

## 中国的资本管制 - 对关注中国业务公司的影响

January 3, 2017



作者：

罗仪 ( 环球律师事务所 )

Stephen Wortley 霍华礼 ( 加拿大铭伦律师事务所 )

Patty Shao 邵琪 ( 加拿大铭伦律师事务所 )

Ravipal Bains ( 加拿大铭伦律师事务所 )

2016年11月下旬，传闻中国政府将对资本外流进行严格管制之后，国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）、商务部、中国人民银行（以下简称“人民银行”）和国家外汇管理局（以下简称“外管局”）等四部委发布了联合声明，宣布境外投资交易将受到严格审查。该声明发布之后，外管局就此进一步发布了相关内容，并且当局采取了其他措施以减缓人民币的对外流动。

虽然目前尚未出台任何正式的规定；然而，通过分析新闻报道和官方通讯，新政策的内容预测如下：

**禁止进行的交易：**除经发改委、商务部、人民银行及/或外管局等监管机构批准外，原则上禁止以下交易，包括：

- 100亿美元及以上的对外投资；
- 国有企业境外购买或开发中方投资额在10亿美元及以上的大宗房地产；
- 投资额在10亿美元及以上非主营项目大额并购投资项目；
- 合伙企业的对外直接投资；

- 10%以下小比例参股境外上市公司的对外直接投资；
- “母小子大”的对外直接投资。最近，越来越多的中国公司通过利用在岸和离岸融资工具收购规模更大的海外目标公司，而监管机构希望控制相关的金融风险；
- 境内资本参与境外上市中资企业退市操作，通常称为私有化交易；及
- 成立时间较短的公司的对外直接投资（通常此类公司仅在几个月前注册成立且无任何实质经营），当地称此类投资为“快设快出”式交易。

**部分交易需通过更加严格的审查：**若干交易将通过发改委、商务部、人民银行、外管局等有关部门的更加严格的审查和预先批准，包括：

- 由拥有高资产负债率、低净资产收益率的中国注册公司进行的对外投资；
- 等值于500万美元及以上的外币或人民币的对外转帐；
- 等值于5000万美元及以上的任何对外投资项目名下的资本流出；及
- 通常由外国投资者进行的对外投资和利润汇出。

**人民币流出限制：**以下涉及外汇和人民币转换的交易将受到限制，并需要得到包括人民银行在内的主管部门的预先批准：

- 中国注册公司向其境外股东和子公司进行的境外人民币放款，金额将限于放款人股东权益的30%；
- 由于在中国经营的外资银行为其客户购买外汇必须得到主管部门的预先批准，中国国内银行可能比外资银行拥有更多的配额，中国当局为控制资本外流，今后从国内银行购买外汇也可能会遇到同样的困难；
- 上海自由贸易区（以下简称“自贸区”）将加强对资本流动的监控，目的是通过自贸区账户确保资本流入和流出的平衡；及
- 人行还在去年底建立了大额交易和可疑交易报告制度，要求金融机构从今年七月开始，将人民币5万元以上的现金交易以及人民币20万元以上的跨境交易报告给人行。

### 中国政府力求阻止资本外逃

中国政府的目标是阻止伪装为投资的资本外逃。在2014年初外汇储备达到近4万亿美元之后，外汇储备大幅下降，目前已接近3万亿美元。引发忧虑的是，一些对外投资并非是以商业为导向的交易，而是人为将资本转移出中国。

中国政府也关注人民币贬值问题，11月人民币跌至近8年来兑换美元的最低水平。近年来，为了鼓励人民币国际化，中国当局允许资本较容易进行跨境流动。然而近期由于对中国经济增长停滞的担忧而引发人民币的贬值，投资者撤出人民币资产以将资金转移出中国。

同时，中国当局并未对海外并购的结果表示满意，特别是国有企业的大规模收购。例如，2013年国有企业中海油为收购加拿大最大的石油公司之一的尼克森公司（Nexen），支付了创历史记录150亿美元，随着全球石油价格的急剧下跌，该投资遭受了严重损失。还有一些值得怀疑的跨行业收购案，如山东宏达（一家铁矿石生产商）对Jagex Games（视频游戏开发商）的收购。

其次，那些一直欢迎中国投资的国家，如澳大利亚和德国，也开始对境外并购交易中的中国政府的干预程度表示担忧。因此，从一开始就对某些投资进行限制可能有助于暂时缓解此类忧虑。

### 必要的措施

考虑到当前的情况以及资本外流速度，中国当局出台相应的管理办法，这在短期内是有意义的，并且能为当局制定长期解决方案赢得时间。此外，考虑到境外交易的原始量（根据Jefferies数据，仅2016年中国对外投资的总值已超过1500亿美元）<sup>1</sup>，中国当局采取若干措施减缓海外并购并不为奇。

