



“民商法律师实务”丛书

律师公司法业务 经验与技能

LVSHI GONGSIFA YEWU
JINGYAN YU JINENG

中华全国律师协会公司法专业委员会 编

- ★ 公司投资与融资
- ★ 公司的股份发行、股权转让
- ★ 公司股东权利
- ★ 公司解散、清算与并购



法律出版社
LAW PRESS · CHINA



“民商法律师实务”丛书

律师公司法业务 经验与技能

LVSHI GONGSIFA YEWU
JINGYAN YU JINENG

中华全国律师协会公司法专业委员会 编



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

律师公司法业务:经验与技能 / 中华全国律师协会
公司法专业委员会编. —北京:法律出版社,2012.8
ISBN 978-7-5118-3759-2

I. ①律… II. ①中… III. ①公司法—基本知识—中
国 IV. ①D922.291.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 166542 号

律师公司法业务:经验与技能
中华全国律师协会公司法专业委员会 编

编辑统筹 法律应用出版分社
责任编辑 薛 晗
装帧设计 李 瞻

© 法律出版社·中国

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 北京北苑印刷有限责任公司
责任印制 陶 松

开本 720 毫米×960 毫米 1/16
印张 22
字数 375 千
版本 2012 年 8 月第 1 版
印次 2012 年 8 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-3759-2

定价:48.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

目 录

第一篇 公司投资与融资

3	私募股权基金退出的价值取向及制度构想	朱涤非
10	中小企业规范发展与私募融资 ——以私募股权基金的投资工具为视角	邓露茸
16	境外私募股权投资者在境内投资纠纷的特点及维权措施	张保生 李 响
24	出资瑕疵股东相关法律问题研究	吴正林 严 俊
29	公司出资瑕疵问题思维模型的建立 ——以出资法域方法论的角度	张智远
35	矿业权出资法律问题研究	杨 威
43	企业投资的法律风险与防范	黄廉熙
51	浅析企业私募股权融资过程中的法律风险与防范	吴和平 王伟琪
58	私募股权融资与中小企业的规范发展 ——以蒙牛私募股权融资为例	张 庆 贾洪香
64	知识产权质押融资的法律风险及对策	杨 威
70	中小企业规范发展与私募融资	张晓丽
78	中小企业融资难的原因及对策	张茂泉
84	中小企业私募融资法律规制研究	黄振辉

第二篇 公司的股份发行、股权转让

93	上市公司因信息披露违规被行政处罚是否必然承担民事赔偿责任? ——评虚假陈述的重大性原则	张保生 杨 婷
----	--	---------

101	股权优先购买权的含义及其适用	熊 杰
108	国有股权挂牌出让中股东如何行使优先购买权	陈 启 陶菊青
114	中小企业的新选择 中国律师的新业务 ——走进“新三板”	莫 雷
120	中小企业规范发展的最佳选择 ——“上市培养”之若干问题探讨	莫 雷
125	高成长型企业创业板上市改制期若干法律实务问题探讨	孙 蓉 舒 洋
131	浅析公司股份回购法律制度	张嘉良

第三篇 公司股东权利

143	投资者权益保护与公司治理 ——以破解公司僵局为视角	陈 启 田光伟
151	公司治理中小股东权益的保护	张 庆 贾洪香
157	公正保护全体投资人的投资权利	龚志忠
163	论公司法中累积投票制对中小股东的保护	孙 蓉 唐 棠 宫海宸
172	司法审查标准不一, 股东身份遭否认 ——从一起公司股东资格纠纷案谈起	吴 冬
178	寻找股东的有限责任边界 ——浅谈公司法立法与司法解释的价值取向	朱涤非
185	中小股东的权益保护与司法救济机制之观察	孙艺茹
194	中英公司股东管理权之比较研究	章朝晖

第四篇 公司解散、清算与并购

215	公司清算中的瑕疵出资责任	龚志忠
221	公司强制清算若干法律问题探析	张东平
232	论《物权法》对公司并购的促进与保护	张晓森
238	企业并购重组后续时期关注法律问题实务探析	李大明

