http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175820930817 &blobheader=application%2Fpdf](http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175820930817&blobheader=application%2Fpdf), 2014年3月20日访问。

(15) Jeanette Chan and Vivek Baid, “Additional Requirements for Hong Kong Listings Involving VIE Structures”, *ALB* Jan. 2012, p. 22.

(16) 严格的法律解释学可能暗示中国《公司法》事实上没有区分不同种类的股份。不同于普通法原则，《公司法》的用语并没有提到“不同类别的股份”，而是仅仅提到“相同的股份”。

明确规定公司可以发行多种类别的股份。<sup>(17)</sup> 法院的司法解释也没有暗示或认可这样的可能性。<sup>(18)</sup> 因此, 优先股股东可否请求法院保护优先权还未可知。此外, 私募交易文件中常用的概念, 比如股权的反稀释 (anti-dilution)、强卖权 (drag-along) 和附随权 (tag-along)、认购期权 (put option) 和卖出期权 (call option), 《公司法》都没有规定。更为重要的是, “制定出色的法律规则”并不能保证公司法律的有效实施。在中国这样一个法律实施不力的法域, 《公司法》如何得到有效适用和实施仍然是悬而未决的问题。

理论上, 私募投资者可以采取一种迂回的方式收购目标公司一定比例的股权, 然后附加一些优先权利。这种通过合同方式获得股权优先权的有效性和强制力并不明晰。然而, 目标公司和投资者或许可以相信下述假定: 在没有明确的法律予以禁止的情形下, 中国法院会依照合同自由原则认可合同的效力。在实际操作层面, 如果包括公司章程在内的投资文件规定了附有不同优先权的种类不同的股份并且依法向当地的工商管理部门进行登记, 合同缔约方可能会获得某种认可, 因为登记行为本身可以被视为是一种官方认可。<sup>(19)</sup> 但需要指出的是, 由于法院有权否决行政行为, 公司章程的登记行为并不能保证法院的认可。这种通过合同方式获得优先权的方法也没有为私募投资者在中国法框架下进行惯常的私募交易提供可靠的保障。

通过上述的“返程投资”或“可变利益实体”模式, 目标公司的实际所有人和私募投资者可以利用离岸控股公司完成私募, 并且该离岸控股公司可在海外证券市场上市, 受境外法域法律的管辖, 实现退出投资。因此, 私募投资者不再需要担心在中国法下收购优先股、订立美式私募融资合同的司法不确定性。许多著名的中国门户网站, 比如百度、搜狐、阿里巴巴、前程无忧网、易龙网和空中网都采用了这种“返程投资”或“可变利益实体”模式, 并相继成功在纽约或者香港上市。<sup>(20)</sup> 海外上市还有许多其他交易便利和经济利益方面的好处, 其中之一是可以减少一些交易成本, 海外的公司法和上市规则给海外上市公开发行提供了更多的灵活性, 比如发行时间安排、收益要求、公众持股比率以及退出机制。

乏善可陈的境内证券市场与活跃的私募投资之间仍存在着某种关系。正因为境内证券市场不能担当私募投资的退出机制, 投资者才更倾向于通过境外上市这一退出路径实现私募投资的潜在或预期回报。采用“返程投资”或“可变利益实体”模式设立离岸控股公司使中国目标公司便于搭载 (“piggyback”) 和利用境外证券市场。这强有力地解释了中国的私募投资者偏好让国内企业进行离岸上市这一行为模式。依据最近的一份调查, 在有效的退出机制方面, 私募投资者依然对在香港或者纳斯达克上市的退出方式情有独钟。

到目前为止, “返程投资”或“可变利益实体”模式还没有得到中国法院的检验, 所以该模

(17)《公司法》第132条仅仅提到国务院可以规定发行其它股份的规定。《创业投资企业管理暂行办法》第15条规定“经与被投资企业签订投资协议, 创业投资企业可以以股权和优先股、可转换优先股等准股权方式对未上市企业进行投资。”严格地说, 这个规定未必能够普遍性地适用于所有的有限责任公司。

(18)根据作者的调查, 目前仍没有中国法院审理并判决涉及优先股有效性或者发行优先股合同效力的案件。

(19)国家工商行政管理局是否对有优先权条款的公司章程进行登记有赖于工商局的自由裁量权, 其对优先权条款是做从严还是从宽的解释。

(20)实证研究很难对“返程投资”的数额做量化的统计。世界银行估计中国25%的外商直接投资其实是返程投资, 而其它一些研究将这一比例上升到30%或50%。World Bank, “Private Capital Flows to Emerging Markets”, in *Global Development Finance*, World Bank Publication, 2002, p. 41. “Box 2.3: Round-tripping of Capital Flows between China and Hong Kong”, <http://siteresources.worldbank.org/INTGDF2002/Resources/chapter2.pdf>, 2014-03-25; Geng Xiao, “People’s Republic of China’s Round Tipping FDI: Scale, Causes and Implications”, (July 2004), [http://www.hiebs.hku.hk/working\\_paper\\_updates/pdf/wp1137.pdf](http://www.hiebs.hku.hk/working_paper_updates/pdf/wp1137.pdf), 2014-03-25; David Dollar and Aart Kraay, “Neither a Borrower Nor a Lender: Does China’s Zero Net Foreign Asset Position Make Economic Sense?”, 53 *Journal of Monetary Economics* 943-971 (2006); IMF, “Foreign Direct Investment in China: What Do We Need To Know?”, <http://www.imf.org/external/np/tr/2002/tr020502.htm>, 2014-03-25. 估计15%的香港投资是返程投资。