### 企业面临的实际挑战

尽管新政策事出有因并能带来战略利益，但其广泛推行仍为中国公司和与中国有往来的海外企业提出了几个实际问题。

首先，鉴于现代交易的复杂性，新政策很可能对一系列交易造成影响，包括具有合法商业目的性的真实交易；其次，涉及中国企业的正在进行的并购交易可能遭受延误和不确定性的影响。虽然名义上针对的重点是较大规模的交易，但外管局已将5000万美元的出境汇款的审查门槛收紧为500万美元。第三，海外股东目前对其中国业务利润的使用受到额外限制。这将成为希望使用其中国业务利润来支付股息或贷款的投资者的一大问题，包括加拿大企业在内。第四，由于新的预先批准和审查程序的细节仍不明确，银行和金融机构实际已暂停了投资性资本外流，即使是那些已经获得发改委和商务部预先批准的交易。

### 对变化的反应

评论几乎一致认为，中国政府关注中国海外投资的质量。中国政府担心某些交易没有得到适当审查即草率进行。谨慎的对外投资者应寻求建立适当的尽职调查程序，并向发改委、商务部和其他主管部门证明其收购目标是高质量和真实的。细致的尽职调查不仅能识别风险并按比例分配风险，还可突出收购方和目标公司之间的协同效应。尽管如此，目前仍不清楚中国当局将采取何种决策机制来审批对外投资。

新的政策环境十分复杂，并处于不断变化的状态，目前仍然没有官方正式公布的相关规定，且相关规定通常需要相关部门经过几周或几个月才能通过审批。因此，投资者应尽快与其法律和财务顾问合作，使其交易能够采取较少监管干预的有效公司架构。投资者还应向其顾问提供详细信息，以使对外投资申请完全符合新的规则。

<sup>1</sup>“横扫行业与交易规模的中国境外并购激增”，Jefferies (2016年12月18日) 在线: Jefferies LLC <<https://www.jefferies.com/OurFirm/2/1098>>.

投资者应考虑其希望进行投资的行业。例如，中国将继续鼓励针对高科技领域（例如机器人技术）的对外投资，以支持向产业链上游的发展，但针对诸如房地产等行业的收购可能面临更多的审查。

对于曾经（或仍然）期望从中国获得资本的潜在外国投资者而言，新政策带来了一系列不同的思考。如果卖方选择中国收购方，则可能因这种不确定性要求获得更高的溢价。卖方也可能要求更高的分手费作为保护，以防止由于监管问题导致交易失败，并要求将收购款项存入海外银行进行托管。投资者在进行交易之前还应该了解收购方的结构和业务运营，以避免落入通常被禁止或严格审查的交易类别。

从长远来看，专注中国业务的投资者应该开始着手设立海外投资离岸架构，因为此类投资工具受到监管变化的影响较小。离岸实体还提供了税务和上市前景的优势，且若实体非上市企业，则可能简化公司治理的要求。大量中国公司已经拥有离岸投资公司，其中包括一些香港注册公司。鉴于新的政策，外国投资者可能更倾向于通过离岸投资公司进行交易，而中国投资者可能希望使用离岸投资公司筹集资金。例如，中国第二大保险公司 -- 平安保险集团计划出售美元计价债券，并从境外银行借款以资助其境外投资。在目前阶段，尚不清楚将于发布的相关规定将会对此类投资造成何种影响，或根本不会对此类投资产生任何影响。

## 重点

乍看起来，新政策的出台似乎令人望而生畏，并可能预示着一个新时代的来临，但投资者应注意到这一举动并非空穴来风。政策的转变已经进行了一段时间，特别是中国股市自2016年初遭受重大动荡之后。例如，中国当局已经对中国持款人可以在国外提款的金额设定了上限。

新的政策变化将影响短期内的并购活动，因为投资者需要暂停并购活动以了解政策变化的意图和后果。然而，中国当局不太可能改变其大体上支持投资的环境，以使经济完全脱离全球一体化，特别是鉴于其世界贸易组织（WTO）成员的身份。本月初，中国人民银行行长周小川特别强调，将资本管制措施描述为防止资本外逃和恢复货币市场平静的临时手段。香港金融管理局总裁陈德霖亦表示，一旦货币市场趋稳，可能会对有关措施做出调整。<sup>2</sup>

新政策的实施可能会延续至2017年9月底。在此之后，中国的资本管制如演变为更为宽松的环境也不足为奇。

<sup>2</sup> “中国的货币控制只是暂时遏制人民币的外流，央行行长说”，《南华早报》（2016年12月19日）在线：南华早报 <<http://www.scmp.com/business/money/article/2055798/chinas-currency-curbs-merely-temporary-stem-yu-ans-outflow-central>>.



环球律师事务所是中国律师业中最优秀的大型综合性律师事务所之一。更多信息，请访问：[www.glo.com.cn](http://www.glo.com.cn)

铭伦律师事务所是加拿大首屈一指的专注于资本市场的商业律师事务所。更多信息，请访问：[www.mcmillan.ca/cn](http://www.mcmillan.ca/cn)