243	浅析公司并购中律师尽职调查的法律责任	黄振辉
248	一例中外合资经营企业解散案涉及的若干问题	刘治海

第五篇 公司发展过程中的其他法律问题

255	对《权威点评最高法院公司法指导案例》中几起公司改制案例的评析	孔伟平
264	省级地方政府如何完善产权交易市场,建设多层次资本市场——以河南省为例的研究	唐有良
273	公司实际控制人法律制度及其完善	吴正林
280	关联交易的法律规制前提:对关联关系的界定	张东平 王 娜
290	由国美控制权争夺案解读英美公司法	吴 冬
297	论公司行为保全制度	
303	浅论有限责任公司僵局	张嘉良
311	关于上市公司委托贷款法律关系及风险分析	姜山赫
317	我国关联公司的公司法规制	王 强
326	委托持股的法律基础及其权益保护	刘志海
332	一人公司的现实困惑	祝传颂
339	中小企业规范发展的基本法律要求	张晓森

第一篇

公司投资与融资

私募股权基金退出的价值取向及制度构想

朱涤非*

〔摘要〕 私募股权基金在我国资本市场中发挥着日益重要的作用,尤其对解决中小企业融资难问题非常重要。但由于缺乏相应的制度设计,私募股权基金的退出还存在很大的障碍,从而严重制约了私募股权基金市场的发展。因此,应当确定效率优先兼顾安全的原则,完善退出路径和退出要求的相关制度建设,为私募股权基金的成功退出提供更多选择。

〔关键词〕 私募股权基金 退出机制 价值取向

私募股权基金(Private Equity Fund),是指通过私募形式募集资金,以股权或准股权形式投资于非上市企业的投资基金。而私募股权基金的退出机制则是私募股权基金在其所投资的企业发展相对成熟之后,将所投入的资金由股权形态转化为资金形态,即变现的机制以及与其相关的配套制度安排。由于私募股权基金的特殊目的与方式,研究其在退出环节的问题具有现实的价值。本文旨就私募股权基金退出机制构建中的价值取向及相关制度的构想提出意见。

一、私募股权基金退出及其方式

(一)退出是私募股权基金的价值实现路径

私募股权基金的运行机制主要包括投资—退出一再投资,退出是私募股权资本流通的关键所在,退出既是过去投资行为的终点,也是新的投资行为的起点。私募股权基金只有在完成了有效退出之后才能实现将账面的增值转换为收益的实际增长,套现的资金才能投资于下一个项目公司,从而实现投资的良性循环和资本增值,优化投资结构,控制投资总量。私募股权基金投资与其他产业投资相比的两个重要的特点:第一个特点是“投资是为了不投资”,私募股权投资人从投资的一开始想到的就是退出,投资人仅仅把目标公司看做自己的

* 北京市大成律师事务所南京分所。

产品,只要公司具备盈利能力,就是一件好的产品,不管这个产业是什么类型。只要产品足够好,加上适当的培育与包装,就迅速变现实现获利退出,再寻找下一个目标。相对于一般产业投资而言,私募股权投资更加注重短期效应。这就要求需要一系列强化的激励约束手段如安排对赌条款等,同时也需要在投资当时就预留好退出的通道,保障在适当时候能够全身而退;第二个特点是“控制是为了不控制”。私募股权投资的基本运作方式是多元化投资,一家私募股权基金可能要投资多个项目,有的可能多达几十家上百家,在这种情况下,投资人是不可能按照传统的产业投资的方式去管理每家企业的,只能掌握最重要的控制性的权利和权力,把目标公司的经营管理权委托给目标公司经营管理层去完成。从法律文件上获得对公司的控制性权利,正是为了在实际管理中不控制企业,不束缚企业的手脚。^[1] 笔者曾参加过联想弘毅投资并购江苏某药业公司的部分工作,弘毅投资在投资项目中的原则就是“光投资,不管事”,对目标公司的经营管理层给予很大的信任,该药业公司的管理层也就是冲着这一点而与弘毅投资形成了战略合作,同时在管理体制激励机制等多个方面给予目标公司帮助,最终在短短两年的时间内在纽约主板上市,实现了各方多赢目标。

