

# 少数股权收购的经营者集中规制研究

周润昭

浙江理工大学法政学院、史量才新闻与传播学院, 浙江 杭州

收稿日期: 2023年3月1日; 录用日期: 2023年5月15日; 发布日期: 2023年5月22日

## 摘要

少数股权收购行为常见于各行业。在投融资领域, 以少数股权收购的方式进行投资是非常典型的投资方式, 其长期以来未受到经营者集中制度关注, 而在近几年强化反垄断要求下则发生了变化。少数股权收购行为分为控制性少数股权收购和非控制性少数股权收购, 其中控制性少数股权收购行为又分为积极控制和消极控制下的少数股权收购。少数股权收购行为可能存在三种反竞争效应: 单边效应、协同效应和封锁效应。美国对于少数股权的收购控制, 以其立法和案例作出了良好的示范。我国目前的经营者集中反垄断审查制度以控制变更作为审查标准, 立法上没有规制存在反竞争效应的非控制性少数股权的空间, 同时可能导致实务中执法机关过度引申“控制”的解释内涵。我国应当调整反垄断执法标准, 将存在反竞争效应的非控制性少数股权收购行为也纳入经营者集中审查标准。

## 关键词

少数股权收购, 经营者集中, 单边效应, 协同效应, 封锁效应

# Study on the Regulation of Operator Concentration in Minority Equity Acquisition

Runzhao Zhou

School of Law and Politics, Shi Liangcai School of Journalism and Communication, Zhejiang Sci-Tech University, Hangzhou Zhejiang

Received: Mar. 1<sup>st</sup>, 2023; accepted: May 15<sup>th</sup>, 2023; published: May 22<sup>nd</sup>, 2023

## Abstract

Minority shareholding acquisition is commonly seen in all lines of business. In the field of invest-

文章引用: 周润昭. 少数股权收购的经营者集中规制研究[J]. 法学, 2023, 11(3): 1122-1128.

DOI: 10.12677/ojls.2023.113160

ment and financing, it's a very typical method of investment to acquire a minority shareholdings of the target company, and for a long time, it is not been watched by China's Concentration of Undertakings System, that changed when China's atmosphere calls for reinforce Antitrust in recent years. Minority shareholding acquisition can be divided into controlling minority shareholding acquisition and non-controlling minority shareholding acquisition, of which controlling minority shareholding acquisition is divided into active controlling minority shareholding acquisition and negative controlling minority shareholding acquisition. Minority shareholding acquisition can have three anti-competitive effects: Unilateral Effects, Synergy Effects, and Blocking Effects. The United States has set a good example of minority ownership control with its legislation and cases. China's current Concentration of Undertakings System takes "change of control" as the review standard, and there is no room for regulating non-controlling minority shareholdings with anti-competitive effects in legislation, which may lead to misinterpretation of the concept "control" by enforcement agency in practice. China should adjust its Concentration of Undertakings System standard to include non-controlling minority equity acquisitions with anti-competitive effects.

## Keywords

Minority Shareholdings Acquisition, Concentration of Undertakings, Unilateral Effects, Synergy Effects, Blocking Effects.

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 问题的缘起

商业实践中，具有横向竞争关系的企业或上下游企业之间单独或者互相持有少数股权的现象十分常见。这种单独或互相持股的方式有助于企业间在战略或技术上形成共同利益<sup>[1]</sup>。

少数股权投资是资本市场与并购领域中常见的交易类型。在投融资领域，中国的私募股权投资交易已经形成了行业惯例：投资人不参与公司的日常经营管理，为保护其投资权益，惯常会在入股时要求拥有持有董事会及或股东会的一票否决权条款(其中包含对部分高级管理人员任免的一票否决权)。中国私募股权投资交易中投资人对公司的个别决策权利往往成为双方谈判的重要内容。不参与公司日常经营的投资人为了保护自身利益，往往会与公司原股东约定取得董事会及/或股东大会的一票否决权，其中可能包含对部分高级管理人员任免的一票否决权条款，这成为投融资行业的惯例。