式的合法性仍然存疑。包括“实际投资地”在内的许多法律问题还没有在中国法院得到检验。<sup>(21)</sup>从商业角度来看,外国产业和私募投资者似乎都认为,鉴于大批中国企业海外上市的成功案例,采用“返程投资”或“可变利益实体”模式所具有的商业风险是值得承担的。

“返程投资”或“可变利益实体”模式的广泛采用已经给中国的税基、国有资产和监管效率造成了巨大的伤害。此外,该模式还涉及到针对人民币资产的洗钱活动。<sup>(22)</sup>中国政府已经采取了多种措施管制对海外离岸控股公司的利用。例如,在上个世纪90年代,中国试图监管在海外上市的红筹股。<sup>(23)</sup>国务院要求所有在海外上市的公司如果有中方资本或者资产,则需要得到国家证券委(即证监会的前身)的批准。<sup>(24)</sup>2000年网络股泡沫破裂后,证监会进一步要求涉及境内权益的境外公司在海外上市前需要得到证监会“没有进一步意见”的回复,<sup>(25)</sup>此举有效限制了海外控股公司的上市潮。由于缺少《行政许可法》上的依据,证监会于2003年4月废除了这个要求。<sup>(26)</sup>监管当局对“返程投资”模式做出进一步控制的努力表现在2006年颁布的《外国投资者并购境内企业暂行规定》(“兼并条例”),使离岸重组和“返程投资”或“可变利益实体”模式在程序上更为繁琐,技术上更为困难。<sup>(27)</sup>许多计划采用“返程投资”或“可变利益实体”模式作为交易模式的项目可能因无法得到商务部和外汇管理局的批文而无法操作。

### 三、中国税法对私募投资的影响

税收是影响公司决策和经营活动的重要的经济和法律要素。在私募投资领域,至少有两类主要的税收:一种是资本收益税,另一种是针对股息和利润的企业所得税。私募投资者在设计交易架构和选择投资目标时都会将这两种税收考虑在内。<sup>(28)</sup>股份转移款项适用的税种,根据国家或者地区的不同而有所区别,这必然对资金流动和投资活动产生影响。从实证的角度看,资本收益税的减少和投资的增加之间存在着一定的联系。<sup>(29)</sup>然而,税收并非是私募投资者选择并购优先股的决定性因素,因为支付给投资者的红利或者股息不可以从应税所得中扣除。<sup>(30)</sup>在某些情形下,税收是选择避税交易结构的决定性要素。

“返程投资”模式主要由避税和对外国投资者的税收优惠所驱动。直到现在,各地形形色色

(21)中国税法上,“建立地”的概念同美国联邦税法上的“交易或业务地”的概念类似。“建立地”的概念决定了纯收入和入境投资的总收入之间的区别界限,被中国税务当局用来规管“返程投资”模式。

(22)“Round-trip Investments Key to Reversing FDI Decline”, <http://www.chinalawandpractice.com/article/2194941>, 2014-03-25.

(23)香港交易所对“红筹股”的定义是,对在香港或其他中国大陆外的地区注册,但公司起始于中国大陆并主要在大陆开展业务的具有中资背景,尤指具有官方背景的股票俗称。参见 [http://www.hkex.com.hk/chi/global/faq/hkex%20markets\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/chi/global/faq/hkex%20markets_c.htm), 2014年3月25日访问。

(24)参见国务院于1997年6月20日颁布的《国务院进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》。

(25)参见证监会于2000年6月9日发布的《关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知》。

(26)《行政许可法》第7条。

(27)Wei Shen, “Is SAFE Safe Now – Foreign Exchange Regulatory Control over Chinese Outbound and Inbound Investments and a Political Economy Analysis of Policies”, 11 *Journal of World Investment & Trade* 227 (2010) .

(28)其它与税收有关的考虑包括税收透明度,来自避免双重征税条约国家的投资者避免因永久建立地而被纳税的可能性,避免就管理收费而被征收增值税的可能性,股票期权税等。参见 European Venture Capital Association, *Benchmarking European Tax and Legal Environment* (Zaventem 2003) .

(29)Christian keuschnigg, “Taxation of a Venture Capitalist with a Portfolio of Firms”, 56 *Oxford Economic Papers* 285 – 306 (2004); James M. Poterba, “Venture Capital and Capital Gains Taxation”, NBER Working Papers 2832 (1989) .

(30)Richard A. Brealey and Stewart Myers, *Principles of Corporate Finance*, 7<sup>th</sup> ed., McGraw – Hill/Irwin, 2003, p. 228. 然而,也有一些研究显示税收改革可能对收购优先股的交易有潜在的限制作用,产生更为不利的结果。参见 Iraj Fooladi, Patricia McGraw and Gordon S. Roberts, “Preferred Stock and Taxes”, 18 *Journal of Business Finance and Accounting* 99 – 107 (1991) .

