



# 2015年 第四期 (双月刊)

## 01 最新法规快报

- 01 综合
- 03 房地产相关
- 04 司法动态

## 06 律师专栏

- 06 法说配资那点事
- 10 对赌协议，你选对了吗？
- 14 非上市公司的股权激励模式的选择

# 上市公司 协会特刊

XMLCA

厦门上市公司协会

联合办刊



天衡联合律师事务所



扫一扫  
了解最新法律资讯



# LAW

## 最新法规快报

### 法规新讯

#### 综合

##### 1、十二届全国人大常委会第十五次会议审议通过《中华人民共和国国家安全法》

2015年7月1日，第十二届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议通过《中华人民共和国国家安全法》【中华人民共和国主席令(第二十九号)，下称新《国安法》】。

新《国安法》第一次以立法形式明确总体国家安全观的内涵，对经济安全、金融安全、文化安全、社会安全、科技安全、粮食安全、网络安全、生态安全、资源能源安全、核安全等分别作出规定。

新《国安法》还规定，每年4月15日为全民国家安全教育日；还对公民、组织的义务、权利作出规定，包括及时报告危害国家安全活动的线索等。同时规定，公民和组织因支持、协助国家安全工作导致财产损失的，按照国家有关规定给予补偿，造成人身伤害或者死亡的，按照国家有关规定给予抚恤优待。在国家安全工作中，需要采取限制公民权利和自由的特别措施时，应当依法进行，并以维护国家安全的实际需要为限度。

##### 2、十二届全国人大常委会第十六次会议审议通过刑法修正案（九）等草案

十二届全国人大常委会第十六次会议表决通过了刑法修正案（九），新修订的大气污染防治法，全国人大常委会关于修改促进科技成果转化法的决定，全国人大常委会关于修改地方组织法、选举法、代表法的决定，全国人大常委会关于修改商业银行法的决定。国家主席习近平分别签署第30、31、32、33、34号主席令予以公布。

### 3、国务院印发《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》

2015年7月4日，国务院印发《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》【国发（2015）40号，下称《意见》】。

《意见》是推动互联网由消费领域向生产领域拓展，加速提升产业发展水平，增强各行业创新能力，构筑经济社会发展新优势和新动能的重要举措。

《指导意见》提出，要坚持开放共享、融合创新、变革转型、引领跨越、安全有序的基本原则，充分发挥我国互联网的规模优势和应用优势，坚持改革创新和市场需求导向，大力拓展互联网与经济社会各领域融合的广度和深度；并提出11个具体行动和七方面保障措施。

### 5、国务院办公厅发布《国务院办公厅关于运用大数据加强对市场主体服务和监管的若干意见》

2015年7月24日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于促进进出口稳定增长的若干意见》【国办发（2015）55号，下称《意见》】。

《意见》提出，坚决清理和规范进出口环节收费。深入开展全国范围内的涉企收费集中整治专项行动。对依法合规设立的进出口环节行政事业性收费、政府性基金以及实施政府定价或指导价的经营服务性收费实行目录清单管理，未列入清单的一律按乱收费查处；保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。完善人民币汇率市场化形成机制，扩大人民币汇率双向浮动区间。进一步提高跨境贸易人民币结算的便利化水平，扩大结算规模。研究推出更多避险产品，帮助企业规避汇率风险，减少汇兑损失；完善消费品进口相关政策，对部分国内需求较大的日用消费品开展降低进口关税试点，适度增设口岸进境免税店，合理扩大免税品种，增加一定数量的免税购物额，丰富国内消费者购物选择。

### 6、国务院办公厅发布《国务院办公厅关于全面实施城乡居民大病保险的意见》

2015年8月2日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于全面实施城乡居民大病保险的意见》【国办发（2015）57号，下称《意见》】。

《意见》提出，2015年底前，大病保险覆盖所有城乡居民基本医保参保人群，大病患者看病就医负担有效减轻；到2017年，建立起比较完善的大病保险制度，与医疗救助等制度紧密衔接，共同发挥托底保障功能，有效防止发生家庭灾难性医疗支出，城乡居民医疗保障的公平性得到显著提升；明确了完善筹资机制、提高保障水平、加强不同保障制度衔接、规范大病保险承办服务和严格监督管理等五方面的工作举措。

《意见》强调，要加强宣传解读，使群众广泛了解大病保险政策，科学理性对待疾病，增强全社会的保险责任意识，为大病保险实施营造良好社会氛围。

### 7、国务院办公厅发布《国务院办公厅关于加快转变农业发展方式的意见》

2015年8月7日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于加快转变农业发展方式的意见》【国办发（2015）59号，下称《意见》】。

《意见》明确以构建现代农业经营体系、生产体系和产业体系为重点，着力转变农业经营方式、生产方式、资源利用方式和管理方式；多种形式的农业适度规模经营加快发展，农业综合生产能力稳步提升，产业结构逐步优化，农业资源利用和生态环境保护水平不断提高，物质技术装备条件显著改善，农民收入持续增加，为全面建成小康社会提供重要支撑；力争到2020年，转变农业发展方式取得积极进展；到2030年，转变农业发展方式取得显著成效。

### 8、国务院办公厅发布《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》

2015年8月7日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》【国办发（2015）62号，下称《意见》】。