私募股权基金的退出机制,在整体私募股权投资运行体系中占有非常重要的地位,决定了最终的成败,决定了私募股权投资机构的权益实现。

(二) 私募股权基金退出方式

私募股权基金退出方式主要包括首次公开发行(IPO)、兼并收购、股份回购、破产清算四种。

1. 首次公开发行(IPO),即上市退出。上市方式退出永远是私募股权基金最期待的退出方式。通过上市退出能够带来较高的收益回报率,一般来说,企业上市退出较之其他退出方式具有更高的内部平均收益率,投资回报率也较高。通过上市退出,私募股权基金的投资者在创业企业首次公开上市之后,逐渐减持该企业股份,以实现退出并增值。上市退出是私募股权投资收益最高的退出方式。上市退出方式拥有光荣的历史记录,许多被投资企业的首次公开发行让其投资者一夜暴富,例如苹果公司首次公开发行的市盈率为235倍,莲花公司首次公开发行的市盈率为63倍。我国的新浪网、网易等的上市,也为私募股权投资者获得了巨大的投资回报。另外,企业上市是能使投资者、企业家、企业本身三方利益最大化的理想结局。同时,通过上市退出,还有利于提高私募股权基金在行业内的声誉,因为通过私募股权基金运作的项目也并非都能够全

[1] 李寿双:《基于中国法的本土化路径:中国式私募股权投资》,法律出版社2008年版,第17页。

部实现盈利,更不可能每个被投资者都成功实现上市,一旦有了上市成功的业绩和安全,便足以证明此私募股权基金在企业投资和管理上的不俗实力,也为其进一步获得更好的企业资源打下良好的基础。^[1]

2. 兼并收购。兼并又称为吸收合并,指两家或者更多的独立企业合并组成一家企业,通常由一家占优势的公司吸收一家或者多家公司。收购是指一家企业用现金或者有价证券购买另一家企业的股票或者资产,以获得对该企业的全部资产或者某项资产的所有权,或对该企业的控制权。并购是战略投资者退出的另一种重要方式。尤其是在宏观经济形势发生变化导致公开上市退出通道受阻的情况下,仍然是一种理想的退出方式。当创业企业发展较为成熟,特别是预期投资收益现值超过企业市场价值时,创业企业常常被包装成为一个项目,出售给另一家公司或私募股权基金,从而第一家基金得以实现投资退出,获得风险收益。并购退出因其能够防止投资者因权益无法变现而出现资金链断裂的严重情况而成为投资者非常重要的退出方式。

并购因其回报率大大低于上市,通常又是一种无奈的选择。但是并购退出也具有其独特的优势:一方面,投资者可以通过并购得到现金或可流通证券,这就意味着投资已经变现,投资者就此实现从目标公司的一次性完全退出,剩余风险非常小。另一方面,投资者可以获得一定的增值或溢价回报,保证一定的投资收益。

3. 股份回购。是指上市公司利用现金等方式,从股票市场上购回本公司发行在外的一定数额股票的行为。对大多数投资者来说,这是一种备用的退出方式。当创业企业发展成熟后,私募股权基金通常会要求所投资的创业企业以事先确定的回购权等优势条款以约定的价格和转让方式回购其所持股权。当创业企业不愿将本企业股份转让给第三方时,也会主动要求回购创业投资机构所持的公司股权。

4. 破产和清算。这通常也是投资者最不愿意看到的情形。私募股权投资具有高回报性的同时也具有高风险性,一旦确认被投资企业发展潜力不足或成长速度缓慢,预期投资回报难以实现,私募股权基金就会果断退出,尽早收回资金用于下一轮的投资,以期最大限度地减少损失,使机会成本最小化。因此,事实上大部分的私募股权投资是通过清算来实现资本退出的。清算通常包括解散清算与破产清算。