这种情况一直到 2019 年，以安博凯投资基金收购思妍丽少数股权行为被国家市场监督管理总局认定为违法实施经营者集中、并进行行政处罚<sup>1</sup>为肇始，明确依据该等一票否决权安排并结合其他情况对数起少数股权收购交易案件进行行政处罚，在投融资界产生了巨大反响。少数股权收购行为的经营者集中申报问题在实务界得到了较大关注<sup>2</sup>。

随着 2020 年中央确定强化反垄断、防止资本无序扩张作为经济任务，反垄断行政执法开始进入活跃期，少数股权收购行为被认定为违法经营者集中而遭到处罚的案件也开始频发。值反垄断法修法生效前期，早年违法实施经营者集中的交易行为开始大量申报，国家市场监督管理总局以批次的方式公示了大

<sup>1</sup> 参见国家市场监督管理总局 国市监处(2019)51 号行政处罚决定书。

<sup>2</sup> 蔡航, 宋迎, 姚婷. 少数股权投资交易的经营者集中申报指南[EB/OL]. 2023 年 3 月 1 日[2023 年 3 月 1 日]. <https://law.wkinfo.com.cn/focus/detail/MjgyODk%3D?module=anti-monopoly>, 2021.

量违法经营者集中的处罚案件，其中多起案件涉及少数股权经营者集中，譬如苏宁投资上海博泰(14.08%)、美团投资望家欢案(11.9%)、美团投资领健(6.67%)、腾讯收购小红书(增至 13.19%)<sup>3</sup>等。个别案件中股权收购比例低于 10%，然而仍被纳入到应当申报的经营者集中类型当中。

少数股权收购构成消极控制进而触发经营者集中申报义务的问题开始不断涌现。目前国内对于少数股权收购行为的反垄断规制，特别是以经营者集中控制的制度构建尚存在可完善之处。值此之际，重新提起学界对少数股权经营者集中的学术探讨，并呼吁立法完善无疑是适当的。

## 2. 少数股权收购的分类

### 2.1. 构成控制的少数股权收购

控制性少数股权收购是指，通过对目标公司少数股权的收购，以实现目标公司在经营者集中语境下的控制。其中又包括构成积极控制的少数股权收购和构成消极控制的少数股权收购。

### 2.2. 构成消极控制的少数股权收购

构成消极控制的少数股权收购是指，尽管收购方对目标公司的股权收购数较少，在公司法语境下该股权数量并未达到对公司的“控制”，但是收购方可以凭借其所收购的少数股权所享有的表决权对公司人事任命、经营决策、战略计划等重大事项上进行否决，从而对公司经营产生决定性影响。少数股权构成消极控制的情形较为复杂，其可能源于特殊的交易安排，譬如赋予收购方在公司重大事项上的一票否决权，也可能由于公司股权结构异常分散进而表决权异常分散，收购方仅持有少数股权便可以对公司重大经营事项施加决定性影响。

### 2.3. 构成积极控制的少数股权收购

构成积极控制的少数股权收购是指通过少数股权收购，却拥有对公司的控制权。传统公司法强调一股一权的资本多数决原则，这种情况下股权数量与表决权数量成正比。然而随着公司金融领域和资本市场的深化发展，出现了同股不同权的股权结构安排，较为典型的包括公司发行优先股与劣后股、双层股权结构等。以某视频平台的开曼母公司 Bilibili Inc. 为例，该公司采用双重股权结构，在该种交易安排下，三名加权表决权受益人持有 22.89% 的股份，却享有公司 74.27% 的表决权。此种情形下，如果加权表决权受益人将其持有的加权表决权股份予以出售，那就意味着公司的控制权直接发生转移<sup>4</sup>。

### 2.4. 非控制性少数股权收购

不同于构成控制的少数股权，非控制性少数股权收购意味着收购方不仅在股权收购数量上低于法定最低门槛，而且对目标公司经营不存在任何形式的控制或施加决定性影响。非控制性少数股权的收购行为意味着收购方无意介入公司经营，而仅仅是“以投资为目的”。