的鼓励外资的优惠政策依然存在。早在 2007 年中国通过《企业所得税法》之前，外资企业的所得税率在 15 - 25% 之间，而国内企业的税率是 33%。通过采用“返程投资”模式，中国企业或者居民可以利用这种税收差异享受到税收优惠。换句话说，相同的商业活动由于有了“返程投资”模式而享受到更低的税率。统一企业所得税改革降低了“返程投资”模式的吸引力，因为内外资企业间的所得税税率、免税期和其他税收优惠的差异在原则上都消失了。

即使在《企业所得税法》把内外资企业的所得税税率统一为 25% 之后，“返程投资”模式依然能够使实际股东享受某些优惠的税收政策。通过“返程投资”模式，离岸控股公司只会被征收针对中国目标公司分配的股息的预扣税。依据中国和离岸控股公司所在国（或地区）的双边税收协定，预扣税率一般是 10%。<sup>(31)</sup> 如果特殊目标公司注册地在香港，预提税税率可以低至 5%。离岸控股公司支付的任何利息或者股息，以及退出投资时转让股份所得的资本收益都会免于中国的税收。相反，对于一家中国企业而言，股份转让所得款项是应税收入，并且，和同一财政年度其他应税所得一样，在扣除可扣成本之后，适用 25% 企业所得税税率。这些税收方面的差别会鼓励更多的中国投资者利用离岸控股公司“返程投资”国内企业，从而获得更优惠的税率、更长的免税期和更多的税收优惠。从这个意义上讲，“返程投资”模式可以被视为国内企业家“用脚来投票”的实例——到一个有着更好的税制的国家或地区投资和进行商业活动，以获得在中国没有的税收方面的优惠从而降低交易成本。

为保证一个更优的税基，国家税务总局早在 2009 年就发布了第 82 号通知（82 号文），澄清“返程投资”模式下“实际管理机构”的概念。根据《企业所得税法》，一家海外成立的公司如果在中国境内存在“实际管理机构”就会被视为税法上的居民企业。<sup>(32)</sup> 依据第 82 号通知，海外企业如果被中国企业实际控制，只要满足一定的条件，就会被视为中国税法上的居民。<sup>(33)</sup> 第 82 号通知下发后，“返程投资”模式下海外控股公司在中国的非居民状态似乎难以为继了。<sup>(34)</sup> 第 82 号通知是中国政府加强对“返程投资”模式进行监管而作的最新努力，会促使私募投资者重新思考“返程投资”模式或者寻求其它对中国目标公司进行投资的策略。

#### 四、破产法和企业家精神

当目标公司处于严重困境时，破产清算或赎回是私募投资者退出的不二选择。投资者可以要求公司赎回优先股，或者在公司破产清算时清算优先股。赎回可以因投资者和目标公司事先约定的“赎回触发事件”的发生而启动。“赎回触发事件”一般是对公司经营管理产生重大影响的事件，如公司将知识产权或者其它重大资产销售给第三方。如果公司在“赎回触发事件”发生后

(31)《企业所得税法实施条例》第 91 条第 1 款。

(32)2008 年 1 月 1 日起生效的《企业所得税法》引入了“居民企业”这一新的概念。居民企业是指依法在中国境内成立，或者依照外国（地区）法律成立但实际管理机构在中国境内的企业。中国的居民企业应就其全球收入缴纳企业所得税。“82 号文”特别针对那些境外注册中资控股企业，并明确了中国居民企业身份的认定标准。

(33)第 82 号通知第 2 条规定的条件有：高管负责日常活动并且高管行使职权的地点在中国；财务和人事决定的战略管理是由在中国的机构或个人做出的；企业的主要资产，财务记录，公司印章和董事会的记录以及股东会议记录在中国做出或者保管；至少有 50% 的具有投票权的董事会成员或高管习惯性地居住在中国等。

(34)“82 号文”对境外中资企业的企业所得税事项处理以及居民企业身份申请等仅作出了指引性的规定。据了解，“82 号文”颁布至今只有少数符合条件的境外中资企业主动申请和获得了国家税务总局对“居民企业身份认定”的确认。根据《企业所得税法》规定，获得居民企业身份后，这些企业可以享受从另一家居民企业所收到的股息的免税待遇。但在实际操作中，这些获得认定的境外注册的中资控股居民企业（以下简称“境外中资居民企业”）如何履行申报义务、计算缴纳税款等问题都还未有明确规定。为了落实和加强这类企业的税收征管，国税总局于 2011 年 7 月 27 日出台了《境外注册中资控股居民企业所得税管理办法（试行）》（国家税务总局公告 [2011] 45 号，以下简称“试行办法”）。该试行办法涵盖了与境外中资居民企业相关的登记程序、申报资料、企业所得税事项处理和征收管理包括税收协定的适用等问题，于 2011 年 9 月 1 日起执行。

不能回购投资者所持有的股份，破产清算就成为投资者收回投资的最后救济方式。

实证研究证明一个更富有“原谅”精神的个人破产法和更高的私募需求之间存在本能的关联。<sup>(35)</sup> 通过缩短恢复期或者满足其它复生条件的方式，一个不过于严格的个人破产法能够使失败的企业家可以更快有一个崭新的开端，鼓励他再次涉足商业活动。这可以激励企业家的进取心，增加私募融资的需求以及提高融资和收益的水平。与此相反，过于严厉的破产法将会降低国内产业和企业的资源配置效率。中国的破产法仅仅适用于企业，而不适用于个人。虽然中国企业破产法提供了一个有序的方式，缩短了破产企业资产变现的时间，但对于优先股股东而言帮助并不大，因为他们作为股东在破产清偿中排在担保或者非担保债权人之后。