(三)立法滞后已经限制了私募股权基金的退出

在中国法律语境下讨论私募股权基金退出问题当然离不开中小企业融资

[1] 北京市道可特律师事务所:《中国PE的法律解读》,中信出版社2010年版,第219页。

与中国现行法。改革开放三十多年来,中小企业已经发展成为我国经济生活中极为重要的经济力量。然而,由于国家体制等诸多因素,大多身为民企的中小企业又在与国企竞争,中小企业在这一竞争中显然不会占得优势。中小企业融资难的问题由来已久,融资难的根本制度性原因就是单纯依靠银行的债权性融资,而我国银行体系由于历史原因和制度性原因,长期以来倾向于向国有大中型企业融资,不愿意向民营中小企业融资。在我国民间资本流转、企业之间的借贷等法律问题还没得到释放性解决之前,私募股权基金则无疑是中小企业融资的最佳渠道。

私募股权基金在我国起步晚、发展慢,其根本原因还在于法律上的滞后。除了基金设立、募集、投资、运行外,私募股权基金的一个重要目的就是退出,而现行法律缺少让私募股权基金退出被投资企业的有效通道,或者说,是缺少符合私募股权基金特点的退出机制。一部分私募股权基金通过其投资企业的海外上市,实现了成功退出。但成功实现海外上市的企业比较有限,而且还要受到有关规章的限制。更大多数的私募股权投资企业必须寻求在国内退出的方式。法律总是落后于经济发展的,现行法律已经不能满足私募股权投资的退出要求。

二、对私募股权基金退出的控制应遵循效率优先兼顾安全原则

(一)国内现行立法已不能满足私募股权基金的良性发展

私募股权基金作为极具个性化的投融资形式,在国内虽已发展数年,但仍算是新生事物。尚无一部专门适用于私募股权基金的法律法规,与此相关的规范性文件数量较少,而且位阶较低,大多是行政规章与地方性行政规章。作为市场经济组织法的《公司法》也没有专门规范私募股权基金的内容。其他法律如《合伙企业法》,其修订时虽充分考虑了风险投资业的需求,但却一时难以与证券法等衔接,较早设立的有限合伙制创投企业已经投资了大量符合上市条件的公司,但是这些企业中的绝大多数都因为有限合伙企业的股东而无法上市。还有,《证券投资基金法》规范内容比较单一,未将私募股权基金及其他类型的基金归入调整范围。该法现正在修订中,征求意见稿对证券进行了扩大解释,除上市交易的股票和债券及其衍生品种外,还包括非上市交易的股票或者股权。这样风险投资和私募股权基金也将被包含其中,采取了统一基金立法的模式,使得本质上具有同一法律基础的资产管理行业可以在法律层面进行统一。在受托人的义务、注册部门和要求、报告义务等方面均可走向相对统一,比原来发改委、科技部、各金融机构通过部门规章和内部文件进行规范各类投资基金业务的监管模式相比,在法律基础、纠纷处理等方面的统一,有利于规范和促进投资基金业的长远发展。鉴于现行立法上的局限性,直接导致投资人缺少参与

私募股权投资的信心。

在退出问题上,现行法律法规的局限性也尤为明显。在上市退出中,以“限制转售条款”的限制为例,根据上市规则,企业首次公开发行后,不能使私募资本从企业中立即退出。各国证券监管当局为稳定上市企业的股票价格,均规定了一定时间的股票禁售期。除此之外,承销商在承销协议中也会限制投资者立即出售所持企业的股票,投资时间越长,受监管越多。可见,即便上市成功,投资者也还要承担收益不能立即变现或资本收益大幅缩水的巨大风险。