《意见》明确提出，有条件的地方和单位可根据实际情况，依法优化调整夏季作息安排，为职工周五下午与周末结合外出休闲度假创造有利条件。

《意见》明确，积极发展“互联网+旅游”。支持有条件的旅游企业进行互联网金融探索，打造在线旅游企业第三方支付平台，推动境外消费退税便捷化。加强与互联网公司、金融企业合作，发行实名制国民旅游卡，落实法定优惠政策，实行特惠商户折扣。放宽在线度假租赁、旅游网络购物、在线旅游租车平台等新业态的准入许可和经营许可制度。

## 9、国务院发布《国务院关于促进融资担保行业加快发展的意见》

2015年8月7日，国务院发布《国务院关于促进融资担保行业加快发展的意见》【国发(2015)43号，下称《意见》】。

《意见》要求加快发展主要为小微企业和“三农”服务的新型融资担保行业，促进大众创业、万众创新。

《意见》提出，通过新设、控股、参股等方式，发展一批政府出资为主、主业突出、经营规范、实力较强、信誉较好、影响力较大的政府性融资担保机构，作为服务小微企业和“三农”的主力军，支撑行业发展；加大扶持力度，支持融资担保机构扩大业务规模。融资担保机构应坚守融资担保主业，发展普惠金融，适应互联网金融等新型金融业态发展趋势。

## 10、国务院发布《关于开展农村承包土地的经营权和农民住房财产权抵押贷款试点的指导意见》

2015年8月10日，国务院发布《关于开展农村承包土地的经营权和农民住房财产权抵押贷款试点的指导意见》【国发(2015)45号，下称《意见》】。

《意见》明确，开展农村承包土地的经营权和农民住房财产权（以下统称“两权”）抵押贷款试点坚持依法有序、自主自愿、稳妥推进、风险可控的原则，按照所有权、承包权、经营权三权分置和经营权流转有关要求，以落实农村土地的用益物权、赋予农民更多财产权利为出发点，深化农村金融改革创新，稳妥有序开展“两权”抵押贷款业务，有效盘活农村资源、资金、资产，增加农业生产中长期和规模化经营的资金投入，为稳步推进农村土地制度改革提供经验和模式，促进农民增收致富和农业现代化加快发展。

《意见》提出了试点的五项主要内容：一是赋予“两权”抵押融资功能。维护好、实现好、发展好农民土地权益，落实“两权”抵押融资功能，盘活农民土地用益物权的财产属性。二是推进农村金融产品和服务方式创新。在贷款利率、期限、额度、担保、风险控制等方面加大创新支持力度。三是建立抵押物处置机制。允许金融机构在保证农户承包权和基本住房权利前提下，依法采取多种方式处置抵押物，完善抵押物处置措施。四是完善配套措施。试点地区要加快推进农村土地承包经营权、宅基地使用权和农民住房所有权确权登记颁证，建立完善农村土地产权交易平台，建立健全农村信用体系。五是加大扶持和协调配合力度。在货币政策、财政政策、监管政策、保险保障等方面，加大扶持和协调配合力度。

## 11、国务院发布《国务院关于推进国内贸易流通现代化建设法治化营商环境的意见》

2015年8月28日，国务院发布《国务院关于推进国内贸易流通现代化建设法治化营商环境的意见》【国发(2015)49号，下称《意见》】。

《意见》提出统筹规划全国流通网络建设，推动区域、城乡协调发展；加强流通领域重大基础设施建设；加大内贸流通创新的保护力度，引导电子商务平台健康发展等18条任务；清理和废除妨碍全国统一市场、公平竞争的各种规定及做法；完善反垄断执法机制，依法查处垄断协议、滥用市场支配地位行为，加强经营者集中反垄断审查。

## | 房地产相关

### 住房城乡建设部、商务部、国家发展改革委、人民银行、工商总局和外汇局共同发布《关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》

2015年08月19日，住房城乡建设部、商务部、国家发展改革委、人民银行、工商总局和外汇局共同发布《关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》【建房(2015)122号，下称《通知》】。

《通知》自发布之日起生效。

《通知》放宽境外机构和个人在境内购房的资格，取消外商投资房企办理境内贷款、境外贷款、外汇借款结汇必须全部缴付注册资本金的要求；明确有资格境外机构和个人可在国内购房。这意味着除了还在实行限购政策的城市，境外人士在国内购房套数已经不受限制。

## | 司法动态

### 1、最高人民法院发布《最高人民法院关于对上海市高级人民法院等就涉及中国国际经济贸易仲裁委员会及其原分会等仲裁机构所作仲裁裁决司法审查案件请示问题的批复》

2015年7月15日，最高人民法院发布《最高人民法院关于对上海市高级人民法院等就涉及中国国际经济贸易仲裁委员会及其原分会等仲裁机构所作仲裁裁决司法审查案件请示问题的批复》【法释(2015)15号，下称《批复》】。《解释》自2015年7月17日起施行。

《批复》明确因上海贸仲、华南贸仲更名所引发的案件管辖、执行冲突应如何解决；当事人在华南贸仲、上海贸仲更名前签订仲裁协议约定将争议提交“中国贸仲华南分会”或者“中国贸仲上海分会”仲裁的，华南贸仲或者上海贸仲对案件享有管辖权。当事人在本《批复》施行之后约定将争议提交“中国贸仲华南分会”或者“中国贸仲上海分会”仲裁的，中国贸仲对案件享有管辖权；《批复》施行之前，中国贸仲或者华南贸仲、上海贸仲受理了同一仲裁案件，当事人并未在仲裁庭首次开庭前向人民法院申请确认仲裁协议效力的，先受理的仲裁机构对案件享有管辖权。