在“返程投资”或“可变利益实体”模式下，破产法并不是在中国投资的私募投资者关注的重点。这主要是因为离岸控股公司注册于境外的“避税天堂”，因此其破产也就适用于当地的破产法，比如香港、英属维尔京群岛或者开曼群岛的普通法系的破产法。只要中国与控股公司所在的国家或者地区之间存在互惠协议，涉及到中国目标公司资产的海外破产程序便可以得到中国破产法的承认。仅就这点，在香港注册一家离岸控股公司就会享有一些独特的优势，因为大陆和香港之间存在着相互间执行民商事法院判决的互惠安排，即使一家在香港注册的公司破产清算，其主要运营资产位于中国大陆，香港法院的清算判决也可以在大陆法院得到执行。

## 五、退出机制、合同执行和中国的法律体系对私募的影响

虽然目标公司上市是私募投资获利的最佳退出方式，但执行私募投资合同的退出条款对于私募投资者而言也一样重要，特别是在目标公司的发展不尽如人意但还没有到破产地步的时候。私募基金有固定的存续期和预期的回报率，这强化了退出的动机。因此，当股权转让由于没有被转让人而无法及时完成时，私募投资者会倾向于上市退出。当其它的战略投资者青睐目标公司的时候，“同行拍卖”给公司，或者“转手”给另外一家私募，都是很常见的退出机制。在没有外来的购买者或者没有实现预期业绩的时候，投资者将股权出售给目标公司的发起人和管理者也是一种选择。在大部分投资损失的情形下，公司清盘也许是最后的选择。这些以合同为基础的退出方式由于牵扯到复杂的交易合同、商务背景下的合作关系和社会交易准则，会涉及到更高的交易成本和更大的法律风险。为降低上述成本，一个功能健全的法律体系就显得尤为重要。

以合同为基础的退出机制的效力和执行还有赖于司法制度的效率，因为私募投资者经常通过仲裁或者诉讼实现私募投资合同项下的权益，比如清算优先股（liquidation preferences）、回赎权（redemption rights）、共同出售权（co-sale rights）、认购或者出售期权（put or call option）等。在诉讼中，法院经常被要求对各类投资合同问题做出审查，例如，依附于优先股的优先权的合法性和可执行性；<sup>(36)</sup> 针对发行人投机行为的信义保护；<sup>(37)</sup> 在交易完成之前目标公司出现实质的不利改变时允许投资人终止投资的情势变更条款；<sup>(38)</sup> 只要支付了反向终止赔偿金，投资者可以依

(35) Wei Fan and Michelle J. White, “Personal Bankruptcy and the Level of Entrepreneurial Activity”, 46 *Journal of Law and Economics* 548 (2003) .

(36) *Equity – Linked Investors L. P. v. Adams*, 705 A.2d 1040 (Del. Ch. 1997) .

(37) *Dalton v. American Investment Co.*, 490 A.2d 574 (Del. Ch. 1985); *Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc.*, 509 A.2d 584 (Del. Ch. 1986) .

(38) Lingling Wei and Kevin Kingsbury, “Accredited Home Sues Lone Star to Save Deal”, *Wall Street Journal*, Aug. 14, 2007, at C5; Steven M. Davidoff and Kristen Baiardi, “Accredited Home Lenders v. Lone Star Funds: A MAC Case Study”, <http://ssrn.com/abstract=1092115>, 2014-03-25.

据任何理由终止投资的反向终止条款；<sup>(39)</sup> 除非没有融资可能而阻止投资者随便撤回投资的特别履行的救济方式的范围和途径；<sup>(40)</sup> 以及强制投资者完成交易，特别是融资或者获得监管机构批准的“合理努力”条款。<sup>(41)</sup> 尽管中国法院在处理复杂商事纠纷中所表现出的专业技能明显不足，但它们依然需要在一些私募投资案件中对履行强卖权（enforceability of drag-along rights）<sup>(42)</sup> 和违反证券法<sup>(43)</sup> 等问题作出判决。

相对于一国证券市场的规模和本土成长型企业吸收外国投资的能力而言，一个国家法律体系的质量对于私募投资实现退出机制更为重要。法律起源学派一般认为，普通法系下当事人更容易实现交易合同项下的权利。<sup>(44)</sup> 虽然这个简化的“法律起源”效果假说已经受到广泛质疑和批评，<sup>(45)</sup> 但若考虑司法的独立性和政府的管治效率，香港作为一个法域的法律体系质量的确优于大陆法律体系的质量。一个更为有效的司法系统便于当事人评估获得不利判决的风险，并为双方提供高效率、低成本的争端解决方式。私募投资者经常选择美国达拉华州公司法解决相关法律争议的原因也就不难理解了。当某一司法管辖区的法院能够高效、公正、老练和专业地解决复杂的商业争端时，投资者就会形成对这些法院的依赖，并更倾向于借助这些法域解决争议。

法律体系的质量是多维度的概念，包括但不限于更好更公平的法律，更强的财产权保护，更强的商务合同执行力，更有效和透明的行政行为，更少的官僚拖延、受贿和腐败。这些指标不仅对投资流入和私募治理有深刻的影响，而且对国家经济也有正面和直接的影响。例如，当投资者的财产权和合法交易诉求得不到高效公正的保护，也不能得到有效的强制执行时，他们就有理由怀疑目标公司的质量，甚至怀疑东道国的投资环境。虽然中国在法治和社会管理方面取得了进步，但是与合理预期的进度相比仍然缓慢了许多。<sup>(46)</sup> 根据世界银行的全球治理指数（WGI），除了政府效率和法治两项指标外，2013年中国在问责制、稳定、监管质量和反腐败等其它指标的治理分值都要低于1996年的水平。

(39) Matthew Karnitschnig & Lingling Wei, “Economy Conspires to Dog Cerberus: United Rentals Sues over Collapsed Deal, Chrysler Loans Stall”, *Wall Street Journal*, Nov. 20, 2007, at C1.