(二) 私募股权基金退出应以效率优先兼顾安全为价值取向

我国现有有关私募股权基金退出的相关法律规范,一定程度上过于强调了严格监管的要求。特别是涉及外资并购、外汇管理、国有产权管理等方面更过于强调安全,在全球化的大背景下,显然不能适用市场的要求,限制了资本市场的发展。因而,应当对我国私募股权基金立法及监管的价值取向进行重新反思。

我国股权投资基金立法已经提上了立法日程。就股权投资基金的监管模式选择而言,是采取完全自由还是有限制的自由,存在不同的观点。有观点认为,股权投资基金无须立法特别监管;另一些观点则认为对其应该严加管制。笔者认为,效率与自由是市场经济与资本市场的本质,投资者追求高效率下的高回报是资本市场的不可缺少的活力所在,一个市场仅有投资者或仅有投机者都是行不通的。对私募股权基金退出的过度限制必然会限制其发展,投资者也会因此而寻求其他投资渠道。因此,应该确立效率优先兼顾安全的私募股权基金退出的价值取向。

三、完善我国私募股权基金退出法律制度的构想

基于效率优先兼顾安全的私募股权基金退出制度的价值取向,业界与学术界对此提出了很多制度设计的构想。笔者认为,重点可从下面几个方面着手:

1. 构建和完善与退出机制相关的法律制度。私募股权基金在我国没有得到法律的明确认可,这对其发展极其不利,因此应明确私募股权基金的法律地位,修订《证券投资基金法》或制定专门的《私募股权基金法》。同时,还应尽快制定《产权交易法》,在规范现有的地区性产权交易市场的基础上,形成全国性的产权交易市场,在制度设计上要充分考虑主板市场发展的需要,并在上柜交易的资格、条件、监管等方面,体现场外交易市场的运作特点,并成立相关的交易资格认定委员会和监督委员会。应尽快制定《兼并收购法》,为私募股权基金以并购方式退出创造良好的法律环境加以约束和规范。

2. 对股权投资基金退出的监管应当以适度为原则。私募股权投资基金的募集主要是采取私募的方式来融资,而国外主要发达国家(除英国外)都没有专

门立法对私募股权投资进行监管。但有些国家如美国对私募进行了严格界定,不仅有简单的人数要求和限制,还规定了与之配套的“穿透条款”或称“反金字塔”规则进行限定,同时提出了“合格投资人”或称为“有资格购买者”的概念。从这些规则中,我们可以看到,美国立法机关对于投资者利益持谨慎态度。笔者认为,对私募股权基金的监管应该是适度的,并且,在现有条件下,设计出一种既不损害投资者、基金管理人的积极性,又能维护投资者利益的制度安排,是我们在股权基金立法时需要考虑的重要问题。监管、规制不是简单通过行政机构去审批来把控风险,而是需要完善的制度设计。一般来说,可以把住一头,在监管中以准入从严、退出从宽为导向,依赖投资者的自律及市场的自我调控,既保护了投资者的权益,更增强了投资者的信心。

3. 建立多层次资本市场,放宽退出条件限制。单一的资本市场层次严重阻碍了我国私募股权基金的发展,使得我国资本市场和本土私募股权基金处于被动的地位。目前外资私募基金通过“红筹模式”海外上市退出之路日益变得狭窄。为拓展私募股权基金的退出渠道,除了现已经推出的创业板市场外,还要创建更多层次的资本市场。中国资本市场未来发展的框架和模式,也要参照不同层级的市场组成来满足不同上市公司、投资人的需求。建议我国积极培育蓝筹股市场、大力发展中小企业板、整合代办股份转让系统。中国要建设创新型资本市场体系,与其复制微软,还不如复制纳斯达克,因为它可以不断地创造出新的微软和GE。^[1] 投资者及市场进入常态理性后,还应进一步放开对国内证券市场股权退出的限制以及放开对海外上市的管制。