### 2、最高人民法院发布《最高人民法院关于修改〈最高人民法院关于限制被执行人高消费的若干规定〉的决定》

2015年7月20日，最高人民法院发布《最高人民法院关于修改〈最高人民法院关于限制被执行人高消费的若干规定〉的决定》【法释(2015)17号，下称《规定》】。《规定》于2015年7月22日起施行。

《规定》明确将信用惩戒的搜索范围拓宽至限制高消费及非生活或者经营必需的有关消费；明确被纳入失信被执行人名单的被执行人，人民法院应当对其采取限制消费措施；增加采取限制消费措施的内容与力度：主要增加对乘坐G字头动车组列车全部座位、其他动车组列车一等以上座位的限制和加大对单位被执行人及其相关责任人员的限制力度，单位被执行人被采取限制消费措施后，明确禁止其法定代表人、主要负责人、影响债务履行的直接责任人员、实际控制人四类责任人员实施高消费及有关消费行为；在严格限制的基础上，设置了权利救济程序，明确对相关责任人员因私以个人财产进行的消费不予限制，其可向执行法院提出申请，执行法院查证属实的，应予准许。

### 3、最高人民法院发布《最高人民法院关于审理拒不执行判决、裁定刑事案件适用法律若干问题的解释》

2015年7月20日，最高人民法院发布《最高人民法院关于审理拒不执行判决、裁定刑事案件适用法律若干问题的解释》【法释(2015)16号，下称《解释》】。

《解释》于2015年7月22日起施行。

《解释》进一步细化和完善拒不执行判决、裁定罪的追诉程序、适用条件；明确拒不执行判决、裁定的被告人在一审宣告判决前，履行全部或部分执行义务的，可以酌情从宽处罚。拒不执行判决、裁定刑事案件，一般由执行法院所在地人民法院管辖。

#### 4、最高人民法院发布《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》

2015年8月6日，最高人民法院发布《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》【法释(2015)18号，下称《规定》】。《规定》于2015年9月1日起施行。

《解释》明确，企业法定代表人或负责人以企业名义与出借人签订民间借贷合同，出借人、企业或者其股东能够证明所借款项用于企业法定代表人或负责人个人使用，出借人请求将企业法定代表人或负责人列为共同被告或者第三人的，人民法院应予准许。

《解释》同时规定，借贷双方约定的利率未超过年利率24%，出借人请求借款人按照约定的利率支付利息的，人民法院应予支持。借贷双方约定的利率超过年利率36%，超过部分的利息约定无效。





# 律师专栏

## 法说配资那点事

作者：林基典（福建天衡联合律师事务所 合伙人、律师）

始于2015年6月中旬的A股暴跌，让大批配资客失去了财富，1:5爆仓，1:3爆仓，最后1:1也爆仓，杠杆市场以最血腥的杀戮“清除人口”。有业内人士称，“这是一场对中产阶层的大屠杀”、“全国至少有50~60万中产在这场暴跌中被消灭”——21世纪经济报道。

在A股近一个月来断崖式的下跌过程中，“配资”、“杠杆”、“爆仓”等词汇在各类媒体的报道声中不绝于耳。毋庸讳言，A股本轮前期“疯牛”般的暴涨乃至近期“疯熊”似的暴跌和“配资”、“杠杆”、“爆仓”摆脱不了关系。

## 一、白话解说“配资”、“杠杆”与“爆仓”

在此次讨论的话题中，有三个关键词需要向读者解释，笔者用通俗易懂的白话举例说明什么是“配资”、“杠杆”和“爆仓”。

1、配资：配资客想炒股，自有资金仅10万，配资公司出借20万、30万、50万甚至更多，将自有资金和借贷资金一起用于炒股。炒股盈亏均归配资客，配资公司收取固定利息。

2、杠杆：配资客自有资金10万加上配资50万，一个涨停利润6万，利润相较自有资金的收益率为60%。当然，一个跌停亏损6万，按照配资规则，配资客自有资金损失60%。显而易见，如果股价波动，配资客的收益与亏损都将被放大：股价保持上涨，配资客将赚得盆满钵满，股价一旦下跌，配资客亦将血本无归。这就是将投资收益和风险倍数放大的杠杆效应。

3、爆仓：炒股风险巨大，何况加杠杆配资炒股。为保障借贷资金的安全性，配资公司限定客户在其可控制的指定股票账户内进行交易操作，客户自有资金作为借贷资金的保证金。股票交易账户内的总资产（股票市值+现金）低于警戒线的，客户将被要求追加保证金，未追加保证金或总资产低于平仓线则配资公司可以无条件平仓卖出全部股票，收回借贷资金与利息。交易账户内的资产变动一旦触发平仓条件并被强制平仓，即所谓爆仓。