(40) Steven M. Davidoff, “Who’s Next For the Deal Dead Pool?”, <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2008/01/10/whos-next-for-the-deal-dead-pool>, 2014-03-25.

(41) *Alliance Data Sys. Corp v Aladdin Solutions, Inc.*, No. 3507-VCS (Del. Ch. Jan. 29, 2008), <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1101215/000129993308000505/exhibit2.htm>, 2014-03-25.

(42) Chunsheng Lu & Gary P. Biehn, “Private Equity in China: Enforceability of Drag-along Rights”, <http://www.whiteandwilliams.com>, 2014-03-25.

(43) Hubert Tse, “A Landmark QFII Case: Nanning Sugar vs Martin Currie”, <http://www.chinaandpractice.com/article/2125213>, 2013-03-26.

(44) Edward Glaeser, Simon Johnson and Andrei Shleifer, “Coase vs. the Coasians”, 116 *Quarterly Journal of Economics* 510-511 (2001).

(45) John Armour, et al, “Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis”, <http://ssrn.com/abstract=1094355>, 2014-03-26; Mathias M. Siems, “Legal Origins: Reconciling Law & Finance and Comparative Law”, <http://www.cbr.cam.ac.uk>, 2014-03-26.

(46) 世界银行全球治理指标（World Bank’s Worldwide Governance Indicators, WGI），主要评价政府治理的六个方面：声音和可信度；政治稳定和缺少暴力/恐怖主义活动；政府效率；监管质量；法治和贪污控制。参见 Daniel Kaufmann, Aart Kraay and Massimo Mastruzzi, “Governance Matters VIII: Aggregate and Individual Governance Indicators 1996-2008” (Jun. 2009), World Bank Policy Research Working Paper WPS 4978. 但是，必须指出的是这个评价体系的建立者也承认评价一个特定国家的趋势是相当困难的，其中存在着大量错误的可能。评价的公正与否取决于是否能够获得足够的信息。此外，评价体系依赖的部分信息源是公共或私人机构提供的主观信息，未必是专家或客观评价。即使根据这个评价体系，中国同相同收入水平的国家相比也是表现良好或处于相同水平。

中国的法律（司法）体系时常遭人诟病，<sup>(47)</sup> 特别是弱态的财产权保护<sup>(48)</sup> 和缺乏力度的判决执行制度。<sup>(49)</sup> 法院常因缺乏处理复杂商务案件的专业知识和经验而饱受批评。<sup>(50)</sup> 私募投资者的其它忧虑包括交易机会、退出途径和投资收益变现，而这些都与中国政府的治理质量密切相关，并受其影响。外国投资者必须不时采取风险控制措施，克服监管障碍。<sup>(51)</sup> 私募界对中国投资和法治环境的评价与外国投资界的评价总体吻合。根据在中国的美国商会 2011 年的调查，分别有 31% 和 29% 参加调查的美国在华企业认为官僚体系和模糊不清的法律法规是中国私募市场增长中最大的五个障碍之一。<sup>(52)</sup> 图 3 是安永会计事务所根据私募投资者就亚太市场主要问题进行问卷调查统计而在《2014 年亚太私募展望报告》中所做的统计。<sup>(53)</sup> 这个田野调查印证了规制、撤出机制、合规和公司治理是私募投资者高度关注的领域，都与司法和行政治理质量密切相关。