但是非控制性少数股权除了由于利益机制而引发反竞争效应之外，还有可能通过其他交易安排促成企业间利益趋同，最典型的例子包括少数股权收购方通过收购行为取得了目标公司重要经营信息的获取权，这种交易安排可能导致竞争者之间竞争敏感信息的交换<sup>[2]</sup>，从而诱发反竞争的风险。

<sup>3</sup> 参见国家市场监督管理总局 国市监处(2021)17号、国市监处(2021)14号、国市监处(2021)33号、国市监处(2021)59号行政处罚决定书。

<sup>4</sup> Bilibili Inc. 的注册资本 100 万美元，资本数等额分为 100 亿股。该公司将股份分成两种股份，其中 Y 类普通股 1 亿股，Z 类普通股 98 亿股，还有一类不记名股 1 亿股。目前已发行或将于发行、缴足或入账列作缴足的股份中，有 Y 类普通股 83,715,114 股，全部由加权表决权受益人持有，Z 类普通股 268,594,887 股。加权表决权受益人有三：陈睿董事长兼执行总经理，徐逸创始人，董事，总裁；李旻是公司执行总监 COO。参见 Bilibili Inc. 港股招股书，网址：

[https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2021/0318/2021031800174\\_c.pdf](https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2021/0318/2021031800174_c.pdf)。

### 3. 少数股权的反竞争效应

#### 3.1. 单边效应

单边效应是指即使在竞争对手不提价的情况下，合并后的企业是否会增加单独提高某个产品或全部产品价格的可能性[3]。即使经营者之间没有共谋，但是由于双方存在少数股权持有的情况，使得收购方基于分红而对目标公司产生利益关系，从而引发单方面提高产品价格以促进目标公司产品销售量增加的情况，这种情况不仅消弭市场上的竞争动力，而且侵害了消费者福利[4]。这种情况在具有竞争关系的经营者之间较为明显和突出。这种情况下，同样会促使产品价格提升至超过边际成本的水平，进而，收购方因为提价引发的客户流失以及销售量减少问题就可以通过其对竞争对手的持股分红而获得补偿。此时，目标公司的分红能否弥补收购方流失的客户例如你就成为了关键[5]。

#### 3.2. 协同效应

企业协同是指经营相同或相似产品的企业出于盈利目的而互相就市场行为达成限制竞争的合意。这种合意涉及的内容一般包括价格及其构成、产量与销量、经营地域范围的限制[6]，这也意味着，产生协同效应的具体行为形式上可能包含垄断协议以及各种交易安排。少数股权收购的行为也会导致协同性的反竞争效应，这种现象在寡头垄断行业中非常显著。

少数股权收购行为所产生的企业间协同问题已经为 FTC 所关注：少数股权的收购会让企业更容易进行协同并改变卡特尔成员脱离卡特尔的成本 - 收益比以更好维持卡特尔协议。它同时也可能更容易发现企业脱离卡特尔的倾向。分析这一问题的方法十分类似于分析经营者集中下协同效应的方法[7]。

#### 3.3. 封锁效应

封锁效应又被称为纵向效应，在纵向结构性关联的案件中，通过允许公司制造障碍使得竞争者无法接触到原料或消费者，其具有拖延市场准入的目的或效果：譬如某一少数股权收购行为显著地增加了第三方公司通过并购行为进入该市场的难度，或只要目标公司仍然在运营，那么投资公司就不会自行进入该市场[7]。封锁效应所产生的损害后果最终将体现为非横向持股企业的排挤和对消费者福利的剥削。少数股权收购行为如果在相关市场内形成普遍情况并对竞争产生削弱作用，那么必然会影响到总想市场上的产量，显著妨碍到纵向市场上的竞争及成本[8]。