## 二、配资业务缘何由火爆降至冰点？

2014年之前，每个投资人只能开设一个沪深账户，并且证监会规定证券账户不得转借。受限于可利用的证券账户总量以及禁止账户转借的法规规定，传统配资业务一直难以做大。

2014年之后，每个投资人可以开设的沪深账户上限增加至20个，原本为专业私募设计的HOMS账户管理系统开始被新兴的配资公司使用在配资业务上。自此，配资业务迎来爆发式增长，系统分仓模式（HOMS系统、非HOMS系统）、人工分仓模式（人工盯盘）、互联网平台模式（P2P）等各类型场外配资公司携带万亿计的资金涌入A股市场，其中包括了大量不规范的高杠杆操作，最疯狂的时候，配资比例从1:3一路攀升到1:10。

这种巨大的杠杆比例，在单边牛市行情中尚可持续，个股一旦出现回调，强行平仓引发的踩踏就难以避免。在本轮A股下跌的过程中，无数的高杠杆的融资盘爆仓后波及引发低杆的融资盘爆仓，踩踏所引发的恐慌性抛盘导致股票市场进一步的下跌。场外配资被视为本轮股市暴跌的罪魁祸首遭到监管层愈演愈烈地围追堵截，场外配资市场的火爆气氛迅速降至冰点。

## 三、配资炒股虽火爆，切莫忽视防风险

随着国家队强势入场，市场迅速回暖，股民也随之再度疯狂，有媒体戏称：中国股民的记忆不足七秒。在此，笔者从法律与政策的角度为读者解读配资的风险。

## 政策稳定性风险

配资业务是一种正常的金融活动，其本质就是融资借贷。配资行业存在的过去一二十年间，监管层从未出台明文法规进行限制。然而到了互联网时代，嫁接于互联网技术的Homs及P2P平台使得民间场外配资迅猛发展，其野蛮生长已脱离了监管层的监管并可能威胁证券市场甚至整个金融系统的安全。监管层对于场外配资的态度已由过去的暧昧模糊转为清理、整顿甚至取缔。

2015年4月起，监管层针对场外配资采取了一系列整顿与取缔措施：

4月，证监会要求券商不得以任何形式参与场外股票配资、伞形信托等活动，不得为场外股票配资、伞形信托提供数据端口等服务或便利；

5月，证监会向券商紧急下发内部通知，要求全面自查自纠参与场外配资的相关业务，其中包括接入恒生Homs系统为场外配资提供服务；

6月，证监会禁止证券公司为场外配资活动提供便利；

7月12日，证监会发布《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》，取缔各类账户转借、虚拟账户、子母账户和拖拉机账户等违法证券业务。

7月17日，中登公司通过下发通知和修改《中国证券登记结算有限责任公司特殊机构及产品证券账户业务指南》，对“特殊机构及产品证券账户”下设子账户、分账户、虚拟账户（下统称子账户）现象予以叫停。

不难看出，监管层针对场外配资采取的监管措施力度有增无减，目标直指场外配资业务的分仓、分账户操作和Homs等风控系统。监管层对于场外配资业务的整顿和清理政策是否会转变为一刀切，存量业务如何在当前监管环境下妥善运行和关闭，如何根据监管政策对当前业务进行转型、升级或者创新，都是摆在配资业者面前的无法回避的风险和亟待思考解决的问题。

## 法律风险

1、账户转借风险：《证券法》第八十条规定“禁止法人非法利用他人账户从事证券交易；禁止法人出借自己或者他人的证券账户”；第二百零八条规定“违反本法规定，法人以他人名义设立账户或者利用他人账户买卖证券的，责令改正，没收违法所得，并处违法所得一倍以上五倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足三万元的，处以三万元以上三十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上十万元以下的罚款”。《证券登记结算管理办法》第二十二条规定“投资者不得将本人的证券账户提供给他人使用”。

我国并无法律规定机构或者个人不得开展“股票配资”业务，“股票配资”的法律风险不在“配资”本身，而在配资业务所采取的风险控制方式与手段之上。

2、违法交易风险：一些不法个人或机构会利用配资公司风控的特点及弱点，在几家配资公司同时开立账户对单支股票进行做庄或内幕交易。由于大部分配资公司的实际交易母账户属于公司账户而非客户账户，从现有的账户实名问责制度来看责任将全部由配资公司承担。证券账户借由他人使用后，账户内部行为将不被法律承认，其内部风险由配资公司独立承担。

此外，配资公司也没有能力审核客户转入之交易保证金的合法性。现实中不乏违法资金甚至赃款以保证金的形式进入配资股票账户进行交易从而导致交易母账户遭致公安机关冻结的案例。此类案例中，配资公司与其他客户因此遭受了重大经济损失。

3、强平、穿仓引发的争议：股市的暴跌必然引发大量配资账户被要求追加保证金或者被强平。股市短期内宽幅震荡，配资公司与配资客就追加保证金与强平是否符合配资监管协议的约定、强平后的交易账户如何解除冻结交易、剩余保证金的归属及返还以及利息的支付等问题容易引发争议。日前，网易新闻报道的一则题为“股民投资500多万元玩3倍杠杆被强制平仓只剩30万”的新闻，披露了某叶姓股票投资人与某信托公司就信托资金配资炒股被强制平仓引发争议而诉诸厦门市中级人民法院。该案例同时被最高人民法院刊载在其微信公众号【庭审再现】栏目中。