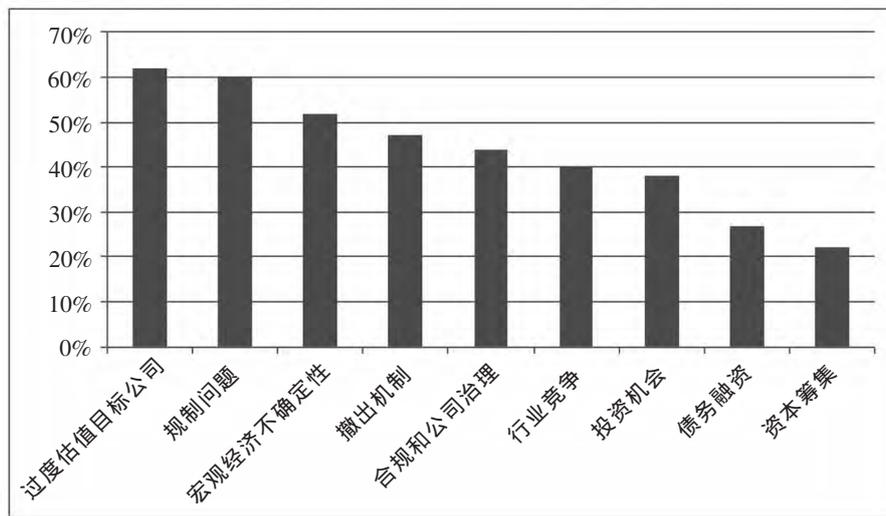


图 3 私募投资者在中国投资遇到的主要障碍

为什么中国所吸收的私募无论从规模上还是数量上都很巨大以至于中国成为私募“圣地”呢？这是否暗示着“法律重要”（law matters）的理论与中国现实不符呢？考虑到市场经济下资本的逐利性，也就不难理解为什么私募投资者愿意发生额外的时间和成本于投资之前在境外重组中国目标公司。这些重组常发生在香港、开曼群岛和英属维尔京群岛，它们都拥有普通法系的法律制度，公正的司法系统，以及私募投资者所熟悉的公司法和财产权保护制度。此外，在这些地

(47) Yang Xiao, “A New Chapter in Constructing China’s Legal System”, in Laurence Brahm ed., *China’s Century: The Awakening of the New Economic Powerhouse*, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd., 2001, pp. 219–233.

(48) Donald C. Clarke, “Economic Development and the Rights Hypothesis: The China Problem”, 51 *American Journal of Comparative Law* 89 (2003).

(49) Donald C. Clarke, “Power and Politics in the Chinese Court System: The Enforcement of Civil Judgments”, 10 *Columbia Journal of Asian Law* 43 (1996).

(50) Weixia Gu, “Judicial Review over Arbitration in China: Assessing the Extent of the Latest Pro-arbitration Move by the Supreme People’s Court in the PRC”, 27 *Wisconsin International Law Journal* 263–264 (2009).

(51) Sundeep Tucker and Jamil Anderlini, “Carlyle to Set up Renminbi-based Fund in Beijing” and “Back in China with An Eye on Domestic Politics”, *Financial Times*, Jan. 13, 2010, p. 17 (披露了外国私募投资者在中国的主要焦虑是他们如何退出投资；“Carlyle Launches Renminbi Fund Tie-up”, *Financial Times*, Feb. 25, 2010, p. 14 (指出外国私募同中国地方政府成立人民币基金是外国私募投资者进入快速发展的中国市场，获取交易机会和克服管制障碍的方式)。

(52) 2011 Business Climate Survey by American Chamber of Commerce in China. See Kathy Chu, “Is China Turning against Foreign Businesses?”, *US Today*, Oct. 25, 2011, 8A.

(53) <http://www.ey.com/CN/zh/Newsroom/News-releases/2014-Private-equity-activity-expands-across-Asia-Pacific-as-market-continues-to-mature>, 2014年3月26日访问。

方还可以获得符合国际水准的专业服务，以保障私募交易顺利进行，确保退出机制有效运行。这些普通法系地区向外国投资者提供的制度红利可以削减包括代理成本在内的交易成本。这正反映了低成本的公司融资与更优的法律体系和财产权保护制度之间的正面与共生的关系。

## 六、通向硅谷之路——公司法制度的改造路径

中国的制度环境与美国有根本区别，特别是在证券市场、公司治理传统、权利保障制度和司法系统效率等方面。这些特征把中国的私募增长模式和美国模式区分开来。美国私募业的成功是“原生态”的，是根植于美国经济制度的融资模式的成功。中国式的私募成功是非“原生态”的，私募融资在中国没有适合的公司法土壤。而正是这样的非本土性特征驱动投资者为了规避中国缺乏可预期性的公司法和司法体系，去“寻求”私募投资者更加熟悉的离岸投资地，借助更为有效并且合理的法域。

### （一）“牵引”中国私募成功之路

私募产业的成败与否给政策或规则制定者出了一个富有挑战性的“牵引”问题，即，采取怎样的有效而高效的行政、立法、监管或者财政制度来吸引私募投资？行业领先者的经验给我们提供了两种选择。首先，政府可以设立宗旨明确的公共基金，直接进行私募运作，用社会福利资金投资目标公司。虽然这种方式可以扩大私募的规模，但存在着“挤走”私人投资者的风险，或是缺乏明确的投资计划，导致投资收益逐渐减少。由于政府所有的投资者与市场有天然的隔阂，这类政府支撑的投资者模式成功个案不多。其次，立法机关、证券或者金融监管机构可以制定并实施富有前瞻性的措施，比如小股东保护、董事权力监督等，以此引导证券市场的发展，增强市场流动性。第二种选择更“合乎”私募投资者的需求和期待。然而，一个流动性强的证券市场并不可能一蹴而就。为了满足当前的需要，立法或者行政机关可以专注于促进法律体系良好运转，加强投资者保护。重视权利及其救济的法律制度能够给私募的发展营造成熟的营商环境。

中国政府成功地促进了私募的发展，不仅订立了发展政策，也吸引了大量的私募投资。<sup>(54)</sup>然而，补贴和信贷优惠等措施，对吸引私募投资帮助不大。<sup>(55)</sup>理论上，对私募业提供公共基金等形式的补贴，不仅降低了公共福利，也因为产生的直接竞争而“挤走”私人投资。实践中，公共基金自身的优势地位可能会重构私募产业：更多的资金、更宽松的预算限制、更少的经济利润上的担忧、更优的谈判地位，这些都与政策制定者预期的效果和业界逐利的本性相悖。当牵涉到“真正的”决定性因素时，一国法律制度对促进私募投资的供需两面具有统计以及经济上的显著性。只有拥有一个功能健全的公司法制保障公司重组、并购、分立、私募和公开募股等活动，加之一个保障法律、合同和权利的制度体系，私募才能得到可持续发展。