## 4. 比较研究：美国的立法规制

### 4.1. 立法

美国对少数股权收购行为也提出了合并控制的申报要求，没有取得控制的小比例股权收购也应当申报，而且按照与全面合并一样的程序进行审查[9]。

OECD 在关于少数股权与连锁董事的反垄断问题文件中提到，对于少数股权经营者收购的问题，美国有两种反垄断规则适用，一种是作为垄断协议适用谢尔曼法第一节，另一种是作为经营者集中适用克莱顿法第七节[7]。克莱顿法案不仅仅介入控制性利益的并购行为，同时也介入部分资本收购的行为。依据第七节分析收购竞争对手少数股权行为的一个主要问题是该种“仅意图投资”(investment-purpose-only)的描述是否完全排除了第七节对该种收购行为的审查，即便该种行为实质上会损害竞争[10]。

另外，在美国的合并控制制度下，Hart-Scott-Rodino Act (HSR 法案)一般要求任何达到营业额标准的、涉及投票权的证券或资产收购行为都要想反垄断执法机关报告。但是 HSR 法案及相应的实施细则也规定了一系列豁免情形。许多豁免情形是被认为基本不会引起反垄断关注的情形；除了 HSR 法案所确定的豁

免规则外，反垄断执法机关也被授权对“不太可能违反反托拉斯法”的交易予以豁免审查。HSR 法案第九节规定了对少于 10%投票权且该收购“仅仅是出于投资目的，没有意图参与制定、确定或指导发行人的基本商业决策”的少数股权收购行为的豁免审查。此外，美国反垄断执法机构也在考虑在未来直接豁免小比例的少数股权收购行为而不考虑其收购目的，以扩大 HSR 法案豁免情形的适当性[7]。美国历史循环理论认为这个国家在政府与私人利益的循环消长之间前进，这也就变成了自由主义和保守主义之间的循环。这种理论还有很多：最著名的莫过于 Arthur Schlesinger Sr.和 Jr.这对父子组合所提出的关于“公共目的”和“私人利益”之间可以预料的摇摆。伴随着反垄断法从结构主义向行为主义变迁的，也是作为缩影的经营者集中审查进一步扩大自由保障的倾向。自由主义(laissez-faire)不仅作为一种信仰，而且其具有宪法层面的意义。因为它决定了即便是国会或民选代表也无权介入经济，市场经济本身有其自治属性[11]。

## 4.2. 案例

在 CommScope/Andrew 案中，收购人 CommScope 是一家大型电缆产品的生产商，目标公司 Andrew 则持有 30%的另一家电缆生产商 Andes 的股权，且拥有包括提名后者董事席位在内的多项公司治理权。收购人 CommScope 通过完全收购目标公司的行为，将意味着其收购其同业竞争公司 Andes 30%的股权及一系列的公司治理权。反垄断机关认为，本案相关产品市场是高度集中的市场，只有四家公司进行有效竞争，CommScope 与 Andes 的竞争将促进创新。其指出，这一少数股权收购行为将导致后者不再具有独立竞争地位[7]。

在 KMI/Carlyle/Riverstone 案<sup>5</sup>很典型地体现出反垄断执法机关对介入可能会消除市场竞争的同业部分并购交易的态度。在该案中，Carlyle 和 Riverstone 共同设立了一家私募投资基金，其已经持有一家主营石油管道以及其他轻石油产品的公司 Magellan，现在其打算对其竞争对手 KMI 以获取部分股权的形式进行投资。反垄断执法机关认为该交易会使得美国 11 各大型地区的相关产品市场竞争削弱，而且反垄断机关发现该私募基金对 Magellan 公司运营的否决权的同时，将得到两家企业的董事席位以及非公开的敏感竞争信息。同时执法机关认为，两家实业公司的产品是市场内客户的首选或第二选择，因此该种合并将会提高相关市场内的单边效应，其他企业的竞争无法填补这两家企业单边行为带来的竞争损失。最后，Carlyle 和 Riverstone 接受了附条件的集中许可：1) 要放弃其对 Magellan 公司的所有董事与高管席位；2) 放弃对 Magellan 的控制权给其他的股东；3) 不得影响或试图影响 Magellan 的管理及运营；4) 建立隔离 KMI 与 Magellan 之间敏感竞争信息的信息墙[7]。