此外，股市非理性暴跌引致大量爆仓账户无法强平而穿仓，配资公司如何在第一时间平仓并就穿仓损失向配资客主张赔偿，不乏争议与法律风险贯穿其中。

4、解除合同：在当前监管层的政策导向之下，场外配资被大量关停，原有仍正常开展的业务涉及合同的变更及解除问题。如果相关的合同解除条款未能适用于上述情形，可以考虑援引《合同法》司法解释二关于情势变更原则的规定，请求人民法院变更或者解除合同。

笔者建议：随着本轮A股调整的结束，上列风险引发的争议和诉讼将会集中爆发出现，配资业者和配资客对此应当给予充分关注，有效规避风险。



**林基典 合伙人、律师**

**擅长领域：房地产、公司法律事务、**

**民商事诉讼与争议解决**

**联系电话：0592-6304559 13606088710**

**电子邮箱：linjidian@tenetlaw.com**

# 对赌协议，你选对了吗？

作者：陈燕凤（福建天衡联合律师事务所 律师助理）

从当年的蒙牛崛起，太子奶败落，到如火如荼的中国好声音，对赌协议已然在我国私募股权投资中以迅雷不及掩耳之势发展，成为让其即爱又怕的高频词汇。

对赌协议，就是包含“对赌条款”的协议，英文名称为Valuation Adjustment Mechanism（简称“VAM”），直译即为“估值调整机制”，其本质是对目标企业价值的重新评估。该协议一般由投资者与融资方订立融资协议，对未来不确定的情况进行约定：

1、如果目标企业的经营业绩能够达到合同所规定的某一额度，投资者在获得投资股份大幅增值的前提下，将向管理层支付一定数量的股份或现金；

2、如果目标企业经营无法完成合同规定的业绩指标，则管理层必须向投资者支付一定数量的股份或现金，以弥补其投资收益的不足。

对于前者，双方皆大欢喜，赚得盆满钵满。而对于后者，即当目标企业经营未能实现承诺的经营业绩时，则需由融资方向投资者让渡权利或利益。那么，在现行的法律法规框架下，如何设计对赌安排使之合乎法理，亦是我们需要考量的重要因素。

## 一、与谁对赌——目标企业or原始股东

对赌失败后由目标企业向投资者进行现金补偿，一方面会弱化和规避股东对公司承担的有限责任；另一方面有可能被视为公司向股东返还出资的一种方式，构成股东权利的滥用，严重损害公司及债权人的利益。而对于目标企业的原始股东而言，其一般同时具备控股股东和经营者双重角色，若能在协议中将目标企业原始股东列入责任人的范围，可以更大限度的保障投资者的权利。对此，最高院在甘肃世恒案的终审判决中亦已明确了法律的立场：对于目标企业原始股东出资完成估值调整法律支持，对于目标企业出资完成估值调整法律否定。



因此，在设计对赌安排的时候，要避免让目标企业承担补偿义务，而应考虑让目标企业原始股东承担补偿义务。

## 二、以何对赌—股权对赌or现金对赌

### （一）股权对赌

股权对赌，顾名思义，即如果满足约定的条件无法达成时，由原始股东向投资者以股权转让的形式进行补偿。这是比较普遍的做法，但一方面随着股权投资行业竞争越来越激烈，正所谓“僧多粥少”，目标企业有了更大话语权，不愿意出让股权；另一方面，股权对赌因其涉及股权的稳定性和潜在法律纠纷，在目前的法律环境下面临着更多的不确定性。

比如，《首次公开发行股票并上市管理办法》要求企业股权稳定清晰，而股权对赌往往被认为可能会带来重大股权变动，如公司股权存在不稳定或潜在纠纷，从而损害中小股东的利益。因此，证监会往往要求目标企业在上市之前要将对赌协议予以清理。然而，新三板则在一定程度上接受对赌协议的存在。即与目标企业股东之间的对赌安排未履行清理的，全国股权转让交易系统会要求结合对赌协议的主要内容、公司其他股东或公司在协议中的权责关系和地位，就该协议的履行是否会对公司资金使用、公司控制权及股权结构、公司治理、公司未来的持续经营及公司的其他权益产生不利影响进行分析，从而作出判断。（案例：德邦装备，股份代码830984，2014年8月13日挂牌）。当然，由于新三板公司股权相对集中，控股股东对公司的控制力往往极大，附加在控股股东上的责任义务很难说就真的不会影响到公司，这里面所包含的道德风险和合法合规风险还是存在的。

此外，是否存在一些限制性规定，也是需要考量的因素之一。例如：对于股份有限公司，发起人持有的本公司股份，自公司成立之日起一年内不得转让；公司董事、监事、高级管理人员在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的25%；上述人员离职后半年内，不得转让其所持有的本公司股份；挂牌公司控股股东及实际控制人在挂牌前直接或间接持有的股票分三批解除转让限制等等。

因此，在设计股权对赌安排的时候，需综合考量，包括但不限于是否需上市（或挂牌）前清理；对公司资金使用、公司控制权及股权结构、公司治理、公司未来的持续经营及公司的其他权益是否产生不利影响；是否存在限售安排等。