中国政府政策经常而不可预期的变化也被认为是切实的风险之一，妨碍了外商直接投资的增长。<sup>(56)</sup>政策和法律的持续变化不利于形成路径依赖（一种规范、示范<sup>(57)</sup>和标准化私募交易结构和合同条款的力量）。一旦私募投资者通过有效的谈判和充分的市场考察找到了一种可行的交易结构，这种结构和合同条款就会成为“固定的”模版或者交易习惯，并在市场中广泛传播，其稳

(54)Jonathan Zhou, “Getting Nowhere: Private Equity in China”, <http://www.iflr.com//popups/printarticle.aspx?articleid=2027258>, 2014-03-26.

(55)Marco Da Rin et al., “Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets” (2005), European Central Bank Working Paper 430.

(56)Stanley B. Lubman, “Introduction: The Environment for Foreign Business in China: Two Decades of Progress, Continuing Uncertainties”, Freshfields (ed.), *Doing Business in China*, Juris Publishing, Inc., 2006, Ch 1.

(57)信号效果是指律师和市场参与者注意并参考市场实践和定律以保证有更高的执行力和安全性。

定性会得到进一步巩固。业界因循这种“固定的”交易习惯，是因为经常提及的一些因素：商业交易网络效应、交易转换成本。更为重要的是，在中国的语境里，代理问题大大削弱了律师重新设计和优化交易结构及条款的动力，令现有的做法与市场规范背道而驰。强势的路径依赖展现出“受约束的”理性和对法律以外的其他外在影响和变化的抵制。类似地，由于代理问题，律师和市场参与者自发地通过限定符合习惯的交易结构来抵制外在的影响和变化。

虽然中国尝试把离岸公司纳入公司法的监管范围，但立法和行政机关的努力和预期相比收效甚微。原因很简单，私募投资者可以把投资重组到其他国家或者地区，以应对立法或者行政举措。换句话说，限制私募规避行为的新举措会向私募投资者发出一个错误的信号，即政府在加大对私募投资的干涉力度，这和私募以合同为基础的意思自治和商业自由的属性相悖。毕竟在没有明确监管框架的情况下应该允许双方当事人意思自治。监管或者政策改变等形式的干涉会增加私募交易成本，影响私募投资者的行为模式。2005 - 2007 期间私募数量的急剧下降<sup>(58)</sup> 证明了中国应当更加关注公司法的改革，满足私募业界对财产权益保护的合理期待。外资参股的中国公司一般会采用更好的公司治理模式，向投资者提供更多的保护，以便在盈利的基础上高价卖出持股。这是私募投资者在扩展业务、降低代理成本和改进中国公司治理方面所起到的战略性作用。

## (二) “移植”和“搭便车”

法律制度特别是公司法不健全的国家一般会采取两种范式革新法律规范。一是“移植”(transplant) 他国更良好的规则和制度，融入自己的立法和司法体系;<sup>(59)</sup> 二是，作为“免费的乘车者”(free-rider)，利用他国更优的法律制度。“返程投资”和“可变利益实体”模式说明了投资者尝试“搭便车”，以获得更值得信赖的公司法、证券市场和司法制度。中国不时采取的多种针对该模式的阻却措施表明中国对“移植”和“搭载”境外法域制度的抵制。

“返程投资”或“可变利益实体”模式可能会使目标公司在适用更高标准的外国公司法的过程中获得改善公司治理的益处。大量的目标公司经历重组而建立起海外控股公司将带来积极的示范效应，即外部的内生性。经过这个过程，许多达到国际公司治理标准的高质量公司就会出现。因此，其它法域的标准、规则、法律和司法制度事实上“溢出”(spillover) 到中国市场上来。这种模式对境内企业和外国投资者而言都很有好处。

“返程投资”模式还会允许本国制度“搭上外国体系的便车”。<sup>(60)</sup> 然而，过分依赖“搭便车”升级本国制度成本不菲。许多公司会发现外国的高标准带来了商业上的或者融资上的麻烦。此外，虽然本国可以享受到“搭便车”的好处，但同时也会受到一些副作用的影响。中国曾经积极鼓励中国的公司到香港等海外市场上市，希望可以“搭便车”，借以改善国内公司治理水平。不过此举却给人留下了错误的印象：沪深两市的上市公司质量不高，治理水平很差。这给中国证券市场的发展造成了巨大障碍，<sup>(61)</sup> 迫使证监会专注国内证券市场的建设。无论是“移植”还是“搭便车”，欠发达国家都会失去自主发展、形成适合自身需要的制度的宝贵机会。

从中国法的角度看，“返程投资”和“可变利益实体”模式都富有创意，它们在没有移植普通法系公司法的条件下实现了“移植”或者“溢出”的效果，使中国可以继续自身的公司法改

(58)Ran Zhang, “China to Boost Share in PE Pie”, [http://www.chinadaily.com.cn/cndy/2009-09/10/content\\_8674786.htm](http://www.chinadaily.com.cn/cndy/2009-09/10/content_8674786.htm), 2014-03-26.