## 5. 我国经营者集中规定与缺陷

### 5.1. 我国经营者集中规定：以“控制”为标准构建的经营者集中审查制度

目前我国对少数股权是否构成控制审查的主要参考依据是国务院办公厅 2018 年发布的《关于经营者集中申报的指导意见》，该文件指出，判断经营者是否通过交易区的对其他经营者的“控制权”须考虑的因素包括交易的目的和未来计划、股东大会与董事会以及监事会的组成与表决机制、高管的任免等。

我国在设计经营者集中制度时，引入了欧盟“决定性影响”的概念。虽然我国成文法上将控制权与决定性影响分开加以说明，但可以看出，它与欧盟有关确定收购“少数股权”时是否产生“控制权”转移所考虑的因素有很大的类同性[12]。关于“决定性影响”的问题，在我国却并未得到进一步解释。有学者推断其原因在于，以合同等其他交易安排取得控制权和决定性影响的情况比较少见和复杂[13]，因而难

<sup>5</sup>TC Group, L.L.C., No. 061-0197.

以有效归纳并以立法语言一以蔽之。而这一问题也导致实践中对于需要申报的企业合并行为尺度难以把握，无论是经营者还是执法部门都对此产生了困惑[14]。

## 5.2. 我国经营者集中缺陷：对非控制性少数股权规制的法律依据缺失

根据《中华人民共和国反垄断法》关于经营者集中的规定文义来看，少数股权收购方如果没有主动取得对目标公司的控制、也未干涉被投资公司运作的情况未被理解为取得控制权或决定性影响的情况，则并不受到经营者集中制度的管制[5]。

围绕“控制”所构建的经营者集中审查标准尽管将主要的少数股权收购行为纳入反垄断法的规制中，但却会造成非控制性少数股权收购的审查遗漏。如果少数股权收购行为被认定为不存在控制转移，那么该收购行为在原则上就应当豁免反垄断审查，除非后续企业进一步收购相关股权并达到了控制标准，那么执法机关才能再事后地对最先的少数股权收购行为一并进行审查[1]。

## 6. 对策

### 6.1. 将非控制性少数股权收购行为纳入经营者集中审查制度中

我国目前以控制为标准所构建的经营者集中规制制度有其有利的一面，即以明确的逻辑构造和裁量尺度为各种形式的企业间合并行为提供了反垄断合规尺度和标准。但其问题也在于无法涵盖所有可能产生竞争损害的经营者集中行为。反垄断法的立法目的之一在于保护竞争秩序，对于反竞争的经营者集中行为进行规制也本属当然之义。因此，针对少数股权收购行为，只要其具有反竞争效应，无论其是否达到控制标准，都应当纳入经营者集中审查的范畴[15]。

### 6.2. 建立针对少数股权收购的快速审查机制

对于非控制性少数股权收购行为，如果放任不管显然会错放实质性具有反竞争效应、产生竞争损害的情况，因而有将其纳入审查的必要性。但是同样需要考虑到的是，其中大量交易未必具有反竞争效应，一视同仁地这类收购行为不仅会显著增加监管成本，而且可能不当降低市场效率。有鉴于此，需要制定出符合市场需求且具有明确快速、低成本的审查标准，促进市场流畅和促进经济增长。

以指南等形式，建立针对少数股权收购的快速分级的审查机制是解决这一问题的必要之举。快速分级审查机制是指通过设立一系列指标，以制式表格的形式要求申报人对涉及的重要因素进行申报以供审查。在分级设置中设立敏感性指标，以在判断非控制性少数股权是否可能引起竞争担忧时更具有可预测性和可操作性。值得特别提示的是，有鉴于针对多个同业公司之间进行的少数股权收购行为可能产生的反竞争效应，申报中的敏感性指标应当包括对目标公司其他同业竞争者的持股情况。

### 6.3. 细化案件事实与细节

受到 2020 年中央强化反垄断政策以及 2022 年反垄断法修订的影响，近年来我国大量出现补充申报未依法申报的经营者集中案例，这一度对主管的国家市场监督管理总局的工作量带来不小挑战。近几年间，国家市监总局集中公示了几批未依法申报的经营者集中处罚案例，其中不乏少数股权收购的经营者集中。但是观察相关处罚决定书，可以发现处罚文书在公示案件细节等问题上存在不足，主要集中在对“控制”和竞争评估的公示不足。少数股权收购如何构成控制应当是文书中重点披露的问题，同时，即便对于明显不具有竞争损害的集中情形，对于竞争评估的过程和依据也仍然有其公示的必要。