4. 规范中介服务机构的建设。鉴于中介服务机构在私募股权基金退出中的重要作用,在建立多层次资本市场体系的同时,也要努力建设良好、高效的中介服务环境。鼓励证券公司积极介入私募股权投资领域,建立类似上市公司保荐人的制度,为私募股权基金的退出提供有效服务,从而降低退出成本,提高退出收益。同时,还应培育多种私募股权投资服务公司、咨询顾问公司、知识产权评估机构等,为私募股权投资的退出提供市场信息、决策咨询和代理谈判等服务。此外,还应该加强中介服务机构的市场化运作,促使其通过市场竞争提高自身素质。

5. 建议引入独立董事制度。我国股权投资基金的运作模式并不丰富,私募投资的经验也相对缺乏。现有的股权投资基金中,公司型是主要的模式。而投资者和管理人之间的利益冲突从基金成立的开始就存在。可以考虑在股权投

[1] 丁旭:“私募股权基金国内国外退出法律问题”,载 <http://www.deheng.com.cn/dehenglawyer/contents.asp?id=578>。

资基金中设置独立董事制度,以独立董事作为基金和基金持有人的独立的看门人,对于公司治理的有效性起着重要的作用。具体到制度设计,可以同时参照美国《投资公司法》中关于董事独立性的判断标准。从董事会中独立董事的控制力、独立董事的职责范围和董事提名等方面完善包括产业投资基金在内的内部治理机制。^{〔1〕}

6. 培养专业人才。私募股权基金的顺利退出,离不开高素质复合型人才培养。应该通过各种培训手段,设立相应的专业和研究方向,并与相关的实践机构紧密联合起来,培养出一批理论知识扎实并具有一定实践经验的专门人才,补充私募股权基金的人才队伍。近期可从现有的金融专家、科技专家和企业家着手,培养一支真正合格的私募股权基金人才队伍,其中最优先的可以从企业家当中选拔。因为决定一个私募股权投资家是否成功的最重要的素质要求不仅是财务和金融知识,更是分析、指导、咨询、沟通、战略规划、说服的能力、行业知识和企业家网络等,而这些企业家素质是在企业经营管理的实际运作中积累而来的。除此之外,还应制定柔性的人才流动政策,吸引该行业所需的人才,国家有关职能部门应组织定期选拔专门人员,安排到国外进行培训,定期邀请国外专家和成功人士来我国授课,带动国内人才的快速成长。

私募股权基金运作中的三大步骤,即融资、项目选择和退出,任何一个环节的堵塞都会影响整个项目的成功。因此,是否拥有完善的退出机制就成为决定我国私募股权基金发展水平的一个关键因素。监管不是万能的,私募股权基金作为一种投资形式,对市场有着天然的冷暖自知的触觉,市场主体最需要的是来自市场的信号,要想使私募股权基金在扶持中小企业发展中发挥更大的作用,必须构建和完善其退出路径和退出要求的相关制度,以效率优先兼顾安全为价值取向,加快配套环境制度建设及构建多层次的资本市场体系等,为其成功退出提供更多的选择机会。

〔1〕 倪受彬、傅君:“为《股权投资基金管理办法》建言献策”,载《第一财经日报》2008年12月25日版。

中小企业规范发展与私募融资

——以私募股权基金的投资工具为视角

邓露茸*

一、研究背景及意义

私募股权基金^[1]起源于美国,推动了美国高科技企业的发展,并进而对美国经济作出了巨大的贡献。当前,私募股权基金已经形成了一个庞大的产业,私募股权投资市场已经成为继银行信贷和公开股票市场融资之后的第三大融资市场。^[2] 私募股权基金对中小企业的投入可分为两类:一是资金投入,中小企业的发展通常面临资金瓶颈的约束,私募股权基金以私募融资的方式可以为中小企业输入必要的资金,支持其发展;二是非资金投入,主要表现为私募股权基金在管理、财务、营销等方面对于中小企业的支持,此类非资金投入有助于中小企业的规范发展。