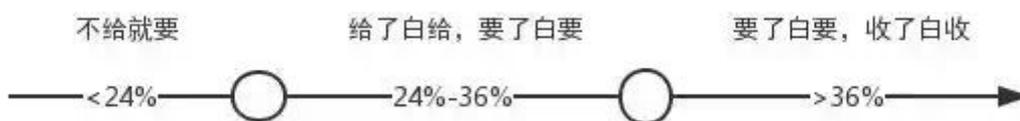
### （二）现金对赌

相对于股权对赌，现金对赌不涉及股权转让相关的审批、登记备案手续，操作更为简便，但对于利息补偿的约定需引起关注。

为何存在“利息补偿”？在甘肃世恒案中，一个争议焦点在于——是否名为联营实为借贷？之所以把对赌协议和借贷相提并论，很大程度上是由于对对赌协议“稳赚不赔”的误解。区别于出借资金的一方将获得稳定利息收益的借款协议，对赌协议则复杂得多。从使用目的来看，投资者旨在投资有潜力的项目，获取高额的股权收益，并不是资金使用成本。退一步来说，如果预期目标未能达到，投资者即使收回了投资本金，也难以弥补其机会成本和融资成本，更何况由于违约方不具备偿还能力导致还有很多

投资者连本金也未能收回。因此，对赌协议本质上并非是借款协议。

然而，在实践中，往往会约定若目标企业无法上市（或挂牌）或达到对赌目标，目标企业股东等需赔偿投资者的本息损失。日前，最高法院发布《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》（法释〔2015〕18号），自今年9月1日起施行。根据该司法解释，借款利息应遵行“两线三区”的规制。即借贷双方约定的利率未超过年利率24%，出借人有权请求借款人按照约定的利率支付利息，但如果借贷双方约定的利率超过年利率36%，则超过年利率36%部分的利息应当被认定无效，借款人有权请求出借人返还已支付的超过年利率36%部分的利息。简单地说，“两线三区”如下图所示：



那么，我们是否可以通过约定迟延违约金来规避上述“两线三区”呢？根据法释〔2015〕18号第29条第1款规定，“借贷双方对逾期利率有约定的，从其约定，但以不超过年利率24%为限。”第30条规定，“出借人与借款人既约定了逾期利率，又约定了违约金或者其他费用，出借人可以选择主张逾期利息、违约金或者其他费用，也可以一并主张，但总计超过年利率24%的部分，人民法院不予支持。”第31条规定，“……超过约定的利率自愿支付利息或违约金，且没有损害国家、集体和第三人利益，借款人又以不当得利为由要求出借人返还的，人民法院不予支持，但借款人要求返还超过年利率36%部分的

利息除外。”因此，合同约定了期内利息，也约定了迟延违约金，此时仍需遵循“两线三区”处理迟延违约金问题。但需注意的是，由于《合同法》第207条规定应当按照约定或者国家有关规定支付逾期利息，债权人不能同时要求约定的迟延违约金和法定迟延罚息（6%）。

因此，在设计现金对赌安排的时候，不管是“利息”还是“违约金”，均需遵行“两线三区”的规制，避免因约定年利率超过36%而被法院认定为无效。



### 三、如何对赌——单向对赌or双向对赌

单向对赌是指在对赌协议中，只约定目标企业未能实现承诺的经营业绩时，由融资方向投资者让渡权利或利益。这类对赌往往出现于整体收购的场合，譬如凯雷对徐工的收购。单向对赌很容易被视为是一种不承担投资经营风险而收取固定收益的安排而被法院认定为违反“风险共担原则”或“名为联营实为借贷”，认定为无效条款。甘肃世恒案中对赌协议的效力得不到两审法院认可的一个没有言明的因素即在于其对赌的单向性。

双向对赌是在单向对赌的基础上，还包括当目标企业实现承诺的经营业绩时，由投资者向融资方让渡权利或利益。最为典型的是2003年蒙牛与摩根士丹利等三家基金设立的对赌条款。

因此，在设计对赌安排的时候，应充分结合自身实际情况。当然，单向对赌，亦或双向对赌，自是双方力量博弈的结果。

作为私募股权投资中重要的权益保障机制，我们相信，对赌协议在今后仍将被广为运用。因此，面对亦能载舟亦能覆舟的对赌协议，我们需要慎重运用使之合乎法理：应避免让目标企业承担补偿义务，考虑让目标企业原始股东承担补偿义务；考虑股权对赌对公司资金使用、公司控制权及股权结构、公司治理、公司未来的持续经营及公司的其他权益是否产生不利影响；考虑现金对赌是否遵行“两线三区”的规制；考虑将股权对赌与现金对赌相结合；尽量约定双向对赌等等。此外，详尽的尽职调查，亦是不可或缺的。

对赌协议，你选对了吗？



**陈燕凤 律师助理**

**擅长领域：公司证券**

**联系电话：0591-83810362 13696831688**

**电子邮箱：chenyanfeng@tenetlaw.com**

# 非上市公司的股权激励模式的选择

作者：黄琴（福建天衡联合(泉州)律师事务所 律师助理）

*股权激励并不是上市公司的专利，对于非上市公司而言，股权激励既是可行的，也是必要的。*

针对上市公司股权激励，中国证监会、国务院国资委等有关部门已出台了多部文件予以规范，但关于非上市公司股权激励，我国目前并无专门法律规定，因此其设计和实施比较灵活，只要不违反公司法、合同法、劳动合同法等相关法律法规而且能达到企业的战略目的都可以实施。

实践中，可供非上市公司选择的股权激励模式主要有以下几种：

## 1、股份期权

股份期权是非上市公司运用股票期权激励理论的一种模式。管理人员经业绩考核和资格审查后可获得一种权利，即在将来特定时期，以目前评估的每股净资产价格购买一定数量的公司股份。