(59)Alan Watson, *Legal Transplants: An Approach to Comparative Law*, University of Georgia Press, 1974; Jonathan M. Miller, “A Typology of Legal Transplants: Using Sociology, Legal History and Argentina Examples to Explain the Transplant Process”, 51 *American Journal of Comparative Law* 839 (2003).

(60)“搭便车”方式关注于供应方。如果本地没有需求，这个方式也就无从谈起。

(61)当股票市场进行股权分置改革之时，中国政府暂时停止了国内证券交易所发行新股，资本市场从2005年起处于休眠状态。这也可见于中国证监会于2005年发布的《上市公司股权分置的改革试点有关问题的通知》。同时，中国公司在离岸股票市场寻求筹措新的资金仅限于香港、纽约和新加坡。

革。作为正式法律制度的一部分或者说是非正式的替代品，它们有助于减少“移植”所带来的潜在的副作用，即忽视了法律规则本身所根植的社会环境的独特性，以及司法工作人员为了适应这个过程所需要的漫长的适应和调整时间。<sup>(62)</sup> 普通法制度引入的滞后性，使人质疑中国法律的理论基础和制度假设。事实上，“返程投资”模式似乎减少了法律体系间的摩擦。为了应对中国公司法发展所遇到的意识形态领域的质疑，营造一种对支持私募投资和发展的辅助合约式公司法的需求，该模式似乎是可行的捷径，并可以借此平衡股东保护和董事勤勉义务的强制性要求。此外，这种模式的另一个创新之处在于它在商业和法律上符合中国的“一国两制”政策。中国大陆和香港之间 CEPA 式的不同法域之间“联邦”式共生体系使得跨境公司重组可以带来更多的经济利益。“返程投资”模式对中国公司法没有产生全面的影响，但却有助于境内外投资者的相互理解和认知。在相关的投资主体熟悉了中国的制度、法律和实际运作之后，公司法的改革才会更加有效。至少，短期看来，对于大多数中国公司来说，这种模式不仅可以解决他们吸引私募增加公司融资的迫切需要，还可以把他们引入国际市场以获得新的发展机会。

### (三) 巩固私募业绩的下一步是什么？

全球市场逐步恶化，但是，与不断萎缩的国际金融机构和商业银行形成鲜明对比的是，私募投资对中国而言变得越发重要，它能够给中小企业提供充足的资金支持，创造更多的就业和发展机会，并且激励公司参与创新和竞争。<sup>(63)</sup> 商业圈和学术圈已经就“一个强大的私募市场是培育现代经济朝着商业化和创新性方向发展的奠基石”这一命题达成广泛的共识。私募领域机构投资者的投资活动受到许多因素的影响，除了经济的和市场的因素，证券市场的规模和流动性也是区分资本流入国家的吸引力的关键指标。同时促进证券市场和私募市场的发展就是一个“鸡生蛋”还是“蛋生鸡”的难题。学习美国私募发展的经验，启动一个专注于小型、新型企业的证券市场，这种努力不一定富有成效。法国和德国曾经尝试了这种捷径，在上个世纪 80 年代成立了中小型公司的股票交易所，不过这些交易所最终都以失败而告终，或是倒闭，或是被边缘化。<sup>(64)</sup> 创造硅谷奇迹、促进国内私募发展的“第三条道路”是：不再关注基本制度，而是发展一系列相互依赖的从属型制度，比如投资者保护、公司治理、信息披露规则和合同的强制执行机制，这些都对国内股市和企业发展有引导作用。

中国版的“硅谷式成功”鲜明地展示了在路径依赖的平衡中，就价值增长、权利保障、收益分配和除权退出方面而言，尚在沿革中的效率不高的公司法体系还无法满足私募投资者的合理需要。为规避低水平的股东权益保护制度，实现利润最大化、风险最小化，私募投资者可能不得不选择离开中国，到更合适的第三国重新注册一家公司。全球化带来司法管辖权的竞争和融合，<sup>(65)</sup> 私募投资者最为关切的是中国应当通过采用切实有效的措施以“治疗”本地监管模式，并采用和实施更为高效、最优和可以提高价值的规则来实现公司法体制现代化，以吸引本国和外国投资，营造良好的从商环境。如此，私募投资者才会对中国的工业政策、公司治理、监管环境和司法体系更有信心，私募投资才会有“中国式”的成功，并得以持续发展。

责任编辑：姚莹

(62) Katharina Pistor, “The Standardization of Law and Its Effect on Developing Economies”, 50 *American Journal of Comparative Law* 97 (2002).

(63) 也有观点认为私募仅仅是“临时性”的增长融资，不能为中小型企业提供持久的融资。参见 Hse - Yu Chiu, “Can UK Small Business Obtain Growth Capital in the Public Equity Markets? - An Overview of the Shortcomings in UK and European Securities Regulation and Considerations for Reform”, 28 *Delaware Journal of Corporate Law* 945 (2003).

(64) Sebastian Rasch, “Special Stock Market Segments for Small Company Shares in Europe - What Went Wrong?”, Centre for European Economic Research Discussion Paper No. 93 - 13. 这些小的证券交易市场最近又以 Alternext 和 Open Market 的形式复活了。

(65) Ronald J. Gilson, “Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function”, in Jeffrey N. Gordon & Mark J. Roe (eds.), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge University Press, 2004, pp. 128 - 158.