虽然私募股权基金对于中小企业具有巨大的推动作用,但其风险也不容小视。研究人员发现,风险投资家与风险企业间的信息不对称会产生潜在的“道德风险”,即后者以前者利益受损为代价谋求自己的利益。^[3] 私募股权基金必须通过一定的机制对被投资企业实施直接监控,以减少代理风险及信息不对称所造成的逆向选择。面对投资对象的高风险和信息的不对称,私募股权基金为了实现其投资目的,必须找到一种风险小而又有利于其控制的投资工具。投资工具大体可以分为三类:普通股、债券(含可转换债券)和优先股。通常认为,最广泛被采用的投资工具是具有可转换性质的证券,包括了可转换优先股和可转

* 天津观典律师事务所。

[1] 有关私募股权基金的概念,当前并未取得统一的认识。本文将私募股权基金作广义的界定,包括了风险投资基金、收购基金、夹层投资基金、基金的基金等。

[2] 黄晓捷、赵忠义:“私募股权投资基金研究:文献综述”,载《武汉金融》2008年第9期。

[3] 谢凯:“可转换证券在风险投资中的应用研究述评”,载《经济纵横》2009年第3期。

换债券。由于可转换证券具有优先的清偿等级,这样一来,私募股权基金在认为被投资企业的价值不足时,可以清算企业;而可转换证券中的转换期权,又可以在一定条件下将可转换证券转换为普通股。

制度经济学认为,制度深刻地影响着经济的发展。私募股权基金的投资工具选择具有重要的作用;而一国的法律能否为投资工具的选择提供必要的法律制度土壤,也是影响私募股权基金发展的重要影响因素。鉴于此,本文选择以投资工具为切入点,对连接中小企业与私募股权基金的这一纽带在我国是否具有法律障碍进行研究。

二、可转换债券作为私募股权投资工具的法律制度研究

可转换债券是一种金融创新工具,其兼具债券和股票的属性:一方面作为债券,债券持有人可以得到稳定的利息收入和到期收回本金的权利;同时,它也具有选择权,即在满足一定条件时,持有人有权将持有的债权转为股权的权利。^[1]选择权,或称为期权,是可转换债权的重要标志。

如前所述,可转换债券的主要属性在于其债权性和可转换性。以下笔者就从债权性和可转换性两个角度,对于我国法律制度下可转换债券是否存在法律障碍进行分析。

(一) 债权性

可转换债券具有的债权性,使其持有人可享有利息和本金请求权。这一属性意味着,若私募股权基金以可转换债券作为投资工具,则私募股权基金与被投资企业之间具有企业间借贷法律关系的特征。然而,根据我国现行法律,非金融企业之间进行资金借贷,尚存在一定的法律风险。

根据1996年9月23日颁布的《最高人民法院关于对企业借款合同借款方逾期不归还借款的应如何处理问题的批复》及1998年3月16日中国人民银行颁布的《中国人民银行关于对企业间借贷问题的答复》,企业之间借款合同因违反有关金融法规、违反国家法律和政策而属无效合同。此外,国务院1998年颁布的《非法金融机构和非法金融业务活动取缔办法》(第247号)规定,未经人民银行批准从事贷款业务的,属于非法金融业务活动,应予取缔。

[1] 我国现行法律明确允许上市公司发行可转换公司债券,对于上市公司以外的其他主体能否发行可转换公司债券,则并无明确规定。如《公司法》第162条规定,“上市公司经股东大会决议可以发行可转换为股票的公司债券,并在公司债券募集办法中规定具体的转换办法。上市公司发行可转换为股票的公司债券,应当报国务院证券监督管理机构核准。发行可转换为股票的公司债券,应当在债券上标明可转换公司债券字样,并在公司债券存根簿上载明可转换公司债券的数额”。又如《上市公司证券发行管理办法》第3节对于上市发行可转换公司债券进行了专门的规定,对于上市公司发行可转换公司债券的主体条件、可转换债券期限等进行了规定。