## 2、虚拟股票

指公司采用发行股票的方式，将公司的净资产分割成若干相同价值的股份，而形成的一种“账面上”的股票。公司授予激励对象这种账面上“虚拟”的股票，激励对象可以据此享有一定比例的公司税后利润的分配权利（利润分红权），但是不享表决权，不能转让和出售，在离开企业时自动失效。

## 3、账面价值增值权

具体分为购买型和虚拟型两种。购买型是指在期初激励对象按每股净资产值购买一定数量的股份，在期末再按每股净资产期末值回售给公司。虚拟型是指激励对象在期初不需支出资金，公司授予激励对象一定数量的名义股份，在期末根据公司每股净资产的增量和名义



股份的数量来计算激励对象的收益。实施账面价值增值权的好处是激励效果不受外界资本市场异常波动的影响。激励对象无需现金付出，但缺点是采用这种方式要求企业财务状况较好，现金流量充足。

#### 4、期股模式

这种特殊的模式是由公司授予一定数量公司的期股，锁定在激励对象的个人账户中。在锁定期内，经营者不能变现，但拥有这些股份的分红权，并可用这部分红利来支付购股费用。同时，只有受益人在达到预期经营业绩并在达到公司规定时间以后，才可将这些股本逐步变现。

#### 5、岗位分红权模式

岗位分红权是指根据岗位设置不同数量的股份和考核目标(如平均每股收益增长、资产收益率等)，达到者即可获得该股份对应的分红，但是岗随人走。

上述激励模式各有优缺点，非上市公司应根据自身情况谨慎选择实施。另外实施股权激励还有如下几个重要问题需要明确：

- 如何确定激励对象。（目前实施的对象多为董事，经理等高级管理人员，是否要扩大适用范围等）
- 股份数量安排（员工持股总额及分配等）
- 如何确定激励时间（最佳的授予和行权时间，退出机制及具体操作）
- 如何确定股权激励计划中的价格（非上市公司股权没有公开市场的价格体系参照，股份价格如何确定）
- 资金来源（员工行权时的资金来源问题，行权时公司的资金来源，是否需要设置专门的资金帐户）
- 纳税（经营者持股所获红利的个人所得税如何缴纳，一次缴纳还是分期）

由于股权激励机制对企业的发展起着不可替代的重要作用，我们相信，随着企业的不断成长和壮大高级管理人才、技术人才在企业中的地位会越来越重要，将会有越来越多的非上市企业使用股权激励工具，以克服自身薪酬体制的弱点，塑造一个更合理的、更关注企业长期发展能力，长期竞争能力的激励机制。



**黄 琴 律师助理**

**擅长领域：民商事、公司法、非诉讼**

**联系电话：0592-28685076 13799894679**

**电子邮箱：huangqin@tenetlaw.com**

# 厦门上市公司协会简介

厦门上市公司协会是厦门上市公司、拟上市公司及其董事的行业自律组织。英文全称The Listed Company Association of Xiamen, 英文简称（XMLCA）。协会接受业务主管单位中国证券监督管理委员会厦门监管局和登记管理机关厦门市民政局的业务指导和监督管理。

协会于2003年9月28日举行协会（筹备）成立会员代表大会。同年10月8日厦门市民政局发文批准并于10月15日向协会颁发了《社会团体法人登记证书》。协会自成立以来已历时四届，分别于2006年12月、2009年12月和2014年3月进行换届。

目前，协会拥有会员单位62家，由29家境内上市公司、1家境外上市公司、21家拟上市公司和11家相关中介服务机构组成。协会第四届理事会由31名成员组成。厦门国贸集团股份有限公司董事长何福龙当选本届协会会长，原厦门市副市长刘成业为协会名誉会长，厦门证监局原局长、协会原会长陆建新为协会顾问。协会主要职能是：以“服务、自律、规范、提高”为工作宗旨，为上市公司等会员单位搭建一个互动交流的服务平台，加强上市公司及其董监高人员的自律管理和规范意识，维护会员的合法权益，推进上市公司现代企业制度建设和诚信建设，提高上市公司质量，促进上市公司和证券市场的健康发展。

协会成立以来，在加强上市公司及其董监高人员的自律管理和业务培训的同时，还积极为拟上市公司提供政策法规咨询、协助沪深交易所举办培训班、组织开展上市公司间的工作交流、加强自律和法制宣传、探讨企业管理和投资者关系管理等工作，为规范公司治理、减少关联交易、健全内控机制，并为促进上市公司和厦门辖区资本市场的健康发展发挥了积极作用，得到了监管部门和政府有关部门的肯定。同时，被厦门市社会组织管理工作领导小组评为厦门市先进社会组织，获得“中国社会组织评估等级4 A”资质。

协会的业务范围是：

- 一、制定协会会员行为规范、职业道德规范等自律性管理规章，实行自律管理。
- 二、指导和组织会员执行有关证券法律、法规和政策。
- 三、组织各类专业的培训，提高会员诚信、勤勉、尽责的社会责任和规范运作水平。
- 四、加强与地方政府、证券监管部门和中国上市公司协会、证券交易所的联系，及时反映会员的意见和建议，维护会员的合法权益。
- 五、组织开展会员间的业务交流活动，举办相关的讲座、论坛、研讨会，组织有关的学术交流、考察活动。
- 六、搜集、整理国内外证券市场及其监管的信息、资料，创建服务平台，加强协会网站和会刊建设，扩大宣传、交流和服务的窗口。
- 七、组织开展投资者关系管理，协助会员与媒体进行沟通和联系，为会员营造良好的舆论环境。
- 八、承担地方政府有关部门、证券监管部门、中国上市公司协会和证券交易所委托的其他工作。