有鉴于此，建议通过实行一些典型案例或典型场景的公开耗时及审批时间来确保审核进程的透明度，并加强与市场主体的沟通以及细化申报材料。

## 7. 结语

尽管在原理上,少数股权收购行为本身可能存在的反竞争效应决定其理应纳入反垄断法规制的视野中,但长期以来这一问题在投融资领域并未受到关注,对于非控制性少数股权收购则更是案件寥寥。这一问题实际上反映的是我国立法与学界对相关问题认识尚不深入所导致。这样的情况不仅会使得大量存在反竞争效应的非控制性少数股权收购行为无法进行查处,产生立法漏洞,也有可能在实践中导致执法机关僭越法定范围,不当扩大共同控制等识别标准以实现少数股权收购行为的监管,背离法治原则。

少数股权收购行为所产生的反竞争效应在国外已经有非常成熟的研究,而相关研究也表明国内的商业行为也已经产生了这种反竞争担忧[8]。有鉴于此,对相关问题开展研究并对立法进行漏洞填补已属必要。

## 参考文献

- [1] 承上. 企业收购少数股权行为的经营者集中规制困境与对策[J]. 理论月刊, 2016(6): 134-141.
- [2] Fotis, P. and Zevgolits, N. (2016) *The Competitive Effects of Minority Shareholdings Legal and Economic Issues*. Hart Publishing Ltd., Oxford, 30. <https://doi.org/10.5040/9781509900909>
- [3] 黄勇, 王晓茹. 横向并购中单边效应的经济分析[J]. 价格理论与实践, 2013(10): 26-28. <https://doi.org/10.19851/j.cnki.cn11-1010/f.2013.10.009>
- [4] Tzanaki, A. (2013) *The Legal Treatment of Minority Shareholdings under EU Competition Law: Present and Future. 18th Annual Legal Symposium "The Rules of Competition in the Greek and European Market"*, Pireaus, 28-29 November 2013, 861-886.
- [5] 钟刚. 竞争性公司之间消极持股的反垄断法分析[J]. 河南社会科学, 2013, 21(11): 35.
- [6] 王晓晔. 反垄断法[M]. 北京: 法律出版社, 2011: 254-257.
- [7] OECD (2008) *Antitrust Issues Involving Minority Shareholding and Interlocking Directorates, United States—DAF/COMP/WP3/WD26*.
- [8] 王健, 雷昊楠. 反垄断法视野下的横向持股问题[J]. 竞争政策研究, 2022(5): 34-58.
- [9] 叶军. 经营者集中法律界定模式研究[J]. 中国法学, 2015(5): 223-247. <https://doi.org/10.14111/j.cnki.zgfx.2015.05.014>
- [10] Dubrow, J.B. (2001) *Challenging the Economic Incentives Analysis of Competitive Effects in Acquisitions of Passive Minority Equity Interests. Antitrust Law Journal*, 69, 113.
- [11] Wu, T. (2018) *The Curse of Bigness. Columbia Global Reports*, New York, 45. <https://doi.org/10.2307/j.ctv1fx4h9c>
- [12] 高梁. 欧盟竞争法有关收购“非控制性少数股权”的立场及对我国经营者集中审查权限的思考[J]. 经济法学评论, 2015, 15(1): 355-364.
- [13] 尚明, 孔玲, 叶军. 界定参与集中的经营者浅析[J]. 法律适用, 2012(4): 39-43.
- [14] 万静. “控制权转移”“决定性影响”概念模糊执法不易操作商务部建议立法明确经营者集中认定标准[N]. 法制日报, 2012-12-28(006).
- [15] 宁度. 部分并购的反垄断经济与法律分析[J]. 经贸法律评论, 2020(6): 111-130.