协会地址：湖滨南路388号国贸大厦六楼 邮编：361004

联系电话：5511212、5512727、5167148、5162284

传真：5522525

电子邮箱：gttds392@163.com

网址：www.xmlca.com

### 管理风险

规避风险，比解决纠纷更有效率，  
管理风险，让企业把更多精力与  
金钱投入到发展中！

### 创造价值

无论是争议解决还是资本市场  
天衡的专业表现都足够出色，  
为客户减少成本付出，  
也为客户争取更大利益！

立足海西 高端商事  
纵天下，衡四方  
天衡联合律师事务所

### 信任托付

从商事到家事，  
因专业而得到信任，更因专业而承载重托。

### 强强联合 协作共赢

天衡与多地的第一大所及国际律师事务所建立了中世  
律所联盟(SGLA)，为客户提供境内外跨区域的高质量  
法律服务。此外，天衡还与香港、澳门、台湾、新加  
坡、欧盟、美国等国家和地区的律师事务所建立了广  
泛深入的合作关系。旨在为客户提供具有全球化视野  
的法律解决方案。

人生如直播，商场如战场，  
与最专业的伙伴同行，降低试错成本，  
这世界没有“如果”，选择比努力重要！  
天衡，与你同行，值得托付！



## 福建天衡联合律师事务所

TENET & PARTNERS

### 房地产及建筑业务部

本部拥有一批擅长房地产、建筑工程、项目投资等法律业务的专业律师，率先在厦门等地成功推出商品房项目开发、土地一级开发项目、房地产项目转让、购房置业投资法律顾问等诉讼与非诉讼法律服务。

### 金融证券部

金融领域：本部配备了具有专业外语水平的执业律师，能熟练运用英语为中外客户提供中、英文法律服务。在厦门率先开展汽车消费贷款、二手房按揭贷款、银行不良资产的清理等新型金融法律服务项目。  
证券领域：本所系目前厦门市律师事务所以证券执业律师和从事证券法律业务较多的律师事务所，具有证券从业律师资格。本部律师业已经办多家股份公司的首发新股、配股、增发新股、股改等A股项目。

### 公司商事业务部

本部以常年法律顾问及专项法律顾问作为主要的运作模式，以多

名精通公司法和公司经营管理，并拥有良好的职业素养和丰富的执业经验的资深律师为核心组成公司事务部，深得国内外客户所认可。

### 知识产权部

拥有多位知识产权法律专家，在专利、商标、商业秘密以及著作权等知识产权事务中，曾为国内外当事人提供各种法律服务。2005年天衡律所应邀参与了知识产权网络维权活动，并担任福建省知识产权维权网的牵头单位。

### 海商海事部

本部有多名专业律师拥有国际贸易、航运、物流、保险等行业工作经验，注重业务实践与办案经验的结合。长期为海运、船舶管理、外贸、物流及保险行业的客户提供深入的全面的诉讼及非诉讼法律服务。

### 婚姻家庭部

本部律师接受国内外当事人的委托，起草各类婚前、婚内、离婚协议以及遗嘱等相关文件，办理离婚、继承、分家析产等各类婚姻继承案件。

### 劳动&HR法律事务部

本部律师精通劳动相关法律，一直参与厦门劳动立法、教育和推广工作；担任数十家大中型企业的劳动法律顾问，熟悉企业的人事管理以及相关规章制度；担任劳动争议仲裁委员会兼职仲裁员。

### 争议解决部

本部配备了熟悉综合法律业务的律师，能够为当事人提供全面的法律服务。诸多诉讼、非诉讼案件均由本部门承担办理。

### 海外事务部

本部可为客户在海外置业、多国移民、海外投资等方面的法律疑问进行专业解答和规整，拥有专业服务平台和多家配套执行机构。

### 刑事业务部

本部是以犯罪预防培训与刑事辩护为主，刑事代理为辅，专业提供刑事法律服务的部门。重点从事犯罪预防培训及咨询，刑事辩护业务——为涉嫌犯罪案件当事人提供专业的全程服务。

#### 厦门办公室

地址：厦门市思明区厦禾路666号海翼大厦A栋16-17层(361004) 电话：0592-5883666 传真：0592-5881668

#### 上海办公室

地址：上海市浦东新区浙桥路277号3幢1519室(200122) 电话：021-58305510 传真：021-58305519

#### 福州办公室

地址：福州市台江区广达路108号世茂国际中心10楼(350000) 电话：0591-83810300 传真：0591-83810301

#### 泉州办公室

地址：泉州市浦西万达广场写字楼B座41层(362000) 电话：0595-22182603 传真：0595-22189083

#### 龙岩办公室

地址：龙岩市新罗区华莲路55号紫金大厦13层(364000) 电话：0597-2297688 传真：0597-2230266  
(龙岩商务运营中心II幢，交通银行龙岩分行楼上)